

Serie
Lineamientos
de gobierno corporativo

1 GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL EN COLOMBIA

Adriana Mazuera, Amylkar Acosta, Beatriz Morales, Carlos Gustavo Cano, Clemente del Valle, Diego Muñoz, Fidel Cuéllar, Francisco Prada, Germán Arce, Germán Cardona, Jorge Hernán Cárdenas, Juan Fernando Ribero, Luis Fernando Alarcón, Mónica Jiménez, Óscar Pardo, Rubén Darío Avendaño, Santiago Montenegro, Sergio Restrepo y Sylvia Escovar.

Serie
Lineamientos
de gobierno corporativo

1 GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL EN COLOMBIA

Adriana Mazuera, Amylkar Acosta, Beatriz Morales, Carlos Gustavo Cano, Clemente del Valle, Diego Muñoz, Fidel Cuéllar, Francisco Prada, Germán Arce, Germán Cardona, Jorge Hernán Cárdenas, Juan Fernando Ribero, Luis Fernando Alarcón, Mónica Jiménez, Óscar Pardo, Rubén Darío Avendaño, Santiago Montenegro, Sergio Restrepo y Sylvia Escovar.

Lineamientos de gobierno corporativo

Esta serie es el resultado de un trabajo colectivo que integró análisis, reflexión y consenso entre expertos en gobierno corporativo, representantes del sector público, la academia y organismos internacionales.

Gobierno corporativo de las empresas de propiedad estatal en Colombia

Primera edición: mayo de 2026

© 2026, Adriana Mazuera, Amylkar Acosta, Beatriz Morales, Carlos Gustavo Cano, Clemente del Valle, Diego Muñoz, Fidel Cuéllar, Francisco Prada, Germán Arce, Germán Cardona, Jorge Hernán Cárdenas, Juan Fernando Ribero, Luis Fernando Alarcón, Mónica Jiménez, Óscar Pardo, Rubén Darío Avendaño, Santiago Montenegro, Sergio Restrepo y Sylvia Escovar.

© 2026, Universidad de los Andes, Facultad de Administración

ISSN

Editores: Piedad Salgado y Oscar Pardo

Diseño gráfico editorial, armada electrónica
y finalización de arte: Susana Rudas Lleras

Reservados todos los derechos. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su todo ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electroóptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de la editorial.

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 del 30 de mayo de 1964

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 del 23 de febrero de 1949,
Minjusticia

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 000194 del 16 de enero del 2025, Mineducación

CONTENIDO

Introducción	4
Capítulo 1	
Marco conceptual del rol del Estado, sus tipologías de intervención en la propiedad estatal y el gobierno corporativo	6
1.2. Tipologías de Estado y exigencias de GC	7
1.2.1. Estado minimalista o liberal-competitivo	7
1.2.2. Estado coordinador o de desarrollo	8
1.2.3. Estado empresario o capitalista de Estado	8
1.2.4. Estado de bienestar y proveedor de servicios universales	8
1.3. Las empresas estatales y el gobierno corporativo	10
1.4. Beneficios y riesgos del GC en las EE	14
Capítulo 2	
El valor público en las Empresas de Propiedad del Estado (EPE)	18
2.1. La medición de valor desde la perspectiva de los accionistas	19
2.2. La generación de valor social y ambiental	20
2.3. El GC y la generación de valor	21
2.4. Consideraciones para la implantación	22
Capítulo 3	
Política de propiedad y marco normativo	23
3.1. Marco legal y regulatorio	24
3.2. Arreglos de propiedad y arquitectura institucional	25
3.3. Diagnóstico del caso colombiano	26

Capítulo 4	
Propuesta integral para una unidad de Propiedad en Colombia y mejores prácticas	29
4.1. Lecciones institucionales del Banco de la República: modelo de autonomía funcional, técnica y patrimonial	30
4.2. Propuesta de creación de la Unidad de Propiedad por ley especial	31
4.3. Política pública para las EPE	34
4.3.1. Fragmentación normativa y brechas del marco actual	35
4.3.2. Hoja de ruta e instrumentos prioritarios	36
4.3.3. Gobernanza de implementación y seguimiento	37
4.4. Mejores prácticas de GC en las EPE	38
4.4.1. Funcionamiento, comités y disciplina decisional	39
4.4.2. Nominación, sucesión y evaluación	39
4.4.3. Remuneración, transparencia y blindajes frente a riesgos políticos	40
Conclusiones	41
Anexos	44
Anexo 1. El Fondo Soberano de Noruega como modelo de gobernanza y sostenibilidad pública	44
Anexo 2. Modelos internacionales de unidades de Ownership: análisis comparado de FONAFE (Perú), SEP (Chile), SEPI (España) y Solidium (Finlandia)	46
FONAFE (Perú)	46
SEP (Chile)	47
SEPI (España)	48
Solidium (Finlandia)	48
Anexo 3. Khazanah Nasional Berhad: gobernanza e inversión estratégica en el modelo malasio	50
Marco institucional y gobierno corporativo	50
Independencia operativa, control y sostenibilidad	51
Fortalezas institucionales y lecciones	51
Referencias	53

INTRODUCCIÓN

El fortalecimiento del gobierno corporativo (GC) en las Empresas de Propiedad Estatal (EPE) constituye hoy una de las tareas más relevantes para la modernización del Estado colombiano. Estas entidades representan una porción significativa del patrimonio público, concentran inversiones estratégicas en sectores de alto impacto —infraestructura, energía, finanzas, comunicaciones, seguros y transporte—, generan empleo formal, impulsan el crecimiento económico y son instrumentos esenciales para la ejecución de políticas públicas y la materialización de derechos ciudadanos.

En este contexto, el gobierno corporativo estatal no es solo una herramienta administrativa, sino una política pública transversal que define la manera en que el Estado se relaciona con sus empresas, equilibra sus roles de propietario, regulador y formulador de política, y traduce la acción pública en resultados tangibles para la sociedad que se manifiesten en la creación de valor económico, social y ambiental. El fortalecimiento de esta política contribuye directamente al desarrollo económico, la sostenibilidad fiscal, la integridad institucional y la eficiencia del gasto público.

Este documento nace como una propuesta integral para consolidar una política de propiedad estatal moderna, coherente, transparente y sostenible en el tiempo, alineada con los estándares internacionales establecidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Banco Mundial, el Banco Asiático de Desarrollo (ADB), BID Invest y otras experiencias de referencia en Europa, América Latina y Oceanía. Su propósito es dotar a Colombia de una hoja de ruta de largo plazo, no sujeta a ciclos políticos, que oriente la acción del Estado como propietario y

garantice la continuidad institucional en el manejo de los activos públicos y que genere valor a los ciudadanos.

La propuesta parte de una premisa fundamental: las empresas estatales no deben ser vistas como instrumentos de intervención coyuntural o como fuentes de financiamiento fiscal, sino como activos estratégicos del Estado, administrados bajo principios de eficiencia, sostenibilidad y responsabilidad pública. Por ello, el documento pone el énfasis en la creación de valor público —entendido como la generación de beneficios económicos, sociales y ambientales— y en la necesidad de que el Estado ejerza una función propietaria profesional y basada en evidencia.

En los primeros tres capítulos, el lector encontrará un análisis del papel del Estado y su relación con la propiedad estatal y de éstos con el gobierno corporativo; el concepto del valor público desde la perspectiva de los accionistas y la sociedad (generación de valor social y ambiental), todo ello, de nuevo, a través del GC; y, la política de propiedad, para finalizar con un balance preliminar de lo que sucede en Colombia. Todo este marco es necesario para entender la importancia de la propuesta que abordamos en el capítulo cuarto. Allí se desarrolla la primera idea de la creación de una Unidad de Propiedad Estatal: entidad técnica encargada de ejercer la función propietaria de forma centralizada, con independencia operativa, altos estándares de gobernanza y mecanismos de evaluación, y reportes comparables internacionalmente. Después, se plantea el marco legal e institucional necesario para implementar la política, con reformas normativas, instrumentos de gestión y una hoja de ruta gradual, finalizando con la presentación de las mejores prácticas de gobierno corporativo a implementar, dentro de esta Unidad.

Su elaboración es el resultado de un trabajo colectivo que integró análisis, reflexión y consenso entre expertos en gobierno corporativo, representantes del sector público, la academia y organismos internacionales. El documento recoge estos aportes con el propósito de contribuir a la construcción de un Estado más transparente, eficiente y orientado al ciudadano. Adicionalmente, el enfoque metodológico combina el análisis institucional y normativo, la evidencia disponible sobre desempeño y gobernanza,

y la síntesis de experiencias comparadas (OCDE, Banco Mundial y casos de referencia).

Este documento tiene vocación de permanencia y continuidad: constituye una primera propuesta al Estado y una hoja de ruta para administrar los activos públicos con visión de largo plazo, proteger el patrimonio de los colombianos y asegurar que cada empresa estatal opere con eficiencia, integridad y compromiso social. Su propósito es servir como referente técnico y ético para la gestión pública y orientar a las próximas administraciones en la construcción de un Estado propietario moderno, transparente y responsable, fortaleciendo la confianza ciudadana en la capacidad del Estado para gobernar bien lo que les pertenece a todos.

No es un manual operativo ni una propuesta de reforma legal cerrada; es un marco de política pública que orienta decisiones de diseño institucional, reformas normativas graduales y prácticas de gobierno corporativo aplicables a lo largo del tiempo.

MARCO CONCEPTUAL DEL ROL DEL ESTADO, SUS TIPOLOGÍAS DE INTERVENCIÓN EN LA PROPIEDAD ESTATAL Y EL GOBIERNO CORPORATIVO

Analizar el gobierno corporativo (GC) de las empresas estatales (EE) exige entender primero el papel que el Estado pretende cumplir como empresario en sus diferentes roles como formulador de política pública, regulador, propietario de empresas y financiador o comprador de bienes y servicios. Aunque en la práctica estas funciones suelen superponerse, su **separación clara en el diseño institucional** es clave para prevenir, evitar, mitigar o gestionar posibles conflictos de interés y asegurar una rendición de cuentas efectiva.

Cuando el Estado asume la propiedad de empresas, lo hace guiado por un **propósito público explícito**. Este puede incluir la corrección de fallas de mercado, la provisión de bienes y servicios de interés general, el impulso al desarrollo productivo y tecnológico, la preservación de capacidades estratégicas o, en algunos casos, la generación de retornos financieros sostenibles que apoyen la estabilidad fiscal. Este propósito define qué sectores intervenir, con qué alcance, por cuánto tiempo y con qué objetivos.

La calidad del GC en las EE depende, entre otros asuntos, de separar con claridad el **“por qué”** de la propiedad estatal del **“cómo”** se ejerce. El **“por qué”** se establece en una política de propiedad que defina razones fundamentales, metas y responsabilidades del ejercicio de propiedad. El **“cómo”** se concreta en una arquitectura institucional que incluye: alineación de incentivos de alto poder, juntas directivas idóneas e independientes, gerencias con atribuciones claras, altos estándares de transparencia y una separación estricta entre propiedad, regulación y política pública. Esta

distinción evita que las EE actúen simultáneamente como regulador y operador, y protege la credibilidad del marco regulatorio, además de minimizar la influencia política.

La evidencia internacional muestra que, cuando estas reglas funcionan, las EE logran mejores resultados en eficiencia, financiamiento, estabilidad del servicio e innovación, además de reducir riesgos fiscales. Cuando fallan, aumentan la captura política, los subsidios opacos, la mala inversión y la probabilidad de rescates costosos.

Dado que muchas EE operan en sectores intensivos en capital y con horizontes largos de retorno, el rol propietario del Estado exige **coherencia en el tiempo**. Para ello, los países que han profesionalizado esta función suelen converger en tres prácticas:

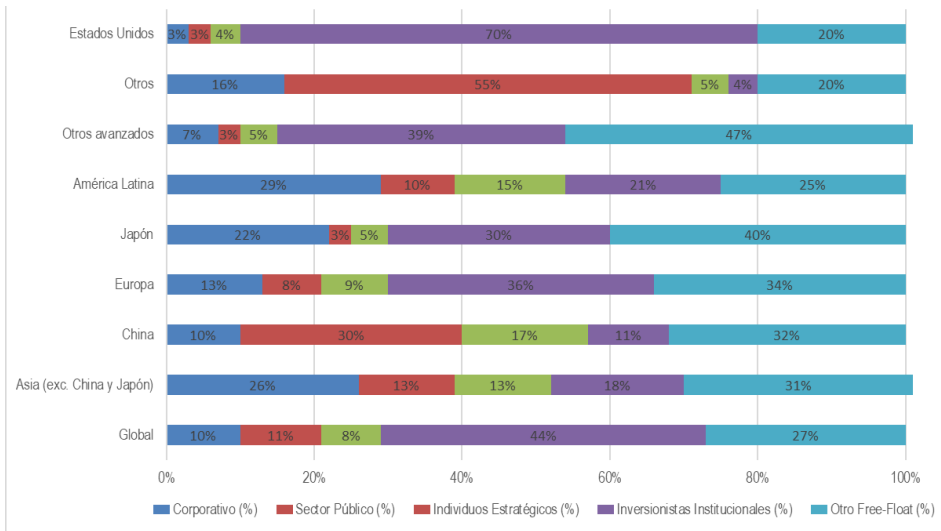
1. una política de propiedad pública explícita, clara y estable;
2. un centro o coordinador de la función propietaria con capacidades técnicas para alinear expectativas, nominar directores por mérito y consolidar información del portafolio; y
3. un régimen de transparencia, que incluya reportes empresariales comparables y un informe agregado del portafolio estatal, el cual le permite a la ciudadanía y al control político valor los resultados, los riesgos y los aportes fiscales y sociales.

1.1. Tipologías de Estado y exigencias de GC

Para alinear la gobernanza de las EE con la estrategia país, resulta útil distinguir **tipologías de Estado según su nivel y estilo de intervención**. Estas no son categorías rígidas, pero ayudan a clarificar las exigencias de GC (ver gráfica 1.1.)

1.1.1. Estado minimalista o liberal-competitivo

Este modelo prioriza la regulación y la competencia como función del Estado, y limita la propiedad estatal a pocos sectores, generalmente con características de monopolio natural u obligaciones de



Gráfica 1.1. Tenencia de acciones públicas por tipo de inversor, fin de 2022.
Fuente: OCDE Capital Market Series dataset, FactSet, Refinitiv, Bloomberg).

servicio público. Aquí el énfasis está en la **neutralidad competitiva**: marcos societarios equivalentes al sector privado, separación estricta entre regulación y propiedad, financiamiento explícito de obligaciones de servicio y disciplina de mercado mediante juntas profesionales, reportes bajo estándares International Financial Reporting Standards (IFRS, por sus siglas en inglés) y políticas de dividendos predecibles (Capobianco, A y Christiansen, H., 2011).

