

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**  
**ESCUELA DE POSGRADO**



**Impacto del Gobierno Corporativo en el  
Sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN  
ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA DE EMPRESAS**

**OTORGADO POR LA  
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR:**

**Carolina Álvaro Gutiérrez**

**Erika Izquierdo García**

**Milena Suárez Domínguez**

**Luis Carlos Morales Dotor**

**Asesor: Juan O'Brien Cáceres**

**Bogotá, Junio de 2017**

## Resumen Ejecutivo

El efecto de la globalización sobre las economías nacionales y los casos de fraude financiero presentados en algunas organizaciones, abrió la puerta a estudios relacionados con el funcionamiento y gobierno de una organización, no sólo porque la gestión y la confianza que se deposita en sus administradores son importantes, sino también porque el buen funcionamiento de los mercados depende de esto. Por esta razón, la información adecuada sobre las organizaciones no sólo contribuye a minimizar el riesgo de las inversiones, sino que también reduce las asimetrías. De esta forma, aumenta la transparencia de la gestión y el rendimiento (Alonso, 2007).

El objetivo principal de esta investigación es analizar el impacto de las prácticas de gobierno corporativo sobre la creación de valor a través del análisis de indicadores financieros en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia. De esta manera se buscará el posible impacto de la implementación de prácticas de gobierno corporativo sobre la creación de valor financiero en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia.

Esta tesis corresponde a un estudio cualitativo descriptivo, utilizando fuentes secundarias como instrumentos de investigación, entre informes financieros anuales y de gobierno corporativo publicados, y según dependa, las empresas como fuente principal. Se seleccionó una muestra de tres empresas del sector y se seleccionó el análisis del año 2015. También, se presenta el análisis de la información recolectada, con la cual se realiza un análisis adicional de las variables del estudio; sin embargo, esta tesis no pretende generalizar los resultados debido a la limitación en el logro de la información. Se explica el tema detallado de gobierno corporativo y el análisis de los indicadores financieros ROE, ROA, indicadores de margen EBITDA y de Margen de Utilidad Neta. Finalmente, como resultado de esta investigación, no es posible concluir un impacto de las prácticas de gobierno

corporativo y la generación de valor para el sector de supermercados e hipermercados en Colombia.



## **Abstract**

The globalization effect on the national economies and cases of financial fraud presented in some organizations opened the door to studies related to the functioning and governance of an organization; not only because the management and the trust that is deposited in its administrators is important, also because the proper functioning of markets depends on this. For this reason, adequate information about organizations or companies not only contributes with minimizing risk on investments, also reduces asymmetries. In this way, transparency of management and performance increases (Alonso, 2007).

The principal objective of this research is to relate the practices of corporate governance and the value creation through the analysis of the financial indicators analysis in the companies of supermarkets and hypermarkets sector in Colombia. In this way, it would be sought the possible impact between the implementation of corporate governance practices and the financial value creation in the supermarkets and hypermarkets sector in Colombia.

This thesis corresponds to a qualitative and descriptive study, it uses secondary sources as research instruments, such as the annual reports and corporate governance reports published, and in the case for one of the companies a principal source. A sample of three companies of supermarkets and hypermarkets sector in Colombia, and the analysis of the 2015 were selected. It also presents the analysis of the information collected, with which an extensive further analysis of the study variables is performed; however, this thesis is not intended to generalize the results because of the limitation in the achievement of the information. It explains the detailed topic of Corporate Governance and the analysis of the financial indicators ROE, ROA, EBITDA margin indicator and Net Profit Margin Indicator.

Finally, as of result of this investigation, it is not possible to conclude among the corporate governance practices and the generation of financial value for the supermarkets and hypermarkets sector in Colombia.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas.....</b>	<b>iv</b>
<b>Lista de Figuras .....</b>	<b>v</b>
<b>Capítulo I: Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1 Antecedentes.....	1
1.2 Definición del Problema.....	3
1.3 Propósito de la Investigación.....	3
1.3.1 Objetivo de la Investigación.....	3
1.3.2 Variables de Investigación .....	3
1.3.3 Pregunta de Investigación.....	4
1.3.4 Preguntas Secundarias de Investigación.....	4
1.4 Importancia de la investigación .....	4
1.5 Naturaleza de la investigación .....	4
1.6 Limitaciones .....	5
1.7 Delimitaciones .....	6
1.8 Definición de Conceptos de Estudio .....	7
1.8.1 Generación de valor financiero.....	7
1.8.2 Indicadores para la creación de valor financiero .....	7
1.8.3 Impacto de las prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor financiero .....	9
1.9 Resumen .....	9
<b>Capítulo II: Revisión de la Literatura .....</b>	<b>11</b>
2.1 Gobierno Corporativo.....	11
2.2 Gobierno Corporativo en Colombia.....	11
2.3 Gobierno Corporativo en Supermercados e Hipermercados en Colombia .....	16

2.5	Valor Financiero.....	21
2.6	Creación de Valor .....	25
2.7	Conclusiones.....	29
<b>Capítulo III: Metodología .....</b>		<b>31</b>
3.1	Diseño de la Investigación.....	31
3.2	Población y Selección de Muestra .....	31
3.3	Procedimiento de Recolección de Datos .....	32
3.4	Instrumento .....	33
3.5	Validez y Confiabilidad.....	35
3.6	Análisis e Interpretación de Datos .....	35
<b>Capítulo IV: Análisis de Resultados .....</b>		<b>37</b>
4.1	Introducción.....	37
4.2	Análisis de las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el Año 2015.....	37
4.3	Análisis de la Generación de Valor de las Empresas del Sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el Año 2015 .....	45
<b>Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....</b>		<b>54</b>
5.1	Recomendaciones.....	56
<b>Referencias.....</b>		<b>58</b>
<b>Apéndice A: Encuesta Código País. Código de mejores prácticas corporativas - Colombia.....</b>		<b>61</b>
<b>Apéndice B: Análisis Horizontal y Vertical.....</b>		<b>1</b>

**Lista de Tablas**

Tabla 1. <i>Resumen del instrumento</i>	34
Tabla 2. <i>Ratios Financieros de las Empresas Analizadas</i>	39
Tabla 3. <i>Ratios Financieros de las Empresas Analizadas</i>	41
Tabla 4. <i>Análisis Descriptivo de las Variaciones de los Ratios Financieros</i>	42
Tabla 5. <i>Resultados de las encuestas de GC del 2015 y variaciones de los indicadores financieros</i>	42
Tabla 6. <i>Resultados de los acápites de los pilares con los porcentajes obtenidos y el resultado total</i>	47
Tabla 7. <i>Análisis Descriptivo de los pilares de GC</i>	48
Tabla 8. <i>Análisis Descriptivo pilar Asamblea General de Accionistas</i>	52
Tabla 9. <i>Análisis Descriptivo pilar Junta Directiva</i>	53
Tabla 10. <i>Análisis Descriptivo Revelación de información financiera y no financiera</i>	54
Tabla 11. <i>Análisis Descriptivo pilar Resolución de Controversias</i>	54

## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Variación anual en ventas de los Almacenes e Hipermercados	18
<i>Figura 2.</i> Elementos de creación de valor de la empresa	27
<i>Figura 3.</i> Aspectos de gobierno corporativo de mayor importancia a corto plazo	38
<i>Figura 4.</i> Resultados de los cuatro pilares de las empresas analizadas	40
<i>Figura 5.</i> Resultados del pilar de Revelación de Información Financiera y No Financiera de las empresas analizadas	40
<i>Figura 6.</i> Resultados de las encuestas de GC del año 2015 y las variaciones de cada uno de los indicadores financieros del 2012 al 2015	43
<i>Figura 7.</i> Tendencias de cada uno de los indicadores financieros entre los años 2012 y 2015 para las empresas analizadas	44
<i>Figura 8.</i> Resultados de las encuestas de GC del año 2015 entre las empresas Éxito y Cencosud	47
<i>Figura 9.</i> Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar I Asamblea General de Accionistas	48
<i>Figura 10.</i> Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar II Junta Directiva	49
<i>Figura 11.</i> Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar III Revelación de Información Financiera y No Financiera	50
<i>Figura 12.</i> Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar IV Resolución de Controversias	50
<i>Figura 13.</i> Resultados del pilar Asamblea General de Accionistas	52
<i>Figura 14.</i> Resultados del pilar Junta Directiva	53
<i>Figura 15.</i> Resultados del pilar Revelación de Información Financiera y no Financiera	54

*Figura 16.* Resultados de las encuestas de GC del año 2015 y las variaciones de cada uno de los indicadores financieros del 2012 al 2015

55



## Capítulo I: Introducción

### 1.1 Antecedentes

Eells (1960) fue el primero en utilizar la terminología *gobierno de la buena empresa o gobierno corporativo* (GC), para referirse a un gobierno societario que buscara resultados teniendo en cuenta las buenas prácticas. Existen diferentes definiciones en este tema, investigadores destacados como Shlifer y Vishny (1998) definen al GC cómo las formas y medios a través de los cuales quienes proporcionan fondos financieros se aseguran de una retribución adecuada a sus inversiones. Para Zingales (1998), el GC es el complejo conjunto de circunstancias que configuran la negociación después de las rentas generadas por la compañía.

En la década de los años 40 las grandes empresas tienen un amplio control dominante sobre sus asuntos de negocios, cómo va la empresa, estadísticas y demás, con poco o limitado control sobre el directorio. Es a inicios de los años 70 cuando entra en debate la necesidad por parte de los accionistas de ejercer sus derechos de propiedad y de monitorear el crecimiento del valor de sus inversiones. Al inicio de la década de los 90 luego de una serie de despidos de altos funcionarios de corporaciones como IBM y Kodak se empieza a buscar la forma de que el valor de la empresa no se vea afectado por los posibles conflictos entre los directivos y la Junta de accionistas. El inicio del nuevo milenio ha demostrado cómo grandes empresas entre las que se encuentran Enron, Tyco, Worldcom y Parmalat caen en situaciones comprometedoras gracias a los efectos de un mal GC, demostrando así la pobreza de sus políticas.

En los estudios realizados por Graham Hazarika y Narasimhan (2011), se evidencia que a comienzos de la década de los 30 se empiezan a establecer las funciones que deben tener las organizaciones en la sociedad. Estos sentaron las bases para el GC, ya que de acuerdo con Berle & Means (1932), las corporaciones en su proceso evolutivo, dejaron de ser

negocios familiares para convertirse en organizaciones en las que participan diversos actores con diferentes fines, cómo lo son los propietarios, accionistas, gerentes, acreedores y proveedores.

Se puede considerar la crisis del Wall Street en 1929 cómo la necesidad de hacer transparente y encontrar una manera de que los directivos informen a los accionistas a cerca de sus prácticas de negocio. En esa ocasión la falta de políticas de un GC de regulación financiera mundial permitió que proliferaran actividades fraudulentas, con lo que disminuyó la confianza en los mercados de capitales, especialmente los de Nueva York y Londres.

Por situaciones como estas en 2002, se dictó la ley Sarbanes-Oxley en Estados Unidos, que buscaba fortalecer los sistemas de control interno de las empresas y generar más responsabilidad a los directores de las empresas, queriendo proteger los intereses de los inversionistas. Esta ley tenía como fin monitorear a las empresas que cotizan en bolsa de valores evitando que la valorización de las acciones de estas sean alteradas de manera dudosa, mientras que su valor es menor. Su finalidad es evitar fraudes y riesgo de bancarrota, protegiendo al inversor. Además entre otras medidas la ley obligó la creación de un comité de auditoría, un comité de elección y retribución a los directivos, y la duración, nombramiento y rotación de los auditores externos. Este modelo se repite en los países desarrollados buscando administraciones fortalecidas y actualizadas.

En el año 2008 se desató la crisis financiera, generada principalmente por el colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, que provocó en 2007 la crisis de hipotecas subprime y así crisis bursátiles y por ende crisis económica a nivel global. En este momento existió claramente un abuso en el manejo de las empresas por parte de los administradores afectando a los accionistas y tenedores de títulos. Esto confirmó la necesidad de un mayor fortalecimiento en el control y gobierno de las organizaciones, con el fin de dar claridad a los procesos que gobiernan la toma de decisiones y mantener un Directorio que

tenga responsabilidades claras, así como una estructura que permita proteger los intereses de los diferentes grupos.

La historia ha dejado claro que las empresas que han logrado mantenerse en el tiempo son aquellas que han logrado un equilibrio en la relaciones entre su Gerencia y la Junta Directiva, estas buenas prácticas hoy en día se conocen como buen GC, y son fundamentales para el manejo adecuado de los recursos de la empresa así como el retorno a los inversores.

El concepto de GC apareció inicialmente en países desarrollados; sin embargo, en Colombia se han implementado algunas políticas. Debe existir concordancia en los principios del buen GC entre todos los países, y depende de la realidad de cada país y de situaciones específicas de cada empresa el cómo se apliquen.

## **1.2 Definición del Problema**

Existe falta de información acerca del posible impacto de la implementación de las prácticas de GC sobre la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia, porque el estudio se refiere a una investigación cualitativa con una pequeña muestra compuesta por tres empresas del sector en el año 2015.

## **1.3 Propósito de la Investigación**

### **1.3.1 Objetivo de la Investigación**

Conocer el posible impacto de la implementación de las prácticas de GC sobre la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015.

### **1.3.2 Variables de Investigación**

Para este estudio se tomaron dos variables de investigación: gobierno corporativo y valor financiero.

### **1.3.3 Pregunta de Investigación**

¿Cuál es el posible impacto de la implementación de las prácticas de GC sobre la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?

### **1.3.4 Preguntas Secundarias de Investigación**

- ¿Se evidencian prácticas de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?
- ¿Se evidencia valor financiero en las empresas analizadas pertenecientes al sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el año 2015?

### **1.4 Importancia de la investigación**

Si bien existen muchos conceptos y análisis en materia de GC realizados en las últimas décadas, aún no existe un criterio unificado o estandarizado al momento de definir el concepto de GC, qué elementos se incluyen, qué características contiene, y cuáles son sus límites, es por esto que se considera de importancia conocer definir cuáles son las prácticas de GC, si estas prácticas están correctamente implementadas en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia. Asimismo, validar el impacto o valor agregado que genera la implementación de estas prácticas en las compañías y sus stakeholders.

### **1.5 Naturaleza de la investigación**

La presente investigación es de carácter cualitativo descriptivo, buscando especificar las características de las empresas del sector de supermercados e hipermercados, que tengan implementadas las prácticas de GC y la generación de valor agregado, en un entorno de información limitada.

Hasta el momento no se han realizado estudios sobre las prácticas y estructuras de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia por lo que se deben establecer las características que siguen estas empresas sobre este tema.

## 1.6 Limitaciones

El sector de supermercados e hipermercados en Colombia se divide entre informal y formal, el primero representa el 52 por ciento y el segundo es el 48 por ciento del mercado. Debido a la limitación de acceso a la información tanto financiera como de prácticas de GC del mercado informal se va a tomar como referencia el mercado formal.

En cuanto al mercado formal de los supermercados e hipermercados el 73 por ciento del mercado se concentra en tres participantes Grupo Éxito, Cencosud y Olímpica. Para el estudio se tomará como muestra tres almacenes de supermercados e hipermercados cuyo principal mercado es el de alimentos. De estas empresas se ha visto la limitación del acceso a la información debido a que sólo dos de estas cotizan en Bolsa: Grupo Éxito cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia y Cencosud cotiza en la Bolsa de Comercio de Chile. En adición, tenemos las tiendas Alkosto, las cuales hacen parte del grupo empresarial Corbeta. Obtendremos la información de las prácticas de GC con el objetivo de identificar el posible impacto sobre la generación de valor, teniendo en cuenta indicadores financieros y ratios. Esto nos genera limitaciones por la confidencialidad que estas empresas manejan, debido a que la mayoría no está obligada a utilizar prácticas de GC como lo hacen las empresas listadas en una Bolsa de Valores, pero se utilizarán en el análisis para validar el posible impacto de las prácticas de gobierno corporativo sobre la generación de valor de estas empresas entre la generación de valor agregado de estas empresas frente a las que manejan prácticas claras e implementadas de GC.

La información financiera que se utilizará para determinar la generación de valor de las empresas tendrá la misma periodicidad, con el objeto de hacer válida la comparación, así las empresas listadas en Bolsa cuenten con información más reciente. Para el análisis del GC, se realizará un acercamiento a las empresas no listadas (limitación) para determinar si realmente tienen prácticas de GC, tomando variables tales como: el trato equitativo entre los

accionistas; la organización y funcionamiento de las asambleas, la administración y Junta Directiva; y la revelación de información financiera y no financiera.

Por otra parte, la información general del sector que en su gran medida es proporcionada por el Departamento Administrativo Nacional de Encuesta –DANE- y estudios de empresas privadas sobre el sector de supermercados e hipermercados en Colombia se encuentran hasta 2014, con un poco más de un año de desactualización; sin embargo, se tomará como base debido a la inexistencia de estudios recientes. Asimismo, la Superintendencia Financiera de Colombia desarrolló la herramienta de análisis para identificar si una empresa ha desarrollado adecuadamente el GC. Esta herramienta tiene como objetivo general profundizar el actual mercado de capitales colombiano por medio de la redacción de un Código único de mejores prácticas de gobierno corporativo, que permita reducir la distancia entre emisores de valores e inversionistas, de forma que los segundos cuenten con transparencia y oportunidad frente a la administración de sus recursos, al tiempo que puedan analizar la conducta corporativa y administrativa de un emisor con otro, sobre bases comparables.

### **1.7 Delimitaciones**

Las delimitaciones de la investigación son:

1. El presente estudio se realizará en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia.
2. Se considerarán tres compañías del sector de supermercados e hipermercados, (a) Grupo Éxito, (b) Cencosud y (c) Alkosto.
3. El ámbito de acción de la investigación se enmarca geográficamente en Colombia.
4. La información analizada se encuentra proporcionada por el Departamento Administrativo Nacional de Encuesta (DANE), Bolsa de Valores de Colombia,

Superintendencia de Industria y Comercio e información propia de las empresas del año 2015.

5. Para el estudio se tomarán ratios contables, si bien no son el mejor referente de valor, son los que más se aproximan a la búsqueda de una posible relación entre las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en supermercados e hipermercados en Colombia. En este estudio no es posible utilizar indicadores de mercado dado que algunas empresas no cotizan en bolsa de valores.

## **1.8 Definición de Conceptos de Estudio**

### **1.8.1 Generación de valor financiero**

En términos financieros, una decisión, acción, inversión o transacción representa valor cuando es capaz de retornar un monto de dinero superior a lo invertido inicialmente. Se crea valor financiero en una empresa cuando los gestores toman decisiones empresariales acertadas y competitivas, y realizan estrategias que tengan impacto en el mercado para obtener rentabilidad para los accionistas. Se puede decir que una compañía genera valor cuando excede las expectativas de rentabilidad exigida de las acciones. El objetivo de la empresa, por consiguiente, de los directivos, gerentes y empleados, es maximizar la riqueza de los accionistas, la cual se determina por el precio de una acción de capital social, que a su vez se basa en el momento de la obtención de sus rendimientos en su magnitud y es su riesgo (Gitman 2007).

### **1.8.2 Indicadores para la creación de valor financiero**

Existen varios indicadores que permiten establecer la generación de valor financiero en las empresas. Para el caso de este estudio, se tendrán en cuenta algunos indicadores contables que, aunque no son los únicos, ni los mejores, son los que se han seleccionado para el análisis ya que son utilizados ampliamente en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia. Dentro de los métodos para identificar el valor de las empresas vamos a usar los

múltiplos financieros. Esta metodología se fundamenta en el uso de diversos indicadores financieros los cuales se pueden comparar con indicadores de otras empresas de similares características. Emplear múltiplos financieros permite identificar un valor de las empresas, teniendo en cuenta que la limitación de la información financiera histórica no permite emplear otros métodos de valoración como por ejemplo el flujo de caja descontado.