1.1.2. Estado coordinador o de desarrollo

En este caso, la propiedad estatal se utiliza para catalizar mercados incipientes, apalancar inversiones en sectores estratégicos y/o coordinar apuestas tecnológicas. La coexistencia de objetivos comerciales y de política pública exige contratos de desempeño con metas duales claramente ponderadas, juntas con capacidades técnicas especializadas y una función propietaria capaz de gestionar portafolios y retirar al Estado cuando los mercados maduran. La clave es definir **plazos, indicadores y condiciones de salida** (UNCTAD, 2024).

1.1.3. Estado empresario o capitalista de Estado

Este modelo mantiene una presencia amplia en sectores transables, a veces con empresas parcialmente listadas en bolsa. El desafío central es aislar a las EE del uso político de corto plazo y proteger a los inversionistas minoritarios. La gobernanza prioriza directorios (juntas directivas) con mayoría de independientes, reglas estrictas para transacciones con partes relacionadas, planes estratégicos comparables internacionalmente y transparencia en el flujo y uso de dividendos (OECD, 2024a).

1.1.4. Estado de bienestar y proveedor de servicios universales

Aquí las EE garantizan acceso y calidad en sectores como agua, energía, transporte o salud. El GC debe traducir metas de cobertura y continuidad en indicadores verificables, separar costos de obligaciones de servicio de la operación comercial y priorizar la eficiencia operativa y la resiliencia. La regulación independiente y la participación informada de los usuarios refuerzan la disciplina en contextos de baja competencia.

En todas las tipologías, el reto no es eliminar la coexistencia de objetivos, sino **gobernala** mediante prioridades claras, acuerdos de desempeño y rendición de cuentas transparente. En conjunto, estas muestran que no existe un modelo único de GC aplicable a todas las empresas estatales. El diseño del GC debe responder al tipo de Estado, al propósito específico de la propiedad y al contexto sectorial en el que opera cada empresa. Pretender aplicar esquemas homogéneos sin considerar estas diferencias suele generar fallas de gobernanza: rigidez excesiva en empresas comerciales, interferencia política en empresas de desarrollo, o ineficiencias persistentes en empresas de servicios públicos. Por ello, una política de propiedad eficaz no busca uniformidad, sino coherencia entre el rol del Estado, los objetivos perseguidos y los instrumentos de gobierno corporativo utilizados.

1.2. Propiedad estatal con propósito

Definir con claridad el “por qué” de la propiedad estatal es esencial para decidir qué empresas mantener, cómo gobernarlas y cómo evaluar su desempeño. La experiencia comparada muestra que los Estados sostienen EE por un conjunto limitado de racionales¹ que deben ser explícitos, revisables y comunicados al público.

Las Directrices OCDE 2024 recomiendan que los Estados cuenten con una **política de propiedad** que establezca las justificaciones y metas de la propiedad, el rol del Estado y de otros accionistas, la forma de ejercer los derechos de propiedad y las responsabilidades institucionales. Para cada empresa y para el portafolio en su conjunto, esta política debe clarificar los objetivos de creación de valor, financieros, estratégicos y de política pública, y explicar cómo se mitigarán posibles distorsiones a la competencia.

En línea con estas directrices, el Estado colombiano identificó seis grandes justificaciones para la propiedad estatal: 1) participación en sectores estratégicos, 2) apoyo al desarrollo productivo, 3) corrección de fallas de mercado, 4) creación de mercados inexistentes, 5) provisión de servicios públicos y sociales, y 6) preservación de activos rentables como fuente de ingresos fiscales. La OCDE recomendó traducir estas justificaciones en **mandatos claros por empresa**, respaldados por acuerdos de desempeño y prioridades explícitas cuando coexisten objetivos públicos y comerciales (CONPES, 2015).

Este enfoque de “propiedad con propósito” condiciona la arquitectura institucional. Una entidad de propiedad —centralizada o con un coordinador fuerte— debe establecer expectativas, nominar directores con criterios meritocráticos y consolidar reportes del portafolio (OCDE, 2025). En algunos contextos, *holdings* estatales bien gobernados cumplen esta función; en otros, requieren salvaguardas adicionales para evitar interferencias políticas.

La propiedad estatal no debe concebirse como una condición permanente por defecto. Definir el propósito de la propiedad

¹ Entiéndase por racionales: **criterios de política pública** que respaldan una decisión.

implica también establecer criterios para su revisión periódica y, cuando corresponda, para la transformación o salida del Estado. El gobierno corporativo cumple aquí un rol central: provee la información, los incentivos y los mecanismos de decisión que evalúan si la participación estatal sigue siendo necesaria, eficiente y generadora de valor público. La ausencia de estas evaluaciones tiende a perpetuar estructuras que ya no corrigen fallas de mercado ni cumplen objetivos estratégicos, con costos económicos, fiscales y reputacionales para el Estado.

Desde una perspectiva operativa, los racionales se expresan en tres tipos de empresas:

- **Empresas con objetivo predominantemente comercial**, donde el énfasis está en rentabilidad, disciplina de mercado y políticas de dividendos que financian bienes públicos. En estas la medición del valor económico agregado EVA generado, la estructura de capital y comparación con pares es esencial.
- **Empresas con obligaciones de servicio público (osp)**, cuyos costos deben identificarse y financiarse de manera transparente para evitar subsidios cruzados. Su propósito es asegurar acceso, calidad y universalidad del servicio público.
- **Empresas con objetivos estratégicos o de seguridad económica**, donde la política de propiedad debe justificar su alcance, duración y salvaguardas de neutralidad competitiva.

En todos los casos, las Directrices OCDE recomiendan **revisiones periódicas** de las razones fundamentales, comunicación pública de los objetivos y alineación con los planes estratégicos de cada entidad.

Para el caso de Colombia, la OCDE enfatiza en mandatos claros, acuerdos de desempeño y lineamientos explícitos acerca de la balanza entre objetivos públicos y de negocio, con rendición de cuentas por resultados y estabilidad de largo plazo.

Una implicación cuantitativa clave es que las **razones fundamentales** deben ser operacionalizadas en metas e indicadores. El *toolkit* del Banco Mundial, entre otras metodologías propone, por ejemplo,

tableros de control con indicadores financieros (rentabilidad, endeudamiento, liquidez) y no financieros (calidad de servicio, seguridad, sostenibilidad), y criterios para evaluar **riesgos fiscales** (endeudamiento, garantías, pasivos contingentes) aplicables al portafolio estatal. Este andamiaje técnico conecta el “por qué” con el “cómo” del desempeño y la rendición de cuentas al ciudadano contribuyente. Este documento propone, por ejemplo, agregar una medición explícita del valor generado por las empresas, a sus accionistas y a la sociedad (ver capítulo 2).

1.3. Las empresas estatales y el gobierno corporativo

El gobierno corporativo es el mecanismo que permite que las empresas estatales traduzcan el propósito público en resultados observables, sin generar distorsiones en los mercados ni riesgos ocultos para las finanzas públicas. Su función central es ordenar la relación entre el Estado propietario, otros accionistas y financiadores de largo plazo, las juntas directivas y la gerencia, estableciendo reglas claras de decisión, control y rendición de cuentas con el fin primordial de generar valor. En este marco, **la neutralidad competitiva y la disciplina financiera** constituyen los **dos pilares que sostienen la legitimidad económica de la propiedad estatal** (OCDE, 2025).

Desde una perspectiva de política pública, esta lógica puede resumirse en una regla simple de decisión: una empresa estatal debe, como mínimo, preservar el valor económico del capital público que administra. Cuando no logra generar retornos superiores al costo de capital del Estado, su continuidad solo podría justificarse si produce un valor social o estratégico verificable y explícitamente definido. En ausencia de uno u otro, la empresa debe ser objeto de revisión estratégica, incluyendo cambios de modelo, reestructuración o, eventualmente, desinversión.

La **neutralidad competitiva** es la condición que hace posible la convivencia entre empresas estatales y mercados dinámicos. Significa que una empresa estatal debe competir bajo reglas

sustancialmente equivalentes a las de sus pares privados, sin ventajas indebidas derivadas de su vínculo con el Estado (OCDE, 2024b). Este principio pone a prueba el rol del Estado: si el objetivo es corregir fallas de mercado o garantizar bienes públicos, no existe justificación para otorgar privilegios opacos que distorsionen precios, desalienten la inversión privada o frenen la innovación.

En la práctica, **la neutralidad competitiva exige separar con claridad las funciones del Estado**. La función propietaria no debe confundirse con la función regulatoria ni con la definición de políticas sectoriales. Asimismo, cualquier apoyo público —subsidios, transferencias, privilegios legales, patrimoniales, garantías o exenciones comerciales o tributarias— debe ser explícito, transparente y verificable. Cuando una empresa estatal asume obligaciones de servicio público, como cobertura universal, continuidad del servicio o tarifas sociales, estas deben estar claramente definidas, tener un costo identificable y financiarse mediante mecanismos visibles. La alternativa, basada en subsidios cruzados implícitos, tiende a ocultar ineficiencias, trasladar costos a usuarios no beneficiarios y generar desconfianza entre competidores y potenciales inversionistas.

La neutralidad también se pone a prueba en el acceso a financiamiento y a insumos. Las empresas estatales no deberían operar bajo la presunción de garantías ilimitadas ni disfrutar de acceso preferente al crédito, permisos o trámites administrativos. Si el Estado decide otorgar un apoyo financiero por razones de política pública —por ejemplo, para un proyecto de infraestructura estratégica—, este debe aprobarse con reglas prudenciales, remunerar adecuadamente el riesgo asumido y divulgarse públicamente. La disciplina en este frente protege tanto la credibilidad de la empresa como la sostenibilidad fiscal del Estado.

Otro ámbito crítico es **la contratación**. Las mejores prácticas buscan evitar que las empresas estatales se conviertan en clientes cautivos de proveedores “de confianza”, sin imponerles esquemas excesivamente burocráticos que limiten su agilidad. **La clave está en la trazabilidad**: reglas claras de competencia, gestión de conflictos

de interés, documentación de decisiones y divulgación periódica de adjudicaciones relevantes. Esta transparencia no solo fortalece la integridad, sino que también facilita la labor de las autoridades de competencia.

Complementaria a la neutralidad competitiva está la **disciplina financiera**. Esta busca proteger al contribuyente y preservar la estabilidad macrofiscal, vinculando la autonomía empresarial con reglas claras de endeudamiento, garantías y dividendos. Un propietario responsable establece límites prudenciales, consolida la información financiera del portafolio de empresas y desarrolla sistemas de alerta temprana que permitan anticipar problemas antes de que se conviertan en crisis.

Un sistema sólido de disciplina financiera se apoya en indicadores clave como flujos de caja, estructura de vencimientos, cumplimiento de obligaciones financieras, exposición a riesgos cambiarios o de precios, y brechas entre tarifas y costos eficientes en sectores regulados. Esta información debe analizarse de manera agregada, permitiendo simular escenarios adversos y activar medidas correctivas cuando se superan umbrales predefinidos. De este modo, las decisiones de ajuste —revisión de inversiones, renegociación de deuda o cambios en políticas tarifarias— se basan en evidencia y no en reacciones tardías.

Las garantías y apoyos implícitos representan uno de los mayores riesgos de la propiedad estatal. Cuando el mercado percibe que el Estado siempre acudirá al rescate, el costo de capital se reduce artificialmente en el corto plazo, pero el riesgo se traslada al erario. Por ello, resulta fundamental inventariar, valorar y divulgar todas las garantías, así como establecer reglas claras sobre resolución y reestructuración, demostrando que los rescates son excepcionales, condicionados y sujetos a reparto de pérdidas conforme a la ley.

La **política de dividendos** completa este esquema. Un marco predecible, vinculado a resultados y necesidades de inversión, evita extracciones discrecionales que comprometan la sostenibilidad del

servicio o el valor de la empresa. En portafolios con empresas mixtas o con inversionistas minoritarios, esta previsibilidad refuerza la confianza y contribuye a reducir el costo de capital.

El mandato de la empresa estatal es el instrumento que conecta el propósito público con la gestión. Debe expresar de forma clara qué se espera de la empresa, cuáles son sus prioridades y bajo qué restricciones opera. Dado que muchas empresas estatales combinan objetivos financieros y sociales, el desafío no es eliminar esta tensión, sino gobernarla de manera explícita. Esto implica definir prioridades, asignar pesos relativos a los objetivos y establecer mecanismos de compensación cuando las obligaciones de servicio público afectan la viabilidad financiera.

Un buen mandato distingue entre resultados atribuibles a la gestión y factores exógenos, e incorpora mecanismos de ajuste cuando cambian las condiciones del entorno. De esta manera, se evitan incentivos perversos que lleven a sacrificar mantenimiento, calidad o inversiones de largo plazo para cumplir metas de corto plazo.

El contrato de desempeño traduce el mandato en metas concretas, indicadores y responsabilidades. Su efectividad depende de la selección de un conjunto limitado de indicadores relevantes, de la calidad de los datos y de un ciclo de seguimiento disciplinado. Más indicadores no implica mejor control; por el contrario, un sistema excesivamente complejo diluye responsabilidades y debilita la rendición de cuentas. [La integridad de la información es clave](#), especialmente cuando los resultados influyen en decisiones de inversión, remuneración o distribución de dividendos.

El monitoreo y la evaluación deben concebirse como herramientas de aprendizaje organizacional. Evaluar proyectos una vez ejecutados, comparar resultados con supuestos iniciales y contrastar el desempeño con pares permite mejorar la asignación de recursos y evitar la repetición de errores. La publicación de resultados, acompañada de explicaciones claras sobre riesgos y decisiones, fortalece la legitimidad democrática y el escrutinio público.

Las tipologías de empresas estatales importan porque condicionan incentivos, riesgos y mecanismos de control. No todas las entidades requieren el mismo diseño de gobierno corporativo. Las empresas con orientación comercial deben regirse por estándares cercanos a los del sector privado, mientras que las empresas de servicios públicos requieren un énfasis adicional en continuidad, calidad y relación con usuarios y reguladores. En los establecimientos públicos y agencias, el foco está en la separación entre rectoría, dirección y gestión, así como en la transparencia activa. En las sociedades donde el Estado es accionista minoritario, la gobernanza se apoya principalmente en pactos de accionistas y derechos de información.

En el nivel territorial, estas diferencias se acentúan por las brechas de capacidad institucional. Por ello, la política pública debe combinar estándares mínimos comunes con mecanismos de apoyo, como servicios compartidos de auditoría, riesgos o soporte jurídico. Sin este acompañamiento, los riesgos de captura, conflictos de interés y fallas en la continuidad del servicio tienden a multiplicarse.

En conjunto, este aparte muestra que el **gobierno corporativo** no es un ejercicio formal ni un requisito administrativo, sino **una herramienta central para alinear propósito público, eficiencia económica y responsabilidad fiscal**. Cuando neutralidad competitiva, disciplina financiera y sistemas de desempeño se articulan de forma coherente, la empresa estatal se convierte en un actor previsible, legítimo y orientado a resultados. Cuando fallan, los costos —económicos, fiscales y reputacionales— terminan siendo asumidos por los ciudadanos. Este texto se enfoca en las empresas estatales, aquellas que compiten y prestan servicios a los ciudadanos, con el fin de evitar dichos costos.

1.4. Beneficios y riesgos del gc en las EE

La calidad del gc determina si la propiedad estatal genera **valor público** o costos sociales. Un buen ejercicio del rol propietario implica: definir y monitorear mandatos claros, nominar juntas por mérito,

asegurar información oportuna y confiable, y garantizar neutralidad competitiva mediante la separación entre propiedad, regulación y política pública (OCDE, 2024b). En la práctica, un Estado que gestiona bien sus EE:

1. publica una política de propiedad clara, con metas explícitas de generación de valor;
2. define justificaciones y objetivos por empresa y por portafolio;
3. profesionaliza la función propietaria;
4. utiliza indicadores financieros y no financieros, con límites de endeudamiento y control de riesgos fiscales;
5. financia de forma transparente las obligaciones de servicio público; y
6. rinde cuentas mediante reportes agregados accesibles al público.

La evidencia internacional muestra que este enfoque reduce la captura política y la improvisación, mejora el desempeño empresarial y aumenta la probabilidad de que los objetivos públicos definidos democráticamente se traduzcan en resultados verificables y sostenibles para la ciudadanía. Adicionalmente, este conjunto de prácticas de gestión y gobernanza fortalece el desempeño y la rendición de cuentas de las empresas estatales, así como establece las condiciones institucionales necesarias para que la propiedad pública muestre el valor público, cuyo alcance y medición se desarrollan en el capítulo siguiente.

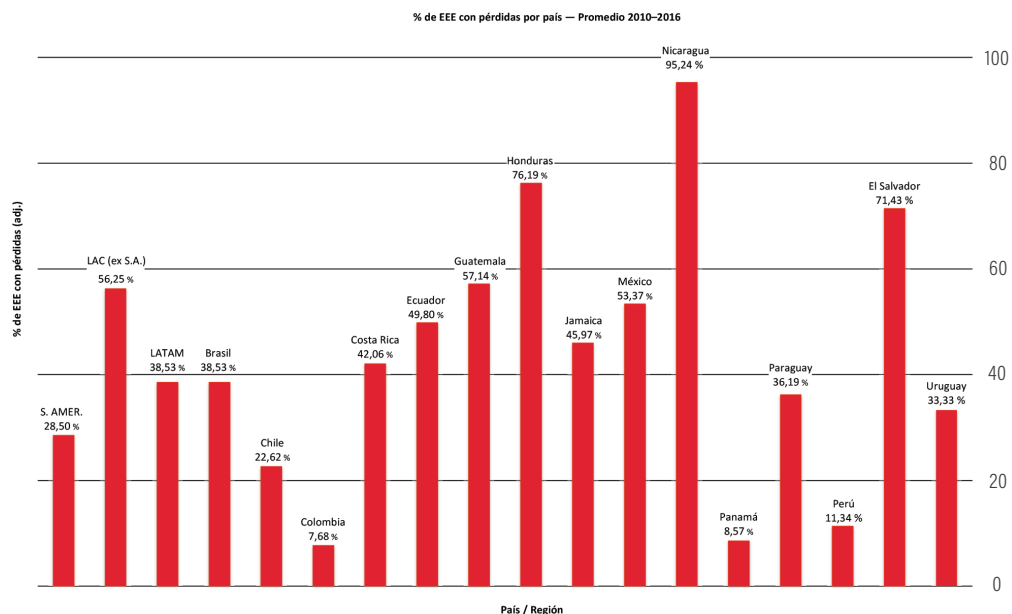
En contraste, los **riesgos del mal gc** son conocidos: la destrucción, la desviación o captura de valor, la captura política de las asambleas, las juntas y la gerencia, el intervencionismo a corto plazo, la falta de separación entre formulación de políticas, regulación y propiedad, la opacidad informativa, los tratamientos preferenciales no explicitados ni justificados, los subsidios cruzados que distorsionan mercados y también, los riesgos no identificados. Esto conlleva potenciales desviaciones de valor mediante el exceso de gastos administrativos,

las escalas salariales superiores a las del mercado, la concentración indebida de asignación de contratos, las condiciones preferenciales para ciertos clientes y/o los costos adicionales para atender controversias legales.

El informe elaborado por la OCDE (2019) revela que un significativo 14% del capital listado en bolsas proviene de empresas estatales, la gran mayoría de las cuales tienen participación mayoritaria del Estado. Este ejercicio comprueba la importancia de la claridad acerca del desempeño (el valor) y el grado de apalancamiento (confianza del mercado en la empresa) de las EPE. La diferenciación entre países permite identificar la alta varianza y volatilidad de los resultados de las EPE por tipo de propietario estatal, si se trata de gobiernos nacionales o regionales, o de fondos de pensiones o de inversionistas institucionales públicos. El informe advierte la magnitud de los efectos directos e indirectos de la intervención política en las decisiones corporativas de estas empresas y sus efectos devastadores en los beneficiarios últimos, como los fondos de pensiones, y en última instancia en todos los contribuyentes.

El estudio de Musacchio y Pineda, eds. (2019) publicado por el BID es elocuente sobre lo que ocurre en las economías latinoamericanas, con una significativa proporción de EPES perdiendo valor nominal. En la muestra, Colombia y Perú tienen los menores promedios y varianza de empresas con pérdida; en Colombia, los ingresos de las EPES equivalen al 8,4% del PIB. Debe resaltarse que este estudio sólo tiene en cuenta las pérdidas contables nominales, sin descontar el costo de capital, resultado que mostraría una situación más agravada.

La OCDE subraya que la falta de separación de funciones y la opacidad de las osp erosionan el campo de juego y debilitan incentivos de eficiencia, afectando a los competidores y, finalmente, a los usuarios y los contribuyentes. Además, la ausencia de tableros de desempeño y límites a la deuda y garantías —expuestos en el *toolkit* del Banco Mundial— agrava la generación de riesgos fiscales contingentes, que se materializan en rescates con costos reputacionales y de oportunidad para la política social y de inversión pública.



Gráfica 1.2. Porcentaje de EEE con pérdidas por país, promedio 2010 – 2016.

Fuente: Musacchio, A., Pineda, E., (eds) (2019). Fixing State-Owned Enterprises: New Policy Solutions to Old Problems. <https://doi.org/10.18235/0002012>

El CONPES 3851 de noviembre de 2015 incluye un demoledor ejercicio acerca del pobre desempeño generalizado de las empresas estatales de Colombia, especialmente en los sectores diferentes al petróleo y gas. Advierte los retos para generar valor económico y social, agrupados en dos frentes: los desafíos del Estado en su rol como propietario, y los desafíos de los GCde las EPE para ser competitivas, rentables y sostenibles. A partir de ello solicita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, crear una nueva dirección general que ejerza las funciones de propiedad para el grupo de empresas en las que tiene participación la nación y considerar el desarrollo de un Código de Buen Gobierno Corporativo de empresas estatales, entre otras recomendaciones y con plazos de 2016 y 2017 respectivamente. La implantación de tales recomendaciones no ha logrado responder a las expectativas despertadas.

Tabla 1.1. Participaciones del Estado según el sector económico

Miles de millones de pesos

Sector	Número de empresas	Activo	Pasivo	Patrimonio	Resultado neto
Petróleo y gas	8	153.836	61.586	92.250	9.031
Finanzas y seguros	19	59.485	49.701	9.784	670
Energía	21	18.846	6.762	12.084	803
Transporte y telecomunicaciones	38	2.772	2.050	1.586	14
Alimentos y agricultura	4	296	17	279	13
Salud	5	77	14	63	1
Otros	16	5.848	3.364	2.485	155
Total	111	241.160	123.494	118.531	10.687

Fuente: consolidador de Hacienda e información pública (CHIP), 31 de diciembre de 2014. Conpes 3851 de noviembre de 2015.



EL VALOR PÚBLICO EN LAS EMPRESAS DE PROPIEDAD DEL ESTADO

El valor público generado por las Empresas de Propiedad del Estado (EPE) es un concepto multidimensional que abarca los beneficios económicos, sociales y ambientales que estas organizaciones aportan tanto al Estado —como accionista principal— como a la sociedad en su conjunto. Su evaluación exige indicadores en cada una de estas dimensiones y debe estar alineada con los objetivos definidos en una política de propiedad estatal explícita (OCDE, 2025).

Desde la perspectiva de la gestión pública, Mark Moore (2021) señala que: “los gestores deben centrarse en crear valor público a partir de los recursos confiados por la ciudadanía, incluyendo no solo los recursos fiscales sino también la autoridad regulatoria del Estado”. En esta misma línea, las Directrices de la ocde sobre el GC de las Empresas Públicas (2024) establecen que el objetivo último de la propiedad estatal es maximizar el valor de largo plazo para la sociedad, de manera eficiente y sostenible (OCDE, 2025).

El GC de las epe cumple un rol central en este proceso, al asegurar la generación de valor tanto para los accionistas como para la sociedad. El valor para los accionistas se evalúa mediante criterios económico-financieros de retorno sobre el capital invertido, mientras que el valor para la sociedad se expresa en impactos económicos, fiscales, sociales y ambientales derivados de la actividad empresarial o del cumplimiento de mandatos de política pública.

Este proceso puede entenderse como un ciclo de valor: cada administración recibe activos públicos heredados y tiene la responsabilidad mínima de preservar su valor, evitando su erosión por ineficiencias, decisiones discrecionales o capturas internas o externas. El valor creado debe distribuirse conforme a reglas formales y transparentes, asegurando su contribución a la sostenibilidad de la empresa y al interés público (ver gráfico 2.1).

Las EPE operan en un entorno más complejo que las empresas privadas. Están expuestas a presiones del entorno político, a mandatos explícitos de política pública y a condiciones de mercado que exigen comportamientos empresariales consistentes con la regulación vigente. Estas tensiones refuerzan

la necesidad de un GC sólido que mitigue riesgos de captura y asegure coherencia entre propósito, desempeño y rendición de cuentas.

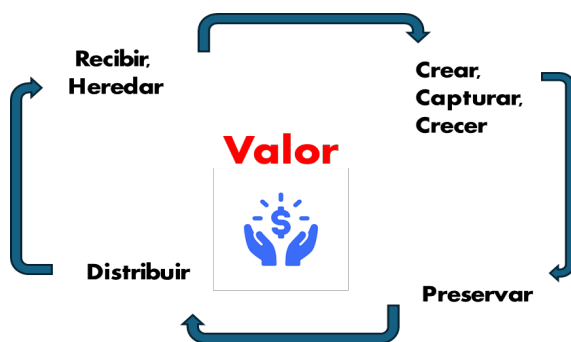


Gráfico 2.1. Ciclo de valor EPE
Fuente: elaboración de los autores.

2.1. La medición de valor desde la perspectiva de los accionistas

Desde la perspectiva de los accionistas, cuando la empresa no es un emisor activo en un mercado de valores líquido con un *free float*² relevante, el principal indicador para evaluar la generación de valor es el Valor Económico Agregado (EVA), que permite calcular si la empresa obtiene retornos superiores al costo de su capital. Aunque el EVA fue concebido para empresas privadas como indicador de corto plazo, puede adaptarse a las EPE con enfoque más permanente adecuado a los ciclos del negocio, mediante una estimación adecuada del costo de capital estatal en cada unidad empresarial.

² En este contexto, *free float* se refiere a la porción de acciones de una empresa que está efectivamente disponible para ser comprada y vendida por el público en el mercado de valores.

En términos sencillos, el EVA se calcula como la utilidad operativa después de impuestos menos el costo del capital invertido, estimado a través del costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés, Weighted Average Cost of Capital). Una EPE genera valor económico cuando su rentabilidad supera este umbral. La fórmula general del EVA es:

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{WACC} * \text{capital invertido})^3$$

Donde:

UODI: Utilidad Operativa Después de Impuestos

En este sentido, el WACC del Estado debe operar como referencia mínima de rentabilidad financiera. Cuando una empresa no lo alcanza, su continuidad no se justificaría si genera un valor social positivo verificable. En ausencia de este, la empresa debería ser objeto de revisión estratégica, incluyendo procesos de reestructuración, cambio de modelo o eventual liquidación. Las mediciones y reportes de la generación de valor de las EPE debieran realizarse como parte de sus reportes contables anuales o como parte del ciclo administrativo de cada gobierno nacional y subnacional.

2.2. La generación de valor social y ambiental

El valor social comprende los impactos no financieros que las EPE generan sobre el bienestar de las personas, las comunidades y el medio ambiente. Estos impactos pueden ser positivos o negativos, pero el objetivo de la empresa debe ser maximizar sus contribuciones positivas. De otra manera: si el Estado crea una empresa para proveer un bien o servicio, solo se justificaría si esta es capaz de generar una mayor valor social o ambiental que su par no estatal. El valor social es el impacto positivo que una organización genera en las personas,

³ WACC (Weighted Average Cost of Capital) o Costo Promedio Ponderado del Capital es la tasa promedio que una empresa paga por financiar sus activos, combinando el costo de la deuda y el capital propio (acciones). En otras palabras, el rendimiento mínimo que una empresa debe generar para satisfacer a acreedores e inversores.

las comunidades y el entorno, más allá de los resultados financieros. Incluye el bienestar, la inclusión, la empleabilidad, los ahorros para el Estado, las mejoras ambientales y el fortalecimiento institucional, entre otros.

La medición de la generación de valor social por parte de una empresa se basa en metodologías que permiten identificar, cuantificar y —cuando es posible— monetizar los impactos que la organización produce en sus distintos grupos de interés. Las metodologías más utilizadas internacionalmente convergen en un mismo principio: pasar de “acciones sociales” a valor creado para la sociedad, con criterios comparables y auditables

Su cálculo implica identificar las externalidades relevantes, monetizarlas mediante indicadores verificables y agregarlas para obtener una estimación global del impacto social generado. Una opción de cálculo es usando como indicador el Retorno Social de la Inversión (SROI) que convierte impactos en valor monetario para compararlos con la inversión realizada. Esta forma identifica resultados (empleo, salud, educación, ahorro público), asigna un valor monetario a cada resultado y se calcula conforme la siguiente fórmula:

$$\text{SROI} = \text{Valor social generado} / \text{Inversión realizada}$$

Para que esta medición sea útil en la toma de decisiones, el énfasis debe ponerse en los impactos finales y no únicamente en los indicadores de actividad. Asimismo, los resultados deben presentarse de manera comparable, tanto en el tiempo como frente a otros actores del sector.