- **Indicador de Rentabilidad Margen Neto:** La utilidad neta está influenciada no sólo por el costo de las ventas, sino también por los gastos operacionales de administración y ventas. El margen neto es de gran importancia dentro del estudio de rentabilidad de una empresa, puesto que indica que tan lucrativo es el negocio, independientemente de la forma como haya sido financiado. Muestra la relación entre las ventas de la empresa, es decir el beneficio que se obtiene por ellas, teniendo en cuenta el costo de las ventas y también los gastos de administración y ventas que se lleva a cabo. Se calcula:  $\text{Utilidad Neta/Ventas}$ .
- **Indicador Margen Ebitda:** Es un indicador que se obtiene hallando la relación entre el Ebitda obtenido y los ingresos operacionales arrojados en el estado de resultados. Permite analizar movimientos de efectivo, evalúa el desempeño financiero de las empresas por su capacidad para generar efectivo, ya que muestra por cada cien pesos de ingreso cuantos pesos de utilidad operativa en efectivo se producen.
- **ROE:** El indicador financiero más preciso para valorar la rentabilidad del capital es el Return on Equity (ROE). Este ratio mide el rendimiento que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en la sociedad; es decir, el ROE trata de medir la capacidad que tiene la empresa de remunerar a sus accionistas. Se calcula  $\text{beneficio neto/Capital propio}$ .

- ROA: Return On Assets. Mide la capacidad de los activos de una empresa para generar renta por ellos mismos. Se calcula: Beneficio obtenido por la empresa antes de intereses e impuestos/Activos totales.

### **1.8.3 Impacto de las prácticas de gobierno corporativo en la creación de valor financiero**

De acuerdo con un estudio realizado por la Corporación Financiera Internacional (2010), en su afán de establecer algunas posibles relaciones de lo beneficioso que había resultado la instauración de las buenas prácticas de gobierno corporativo para algunas compañías miembro del Círculo de Empresas, realizó un análisis enfocado en ciertos criterios, tales como el ROE, margen EBITDA, ratios de solvencia a corto plazo, evolución de beneficios económicos, entre otros aspectos, evidenciando que las empresas con buen gobierno pueden obtener óptimos resultados operativos. Cuando se habla de implementar o mejorar estas prácticas de gobierno corporativo se relaciona con el crecimiento del negocio dentro de un plazo de tiempo, es decir que podría resultar más rentable invertir en empresas que tengan prácticas de gobierno corporativo. Sin embargo, en este estudio sólo se puede ver que existe una posible relación entre las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia.

### **1.9 Resumen**

El concepto de GC ha venido tomando fuerza en los últimos años. Se comenzó a hablar de este muchos años atrás, dadas las situaciones a través de la historia se comenzaron a adoptar políticas, con el fin de proteger a los grupos de interés que en muchos casos eran afectados por las decisiones de la administración. Sin embargo, aún en Colombia la mayoría de empresas del sector de supermercados e hipermercados no tienen prácticas de buen GC. Tomando como ejemplo empresas que con un GC definido y otras que no desarrollaron este,

se analizará y demostrará el impacto de las buenas prácticas de GC sobre el valor de las empresas.



## Capítulo II: Revisión de la Literatura

### 2.1 Gobierno Corporativo

El concepto de GC es hoy en día relevante en las empresas. Se comenzó a hablar de él tiempo atrás, con la evolución de las empresas modernas adoptando políticas con el fin de que todo funcionara de forma correcta entre el recurso más importante de las compañías, las personas.

De acuerdo con las directrices para un buen GC del *Private Sector Corporate Governance Trust*, puede definirse como la manera en que se ejerce el poder de la empresa en la administración de su cartera total de activos y recursos, con el objetivo de mantener e incrementar el valor para los accionistas con el beneplácito de otras partes interesadas en el marco de su misión institucional. Un GC bien estructurado debe trabajar en beneficio de todas las personas afectadas por la actividad empresarial, garantizando que las actividades se realicen de forma ética y empleando buenas prácticas en cumplimiento de la ley. Para esto, las empresas disponen de un gobierno a nivel local, nacional, regional e incluso global, cuyas políticas representan la manera de actuar de las personas involucradas en el proceso empresarial, así como la imagen de la empresa.

### 2.2 Gobierno Corporativo en Colombia

En Colombia, con relación al concepto de GC, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) lo define como el sistema (conjunto de normas y órganos internos) mediante el cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, bien sea de manera individual o dentro de un conglomerado. El GC provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad entre los que se destacan el máximo órgano de dirección, la junta o consejo directivo, los representantes legales y demás administradores, el revisor fiscal y los correspondientes órganos de control.

En el año 2001 en Colombia inicia el GC, con el objeto de proteger los recursos de los fondos de pensiones obligatorias, esto promueve la adopción de principios de buen gobierno de las empresas listadas. Posteriormente, en 2005 con la Ley 964, se establecen unas normas de obligatorio cumplimiento para las sociedades abiertas y para que los fondos de pensiones pudieran incorporar en sus portafolios títulos valores emitidos por una empresa, la cual debía tener un código de GC, de tal forma que aquellas que no cuentan con este tipo de códigos, difícilmente puede convocar un número de inversionistas para colocar exitosamente sus emisiones de títulos valores.

En 2007, la Superintendencia Financiera de Colombia promovió el grupo de trabajo intersectorial que produjo el Código País de GC destinado a las sociedades inscritas en bolsa, este Código se basó en los lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, elaborados por la Corporación Andina de Fomento –CAF. De acuerdo con los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, existen 239 sociedades inscritas en bolsa, por lo que las mismas deberían haber implementado este código de Buen Gobierno; sin embargo, es de destacar que estas buenas prácticas se están apenas fomentando en las sociedades cerradas. Según la Superintendencia de Sociedades, en el 2009 reportaron información 22.250 sociedades cerradas. Aunque el universo de sociedades existentes en Colombia es mayor, en el Registro Único Empresarial aparecen más de 160.000 sociedades constituidas.

De acuerdo con el artículo *Gobierno Corporativo de las Empresas*, el estado actual del GC en Colombia fue revelado en un estudio de la Superintendencia de Sociedades sobre las prácticas de las empresas en Colombia en el año 2014, las cifras del informe son reveladoras ya que de una muestra de 20.942 empresas el 80,7 por ciento no tiene un reglamento sobre el funcionamiento de su junta directiva, mientras que el 56 por ciento de las empresas no tiene junta directiva y solo el 43 por ciento tiene entre sus integrantes miembros independientes.

El Gobierno Corporativo busca la protección de los intereses de los inversionistas, es un medio para la generación de valor de las empresas, una manera de administración de riesgos y un mecanismo para tener mayores oportunidades de financiación por la revelación de información que es apreciada por los acreedores y los inversionistas. Para determinar los principios de un buen Gobierno Corporativo se puede emplear documentos de agencias internacionales que han servido cómo base a los entes reguladores locales para definir este concepto; un ejemplo son Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, entre los que se encuentran: Los derechos de los accionistas y funciones en el ámbito de la propiedad, el tratamiento equitativo de los accionistas, el papel de las partes interesadas en el ámbito del Gobierno Corporativo y finalmente la divulgación de datos y transparencia.

Por otro lado, Paz-Ares en su documento de *“El Gobierno Corporativo como estrategia de creación de valor”*, establece tres aspectos básicos de un buen Gobierno Corporativo, el primero es la definición de la Junta Directiva como un órgano de supervisión, para lo cual debería tener un tamaño reducido, incluir un número representativo de miembros independientes y la creación de comités para las áreas de mayor sensibilidad como por ejemplo, auditoría. El segundo se refiere a la adopción de medidas para reducir el riesgo de conflictos de intereses. El tercer aspecto, es la necesidad de garantizar la transparencia y la calidad de la información que se releva al mercado.

Para definir la aplicación del Gobierno Corporativo entre las empresas que van a ser analizadas en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia, se va a tomar como base la recopilación que se realiza de los principios de Gobierno Corporativo dentro del Código País, el cual estipula unos temas dentro de los cuales se establecen unas medidas concretas, que se propone que los emisores incorporen en el desarrollo de su actividad. Estos temas son: 1. Asamblea General de Accionistas, 2. Junta Directiva, 3. Revelación de Información Financiera y no Financiera. 4. Resolución de Controversias.

A continuación se mencionaran los temas y algunas de las medidas que son establecidas en el Código País.

1. Asamblea General de Accionistas: es el órgano supremo de gobierno de las sociedades y constituye el principal mecanismo presencial para el suministro de información a los accionistas. Debe suministrar al accionista la información necesaria para la toma de decisiones. Cuando se realicen asambleas, la información de la misma debe ser informada antes, con suficiente precisión, identificando el temario que se va a desarrollar, sin que esto bloquee el derecho de los accionistas para proponer temas adicionales a ser tratados durante la misma. También se fijan algunos temas que deberían ser decididos por la Asamblea General y no sólo por la Junta Directiva tales como la Segregación. Así mismo, algunos temas no deben ser tratados durante una reunión de Asamblea a menos que se hayan incluido en la convocatoria de la reunión: el cambio de objeto social; la renuncia al derecho de preferencia en la suscripción; el cambio de domicilio social; la disolución anticipada y segregación.

2. Junta Directiva: este órgano debe reunirse con una mayor que la Asamblea General de Accionistas, y debe tener unas funciones indelegables suficientemente definidas. Esta debe ser un vínculo entre la compañía y sus accionistas e inversionistas, además debe garantizar el trato equitativo a todos los accionistas, garantizar la calidad de la información revelada al mercado, y verificar el cumplimiento de los requerimientos de gobierno corporativo exigidos en las normas legales o aquellos que se adopten voluntariamente por la compañía. La compañía debe tener un Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva; así mismo, es recomendado que esté conformada por un número impar de miembros y se reúna al menos una vez al mes.