2.3. El GC y la generación de valor

En Colombia y en otros países de América Latina, el GC de las EPE ha tendido a concentrarse en el cumplimiento formal de normas y procedimientos, descuidando su función esencial: garantizar la generación, preservación y adecuada distribución del valor. Un GC efectivo debe partir de un mandato explícito de valor, claramente definido en los estatutos y en la política de propiedad estatal y por ende periódicamente debe rendirse cuentas sobre su generación.

Este mandato implica que las instancias de gobierno —unidades de propiedad, asamblea de accionistas y junta directiva— sean evaluadas en función de la creación de valor económico, social y ambiental, y no solo por el cumplimiento procedimental o normativo. Las decisiones de política pública que afecten a la empresa deben tener una expresión fiscal explícita y no trasladarse de manera opaca a su balance.

La medición del valor requiere traducir los objetivos en indicadores concretos. Dado su carácter multidimensional, estos indicadores deben ser jerarquizados y ponderados. En el ámbito financiero, ello implica ajustar el EVA para excluir actividades no cubiertas por precios o subsidios explícitos y analizar su evolución en horizontes de mediano y largo plazo, complementándolo con proyecciones de flujos de caja y valor presente neto.

En cuanto al costo de capital, puede utilizarse la tasa social de descuento o, como mínimo, el costo de financiamiento del Estado inversionista (algunos reguladores en Colombia por ejemplo hacen un cálculo anual del WACC con fines regulatorios). Estos ajustes permiten distinguir con mayor claridad entre actividades de carácter empresarial y aquellas asociadas a bienes meritorios o públicos, fortaleciendo la transparencia de la inversión estatal.

De manera complementaria, es necesario medir el desempeño en valores no financieros, incluyendo impactos sociales, ambientales y reputacionales. Estas mediciones deben ser dinámicas, comparables y relativas al desempeño de otros actores del sector, evitando presentaciones aisladas que dificulten su interpretación.

2.4. Consideraciones para la implantación

Para que el GC de una EPE adopte de manera efectiva, criterios de generación y cuidado del valor, es indispensable que el mandato de valor esté definido y legitimado socialmente. La empresa recibe un capital que debe gestionar bajo condiciones similares a las de cualquier actor empresarial, y solo debería ser recapitalizada cuando las

nuevas inversiones generen retornos superiores al costo de capital o un valor social justificable.

La experiencia reciente muestra que el supuesto de un respaldo fiscal ilimitado es, cada vez, menos válido. El deterioro de las calificaciones crediticias soberanas ha afectado también a muchas EPE, incrementando su vulnerabilidad financiera. En este contexto, un GC orientado al valor deja de ser una opción normativa y se convierte en una condición necesaria para la sostenibilidad de las empresas y para la protección de los recursos públicos. La creación de valor público exige pasar del plano de los principios al de los instrumentos. El propósito de que las EPE tengan el mandato para generar valor tiene en su contra una constelación de conflictos de interés de actores internos y externos.

La experiencia universal de adopción efectiva de buenas prácticas y monitoreo de tableros de control de GC entre las EPE es desalentadora. Aún más difícil es la parte que se refiere a generación de valor, en especial, porque la gran mayoría de las EPE no son emisores en los mercados de valores, quienes pudieran estar motivados a presionar por un monitoreo efectivo al respecto son los inversionistas institucionales. En un primer momento, cuando las EPE preparan propuestas de financiamiento para grandes proyectos; en un segundo momento, cuando se haya conseguido una masa crítica de liquidez bursátil y de credibilidad en las reglas de juego. Se trata de un ejercicio de plazo muy largo y complejo que, sin embargo, vale la pena, por ejemplo, considérese la historia de SABESP a lo largo de casi tres décadas en el Novo Mercado y en la NYSE.

Es posible que un instrumento importante sea una política de propiedad estatal clara y explícita, la cual se detallará en el siguiente capítulo, capaz de traducir el mandato democrático en reglas estables de gobernanza, disciplina financiera y rendición de cuentas para las EPE, siempre que resista el embate de los incentivos perversos, en alianza con inversionistas institucionales y mercados de valores bien regulados.

POLÍTICA DE PROPIEDAD Y MARCO NORMATIVO

La política de propiedad estatal es un documento estratégico de alto nivel que traduce el mandato democrático en obligaciones verificables para el Estado como propietario de empresas. Funciona como un contrato público que define por qué el Estado mantiene la propiedad, qué objetivos persigue, cómo ejerce sus derechos, quién es responsable y con qué indicadores se evalúa el desempeño en el tiempo (OCDE, 2024a). En ausencia de una política clara, predominan los incentivos de corto plazo, la discrecionalidad y una rendición de cuentas débil, con efectos negativos sobre eficiencia, competencia y legitimidad.

Los estándares internacionales coinciden en algunos componentes esenciales. En primer lugar, la política debe declarar explícitamente los objetivos de la propiedad, distinguiendo entre metas de portafolio y metas por empresa. Esto implica aclarar si el propósito es comercial, de provisión de obligaciones de servicio público (OSP) o de preservación de capacidades estratégicas. Cuando estos objetivos coexisten, deben establecerse prioridades y reglas claras para identificar, costear y compensar las OSP sin distorsionar la competencia (OCDE, 2024a).

En segundo lugar, la política debe definir la arquitectura de gobierno del Estado propietario. La evidencia comparada favorece esquemas de coordinación central —agencias de propiedad, *holdings* estatales o coordinadores fuertes— que profesionalizan la nominación de juntas, consolidan la información y separan, de forma efectiva, las funciones de propietario, regulador y formulador de política. Aunque los modelos varían entre países,

comparten principios de profesionalización, transparencia y rendición de cuentas en cuanto al portafolio se refiere.

Un tercer componente clave es la definición de mandatos empresariales y su seguimiento. Las cartas de expectativas o acuerdos de desempeño conectan la estrategia pública con la gestión corporativa, estableciendo objetivos financieros y no financieros, métricas, umbrales y consecuencias. Su eficacia depende de metas claras, horizontes plurianuales, supuestos explícitos y mecanismos de revisión frente a cambios del entorno. Un ejemplo es el *toolkit* del Banco Mundial, el cual recomienda tableros de indicadores que combinen métricas económicas (rentabilidad, estructura de capital, liquidez), métricas de servicio (calidad, continuidad, acceso, satisfacción del usuario) y métricas de sostenibilidad (seguridad, ambiente, clima, integridad), así como límites y salvaguardas de riesgo fiscal referentes a endeudamiento, garantías y pasivos contingentes (World Bank, 2014).

Un cuarto componente es una política de propiedad que incluya reglas robustas de transparencia y rendición de cuentas. En el ámbito empresarial supone estándares contables internacionales, auditoría externa independiente e informes integrados de desempeño y gobierno. A nivel agregado, se recomienda la publicación periódica de un reporte del portafolio estatal que evalúe resultados, riesgos fiscales y tendencias, fortaleciendo el escrutinio público y legislativo (OCDE, 2024a; World Bank, 2014).

Finalmente, un quinto componente es la política para regular la nominación y remoción de directores, promoviendo criterios de idoneidad, independencia y diversidad, y limitando la participación directa de altos cargos políticos en juntas. Asimismo, debe fijar expectativas claras en materia de integridad y sostenibilidad, incorporando estándares anticorrupción, gestión de riesgos y compromisos ambientales y sociales como parte del mandato empresarial.

En conjunto, una política de propiedad de calidad convierte los objetivos públicos en instrumentos operativos de gobierno corporativo y es una condición necesaria para que la propiedad estatal genere valor público y no se transforme en un pasivo fiscal o reputacional.

3.1. Marco legal y regulatorio

El marco legal y regulatorio establece las condiciones que habilitan una gestión eficaz de la propiedad estatal. Un diseño adecuado combina dos objetivos: someter a las empresas estatales a reglas societarias y de mercado similares a las de sus pares privados, y preservar salvaguardas de interés público que justifiquen la propiedad estatal. Esto evita regímenes de excepcionalidad que debilitan los incentivos de eficiencia y favorecen privilegios regulatorios difíciles de supervisar.

En sectores en competencia, la práctica recomendada es **organizar las EE bajo el derecho común de sociedades**, sujetas a normas de mercado de valores, competencia y supervisión contable. Cuando se requieren estatutos especiales por razones de servicio público, estos deben ser excepcionales y orientados a permitir el cumplimiento de OSP con mecanismos de compensación explícitos y transparentes. En sectores monopólicos o de red, la regulación económica debe ser independiente del propietario público para evitar conflictos de interés (OCDE 2024a).

Otra práctica es la **separación de funciones** entre formulación de política, regulación y ejercicio de la propiedad. Esta separación reduce riesgos de captura regulatoria, subsidios cruzados y discriminación a competidores, y fortalece la neutralidad competitiva (OCDE, 2024a). De forma complementaria, **el marco debe prevenir ventajas indebidas** como garantías implícitas, exenciones selectivas o acceso preferente a financiamiento, salvo cuando se justifiquen por OSP explícitas y presupuestadas.

El régimen legal, también, **debe proteger a inversionistas minoritarios y partes interesadas en empresas** de propiedad mixta o listadas, asegurando trato equitativo, reglas claras sobre transacciones con partes relacionadas, políticas de dividendos predecibles y mecanismos efectivos de resolución de controversias. Estos estándares reducen el costo de capital y refuerzan la disciplina de mercado.

Asimismo, el marco normativo debe **exigir información financiera y no financiera confiable**, auditoría externa independiente, controles

internos robustos y una adopción progresiva de estándares de sostenibilidad. Finalmente, debe abordar de manera explícita la disciplina fiscal, estableciendo límites prudenciales de endeudamiento, reglas sobre garantías y mecanismos de monitoreo de pasivos contingentes, con el fin de reducir la probabilidad de rescates fiscales costosos.

3.2. Arreglos de propiedad y arquitectura institucional

El ejercicio efectivo de la propiedad pública depende del diseño institucional que define quién y cómo actúa el dueño. En la práctica internacional se observa un continuo que va desde la titularidad dispersa en ministerios sectoriales, hasta la concentración en agencias centralizadas o *holdings* estatales. No existe un modelo único óptimo; la elección debe responder al tamaño y complejidad del portafolio, a las capacidades del Estado y a los riesgos fiscales y políticos involucrados.

Más allá del modelo específico, los principios comunes son una cadena de mando clara, procesos profesionales de nominación de juntas, sistemas de información consolidados y una separación efectiva entre propiedad, regulación y política pública (OCDE, 2024a; World Bank, 2014). La centralización, total o parcial, suele facilitar la agregación de información, la homologación de métricas y una visión estratégica de portafolio.

La experiencia internacional muestra que los países con mejores resultados combinan políticas de propiedad explícitas, entidades propietarias profesionalizadas y altos estándares de transparencia. Modelos como los de España (SEPI), Chile (SEP) o Perú (FONAFE) destacan por la claridad de expectativas, la publicación de información agregada y la disciplina fiscal. *Holdings* como Solidium (Finlandia), Temasek (Singapur) o Khazanah (Malasia) ilustran enfoques de gestión de participaciones con criterios de inversor institucional y mandatos de largo plazo, mientras que el caso noruego resalta la importancia de reglas fiscales claras y rendición de cuentas reforzada. En la sección Anexos, encuentra el detalle de algunas de ellas.

Estas experiencias, aunque diversas, coinciden en la necesidad de separar funciones, profesionalizar juntas, medir desempeño de forma sistemática y proteger la credibilidad del Estado frente a mercados y ciudadanía.

Con respecto a la separación de funciones, la separación entre propietario, regulador y formulador de política es un principio esencial del buen gobierno público: evita conflictos de interés, fortalece la neutralidad competitiva y refuerza la confianza de usuarios, inversionistas y contribuyentes. Su implementación requiere delimitar claramente roles, establecer salvaguardas cuando la separación plena no es posible y asegurar que las OSP se financien de forma explícita y verificable.

La profesionalización del Estado propietario es el complemento operativo de esta separación. Implica juntas directivas con perfiles técnicos e independientes, procesos transparentes de nominación y evaluación, y unidades de propiedad con capacidades en finanzas, GC y gestión de riesgos. La disponibilidad de sistemas de información y tableros de desempeño permite pasar de una lógica de control puntual a una gestión estratégica basada en evidencia y así, se protege la credibilidad del Estado.

3.3. Diagnóstico del caso colombiano

El proceso de adhesión de Colombia a la OCDE inició en 2011 y puso en evidencia debilidades estructurales en la gestión de las EPE. En 2013, la OCDE presentó un diagnóstico que evidenció la ausencia de una entidad de propiedad robusta, mandatos poco claros, sistemas de nominación débiles y escasa divulgación de información. Aunque se han registrado avances formales, su impacto práctico ha sido limitado (OCDE, 2013).

La Dirección General de Participaciones Estatales (DGPE), adscrita al Ministerio de Hacienda, opera como un coordinador débil de la función propietaria. Su falta de autonomía jerárquica y presupuestal, sumada a la concentración de funciones fiscales y de propiedad en el

mismo ministerio, ha subordinado la gestión empresarial a objetivos de corto plazo. En la práctica, la DGPE carece de poder efectivo en la nominación y evaluación de juntas y no actúa como un accionista profesional integrado.

De acuerdo con las tipologías de la OCDE y el Banco Mundial, Colombia se ubica entre un modelo disperso y uno de coordinación limitada, caracterizado por fragmentación, politización y ausencia de una visión estratégica de largo plazo (OCDE, 2024a; World Bank, 2014). Superar estas limitaciones requiere fortalecer la función propietaria, clarificar mandatos y consolidar una arquitectura institucional coherente con los objetivos de creación de valor público y sostenibilidad.

Más allá de estas debilidades estructurales, el caso colombiano evidencia vacíos funcionales persistentes en el ejercicio de la propiedad estatal. En la práctica, no existe una instancia técnica encargada de consolidar los mandatos por empresa y por portafolio, monitorear de manera sistemática la creación y preservación de valor, ni activar revisiones estratégicas cuando el desempeño económico, social o financiero, se deteriora. Los procesos de nominación y evaluación de juntas directivas operan con criterios heterogéneos, sin bancos de talento compartidos ni mecanismos comparables de evaluación *ex post*. Asimismo, no se cuenta con una lectura agregada y periódica de los riesgos fiscales, financieros y operativos asociados al conjunto de las EPE, ni con esquemas estructurados de acompañamiento para cerrar brechas de capacidad, particularmente, en el nivel territorial. Estos vacíos no responden a la ausencia de normas, sino a la falta de una función propietaria especializada, continua y profesionalizada, capaz de alinear las expectativas, disciplinar las decisiones y asegurar la coherencia intertemporal en la acción del Estado como propietario.

En este contexto, uno de los intentos más relevantes por avanzar hacia una mayor coordinación en la gestión de la propiedad estatal fue la creación del Grupo Bicentenario, concebido como un *holding* financiero público. En desarrollo de lo dispuesto en el artículo 331 de la Ley 1955 de 2019 y mediante el Decreto Ley 2111 de 2019, el

gobierno nacional estableció esta estructura con el propósito de centralizar la participación accionaria de la nación, en diversas entidades financieras y conexas. La expectativa era avanzar hacia un modelo de administración más alineado con las mejores prácticas internacionales, el cual permitiría: mejorar la eficiencia en la gestión del portafolio estatal, generar economías de escala, fortalecer la coordinación entre entidades y separar con mayor claridad las funciones del Estado como regulador, formulador de política pública y accionista. Bajo esta lógica, el Grupo Bicentenario se concibió como la matriz de un conjunto de entidades —entre ellas el Banco Agrario, Bancóldex, Finagro, Findeter, Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) y el Fondo Nacional de Garantías— con el fin de articular su actuación, promover la cooperación entre ellos y orientar estratégicamente el sistema financiero público bajo estándares elevados de gc y creación de valor público.

Sin embargo, a pesar de los avances formales en la centralización accionaria y en la incorporación progresiva de entidades al grupo, los resultados obtenidos han estado por debajo de las expectativas iniciales. En la práctica, el Grupo Bicentenario aún no se consolida como un centro estratégico de dirección del conglomerado financiero público. Persisten debilidades en su esquema de gobierno corporativo, particularmente en la claridad de su rol frente a las entidades del grupo, en la capacidad para definir lineamientos estratégicos vinculantes y en la generación efectiva de sinergias operativas y estratégicas entre las instituciones. Asimismo, la conformación y el funcionamiento de las juntas directivas continúa reflejando una alta fragmentación institucional y una limitada coordinación entre entidades, lo que dificulta que el *holding* actúe como un verdadero articulador del sistema financiero público. En consecuencia, el Grupo Bicentenario no ha desempeñado el rol de coordinación, orientación estratégica y generación de valor que motivó su creación, lo que pone de relieve la necesidad de fortalecer su modelo de gobernanza y, en un plano más amplio, de avanzar hacia una arquitectura institucional más robusta para el ejercicio de la propiedad estatal.



En el siguiente capítulo se presenta una propuesta para la creación de una unidad de propiedad en el país, teniendo como ejemplo el Banco de la República, después se describe cómo sería la política para su implementación y algunas buenas prácticas.



PROPUESTA INTEGRAL PARA UNA UNIDAD DE PROPIEDAD EN COLOMBIA Y MEJORES PRÁCTICAS

La literatura internacional en materia de GC de EE resalta de manera consistente la importancia de contar con una unidad de propiedad clara, fuerte y bien definida dentro de la arquitectura institucional del Estado. Según las Directrices de la OCDE, la función de propiedad debe concentrarse en evitar duplicidades, conflictos de interés y dispersión de responsabilidades. En este marco, el Estado actúa como un propietario informado y profesional, capaz de fijar objetivos claros, monitorear resultados y garantizar que las empresas públicas se gestionen con transparencia, sostenibilidad y eficiencia.

La evidencia demuestra que la ausencia de una unidad bien estructurada, genera riesgos significativos como la captura política, la subordinación de decisiones empresariales a objetivos fiscales de corto plazo o la falta de disciplina en los procesos de nominación y la evaluación de juntas (World Bank, 2014). Por el contrario, países que centralizaron la función propietaria experimentaron mejoras sustanciales en eficiencia administrativa, coherencia de políticas y mitigación de riesgos fiscales.

El Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo coinciden en que una unidad sólida no puede limitarse a recopilar y divulgar información: debe ejercer activamente la función de propietario. Esto implica definir con claridad por qué el Estado mantiene participaciones en determinadas empresas, fijar expectativas de desempeño tanto financiero como de valor público, liderar procesos de nominación meritocráticos y sistemáticos para juntas y para los gerentes —estos últimos nombrados por la junta

tras procesos estructurados con *headhunters*—, y establecer evaluaciones periódicas rigurosas tanto de juntas como de gerentes (ADB/PSDI, 2025).

Un principio fundamental es que la autonomía institucional y presupuestal resulta indispensable para blindar la función propietaria de los ciclos políticos y de las presiones fiscales coyunturales, garantizando una visión estratégica de largo plazo.

Más allá de una oficina técnica, la experiencia internacional muestra que la unidad debe consolidarse como un actor estratégico con mandato legal, capacidad técnica y legitimidad política, que alinee la gestión de las empresas estatales con objetivos de desarrollo sostenible, eficiencia económica y competitividad.

En el contexto colombiano, la DGPE ha intentado cumplir este rol, pero su falta de autonomía, la dependencia jerárquica del Ministerio de Hacienda y la orientación predominantemente fiscal han limitado su capacidad para actuar como propietario técnico y estratégico. Por ello, se plantea la creación de una Unidad de Propiedad autónoma, inspirada en el modelo institucional del Banco de la República, que actúe como ente público independiente, con funciones y responsabilidades definidas por ley.

4.1. Lecciones institucionales del Banco de la República: modelo de autonomía funcional, técnica y patrimonial

El Banco de la República constituye el ejemplo más sólido en la arquitectura institucional colombiana de una entidad pública independiente, técnica y con legitimidad democrática, capaz de tomar decisiones de largo plazo protegidas de los ciclos políticos. Su estructura legal, consagrada en la Constitución (arts. 371–373), la Ley 31 de 1992 y los Decretos 2520 de 1993 y 2443 de 2022, es una referencia para diseñar una entidad que ejerza la función de propietario bajo principios de autonomía, transparencia y profesionalización.

El artículo 371 de la Constitución establece que el Banco es persona jurídica de derecho público con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, encargada de ejercer las funciones de banca central. No está adscrito a ningún ministerio ni sujeto al control jerárquico del

Ejecutivo. Esta autonomía fue reafirmada por la Ley 31 de 1992, que delimitó su objeto, la estructura y el régimen jurídico especial, blindando su gestión frente a interferencias del Ejecutivo y otorgándole independencia presupuestal, técnica y funcional.

El Banco posee autonomía presupuestal y financiera; no depende del Presupuesto General y aplica estándares internacionales (NIIF 9) en su contabilidad, conforme al Decreto 2443 de 2022. Además, mantiene mecanismos de rendición de cuentas ante el Congreso mediante informes y comparencias públicas. La combinación de independencia con control *ex post* asegura transparencia y confianza ciudadana. Su cultura meritocrática y estable, con personal técnico seleccionado por concursos y directivos sujetos a códigos éticos estrictos, lo ha convertido en una institución confiable y reconocida por su capacidad técnica.

Este modelo demuestra que la autonomía institucional es posible y efectiva cuando se combina con transparencia, control político y estabilidad de mandato. Por ello, la futura Unidad de Propiedad debería crearse mediante ley especial, no adscrita a ninguna entidad del Ejecutivo, con independencia técnica, financiera y operativa semejante al Banco. Así como este protege el valor de la moneda, la Unidad protegería el valor económico, social y reputacional del patrimonio público.

4.2. Propuesta de creación de la Unidad de Propiedad por ley especial

Inspirada en el modelo del Banco de la República, la Unidad de Propiedad del Estado colombiano se crearía mediante una ley especial que consagre su independencia y la blinde de interferencias políticas o fiscales. Dicha ley garantizaría autonomía administrativa, técnica y patrimonial. La Unidad sería persona jurídica de derecho público, no adscrita a ministerio alguno, sujeta al control político del Congreso y a auditorías externas independientes. Contaría con patrimonio propio, integrado por recursos provenientes de dividendos

estatales y aportes iniciales del Presupuesto General, asegurando su sostenibilidad sin depender del ciclo presupuestal anual.

El órgano rector sería un Consejo Directivo de Propiedad Estatal, integrado por un número impar de miembros de dedicación exclusiva, con períodos fijos y escalonados, seleccionados por mérito mediante procedimientos objetivos pero nominados por el presidente de la república. Este escalonamiento replica el principio de continuidad institucional del Banco de la República, evitando la captura política o la renovación completa con cada cambio de gobierno. Los integrantes del Consejo responderían a unos requisitos plasmados en la ley y contarían con altas calificaciones técnicas en finanzas públicas, derecho económico, sostenibilidad, administración y *gc*. El director general, elegido por el Consejo, sería responsable de ejecutar los contratos de desempeño, gestionar operativamente la entidad y coordinar el portafolio de empresas estatales.

A partir de este marco legal e institucional, la Unidad desarrollaría tres dimensiones principales: autonomía y gobernanza interna; funciones sustantivas como propietario; y alcance territorial.

En materia de **autonomía institucional y gobernanza interna**, la Unidad contaría con independencia presupuestal y estabilidad en sus cargos directivos, replicando esquemas de autonomía semejantes a los del Banco de la República. Su consejo directivo actuaría como órgano colegiado de supervisión y orientación estratégica, mientras que la dirección general asumiría la gestión técnica. Este modelo asegura la continuidad, la transparencia y el profesionalismo, garantizando que las decisiones empresariales del Estado respondan a criterios técnicos y no políticos.

En cuanto a sus **funciones sustantivas**, la Unidad asumiría un rol activo y profesional en la administración del portafolio estatal. Esto implica definir y publicar una política de Propiedad Estatal que justifique la presencia del Estado en cada empresa, establezca metas financieras y de valor público, y determine reglas claras sobre dividendos, capitalización y desinversión.

La Unidad de Propiedad debe liderar, de forma integral, la política de nominaciones y la composición de las juntas directivas de las empresas con participación estatal, bajo principios de idoneidad, independencia, diversidad y transparencia. Para ello, creará y administrará un banco público de candidatos con hojas de vida verificadas, criterios objetivos de elegibilidad y trazabilidad de los procesos. En los casos de mayor materialidad, se apoyará en firmas especializadas de búsqueda de talento, garantizando procesos meritocráticos y libres de conflicto de interés (OECD, 2024a; ADB/PSDI, 2025).

Las juntas deberán cumplir, como estándar mínimo, con al menos un 75 % de miembros independientes, entendidos como aquellos sin vínculos laborales, contractuales, familiares o políticos con la entidad o con sus controlantes, conforme a la Ley 964 de 2005 y las Directrices de la OCDE sobre GC. Este umbral asegura la existencia de un control técnico y objetivo, eleva la calidad del debate estratégico y reduce el riesgo de interferencias políticas o fiscales. La Unidad verificará su cumplimiento en los procesos de nominación, lo incorporará en los contratos de desempeño y reportará su observancia en los informes anuales consolidados (OECD, 2024a; Congreso de la República, 2005).

De manera complementaria, la composición de las juntas deberá reflejar diversidad de género, experiencia y perfiles técnicos. La Unidad incorporará la diversidad como principio rector de la política de nominaciones y evaluaciones, estableciendo metas progresivas de participación femenina y promoviendo procesos de selección libres de sesgos. Además, impulsará programas de formación y mentoría para ampliar la presencia de mujeres en roles de liderazgo dentro de las empresas públicas. Estas medidas no solo responden a estándares internacionales de gobernanza, sino que alinean al Estado colombiano con los Objetivos de Desarrollo Sostenible —en particular el ODS 5 sobre igualdad de género y empoderamiento de las mujeres— (OECD, 2024a; Salazar, L. y Moline, A., 2023).

Para garantizar continuidad institucional y responsabilidad fiduciaria, las juntas se regirán por reglas de renovación escalonada,

períodos fijos y dedicación efectiva, así como por la eliminación de suplencias. Toda junta contará con un reglamento interno (estatuto de junta) que defina claramente sus funciones, deberes fiduciarios, manejo de conflictos de interés, interacción con auditorías internas y externas, y mecanismos de evaluación anual de desempeño. La Unidad implementará un sistema de evaluación periódico de juntas y gerentes, que incluirá autoevaluaciones, revisiones internas y evaluaciones externas cada dos o tres años en las empresas de mayor relevancia. Los resultados se publicarán de forma consolidada, generando presión reputacional y fortaleciendo la rendición de cuentas (OECD, 2024a).

Otro eje fundamental será la implementación de contratos de desempeño entre el Estado y cada empresa, con metas financieras, de servicio público y de sostenibilidad. Estos contratos se revisarán anualmente y se ajustarán según los resultados, complementándose con los sistemas de evaluación sistemática de juntas y gerentes. Los resultados de dichas evaluaciones se publicarán mediante mecanismos comparativos que generen presión reputacional y *accountability*, fortaleciendo la disciplina empresarial y la coherencia con los objetivos estratégicos del Estado propietario (World Bank, 2014; OECD, 2024a).

En su calidad de representante del Estado propietario, la Unidad ejercerá el voto en las asambleas de accionistas, sea titular directo o delegado, conforme a políticas de voto públicas alineadas con la Política de Propiedad Estatal, los estándares ASG y los principios de integridad y sostenibilidad. Anualmente publicará el detalle de las votaciones realizadas, explicando la posición del Estado en temas como elección de juntas, aprobación de estados financieros, distribución de utilidades, remuneraciones y decisiones estratégicas. Este mecanismo refuerza la transparencia, mitiga conflictos de interés y garantiza que las decisiones corporativas estén alineadas con el interés público (OECD, 2024a; ADB/PSDI, 2025).

La transparencia se reforzará con la publicación de un Informe Anual Consolidado del Portafolio Estatal, auditado externamente,

que incluya resultados financieros, objetivos de valor público, riesgos fiscales, desempeño ASG y el detalle del ejercicio del voto estatal. Además, la Unidad garantizará la neutralidad competitiva, asegurando que las empresas estatales que compiten con el sector privado no reciban ventajas indebidas, y publicará toda ayuda, subsidio o garantía otorgada, junto con su justificación de política pública.

La experiencia comparada y la evidencia nacional muestran que los mayores riesgos de captura política, debilidad de control y deterioro del desempeño se concentran en el nivel territorial. Estos riesgos no obedecen únicamente a deficiencias normativas, sino a brechas estructurales de capacidad institucional, menor escrutinio público y mayor rotación política. Por esta razón, una política de gobierno corporativo estatal no puede limitarse a replicar estándares nacionales, sino que debe combinar un piso mínimo común con esquemas de acompañamiento, asistencia técnica y adopción progresiva, respetando la autonomía territorial, pero fortaleciendo las capacidades locales de dirección y control.