Entre los principales objetivos de la Junta Directiva se encuentran, concebir la estrategia que regirá el curso del emisor y controlar la ejecución de la misma, es así cómo es el órgano supervisor de las actividades de la alta gerencia y de la protección de los derechos

de los accionistas. Dentro de las funciones, adicionalmente a las establecidas por la ley o los estatutos, se encuentran 1. Planeación y finanzas, que le permiten establecer la visión estratégica del emisor; 2. Identificación de riesgos y establecimiento de las políticas asociadas a su mitigación; 3. Fijar y modificar las políticas contables del emisor de acuerdo con la normatividad contable aplicable. 4. Disponer de la información que se deba presentar a los accionistas, en adición a la que por obligación legal o reglamentaria se debe entregar.

3. La revelación de información financiera y no financiera: es el principal mecanismo de contacto de la compañía, con sus grupos de interés y con el mercado. Esta información tiene por objeto permitir el conocimiento sobre el desempeño y la situación del emisor y proporcionar elementos suficientes para la toma de decisiones. Para el control de esta información se recomienda no designar como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía y/o de sus vinculados económicos, que representen el 25 por ciento o más de sus últimos ingresos anuales.

4. Resolución de controversias: Una de los propósitos del gobierno corporativo debe ser permitir una pronta y efectiva solución de las controversias que se puedan presentar con ocasión de las relaciones entre el emisor, sus accionistas y sus administradores. Se recomienda para la solución de conflictos que se presenten entre él con los accionistas, entre los accionistas y administradores y entre los accionistas, la vía de arreglo directo y, en todo caso, se debe prever una forma alternativa de solución.

Tomando como base el Código País se han estructurado unas preguntas que permiten identificar si las empresas del sector de supermercados e hipermercados emplean prácticas de buen Gobierno Corporativo. Las preguntas se organizan de acuerdo a los cuatro pilares que se han considerado relevantes cómo lo son: Asamblea General de Accionistas, Junta Directiva, Revelación de Información Financiera y No Financiera y Resolución de Controversias. Estas preguntas se pueden observar en el Apéndice A.

### 2.3 Gobierno Corporativo en Supermercados e Hipermercados en Colombia

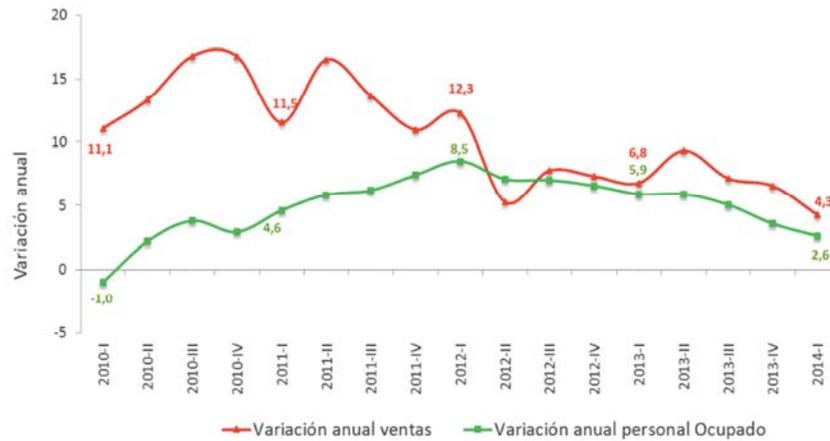
Las buenas prácticas del GC tienen importantes beneficios entre los que se puede destacar transparencia en la información, protección a los inversionistas minoritarios y a los demás grupos de interés de la empresa, mejoran en la capacidad de la toma de decisiones, reduce la necesidad de supervisión especializada por parte del Estado, mejora la calificación de riesgo de las entidades y facilita a nuevos inversionistas la decisión de inversión.

Antes de mencionar las características del GC en el sector de supermercados e hipermercados, se hará una descripción de este sector. El sector se ha caracterizado en los últimos años por el ingreso de grandes hipermercados o la consolidación a través de procesos de integración empresarial. Desde 1990, se han reducido las barreras de entrada, para los nuevos inversionistas del sector; sin embargo, esta actividad requiere conocimiento en logística, competidores y en clientes, altos estándares para los proveedores y de acuerdo con las nuevas tendencias del sector, están en aumento los programas de fidelización, marcas propias y ventas on-line, aspectos que pueden constituir barrera de entrada, y podrían explicar la concentración que se presenta en pocas cadenas en el sector. Esta situación ha generado una reducción gradual de los participantes tradicionales, que en la mayoría de casos son PYMES (Pequeñas y Medianas Empresas), incapaces de competir con las economías de escala y las ofertas de los hipermercados. La concentración en pocas cadenas ha venido modificando las condiciones de mercado, estas empresas poseen posición dominante, pueden imponer o modificar las condiciones de los contratos con los proveedores unilateralmente. Aunque también se le ha dado un impulso a las Pymes, según Federación Nacional de Comerciantes –Fenalco, el 95 por ciento de los proveedores de los hipermercados son Pymes.

Según la presentación corporativa de Grupo Éxito del 2014, en Colombia el 52 por ciento del sector de supermercados e hipermercados es informal. Del 48 por ciento que es formal el 73 por ciento se concentra en 3 jugadores, liderados por Grupo Éxito con

una participación del 42 por ciento del mercado, con las cadenas Éxito, Carulla y Surtimax. Los otros dos participantes más relevantes del mercado son Cencosud y Olímpica con una participación alrededor del 15 por ciento cada uno. Según el Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE, en el primer trimestre de 2014, las ventas reales de los Grandes Almacenes e Hipermercados Minoristas aumentaron 4,3 por ciento y el personal ocupado registró un incremento de 2,6 por ciento, en comparación con el mismo trimestre del año anterior, tal como se muestra en la Figura 1. Los grupos de mercancías que presentaron las mayores variaciones positivas fueron: equipo de informática; hogar; repuestos y accesorios para vehículos; electrodomésticos y muebles para el hogar; y artículos de ferretería, vidrios y pintura.

Dentro el sector de supermercados e hipermercados en Colombia, de las 10 primeras cadenas (medidas por ventas), sólo hay dos compañías que se encuentran listadas en Bolsa, Grupo Éxito y Cencosud, lo que implica que deben cumplir con estándares de GC. Las otras cadenas no se encuentran obligadas a cumplir con este código; sin embargo, pese a que algunas de estas cadenas pertenecen a Cajas de Compensación Familiar, que son entidades diseñadas para desarrollar programas de seguridad social integral y protección social, tienen código de Buen Gobierno, pero los estándares no son tan altos como el de las de sociedades inscritas en Bolsa.



Fuente: DANE GAHM

*Figura 1.* Variación anual en ventas de los Grandes Almacenes e Hipermercados. Tomado del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas - DANE

Las prácticas de Buen Gobierno en el sector de supermercados e hipermercados buscan evitar prácticas de competencia desleal, especialmente aquellas que pudieran estar dirigidas contra los proveedores de insumos o bienes para grandes hipermercados. Estas prácticas protegen a los grupos de interés, por ejemplo pueden evitar que los proveedores enfrenten tratos desiguales al momento de negociar contratos, modificaciones a los mismos de manera unilateral, beneficia a los consumidores debido a mayor exigencia de calidad por parte de las empresas y precios más cómodos, protege a los inversionistas minoritarios. Estas prácticas generan más transparencia para el mercado. Se destaca que sólo las empresas del sector que tienen un GC, listadas en bolsa han ampliado su mercado a nuevos países.

#### 2.4 Aspectos Relevantes del Gobierno Corporativo

Para el análisis del Gobierno Corporativo se van a tener en cuenta aspectos básicos que podrán ayudar a identificar si las compañías manejan el Gobierno Corporativo en el desarrollo de su actividad. Para definir estos aspectos se ha tomado como base documentos del principal ente de control en Colombia como lo es la SFC, otros documentos como los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo de la CAF, y documentos

expedidos por la Bolsa de Valores de Bogotá. A continuación se desarrollarán los aspectos que se consideran más relevantes en el Gobierno Corporativo de las compañías.

1. Junta directiva: Es responsable de la estrategia, desempeño y control interno de la compañía. Debe buscar el mejor interés de la sociedad y de todos sus accionistas, incluyendo los minoritarios. Es el ente encargado de fijar las estrategias generales de la compañía y aprobar las decisiones de mayor importancia y hacer seguimiento a su ejecución, fijar la política de selección y remuneración de los cargos más importantes de la sociedad, evaluar y controlar la gestión de la entidad y de sus representantes legales, e identificar los principales riesgos de la empresa y de la estrategia y liderar la definición e implementación de los sistemas internos de control e información apropiados. La Junta deberá tener un número suficiente de miembros que permita a los accionistas minoritarios tener la posibilidad de nombrar a algunos directores y debe estar compuesto por un impar para facilitar la toma de decisiones. Así mismo, debe contar con miembros independientes, con el fin de asegurar su imparcialidad y objetividad de criterio. Los miembros independientes proporcionan un contrapeso en aquellos casos en que el interés de los accionistas controlantes puede lesionar los derechos de los accionistas minoritarios.

La junta directiva debe reunirse con una periodicidad suficiente para poder hacer un seguimiento adecuado al desempeño de la entidad. Para ciertas entidades vigiladas en Colombia existe un mínimo legal de una reunión por mes. En el caso de no tener que cumplir con el mínimo legal, se recomienda que la junta se reúna por lo menos una vez cada dos meses.

2. Órganos de control: Los órganos de control, tanto internos como externos, tienen la responsabilidad de verificar que la entidad desarrolle sus actividades de forma adecuada, que sus operaciones cumplan con las normas vigentes, que la contabilidad se lleve de forma

regular y se cuente con sistemas de control de riesgos. Por órganos de control se entienden el revisor fiscal, la auditoría externa e interna y el contralor normativo.