Finalmente, el mandato de la Unidad **tendrá alcance nacional y territorial**. Los mayores desafíos de gobernanza y riesgo de politización se concentran en empresas departamentales y municipales —especialmente las empresas de servicios públicos (ESP), empresas sociales del Estado (ESE) y sociedades de economía mixta locales—. Para estas entidades, la Unidad establecería un “kit mínimo” de GC de cumplimiento y mejores prácticas, así como ofrecería asistencia técnica a gobernaciones y alcaldías para fortalecer las capacidades de las juntas, mejorar los sistemas de información y estandarizar los reportes.

Con este diseño, Colombia avanzaría hacia un modelo de propiedad estatal moderno y profesional, superando el esquema actual, fragmentado y fiscalista. Una Unidad de Propiedad creada por ley, independiente y con legitimidad técnica, permitiría al Estado actuar como propietario responsable y estratégico, fortaleciendo la transparencia, la sostenibilidad fiscal y la creación de valor público, en

línea con las mejores prácticas internacionales. Esta iniciativa debe ser parte de un componente legal que abarque el desarrollo de la política pública y las instancias planteadas en el siguiente aparte.

4.3. Política pública para las EPE

Esta parte define una **agenda de implementación** para convertir los lineamientos de este documento —propiedad estatal, función propietaria, estándares mínimos, transparencia y evaluación— en una política pública operativa. No reitera el marco conceptual previo, sino que fija **prioridades, secuencia e instrumentos** para cerrar brechas de forma verificable.

En línea con las Directrices de la OCDE, el Estado debe ejercer la propiedad como un actor **informado y activo**, capaz de exigir resultados y rendición de cuentas sin interferir en la gestión empresarial.

La política se orienta por seis criterios transversales:

1. **Propósito verificable**, con metas trazables por empresa y por portafolio.
2. **Separación funcional** entre propiedad, regulación y formulación de política.
3. **Mérito e independencia** en nominaciones y evaluaciones.
4. **Transparencia comparable**, incluyendo operaciones con partes relacionadas, obligaciones no comerciales y ayudas del Estado.
5. **Disciplina y juicio empresarial**, con control ex post centrado en procesos.
6. **Gradualidad**, mediante un **piso obligatorio** y niveles progresivos según riesgo y complejidad.

Adicionalmente, la agenda se estructura en **cinco líneas de acción complementarias**: primera, **fortalecer la función propietaria** mediante una coordinación técnica con capacidad de emitir lineamientos transversales, operar mecanismos meritocráticos de nominación y consolidar

un **reporte anual agregado del portafolio**. Esto reduce fragmentación y señales contradictorias en el ejercicio de la propiedad.

Segunda, **establecer un piso de estándares mínimos exigibles** para todas las EPE, incluidas las territoriales, acompañado de una adopción gradual según riesgo. Este piso asegura instrumentos básicos de gobierno corporativo y cierra brechas entre emisores y no emisores.

Tercera, **desarrollar capacidades territoriales**, donde los riesgos de captura y opacidad son mayores. La política debe incluir paquetes de adopción (plantillas, capacitación y asistencia técnica) y esquemas de servicios compartidos que reduzcan costos sin debilitar la exigibilidad.

Cuarta, **ordenar la transparencia y la gobernanza de datos** mediante un estándar nacional de reporte comparable, trazabilidad de hallazgos de auditoría y explicitación de obligaciones no comerciales y ayudas del Estado, para reducir subsidios cruzados opacos.

Quinta, **vincular la evaluación con decisiones reales**, mediante acuerdos de desempeño, evaluación periódica de juntas y gerencia, y publicación de metas y resultados. La remuneración variable, cuando exista, debe responder a desempeño verificable y gestión de riesgos.

4.3.1. Fragmentación normativa y brechas del marco actual

El principal obstáculo para un marco integral de gc estatal no es la ausencia normativa, sino su **fragmentación**. Conviven reglas diseñadas para lógicas distintas —Estado contratante, regulador o prestador— sin una visión coherente de Estado propietario. Esta dispersión genera tres problemas centrales:

- ambigüedad sobre quién ejerce la propiedad y cómo se coordinan decisiones;
- asimetrías regulatorias entre empresas;
- inseguridad jurídica para decisiones empresariales, por falta de lineamientos claros de juicio empresarial.

En la práctica, las brechas se concentran en la debilidad de la institucionalidad propietaria, la interferencia política en nominaciones, la opacidad en obligaciones no comerciales y ayudas del Estado, y la ausencia de “puertos seguros” que reduzcan la aversión al riesgo.

Aunque Colombia cuenta con instrumentos relevantes, estos aún no operan como un **sistema integrado y exigible** para todo el universo de EPE. El desafío es **integrar, simplificar y hacer coherente** el marco existente sin duplicar cargas.

4.3.2. Hoja de ruta e instrumentos prioritarios

La implementación requiere una **secuencia de 24 meses**, combinando medidas de rápida adopción con una reforma legal estructural que consolide la institucionalidad propietaria. La priorización debe considerar impacto, viabilidad, velocidad de adopción y riesgo jurídico.

La secuencia parte de un **piso exigible de estándares mínimos**, continúa con una política de dirección de portafolio (CONPES) y culmina en una **ley ancla** que consolide funciones, datos, nominaciones y rendición de cuentas. En paralelo, se despliegan instrumentos complementarios sobre nominaciones, obligaciones no comerciales, separación de roles y juicio empresarial.

La tabla 4.1. organiza los instrumentos clave, identifica el problema que abordan, su impacto esperado, velocidad de implementación, viabilidad y entidad líder. Funciona como **vista ejecutiva de la hoja de ruta** y facilita seguimiento político y técnico. Esta combinación busca coherencia estratégica, exigibilidad operativa, fortalecimiento institucional y reducción del riesgo jurídico.

Tabla 4.1. Prioridades por impacto/viabilidad

Prioridad	Instrumento	Problema que resuelve	Impacto	Velocidad	Viabilidad	Líder propuesto
P1	Decreto de Estándares Mínimos de GC para EPE	Asimetrías entre emisores /no emisores	Alto	Alta	Alta	MinJusticia + MHCP + DNP
P2	CONPES de Política de Propiedad Estatal	Falta de brújula y metas; reporte	Muy alto	Media	Alta	DNP + MHCP
P3	Ley de creación de la UPE (Ley-UPE)	Dispersión de propiedad; nominaciones	Transformacional	Media	Media	Gobierno (MHCP/ DNP)
P4	Decretos de nominación y perfiles (fit & proper)	Captura política; rotación; mérito	Alto	Alta	Alta	UPE/DAFP
P5	Manual Único de GC Estatal (obligatorio)	Heterogeneidad operativa	Alto	Media	Alta	UPE/DNP
P6	Decreto ONC y ayudas del Estado	Opacidad de ONC/ayudas	Alto	Media	Media	MHCP + UPE
P7	Directiva presidencial separación propietario/ regulador	Conflictos de rol	Medio	Alta	Alta	Presidencia
P8	Lineamientos de 'puertos seguros' (circular conjunta)	Aversión al riesgo ex post	Alto	Alta	Media	CGR / MinJusticia

Fuente: elaboración propia.

4.3.3. Gobernanza de implementación y seguimiento

La gobernanza debe evitar reproducir la fragmentación que la política busca corregir. A nivel nacional, el Ministerio de Hacienda y Crédito Pública (MHCP) lidera el ejercicio de la propiedad y el reporte de portafolio, en articulación con la entidad propietaria técnica y el DNP. La presidencia refuerza la separación entre propiedad y regulación.

En el ámbito territorial, la implementación exige asistencia técnica y escalamiento proporcional. El seguimiento debe basarse en indicadores de cumplimiento y resultados, revisiones periódicas y planes de acción públicos.

La gestión del cambio requiere herramientas operativas, capacitación e incentivos proporcionales. El objetivo no es sancionar decisiones razonables, sino **mejorar evidencia, trazabilidad y rendición de cuentas** para que la propiedad estatal genere valor público sostenible.

El desarrollo del marco legal e institucional no es un fin en sí mismo. Su valor radica en crear las condiciones para que el gobierno corporativo opere efectivamente en la práctica. Una vez se alinean los roles del Estado propietario, se clarifican los mandatos empresariales y se establecen las reglas de transparencia y rendición de cuentas, el siguiente paso lógico es la adopción sistemática de mejores prácticas de gobierno corporativo. Estas prácticas constituyen la traducción operativa de la política pública en decisiones concretas de dirección, supervisión y control dentro de cada empresa estatal.

4.4. Mejores prácticas de GC en las EPE

A continuación, se describen unas buenas prácticas de GC para que sean tenidas en cuenta en el desarrollo de la unidad de propiedad. Aquí se resalta que, la junta directiva es el principal órgano de dirección estratégica en las EPE; su diseño y funcionamiento condicionan la creación y protección de valor económico, social y ambiental,

así como la alineación con el interés público. Una junta profesional reduce los riesgos de captura política, discrecionalidad y desalineación estratégica, y fortalece la legitimidad de la empresa frente a la ciudadanía.

Una eficaz combina tamaño, diversidad y competencias complementarias. No existe un número óptimo universal, pero la buena práctica sugiere juntas lo suficientemente amplias para cubrir habilidades críticas, sin sacrificar agilidad en la deliberación. En emisores de valores rigen estándares mínimos de tamaño e independencia; para el resto del portafolio estatal, la política pública debería avanzar hacia juntas con al menos un tercio de miembros independientes y una participación equilibrada de mujeres.

La idoneidad no se evalúa de manera individual, sino colectiva. La junta, como conjunto, debe cubrir capacidades en finanzas y auditoría, regulación y política pública, conocimiento sectorial, gestión integral de riesgos (incluida ciberseguridad), asuntos jurídicos y de cumplimiento, sostenibilidad, talento y compensación, transformación digital y relación con el Estado propietario. La matriz de competencias es una herramienta operativa que orienta la nominación, la sucesión y la capacitación continua (ver tabla 4.2).

Tabla 4.2. Matriz de competencias y cobertura mínima

Dominio	Descripción	Cobertura mínima
Finanzas y auditoría	NIIF/IFRS, estructura de capital, control interno	≥2 sillas (1 con auditoría externa)
Regulación y política pública	Economía regulatoria, rol del Estado	≥1 silla
Sector/tecnología	Conocimiento del core operativo y tecnologías clave	≥2 sillas
Riesgos y ciberseguridad	ERM, riesgos no financieros, continuidad del negocio	≥1 silla
Jurídico y cumplimiento	Contratación, integridad, ética	≥1 silla

Cont. Tabla 4.2. Matriz de competencias y cobertura mínima

Dominio	Descripción	Cobertura mínima
Sostenibilidad/ESG ⁴ y clima	Materialidad, descarbonización, transición justa	≥1 silla
Talento y compensación	Sucesión, desempeño, cultura	≥1 silla
Datos y digital	Analítica, IA, automatización, seguridad de datos	≥1 silla
Relación con el Estado propietario	Gobierno corporativo estatal y accountability	Chair o lead independent

Fuente: OCDE, 2015, 2020a; Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), 2024.

La independencia efectiva exige criterios verificables, verificación sistemática de conflictos de interés y periodos de enfriamiento para ex altos cargos con capacidad de influencia sobre la empresa. Más allá del cumplimiento normativo, la política de propiedad debe fijar estándares reforzados para los comités clave, especialmente Auditoría, Riesgos y Remuneraciones/Nominaciones.

4.4.1. Funcionamiento, comités y disciplina decisional

El buen diseño de la junta solo se traduce en resultados cuando existe una dinámica de trabajo disciplinada. La junta debe operar con una agenda estratégica clara, alineada con el ciclo presupuestal, de riesgos y de planeación de mediano plazo. Se recomienda una cadencia regular de sesiones ordinarias, complementadas con sesiones extraordinarias cuando la relevancia de los asuntos lo exija.

Los comités de Auditoría, Riesgos y Remuneraciones/Nominaciones son indispensables para profundizar el análisis técnico y preparar decisiones informadas. Su funcionamiento debe estar regulado por reglamentos claros, con mayoría y presidencia independiente, agendas anuales y materiales oportunos. La junta debe enfocarse en deliberar y decidir, evitando la microgestión.

⁴ Environmental, Social and Governance.

La claridad en los derechos de decisión entre junta, comités y gerencia es fundamental para evitar interferencias indebidas y responsabilidades difusas. Esquemas formales de asignación de decisiones fortalecen la rendición de cuentas y permiten evaluar el desempeño de cada instancia.

4.4.2. Nominación, sucesión y evaluación

Los procesos de nominación y sucesión convierten la política de propiedad en decisiones concretas sobre quién gobierna la empresa. Su objetivo es atraer talento competente e íntegro, asegurar continuidad estratégica y proteger a las EPE de ciclos políticos y conflictos de interés. Los principios rectores son la meritocracia verificable, la transparencia, la diversidad, la independencia y la trazabilidad.

El Estado propietario define lineamientos y consolida información agregada; la junta, a través de su comité respectivo, conduce los procesos; y las áreas de cumplimiento verifican inhabilidades y conflictos. La evaluación periódica de la junta, de sus miembros y de la alta gerencia es un instrumento de aprendizaje institucional: sus resultados deben alimentar decisiones de renovación, capacitación y ajustes en la agenda estratégica.

El relevo escalonado, basado en evaluación y en brechas de competencias, preserva la memoria institucional y reduce el riesgo de cambios abruptos que afecten la sostenibilidad de la empresa. Sobre la evaluación se adopta una rúbrica de 100 puntos con cinco dimensiones ponderadas: competencias (30), independencia e integridad (25), experiencia sectorial (20), liderazgo y tiempo disponible (15), y contribución a la diversidad (10). Puntajes por debajo de 70 exigen justificación reforzada y revisión del propietario (OCDE, 2015, 2020a; MHCP, 2024).

4.4.3. Remuneración, transparencia y blindajes frente a riesgos políticos

La remuneración de las juntas directivas debe alinearse con el interés público. Su finalidad es atraer y retener talento, reconocer la

responsabilidad fiduciaria y proteger la independencia del juicio. Una política adecuada privilegia la moderación, la comparabilidad con el mercado y la transparencia, evitando incentivos que premien resultados de corto plazo o generen conflictos de interés.

La estructura de remuneración debe ser simple, trazable y coherente con la complejidad de cada empresa, con roles claramente separados en la propuesta, aprobación y divulgación de los montos. La heterogeneidad del portafolio estatal justifica esquemas por bandas, revisados periódicamente por el propietario.

La transparencia es el principal mecanismo de control democrático. Cada EPE debe publicar información mínima estandarizada sobre su desempeño financiero, su gobierno corporativo, sus riesgos y sus decisiones relevantes, en lenguaje claro y accesible. De manera complementaria, el Estado propietario debe consolidar un reporte agregado del portafolio que permita evaluar resultados, riesgos sistémicos y prioridades de mejora.