Revisor fiscal: La principal función es velar por que se lleve de manera regular y adecuada la contabilidad de la sociedad, autorizando con su firma cualquier balance que esta haga. No debe tener vínculos que comprometan su independencia frente a la entidad financiera.

Auditoría interna y/o oficina de control interno: es el conjunto de políticas, principios, normas, procedimientos y mecanismos de verificación y evaluación establecidos por la junta directiva u órgano equivalente, la alta dirección y demás funcionarios de una organización para proporcionar un grado de seguridad razonable para alcanzar los siguientes objetivos: Mejorar la eficiencia y eficacia en las operaciones de las entidades vigiladas; Prevenir y mitigar la ocurrencia de fraudes; Realizar una gestión adecuada de los riesgos; Aumentar la confiabilidad y oportunidad en la Información generada por la organización; Finalmente, dar un adecuado cumplimiento de la normatividad y regulaciones aplicables a la organización.

Auditor externo independiente: pueden contratar auditores externos con el fin de evaluar la calidad y efectividad de su sistema de control interno. La presencia de un auditor externo independiente se considera como una práctica de buen gobierno que refuerza los controles externos de la entidad.

Contralor normativo: Su función principal es establecer los procedimientos para asegurar que se cumpla con las leyes, reglamentos, estatutos y, en general, toda la normatividad y medidas internas de buen gobierno corporativo, códigos de ética, buena conducta y transparencia comercial que tengan relación con las actividades de la entidad.

3. Revelación de información: es un importante elemento de gobierno corporativo, incrementa la transparencia frente al funcionamiento de la sociedad lo cual promueve la toma de decisiones informadas y permite el ejercicio adecuado de los derechos de los accionistas

minoritarios, consumidores financieros, acreedores e inversionistas. Es importante que las entidades cuenten con una política formal de revelación de información, aprobada por la junta directiva, que establezca reglas claras y una estructura adecuada que fomente el suministro de información a los grupos de interés. El centro de la revelación de información es la publicación de estados financieros.

4. Grupos de Interés: la relación entre las entidades y los grupos de interés resulta fundamental en la detección y prevención de la mala gestión de gobierno corporativo. La participación activa de los grupos de interés en el desarrollo de la entidad, fortalece la organización y contribuye a la optimización de su funcionamiento. Los consumidores financieros, los acreedores, los competidores, los empleados, la comunidad en general y el mismo supervisor, tienen intereses legítimos en el funcionamiento de las entidades.

5. Autorregulación del gobierno corporativo: Algunas entidades han adoptado códigos de gobierno, esto es una muestra del compromiso de una entidad frente a su buen gobierno. De esta manera se garantiza que los estándares auto-impuestos tengan un impacto positivo en el desarrollo de las organizaciones.

## **2.5 Valor Financiero**

En cuanto a la generación de valor financiero para las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia es importante primero definir los conceptos claves asociados a la creación de valor, valoración de empresas, y valor financiero. Las finanzas se definen como el arte y la ciencia de administrar los recursos financieros, que afectan la vida de una persona u organización. Existe una estrecha relación entre las finanzas, las instituciones, los mercados y los instrumentos que participan en la transferencia de dinero entre personas, empresas y gobiernos. Tiene una correlación con la economía, ya que toma de ésta los principios relativos a la asignación de recursos financieros y los indicadores

macroeconómicos como son la tasa de interés, tasa de inflación, tipo de cambio, crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), entre otros.

Adicional a los elementos de las operaciones financieras (capital, tiempo de la operación y tasa de interés), es necesario tener presente e incluir dentro de la evaluación de los proyectos el concepto de Riesgo. La definición de este concepto es muy amplia y variada. En el ámbito financiero el riesgo está relacionado con la posibilidad de que ocurra un evento que se traduzca en pérdidas para los participantes en los mercados financieros, como pueden ser inversionistas, deudores o entidades financieras. El riesgo es producto de la incertidumbre que existe sobre el valor de los activos financieros, ante movimientos adversos de los factores. De Agüero (1997) afirmó que no podemos dejar de destacar que el riesgo financiero nace como consecuencia de las estrategias y decisiones que la empresa establece y toma en función a sus requerimientos operativos de corto y largo plazo. De acuerdo con lo indicado por Brealey, Myers y Allen (2006), la mayoría de los inversionistas evitan el riesgo siempre que pueden hacerlo sin sacrificar rentabilidad. De acuerdo con esta afirmación, a mayor riesgo – mayor rentabilidad y viceversa; por esta razón, los inversionistas siempre tratarán de buscar una combinación entre rentabilidad y riesgo para obtener el mayor beneficio posible con el menor riesgo.

Las técnicas de valoración financieras tradicionales – Valor Actual Neto (VAN) y Tasa Interna de Rentabilidad (TIR), han sido empleadas regularmente por los financieros de las empresas, con el objetivo de maximizar el valor empresarial para determinar la rentabilidad de las inversiones; sin embargo, estas técnicas han recibido críticas sobre las limitaciones que pueden surgir al momento de su utilización y el análisis de los resultados obtenidos. Adicionalmente, otra dificultad sobre las técnicas de valoración clásicas para reconocer el valor real generado por la inversión, está relacionado con la exclusión de importantes variables e impactos cualitativos, de difícil cuantificación monetaria, pero que

podieran agregar valor a la empresa. Firouzabadi, Henson y Barnes (2008) indicaron que la forma tradicional de justificar la selección de las decisiones estratégicas es la evaluación financiera. A través de estos métodos, los beneficios futuros de una inversión se convierten en valores monetarios, ignorando la mayor parte de los beneficios cualitativos debido a la insuficiencia de medios para cuantificarlos.

Actualmente, las corporaciones modernas persiguen no solamente la maximización de la rentabilidad de las inversiones para los accionistas, sino el logro equilibrado de un conjunto de objetivos relacionados con los intereses de todos los stakeholders de la empresa. Steuer y Na (2003) afirman que una empresa moderna es una organización compleja en la que las distintas partes interesadas interactúan entre sí, cada una con su propia interpretación posible de maximización de la riqueza, sin perjuicio de la preocupación por el riesgo, la liquidez, la responsabilidad social, la protección del medio ambiente, el bienestar de los empleados, etc.

Las decisiones de inversión influyen en el valor total de la empresa (Dayananda et al., 2002), afectando tanto al valor financiero como al valor del capital no financiero, este último creado a partir del capital intelectual. Las técnicas clásicas de valoración de inversiones, excluyen el valor del capital no financiero, debido a la dificultad que existe en valorizar o monetizar los flujos de caja derivados de la inversión en capital intelectual – cuánto, y también por la incertidumbre que existe por saber el tiempo en que estos flujos se van a ver afectados – cuándo. Esto se debe al criterio intangible, como flexibilidad y calidad, los cuales no pueden ser convertidos en valores monetarios exactos, Firouzabadi, Henson y Barnes (2008).

El proceso de identificación de presupuestación de capital, es conocido como el proceso de planeación, análisis, selección y administración de las inversiones de capital. La idea básica es que los gerentes utilizan el capital, por lo general fondos a largo plazo, generados por sus empresas para invertir en activos (también llamados bienes de capital) que

permitan a la empresa para generar flujos de efectivo durante al menos varios años en el futuro, Baker & English (2011). Este proceso puede ser retador debido a las decisiones de inversión que se ocupa de la asignación de fondos a través del tiempo con el fin de alcanzar los objetivos de una empresa. La presupuestación de capital tiene un foco a largo plazo, relacionándose con el plan estratégico de la organización, debiendo esta tarea incluirse dentro de los planes estratégicos de la organización para el cumplimiento de las metas y objetivos. El monitoreo de la ejecución o rendimiento de la inversión, también debe ser una tarea a incluirse dentro de las responsabilidades de los financieros, conteniendo tareas como: consecución del capital para la financiación del proyecto, autorización de gastos y monitoreo del progreso del proyecto.

Es igualmente importante analizar las diferenciaciones existentes entre las formas de valoración que existen entre países o continentes. Algunos ejemplos de esto se pueden ver reflejados en las diferencias de conceptos teóricos en GC que manejan los diferentes países o escuelas. Según Brounen, De Jong y Koedijk (2004), las empresas en el Reino Unido y los Países Bajos están prosperando conscientemente para maximizar la riqueza de sus accionistas, mientras que las empresas alemanas y francesas atribuyen una baja prioridad a este objetivo corporativo. Esta situación difiere del manejo a las finanzas corporativas, en donde no existe una marcada diferenciación. En cuanto al proceso de presupuestación de capital, se observan marcadas diferencias en el uso de las técnicas de valoración. En las empresas europeas existe una preferencia por el uso del “*payback*”, mientras que en Estados Unidos, el uso de esta técnica se utiliza en pequeñas empresas y entre empresas que están menos orientadas a la maximización de la riqueza de los accionistas.

Asimismo, existen dos maneras de realizar la valoración de mercado de una empresa, ya sea por el valor financiero contable o por el valor del capital no financiero, generado del capital intelectual de la empresa. Según Guerrero, Gómez y Fruet (2013), cuantificar el valor

de una empresa no sólo implica considerar los activos tangibles de carácter monetario (fácilmente valorables en unidades monetarias), sino también todos aquellos de naturaleza intangible y no monetaria, que no se contabilizan y, por tanto, no se reflejan en los estados financieros. Un ejemplo de esto es el conocimiento del mercado, reconocimiento de una marca, o fidelidad de los clientes. La valoración de estas variables es lo que finalmente determina la generación de valor y sostenibilidad de los beneficios a futuro; sin embargo, existe una limitación en la valoración de las variables intangibles y está asociada al reciente análisis que existe al respecto y la falta de uniformidad en su terminología. De acuerdo con Kristandl y Bontis (2007), los conceptos aplicados están etiquetados de manera diferente y cada investigador o practicante que desarrolla una nueva definición desea establecer su propia terminología. Es por esto que cada financiero puede definir o realizar la valoración de los “activos no visibles” de su empresa, de acuerdo con su metodología o teoría.

Dentro de la valoración del capital intelectual o de los intangibles de una organización existen diferentes categorizaciones o componentes, algunos de los más reconocidos son: capital humano, capital estructural y capital relacional. Stewart y Ruckdeschel (1998) indicó que el capital intelectual incluye el talento del personal, el valor del conocimiento y los procesos de propiedad, y el valor de las relaciones con clientes y proveedores. Lo que en definitiva es importante para la empresa, es “la suma de todos los elementos intangibles que contribuyen a generar ventaja competitiva”, lo cual significa el conjunto de conocimientos, experiencia e información de la empresa con la que puede generar valor y riqueza.

## **2.6 Creación de Valor**

El tema de mayor importancia en los últimos años en las empresas es la creación de valor, identificado como la maximización de una inversión realizada por accionistas mediante el aprovechamiento de oportunidades y la gestión eficaz de los gerentes en la toma de decisiones. Para las empresas crear valor es un tema netamente financiero y responde a uno

de los objetivos principales para los accionistas y para la empresa, por esta razón se analizará si la implementación de prácticas de GC tiene alguna posible relación con la creación de valor. Una de las herramientas más comunes utilizadas en las empresas para identificar la creación de valor de un proyecto es cuando su VAN es positivo.

Rapallo, M. (2002) comenta que la “condición necesaria para la creación de valor en la empresa es que cuando la tasa de inversión neta sea positiva, la rentabilidad de la inversión sea superior al coste de los recursos. Si esto es así el paso siguiente será estimar la sostenibilidad del ROI por encima del coste del capital medio ponderado”. En la Figura 2 se observan los elementos de creación de valor de la empresa.

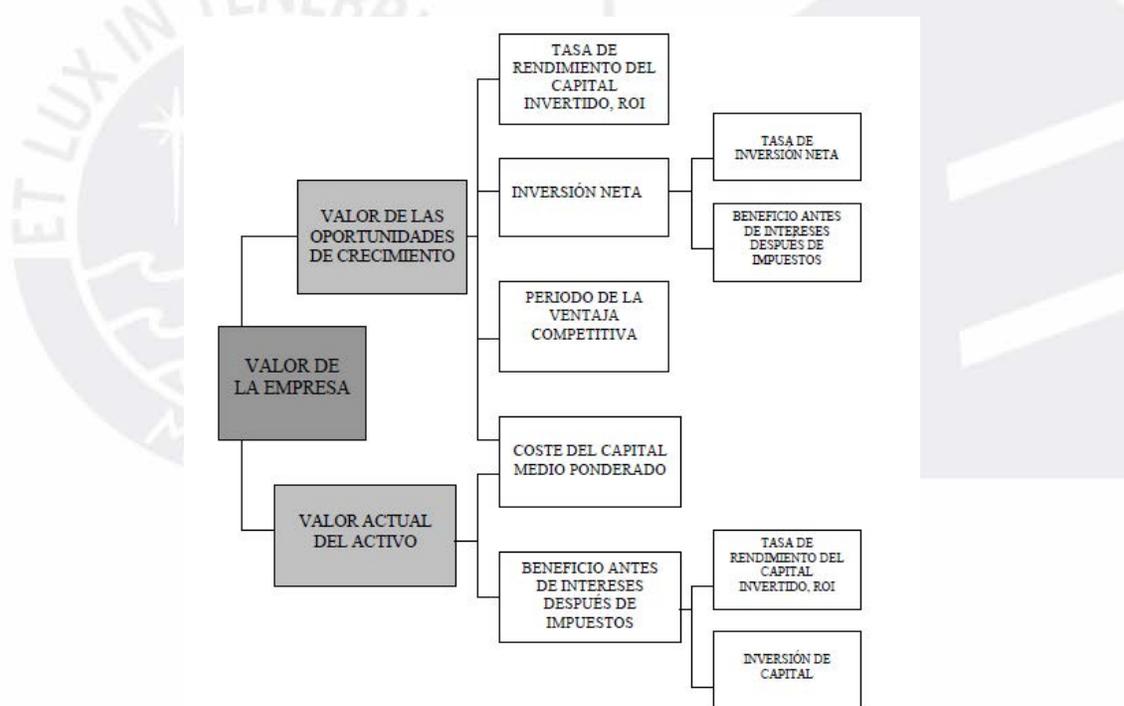
El concepto de creación de valor para las empresas surge de los flujos de fondos con  $VAN > 0$ , siendo la principal fuente para ayudar a identificar los factores determinantes de motivación, planificación y control para la creación del valor empresarial. Por ello la toma de decisiones de los gerentes deben estar amparadas por un plan operativo programando y controlando directa o indirectamente, todo el flujo de fondos derivado de dichas decisiones. Es lógico por tanto, que el conjunto de políticas que se lleven a la práctica en la empresa sean coherentes con el objetivo común de creación de valor, y conocer los mecanismos necesarios para alcanzarlo.

Sin embargo, la responsabilidad social corporativa (RSC) se ha incorporado como una palanca de creación de valor en el Core Business de las empresas, sin que sea un concepto con firmes detractores. Porter y Kramer (2011) apostaban por un cambio de denominación para la RSC hacia un concepto, en su opinión, de mayor valor para la empresa y la sociedad: “Creating Shared Value” (CSV). En definitiva para Porter y Kramer, la RSC tiene un componente de filantropía que la aleja de la cadena de valor.

La RSC, básicamente es una palanca para mejorar la imagen pública de la empresa. Las empresas buscan proyectos sociales ya que suelen tener un alto impacto en la sociedad

son visibles, fáciles de entender y tienen un retorno inmediato de imagen porque representan la cara amable de las empresas.

Hoy en día las grandes empresas han realizado grandes partidas presupuestales para el departamento de RSC poniendo especial énfasis en aspectos muy vinculados a la comunicación, las relaciones institucionales y la imagen; sin embargo, hay datos que avalan que la RSC, es víctima del efecto halo de lo social, presentando serias limitaciones para vincularse a la cadena de valor, por eso se ha optado por el movimiento de la sostenibilidad y del desarrollo sostenible de las empresas que está ligado al mundo medioambiental. En términos generales el Desarrollo Sostenible es aquel que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras de satisfacer sus propias necesidades.



*Figura 2.* Elementos de creación de valor de la empresa. Tomado La creación de valor: una aproximación.

Pinillos y Fernández (2011), afirman que “la sostenibilidad corporativa es un enfoque de negocio que persigue crear valor a largo plazo para los accionistas mediante el aprovechamiento de oportunidades y la gestión eficaz de los riesgos inherentes al desarrollo económico, medioambiental y social”. En cierta forma, la sostenibilidad corporativa se podría entender como una evolución natural de la RSC con el objetivo de vincularla más a la creación de valor y al core business de la empresa, colocando especial énfasis en innovación social, procesos de verificación, desarrollo de normas y procedimientos internos para la minimización de riesgos, diálogos con grupos específicos para encontrar fórmulas de cocreación. Si una empresa logra vincular la RSC y la sostenibilidad corporativa al core business se convertiría en un motor de crecimiento.

Por otra parte Porter y Kramer (2011) indicaron que “la solución está en el principio del valor compartido, que involucra crear valor económico de una manera que también cree valor para la sociedad al abordar sus necesidades y desafíos. Las empresas deben reconectar su éxito de negocios con el progreso social. El valor compartido no es responsabilidad social ni filantropía y ni siquiera sustentabilidad, sino una nueva forma de éxito económico”.

En el mundo actual recién se está empezando a reconocer el poder que tiene el valor compartido de la mano de líderes y ejecutivos que desarrollen nuevas habilidades y conocimientos, con una mirada mucho más profunda de las necesidades de la sociedad, una mejor comprensión de las verdaderas bases de la productividad de la compañía y la capacidad de colaborar entre los entes con y sin fines de lucro. Empresas reconocidas en el mundo por ser muy rigurosas en sus negocios, como GE, Google, IBM, Intel, Johnson & Johnson, Nestlé, Unilever y Wal-Mart; han enfocado importantes esfuerzos por crear valor compartido al reconcebir la intersección entre la sociedad y el desempeño corporativo. Las empresas pueden obtener la creación de valor mediante valor social, reconcibiendo productos y mercados, redefiniendo la productividad en la cadena de valor y construyendo clusters de

apoyo para el sector en torno a las instalaciones de la empresa. Inevitablemente, la cadena de valor de una empresa afecta y es afectada por diversos temas sociales, como el uso de los recursos naturales del agua, la salud y la seguridad, las condiciones laborales y el trato igual en el lugar de trabajo.

Existen diferentes métodos para medir la creación de valor en la empresa, a continuación se presentan diferentes parámetros propuestos por diferentes consultoras: (a) economic value added (EVA), (b) beneficio económico (BE), (c) market value added (MVA), (d) cash value added (CVA). La medición de creación de valor para una empresa estará dada por la definición que tomen sus accionistas y administradores, respecto de lo que consideren se ajuste de mejor manera a la empresa.

Respecto de este análisis, el objetivo es validar la creación de valor que puede generar la implementación de las prácticas de GC en empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia (hipermercados y supermercados), a través de la identificación y análisis de los principales indicadores financieros de estas empresas, los cuales ayudarán a definir la posible relación entre generación de valor e implementación de GC.

## **2.7 Conclusiones**

En la revisión de la literatura, se observa que existen definiciones claras sobre los términos de GC, Valor Financiero y generación de Valor Agregado. La interacción o relación entre estos términos se genera a partir de los últimos años, desde el nacimiento o cambio en la legislación, generación de valor y responsabilidad social corporativa. Se define la generación de valor no solamente para los accionistas, sino también para todos los stakeholders de la empresa, tomando ahora en consideración, a todas las partes involucradas de la cadena productiva, clientes y zonas de influencia. Esta generación de valor igualmente, incluye la generación de valor en términos monetarios y beneficios cualitativos que otorgue o genere la empresa. Es por esto que el GC se convierte en una herramienta fundamental para garantizar

que esta generación de valor se distribuida y administrada adecuadamente por la alta gerencia, con el objetivo de crear y mantener la confianza de todos los stakeholders de la empresa.