Finalmente, las EPE operan en entornos expuestos a presiones políticas. El objetivo de los blindajes no es excluir la política, sino evitar su captura. Procesos meritocráticos, trazabilidad de decisiones, transparencia reforzada y reglas claras de decisión son esenciales para proteger el valor público y la credibilidad institucional.

CONCLUSIONES

Este documento propone una **arquitectura integral del Estado propietario** orientada a alinear fines públicos con resultados empresariales verificables en las EPE. No busca reemplazar la norma ni constituirse en un tratado académico, sino ofrecer una **guía práctica de GC** para la creación de **valor público —económico, social y ambiental—** de manera sostenible, medible y comparable. Su propósito central es traducir el mandato democrático de la propiedad estatal en decisiones operativas claras: para qué se es propietario, cómo se ejerce la propiedad, cómo se mide el desempeño y cómo se rinden cuentas a la ciudadanía, reduciendo riesgos de captura política, discrecionalidad y choques fiscales.

El eje que articula los objetivos del Estado con la gestión empresarial es una Política de Propiedad Estatal explícita, pública y estable. Esta política debe definir los racionales de la propiedad a nivel de portafolio y de empresa, priorizar objetivos, clarificar roles y establecer consecuencias. Cuando coexisten metas comerciales y de política pública, es indispensable incorporar mecanismos explícitos para gestionar las tensiones: identificación, costeo y compensación de las obligaciones no comerciales; criterios de revisión ante cambios exógenos; y reglas claras para evitar subsidios cruzados opacos. En el plano operativo, estos lineamientos se concretan mediante cartas de expectativas y acuerdos de desempeño con metas anuales y plurianuales, indicadores financieros y no financieros, umbrales prudenciales y seguimiento técnico con consecuencias proporcionales.

La evidencia comparada muestra que el desempeño agregado mejora cuando existe una función propietaria con mandato real —ya sea a través de una entidad especializada o de un coordinador fuerte— capaz de profesionalizar las nominaciones, evaluar juntas y alta gerencia, exigir información estandarizada y oportuna, monitorear deuda, garantías y pasivos contingentes, y publicar un reporte agregado anual del portafolio. Esta arquitectura debe apoyarse en una separación funcional efectiva entre propietario, regulador y formulador de política, como condición para preservar la credibilidad de las reglas de mercado, evitar conflictos de interés y sostener la competencia. La elección del arreglo institucional no es ideológica: debe responder a criterios de correspondencia entre problemas e instrumentos y puede implementarse de manera secuencial, en función de capacidades y contexto.

Crear y medir valor público constituye una obligación fiduciaria. Las EPE administran capital ciudadano y deben producir resultados tanto para el accionista público como para la sociedad. En la dimensión financiera, métricas como el EVA —ajustado al costo de capital del Estado— informan decisiones de dividendos, reinversión y reestructuración. En las dimensiones social y ambiental, instrumentos como el Valor Agregado Social permiten ordenar la discusión sobre externalidades a partir de supuestos explícitos y auditables. La neutralidad competitiva exige que las obligaciones no comerciales se identifiquen, se costeen y se financien de manera transparente, evitando privilegios implícitos que distorsionen incentivos y desalienten la inversión.

La transparencia no es un accesorio: es un mecanismo de disciplina. A nivel de empresa, prácticas consistentes de reporte, auditoría independiente, comités con participación de miembros independientes y políticas robustas de partes relacionadas reducen asimetrías y elevan estándares. A nivel de portafolio, la publicación periódica de un reporte agregado —que consolide resultados financieros, inversión, transferencias, obligaciones no comerciales y compensaciones, riesgos fiscales, gobierno corporativo y desempeño en sostenibilidad— habilita comparabilidad, aprendizaje institucional y toma de decisiones técnicas incluso en contextos de alta presión política. La sostenibilidad, entendida en sus dimensiones climática,

social y de integridad, debe integrarse en la estrategia y en la disciplina de capital mediante análisis de escenarios, pruebas de estrés y mecanismos de seguimiento que reduzcan riesgos de activos varados y volatilidad regulatoria.

Un portafolio saludable combina autonomía corporativa con límites prudenciales claros. Techos de endeudamiento y garantías, alertas tempranas de liquidez y solvencia, reglas predecibles de dividendos y capitalización, y evaluaciones sistemáticas del desempeño previenen rescates fiscales costosos mediante gobernanza y datos, en lugar de improvisación. En este esquema, la profesionalización de los directorios es el principal punto de apoyo: matrices de idoneidad, bancos de candidatos, procesos meritocráticos, reglas sobre puertas giratorias, evaluaciones periódicas y una masa crítica de independientes fortalecen la calidad de la decisión y la supervisión estratégica.

La hoja de ruta propuesta es factible en un horizonte de 12 a 36 meses. En una primera etapa, se deben anclar reglas e institucionalidad: adoptar la política de propiedad, crear o fortalecer la unidad de propiedad con funciones regladas, definir lineamientos de nominación, estandarizar indicadores y plantillas de acuerdos, y fijar expectativas transversales de integridad y sostenibilidad. En una segunda etapa, el sistema entra en operación: pilotos de acuerdos de desempeño, publicación del primer reporte agregado como línea base, cierre de brechas en auditoría y reporte, instalación de comités clave y adopción de metodologías de costeo y compensación de obligaciones no comerciales. Finalmente, la fase de escalamiento y consolidación extiende estos instrumentos a todo el portafolio, institucionaliza evaluaciones periódicas con consecuencias y ajusta el arreglo institucional según resultados y capacidades.

El éxito de la implementación debe evaluarse con metas claras, entre ellas: cobertura total de acuerdos de desempeño en un horizonte de tres años; publicación del primer reporte agregado en el primer año con mejoras sucesivas de calidad; reducción del costo de capital y de los riesgos fiscales contingentes dentro de bandas acordadas; eliminación de obligaciones no comerciales sin identificación ni compensación explícita; juntas directivas evaluadas anualmente con criterios de idoneidad; y

fortalecimiento del inventario público de garantías y pasivos contingentes. Para alcanzarlas, se requieren condiciones habilitantes como voluntad política para respetar la separación de funciones, capacidad técnica en la función propietaria, infraestructura de datos interoperable, marcos jurídicos que equilibren neutralidad competitiva con salvaguardas de interés público y una gestión del cambio con comunicación clara.

Los riesgos previsibles —interferencia de corto plazo, fragmentación informacional, resistencia organizacional, exposición fiscal por deuda y garantías o prácticas de *greenwashing*— pueden mitigarse mediante reglas de nombramiento con periodos desfasados del ciclo político, repositorios interoperables, auditorías cruzadas, acompañamiento técnico, límites prudenciales con análisis previo y métricas de sostenibilidad basadas en materialidad y verificación.

En suma, este documento ofrece una hoja de ruta práctica para transformar las EPE en motores de valor público y confianza. Su apuesta es concreta: reglas claras, instituciones con mandato real y datos comparables. Con una política de propiedad explícita, una función propietaria profesional, acuerdos de desempeño exigentes, transparencia a nivel de empresa y portafolio, juntas idóneas y disciplina fiscal y de sostenibilidad capaz de resistir el ciclo político, el país podrá fortalecer la calidad del servicio, reducir riesgos fiscales, atraer inversión y construir legitimidad más allá de los gobiernos. Ese es su aporte esencial: convertir el “por qué” de la propiedad estatal en un “cómo” verificable.

ANEXOS

ANEXO 1. EL FONDO SOBERANO DE NORUEGA COMO MODELO DE GOBERNANZA Y SOSTENIBILIDAD PÚBLICA

El Fondo Global de Pensiones del Gobierno de Noruega (GPFPG, por sus siglas en inglés) es uno de los ejemplos más consistentes de cómo un Estado transforma rentas provenientes de recursos naturales no renovables en un instrumento de ahorro intergeneracional, estabilidad macroeconómica y bienestar social. Creado en 1990 mediante la *Government Petroleum Fund Act*, su objetivo fue aislar los ingresos petroleros del ciclo político y económico, evitando los efectos de la “enfermedad holandesa” y convirtiendo la renta del petróleo en patrimonio financiero permanente para las generaciones futuras (*Act relating to the Government Pension Fund*, 1990/2020).

Desde su origen, el GPFPG se concibió como un fondo separado del presupuesto público, administrado bajo criterios estrictos de prudencia, transparencia y sostenibilidad de largo plazo. En 2001, este diseño se consolidó con la adopción de la Regla Fiscal Noruega, que limita el uso de los rendimientos del fondo a un máximo del 3% de su valor real, equivalente al retorno esperado de largo plazo. La regla cumple una doble función: preserva el capital intergeneracional y actúa como estabilizador macroeconómico, ahorrando en períodos de bonanza y amortiguando las crisis sin recurrir al endeudamiento. Gracias a este marco, Noruega blindó sus finanzas públicas frente a la volatilidad de los precios del petróleo (The Norwegian Government, 2022).

La gobernanza del GPFPG se apoya en una arquitectura institucional clara y equilibrada, basada en la separación de funciones entre formulación de las políticas, la propiedad y la gestión operativa. El Parlamento define el marco legal y ejerce supervisión política *ex post*; el Ministerio de Finanzas actúa como propietario institucional, fijando objetivos estratégicos de rentabilidad, riesgo y sostenibilidad mediante un mandato público; y la gestión técnica de las inversiones recae en el Norges Bank Investment Management (NBIM, por sus siglas en inglés), una unidad especializada del Banco Central que opera con autonomía técnica y bajo estrictas obligaciones fiduciarias (Norges Bank, 2023).

Este diseño evita la interferencia política en las decisiones de inversión y refuerza la responsabilidad profesional del gestor. La independencia se ve fortalecida por mandatos claros, límites explícitos de riesgo, períodos escalonados de designación de autoridades y un sistema de controles cruzados que incluye auditorías independientes y supervisión ética. El *Council on Ethics* complementa esta estructura evaluando la coherencia de las inversiones con los valores del Estado noruego, mediante criterios ambientales, sociales y de gobernanza, con capacidad de recomendar exclusiones públicas y transparentes.

La rendición de cuentas es un componente estructural del modelo. El NBIM publica informes periódicos detallados sobre desempeño financiero, riesgos, costos y sostenibilidad, todos accesibles al público. Las auditorías financieras y de desempeño se presentan ante el Parlamento, y las decisiones éticas se difunden abiertamente. Esta densidad institucional de control y transparencia consolidó una legitimidad social del fondo y una cultura de confianza ciudadana que actúa como salvaguarda frente a la captura política.

En materia de inversión, el GPFPG opera como un inversor institucional global, con una estrategia altamente diversificada y orientada al largo plazo. Su portafolio combina acciones, bonos y activos inmobiliarios, y se caracteriza por la prohibición de invertir en activos nacionales, evitando conflictos de interés y presiones macroeconómicas internas. La sostenibilidad es un eje transversal: el fondo integra criterios ASG desde hace dos décadas, ejerce activamente los derechos de voto y publica informes

temáticos sobre clima, derechos laborales y gobernanza corporativa (*Principles for Responsible Investment, 2023; OCDE, 2024a*).

La gestión del riesgo combina sofisticación técnica y prudencia institucional. El riesgo se concibe de manera integral, incluyendo factores financieros, macroeconómicos, reputacionales y de sostenibilidad, lo que permite al fondo adaptarse a contextos cambiantes sin perder su horizonte estratégico ni su coherencia ética.

La fortaleza del GPFG no radica únicamente en su tamaño o rentabilidad, sino en la coherencia de su arquitectura institucional. El marco legal estable, la clara distribución de responsabilidades, la burocracia profesionalizada y la cultura política orientada a la transparencia han mantenido el modelo inalterado durante más de tres décadas. Cualquier cambio sustantivo requiere consenso parlamentario, lo que convierte al fondo en un instrumento de Estado y no de gobierno.

Finalmente, el GPFG destaca por su legitimidad política y social. La consistencia en resultados, la rendición de cuentas y la integración explícita de valores éticos han convertido al fondo en un patrimonio común, protegido no solo por normas, sino por un amplio consenso ciudadano. En conjunto, el modelo noruego muestra cómo la independencia técnica, la disciplina fiscal y la legitimidad democrática pueden articularse en un sistema de gobernanza pública capaz de preservar la riqueza nacional como un bien público sostenible, más allá de los ciclos políticos y económicos.

ANEXO 2. MODELOS INTERNACIONALES DE UNIDADES DE OWNERSHIP: ANÁLISIS COMPARADO DE FONAFE (PERÚ), SEP (CHILE), SEPI (ESPAÑA) Y SOLIDIUM (FINLANDIA)

La literatura especializada en gobierno corporativo estatal ha demostrado que la organización de la función de propiedad pública tiene efectos determinantes sobre la eficiencia económica, la sostenibilidad fiscal y la legitimidad institucional. Los estudios recientes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2020a, 2024) y del Banco Asiático de Desarrollo (ADB/PSDI, 2025) coinciden en que las unidades de *ownership* más efectivas son aquellas dotadas de independencia técnica, autonomía presupuestal y marcos de rendición de cuentas robustos. Estas características permiten al Estado ejercer su rol de propietario de manera profesional, transparente y orientada al valor público, evitando la interferencia política o el uso discrecional de las empresas públicas.

El análisis comparado de los modelos de FONAFE (Perú), SEP (Chile), SEPI (España) y Solidium (Finlandia) identifica elementos institucionales y de gobernanza que explican su solidez y credibilidad. Estos casos muestran cómo un marco legal de alto nivel, la separación funcional entre el Estado propietario y el Estado regulador, y la profesionalización del talento son condiciones necesarias para garantizar la independencia y sostenibilidad de la gestión empresarial estatal.

FONAFE (Perú)

El Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE) fue creado mediante la Ley N.º 27170 en 1999 como una empresa estatal de derecho público, adscrita al Ministerio de Economía y

Finanzas (MEF), pero dotada de personalidad jurídica y patrimonio propios. Su establecimiento respondió a la necesidad de centralizar la función de propiedad del Estado peruano que, hasta ese momento, se encontraba dispersa entre múltiples ministerios y organismos (OECD, 2020b; CAF, 2023). El FONAFE administra la totalidad de las participaciones estatales en empresas públicas del orden nacional, con excepción de Petroperú y otras de carácter estratégico. Su creación constituyó un punto de inflexión en la gobernanza pública al separar con claridad la función de propiedad de la formulación de política sectorial y de la regulación económica.