## Capítulo III: Metodología

### 3.1 Diseño de la Investigación

Según Hernández, R., Fernández, C., y Baptista, P. (2014) el término diseño se refiere al plan o estrategia concebida para obtener la información que se desea con el fin de responder al planteamiento del problema.

En el enfoque cualitativo, cómo es el caso de esta investigación, el diseño es utilizado para analizar la posible relación de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia, con prácticas de GC implementadas generan mayor valor a los accionistas. El diseño es la estrategia para confirmar si la anterior afirmación, es cierta o no. La precisión, amplitud y profundidad de la información obtenida varía en función del diseño.

El diseño de esta investigación cualitativa descriptiva, es no experimental, ya que este es un estudio que se realiza sin la manipulación deliberada de variables y en lo que sólo se observan los fenómenos en su ambiente natural para analizarlos.

En esta investigación se busca llegar a una teoría acerca del éxito financiero que tienen las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia a través de la implementación de prácticas de GC. También se quiere dar un punto de vista acerca de lo que a la luz se muestra cómo un buen proceso de GC, pero que al interior de estas empresas no es manejado de forma correcta. De esta forma la investigación aporta a un mejor empleo de las prácticas de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia.

### 3.2 Población y Selección de Muestra

En una investigación cualitativa, la muestra corresponde al subgrupo del universo, o población sobre el cual se debe recolectar los datos, y que debe ser representativo de esta, es decir del universo o población que se estudia. En esta investigación, la selección de la muestra es basada en los diferentes casos de empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia que cotizan en bolsa, que tienen buenas prácticas de GC y esto a su vez ha

influenciado de alguna forma en sus buenos resultados, es decir ha generado valor. Dada la limitación en Colombia de empresas del sector de supermercados e hipermercados que coticen en bolsa y por esto implementen prácticas de GC, tomaremos como muestra cuatro casos, correspondientes a cuatro empresas del sector estudiado. El tipo de muestreo de esta investigación es no probabilístico ya que se muestrean casos que sirven que poseen uno o varios atributos que contribuyen a formular una teoría, en este caso que las empresas del sector de supermercados e hipermercados Colombia que cotizan en bolsa e implementan prácticas de GC, tienen mejores resultados financieros, es decir generan valor. La elección de la muestra en este caso depende de las características de la investigación, cómo son pocas las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia que cuentan con políticas de GC, es una muestra dirigida más que por un criterio estadístico de generalización, y porque no depende de la probabilidad sino de la necesidad de investigar la estructura de GC que tienen las empresas que cotizan en bolsa.

La ventaja de una muestra no probabilística desde el punto de vista cualitativo descriptivo es su utilidad para un estudio que requiere no tanto una representatividad de los elementos de una población, sino una cuidadosa elección de casos con ciertas características especificadas previamente en el planteamiento del problema.

### **3.3 Procedimiento de Recolección de Datos**

En la investigación cualitativa, la recolección de datos implica elaborar un plan detallado de procedimientos que conduzcan a reunir unos datos con un propósito específico. Lo que busca la investigación es obtener datos que se convierten en información acerca de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia que implementan prácticas de GC. Al tratarse de comportamiento de los seres humanos en las empresas, los datos que interesan son conceptos, percepciones, creencias, emociones. Estos datos se colectan con el fin de analizarlos y comprenderlos y así responder a las preguntas planteadas

al inicio de la investigación cómo son: principalmente ¿Cuál es la posible relación entre la implementación de las prácticas de GC y la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?, y de manera secundaria ¿Se evidencian diferencias entre la posible relación del gobierno corporativo y el valor financiero entre las empresas de capital extranjero y nacional del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?, y ¿Se evidencian diferencias entre la posible relación del gobierno corporativo y el valor financiero entre las empresas públicas y privadas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?

### 3.4 Instrumento

Teniendo en cuenta que la investigación se centra en un sector donde no existen estudios sobre las prácticas y estructuras de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia, el instrumento utilizado para la investigación está basado en el instrumento estandarizado por la Superintendencia Financiera de Colombia encuesta *Código País*, la cual establece una serie de recomendaciones de las mejores prácticas corporativas para elevar los estándares de GC. La encuesta basada en el instrumento código país se compone de una serie de preguntas como introducción con el objetivo de conocer qué prácticas de GC emplean las empresas aparte de las evaluadas por la investigación, y 79 preguntas donde se evalúan los cuatro pilares de GC para la presente investigación: 1. Asamblea General de Accionistas, 2. Junta Directiva, 3. Revelación de Información Financiera y no Financiera y 4. Resolución de controversias. Cabe resaltar que cada uno de los pilares cuenta con principios asociados, los cuales pueden tener una o más preguntas relacionadas, que a su vez pueden ser cumplidas o no por las empresas.

Para el presente estudio se tomara el instrumento encuesta de código país utilizado por las empresas que cotizan en bolsa de valores como es el caso del Grupo Éxito, la cual está

obligada a responder y publicar su información. Para el caso de la empresa Alkosto, se aplicara el instrumento encuesta de código país a altos directivos de la empresa. En cuanto a Cencosud, se utilizará la encuesta que esta empresa responde como base de los principios de buen GC implementados o solicitados por los entes reguladores en Chile, ya que esta empresa cotiza en la Bolsa de Valores de este país.

Para la realización de la encuesta la empresa deberá explicar la forma y mecanismos por los cuales se asegura tal adopción, caso de no haber adoptado alguna medida durante el período revelado, la empresa podrá informar las razones para ello. En la Tabla 1 se puede observar el resumen del instrumento.

La información obtenida mediante el instrumento de investigación es de enfoque cualitativo con alcance descriptivo, la encuesta definitiva se encuentra en el Apéndice A.

Tabla 1

*Resumen del instrumento*

<b>Tema</b>	<b>Subtema</b>	<b>Preguntas relacionadas</b>
1. Asamblea de Accionistas	Convocatoria de la asamblea	1, 2, 3,4,5
	Celebración de la asamblea	6,7,8,9,10,11,12
	Aprobación de Operaciones Relevantes	13
	Derecho y trato equitativo de los accionistas	14,15,16,17,18,19,20
2. Junta Directiva	Tamaño, Conformación y Funcionamiento	21,22,23,24,25,26,27,28,29,30,31,32,33,34
	Deberes y derechos del miembro de Junta Directiva	35,36,37,38,39,40,41,42
	Comités de apoyo	43,44,45,46,47,48,49,50,51,52,53,54,55,56,57
4. Revelación de Información Financiera y no Financiera	Solicitudes de información	58,59,60,61,62,63,64,65,66
	Información al mercado	67,68,69,70,71,72
	Revisor fiscal	73,74,75,76
5. Resolución de Controversias		77,78,79

Nota: Tomado de la Superintendencia Financiera de Colombia recuperado:

<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/presentacioneshtm.html>

### 3.5 Validez y Confiabilidad

La información obtenida a través del instrumento para la presente investigación *Código País* tiene validez al reflejar un dominio específico sobre las cuatro variables que se quieren medir para conocer las prácticas de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia, ya que se pretende analizar las relaciones entre la adopción de prácticas de buen gobierno y la generación de valor para los accionistas. El instrumento se determina confiable en la medida que se han realizado pruebas por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia desde el año 2007, a compañías que se encuentran listadas en bolsa. Para verificar la confiabilidad del instrumento de medición se refiere al grado en que su aplicación repetida al mismo individuo u objeto produce resultados iguales de acuerdo con lo indicado por Hernández, R., Fernández, C., y Baptista, P. (2014).

### 3.6 Análisis e Interpretación de Datos

El procedimiento de análisis de datos se basa en la matriz de resultados obtenida en el proceso de recolección de datos y respuestas obtenidas en las encuestas. La investigación se evaluará tomando como base los resultados obtenidos en la encuesta y la comparación frente a los indicadores financieros económicos de cada una de las empresas.

El procedimiento de análisis de los datos se realizó mediante dos etapas, la toma indirecta de información financiera propia de las empresas que cotizan en bolsa y en el caso de las empresas que no cotizan en bolsa se tomó a través de la Superintendencia de Industria y Comercio. En una segunda etapa se procedió a descargar la información sobre las prácticas de GC, establecidas en el instrumento código país para las empresas Grupo Éxito y Cencosud año 2015, seguidamente se procedió a practicar la encuesta código país a altos directivos de la empresa Alkosto, donde se obtuvo la información de las prácticas de GC.

Después de obtenida toda la data se procedió a explorar y analizar descriptivamente los datos por cada variable, (a) el cumplimiento de las buenas prácticas de GC, (b) el análisis

de los indicadores de generación de valor en el periodo de los años 2012 a 2015 calculando el promedio de las variaciones, valores máximos y mínimos de los cuatro indicadores establecidos para el desarrollo del presente estudio: (a) Margen neto, (b) Margen EBITDA, (c) ROA y (d) ROE. En el análisis se muestran gráficas y tablas con el fin de mostrar la información de una manera más amigable. Al final se realiza un cruce de información entre las variables analizadas para el desarrollo de la posible relación entre la implementación de las prácticas de GC y la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015.