El órgano máximo de gobierno del FONAFE es su consejo directivo, compuesto por representantes del MEF, la presidencia del consejo de ministros y otros sectores estratégicos. Este consejo ejerce autoridad colegiada sobre las decisiones de inversión, endeudamiento y nombramiento de los directores de las empresas que conforman el portafolio estatal. Su presidente ejecutivo, designado por el consejo, actúa con autonomía técnica para aprobar presupuestos, ejecutar estrategias corporativas y firmar contratos de gestión con los gerentes de las empresas públicas. Dichos contratos incluyen metas financieras y de valor público, reforzando la rendición de cuentas y la alineación con los objetivos nacionales.

El FONAFE está sujeto al control de la Contraloría General de la República, pero también opera bajo un sistema interno de auditorías externas privadas y reportes anuales que se presentan al Congreso y al MEF. Además, publica informes anuales consolidados con resultados financieros, desempeño operativo y cumplimiento de metas. Este modelo profesionalizó la gestión de las empresas estatales y fortaleció la disciplina presupuestal del sector público (OECD, 2024a).

SEP (Chile)

El Sistema de Empresas Públicas (SEP) fue creado en 2001 por el Decreto Supremo N.º 110 del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, como parte de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO). Su mandato consiste en actuar como *holding* estatal que administra y supervisa las empresas donde el Estado chileno es accionista, bajo un enfoque

de rentabilidad, sostenibilidad y servicio público (CAF, 2023). A diferencia de FONAFE, el SEP no concentra la propiedad legal de las acciones, sino que ejerce funciones de coordinación y supervisión técnica sobre las empresas estatales.

El SEP está dirigido por un consejo directivo de nueve miembros, designados por el presidente de la república, y propuestos por distintos ministerios. Los consejeros ejercen mandatos escalonados, lo que asegura la continuidad entre los gobiernos. Este consejo define las políticas de propiedad, aprueba los contratos de desempeño con las empresas y designa a los representantes estatales en las juntas directivas. Para la selección de miembros de juntas, el SEP utiliza procesos meritocráticos apoyados en firmas *headhunter*, garantizando transparencia y competencia técnica (OECD, 2024a).

El SEP presenta informes anuales al Congreso Nacional, que incluyen resultados financieros, avances en sostenibilidad y evaluación de juntas. Las empresas deben cumplir indicadores acordados en sus contratos de desempeño, y sus resultados se hacen públicos. La fiscalización está a cargo de la Contraloría General de la República, lo que añade una capa de control externo. Este modelo mejoró la eficiencia y credibilidad de las empresas estatales chilenas, reforzando su autonomía respecto a la política de corto plazo.

SEPI (España)

La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) fue creada en 1995 mediante la Ley 5/1996 como una entidad de derecho público empresarial, adscrita al Ministerio de Hacienda. Su objetivo es administrar de manera unificada las participaciones estatales en sectores estratégicos —energía, defensa, transporte, comunicaciones y servicios financieros—, bajo criterios de rentabilidad económica y sostenibilidad social (OECD, 2024a).

El Consejo de Administración de SEPI está compuesto por entre nueve y quince miembros, incluyendo expertos independientes en economía, finanzas y derecho corporativo. Su presidente tiene rango de Secretario de

Estado, lo que otorga jerarquía institucional y capacidad de interlocución al nivel político más alto. SEPI gestiona directamente más de 15 grupos empresariales y participa en otros 90, ejerciendo derechos de propiedad, supervisión financiera y definición de políticas de dividendos. A diferencia del modelo chileno, SEPI actúa como propietario directo, con voz y voto en las asambleas de accionistas.

SEPI está sujeta a auditorías del Tribunal de Cuentas y auditorías privadas. Además, debe presentar reportes periódicos al Congreso de los Diputados y publicar un Informe Anual Consolidado con indicadores de desempeño económico, impacto social y sostenibilidad ambiental. Su estructura híbrida —empresa pública con autonomía y control parlamentario— garantiza equilibrio entre independencia técnica y rendición política, un aspecto esencial para mantener la legitimidad democrática de la función propietaria (OECD, 2024a).

Solidium (Finlandia)

Solidium Oy fue creada en 2008 por el gobierno finlandés como una sociedad anónima limitada de propiedad 100 % estatal, dependiente de la Oficina del Primer Ministro. Su misión es gestionar las participaciones estatales en empresas cotizadas y asegurar la creación de valor a largo plazo mediante una gestión profesional y apolítica (OECD, 2024a).

Solidium cuenta con un consejo de administración profesional, cuyos miembros son seleccionados exclusivamente por mérito, con experiencia en inversiones y gobierno corporativo. El Estado, a través del *Department of Ownership Steering*, define los objetivos estratégicos de la cartera, pero no interviene en las decisiones operativas ni financieras. Este diseño separa por completo la función de propietario del ejercicio político, lo que mantiene la confianza del mercado y evita la interferencia gubernamental (Solidium Oy, 2025).

Solidium publica un *Ownership Policy Report* anual, que detalla su cartera, objetivos de rentabilidad, principios ASG y resultados consolidados. Sus decisiones son auditadas externamente y reportadas al parlamento, manteniendo un balance entre autonomía y responsabilidad pública. El

modelo finlandés es considerado uno de los más sólidos del mundo, al combinar independencia técnica, mandato claro y rendición de cuentas parlamentaria (OECD, 2024a; ADB/PSDI, 2025).

Los casos de FONAFE, SEP, SEPI y Solidium demuestran que la efectividad de una unidad de *ownership* no depende únicamente de su ubicación institucional, sino de la fortaleza de su marco normativo, la calidad técnica de su gobernanza y su independencia presupuestal. Para Colombia, esto implicará avanzar hacia un modelo que combine la base legal y centralización del FONAFE, la meritocracia y transparencia del SEP, la autonomía de gestión de la SEPI y la independencia técnica y patrimonial de Solidium. Una entidad con estas características permitiría al Estado colombiano consolidarse como un propietario responsable, con visión estratégica y capacidad para promover valor público sostenible.

ANEXO 3. KHAZANAH NASIONAL BERHAD: GOBERNANZA E INVERSIÓN ESTRATÉGICA EN EL MODELO MALASIO

Khazanah Nasional Berhad (K_{NB}) es el fondo soberano y brazo de inversión estratégica del Gobierno de Malasia. Creado en 1993 bajo el régimen del derecho mercantil, ha evolucionado desde un vehículo de administración de activos públicos hacia un inversionista institucional sofisticado con un doble mandato: generar y preservar valor sostenible para la nación y apoyar los objetivos de desarrollo económico de largo plazo. Su modelo combina autonomía técnica, control democrático y responsabilidad fiduciaria, y se consolidó como una de las experiencias más avanzadas de gobierno corporativo estatal en Asia (OECD, 2024a; ADB/PSDI, 2025).

A diferencia de otros fondos soberanos centrados en la gestión pasiva de excedentes fiscales, Khazanah opera bajo una arquitectura dual que distingue entre un portafolio comercial, orientado a maximizar retornos financieros ajustados al riesgo, y un portafolio estratégico, destinado a catalizar sectores prioritarios y fortalecer la resiliencia económica del país. Esta separación funcional equilibra disciplina de mercado e intervención estratégica sin sacrificar independencia operativa ni sostenibilidad financiera (Khazanah Nasional Berhad, 2024).

Marco institucional y gobierno corporativo

El fondo está estructurado como una empresa estatal cuyo accionista principal es el Ministerio de Finanzas Incorporado, actuando como propietario estratégico en representación del Estado. Este diseño establece una clara separación entre la función de propiedad, la gestión de inversiones

y la supervisión pública, evitando la administración directa por parte del gobierno y reduciendo el riesgo de interferencias políticas de corto plazo.

El órgano central de gobernanza es su consejo de administración, integrado mayoritariamente por miembros independientes con experiencia técnica, y presidido por el Primer Ministro, lo que aporta legitimidad política sin comprometer la gestión profesional. El consejo opera bajo reglas claras de delegación y cuenta con comités especializados —auditoría y riesgos, nominaciones y remuneraciones, y decisiones estratégicas— que refuerzan la deliberación técnica, el control interno y la rendición de cuentas (Khazanah Nasional Berhad, 2024).

La gestión operativa se apoya en un modelo de “tres líneas de defensa” que articula responsabilidades claras en materia de riesgos, cumplimiento y auditoría interna. A ello se suma un marco integral de integridad, gobernanza y gestión de riesgos, actualizado periódicamente, el cual incorpora políticas anticorrupción, códigos de conducta, reglas de divulgación y mecanismos de denuncia supervisados de manera independiente. Este entramado institucional protege la toma de decisiones frente a conflictos de interés y consolida una cultura organizacional basada en la ética y la responsabilidad.

Independencia operativa, control y sostenibilidad

Aunque sujeto al control del Ministerio de Finanzas y a la supervisión parlamentaria *ex post*, Khazanah goza de independencia operativa real, garantizada por su personalidad jurídica, su régimen de derecho privado y su autonomía presupuestal. Las decisiones de inversión se adoptan conforme a los criterios profesionales y dentro de un mandato estratégico explícito, mientras que la rendición de cuentas se materializa a través de los informes públicos, las auditorías externas y los estándares internacionales de transparencia (ADB/PSDI, 2025).

La sostenibilidad constituye un eje transversal de la estrategia de inversión. El fondo integra criterios ambientales, sociales y de gobernanza conforme a los Principios para la Inversión Responsable de Naciones Unidas, aplica políticas de exclusión frente a prácticas contrarias a los

derechos humanos o al medio ambiente y ejerce activamente su rol como accionista responsable. La divulgación periódica de resultados financieros y de desempeño sostenible refuerza su legitimidad pública y su credibilidad ante los mercados.

Fortalezas institucionales y lecciones

La principal fortaleza de Khazanah radica en la coherencia entre su marco legal, su gobernanza profesional y su cultura institucional. Gracias a su estructura híbrida —empresa estatal con autonomía operativa y control democrático— actúa como un propietario institucional del Estado, alineando objetivos públicos con disciplina financiera y visión de largo plazo. La meritocracia, la profesionalización y la transparencia generaron una organización resiliente, capaz de resistir ciclos políticos y contextos de alta volatilidad económica (OECD, 2024a).

El modelo malasio demuestra que la independencia técnica no implica aislamiento del Estado, sino un equilibrio funcional entre autonomía y responsabilidad. Para países que buscan fortalecer su función de propiedad pública, Khazanah ofrece lecciones claras: la importancia de un mandato estratégico explícito, una gobernanza profesionalizada, mecanismos robustos de control y una integración genuina de sostenibilidad y ética en la gestión del capital público.

Más allá de su desempeño financiero, el fondo muestra que el valor de un fondo soberano reside en su capacidad para transformar recursos públicos en prosperidad compartida, estabilidad económica y confianza institucional de largo plazo.

REFERENCIAS

- Act relating to the Government Pension Fund (1990; amended 2020). Norway.
<https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund/governance-structure/government-pension-fund-act/>
- Asian Development Bank & Pacific Private Sector Development Initiative (ADB/PSDI) (2025). *PSDI Annual Report FY2025*. Pacific Private Sector Development Initiative.
- Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA) (2024). *Manual de licenciamientos técnicos para identificar y estimar beneficios económicos, sociales y ambientales en el marco de la evaluación económica ambiental*, pág. 2.
- CAF – Banco de Desarrollo de América Latina (2023). *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*. Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva.
- Capobianco, A. y Christiansen, H. (2011). *Competitive Neutrality and State-Owned Enterprises: Challenges and Policy Options*, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 1, OECD Publishing, Paris.
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) (2024). *Informe sobre Comercio y Desarrollo 2024: Repensar el desarrollo en la era del descontento*. UNCTAD. Disponible en: <https://unctad.org/es/publication/informe-sobre-comercio-y-desarrollo-2024>
- Congreso de la República de Colombia (2005). *Ley 964 de 2005 (julio 8)*. Diario Oficial No. 45.963.
<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=22412>
- Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES) (2015). *Documento CONPES 3851 – Política General de Propiedad de Empresas Estatales del Orden Nacional*. República de Colombia, Departamento Nacional de Planeación. Disponible en

- Khazanah Nasional Berhad (2024). *About us & corporate governance frameworks*. Retrieved from <https://www.khazanah.com.my/>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia (2024). *Política de Estructuración y Remuneración de Juntas Directivas de las Empresas con Participación Estatal*, Versión 2.0, 15 de agosto de 2024) [PDF].
- Moore, M. (2021). *Creating Public Value: The Core Idea of Strategic Management in Government*. *International Journal of Professional Business Review*, 6, 1, January, 219.
- Musacchio, A., Pineda, E., Huber, J., Jara, M., Kim, H., Ter-Minassian, T., & Wagner, R. (2019). *Fixing State-Owned Enterprises: New Policy Solutions to Old Problems*. <https://doi.org/10.18235/0002012>
- Norges Bank (2024). *Annual Report 2024, Governance and management of the Government Pension Fund Global*. Norges Bank Investment Management.
- OCDE (2013). *OECD Economic Surveys: Colombia 2013: Economic Assessment*. OECD Publishing, Paris.
- OCDE (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* (2015 Edition). OECD Publishing.
- OCDE (2019). *Estudios Económicos de la OCDE: Colombia 2019*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/805f2a79-es>.
- OCDE (2020a). *Implementing the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Review of Recent Developments*. OECD Publishing.
- OCDE (2020b). *Responsible Business Conduct Policy Reviews: Peru*. OECD Publishing.
- OCDE (2024a). *Ownership and Governance of State-Owned Enterprises 2024*. OECD Publishing.
- OCDE (2024b). *Herramientas de Neutralidad Competitiva: Promoción de la igualdad de condiciones* (Recomendaciones basadas en la experiencia del Comité de Competencia de la OCDE). OECD Publishing.
- OCDE (2025). *Directrices de la OCDE sobre el gobierno corporativo de las empresas públicas 2024*. OECD Publishing.
- Principles for Responsible Investment (2023). *PRI Annual Report 2022/23*. PRI.
- Salazar, L., & Moline, A. (2023). *Increasing Women's Representation in Business Leadership* (World Bank Group Gender Thematic Policy Notes Series: Evidence and Practice Note). The World Bank Group.
- Solidium Oy (2025). *Solidium's Governance and Steering System*, 1 December 2025. Solidium Oy.

The Norwegian Government (2022). *The Norwegian fiscal policy framework: Fiscal rule for the Government Pension Fund Global*. Government of Norway, Ministry of Finance.

World Bank. (2014). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit*. World Bank Group.

Gobierno corporativo de las Empresas de Propiedad Estatal (EPE) en Colombia es una propuesta integral para modernizar el Estado propietario, crear valor público sostenible y fortalecer la institucionalidad democrática en la gestión de los activos públicos de la nación.

CEGC | Centro de Estudios
UNIANDES | de Gobierno Corporativo
Grupo de mejores prácticas de gobierno corporativo estatal

 **Universidad de los Andes**
Colombia | **Facultad de Administración**
Liderazgo para la vida