## Capítulo IV: Análisis de Resultados

### 4.1 Introducción

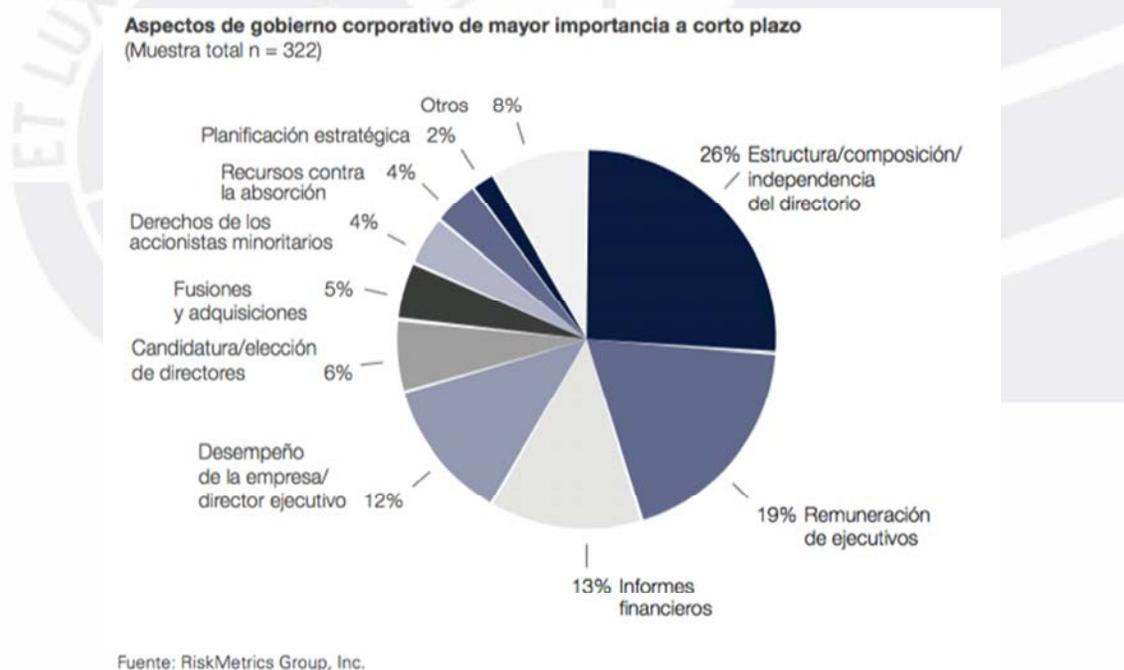
En el presente capítulo luego de tabular la información de prácticas de GC e información financiera de las empresas, se analizará el posible impacto de las prácticas de GC sobre la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015. Para lo cual, se realizó el cálculo del cumplimiento de los cuatro pilares de los principios del Gobierno Corporativo de la encuesta del Código País del año 2015; sin embargo, es necesario precisar que las preguntas de este cuestionario fueron tomadas con base en la encuesta de Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia. Para el caso del Grupo Éxito y Cencosud, la información fue tomada de información pública e información revelada por las empresas en sus respectivas páginas de internet e informes financieros y para el caso de Alkosto, las respuestas a la encuesta fueron obtenidas directamente con los representantes de esta compañía. Igualmente, es importante precisar que Cencosud completa y presenta la encuesta de acuerdo con los lineamientos y prácticas de buen gobierno establecidas por la Bolsa de Valores de Chile, donde esta empresa cotiza. Asimismo, existen lineamientos y aspectos en la legislación chilena que difieren de la normatividad colombiana, por ejemplo en la designación de la figura de revisor fiscal no aplica para Chile, y en Colombia actúa como un auditor externo.

### 4.2 Análisis de las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el Año 2015

En total se evaluaron los cuatro pilares indicados en la encuesta de Código País con base a la metodología establecida en el tercer capítulo. Los pilares analizados son: (a) Asamblea General de Accionistas, (b) Junta Directiva, (c) Revelación de Información Financiera y No Financiera y, (d) Resolución de Controversias. En este análisis no se encontró literatura que indicara una base para la ponderación o calificación de cada uno de los pilares, por esta razón

a cada uno de los pilares se les otorgó una misma base de calificación de acuerdo con el total de pilares (25% para cada pilar), con el objetivo de estandarizar el método de asignación de calificación.

Se observó en el estudio global sobre inversores institucionales de 2006, realizado por el Institute Shareholder Services (Corporación Financiera Internacional, 2010), los aspectos más relevantes asociados a GC de mayor importancia a corto plazo. En este estudio los tres aspectos más importantes son: (a) Estructura/composición/independencia del directorio, (b) Remuneración de ejecutivos y, (c) Informes financieros. En la Figura 3, se muestra la distribución de los resultados de este estudio. A nivel local los aspectos o prácticas de buen GC abarcan todos estos aspectos que son relevantes para los ejecutivos a nivel global. Esto podría conllevar a evaluar en futuros análisis la eficacia de la encuesta de Código País y su utilidad.



*Figura 3.* Aspectos de gobierno corporativo de mayor importancia a corto plazo. Tomado del estudio realizado por la Corporación Financiera Internacional.

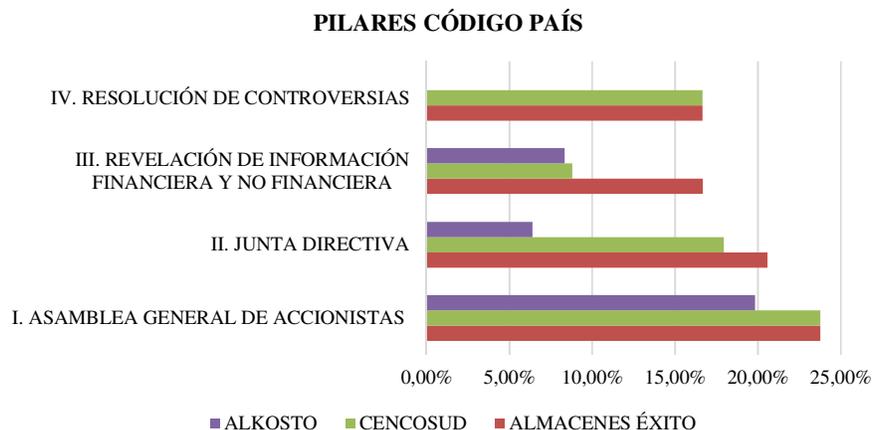
A continuación se va a comenzar a mostrar los resultados del análisis del estudio realizado, con el objetivo de dar respuesta a la pregunta secundaria planteada en el capítulo I del presente documento, ¿Se evidencian prácticas de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015? En la Tabla 2 se puede apreciar los resultados de las empresas analizadas para los cuatro pilares de GC de la encuesta de Código país, se debe tener en cuenta que el peso para cada pilar es del 25%.

Tabla 2

*Resultados del Nivel de Cumplimiento*

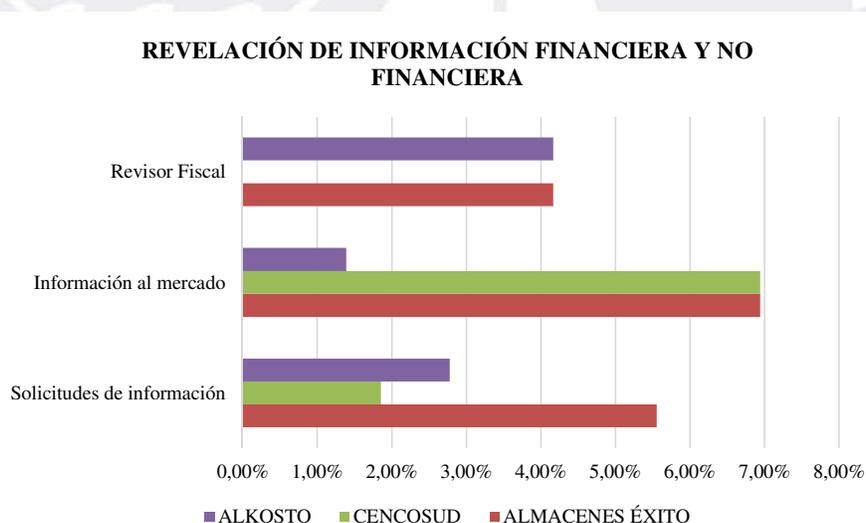
Pilares	Almacenes Éxito Cencosud Alkosto		
	(En %)		
I. Asamblea General de Accionistas	23.7	23.8	19.8
II. Junta Directiva	20.6	17.9	6.4
III. Revelación de Información Financiera y No Financiera	16.7	8.8	8.3
IV. Resolución de Controversias	16.7	16.7	0.0
<b>Total</b>	<b>77.7</b>	<b>67.2</b>	<b>34.5</b>

En la Figura 4 facilita observar las diferencias en las respuestas en cada uno de los pilares. Para el IV pilar correspondiente a la Resolución de Controversias, no existen resultados de Alkosto, debido a que esta empresa no tiene establecido un sistema de resolución de controversias por lo tanto esta sección de la encuesta de Código País tiene una ponderación de 0%, es relevante mencionar que esta es una compañía familiar y, la Junta Directiva y Accionistas son en su mayoría miembros de la misma familia. El pilar de Asamblea de Accionistas es uno de los pilares que más estándar se observó en los resultados, ya que el resultado de Alkosto presentó un total de 19.8%, Cencosud fue de 23.8% y Almacenes Éxito 23.7%. Mientras que el pilar de Junta Directiva fue el que más presentó disparidad, con un resultado para Alkosto de 6.4%, Cencosud 17.9% y para Almacenes Éxito fue de 20.6%.



*Figura 4.* Resultados de los cuatro pilares de las empresas analizadas

Como fue mencionado anteriormente, Cenconsud en su encuesta no incluye ninguna pregunta relacionada con la información y trabajo ejercido por el Revisor Fiscal, debido a que en Chile se maneja sólo la figura de auditor externo. Por esta razón, en el pilar de Revelación de Información Financiera y No Financiera, las preguntas asociadas al capítulo de Revisor Fiscal, se asociaron al Auditor Externo que cumple la función de Revisor en Chile, por lo cual no hay respuesta sobre todas las preguntas establecidas en la encuesta de GC de Código País. Por el contrario, se observa que tanto para Almacenes Éxito como para Alkosto el resultado de este capítulo fue igual. Los resultados de este pilar pueden ser observados en la Figura 5.



*Figura 5.* Resultados del pilar de Revelación de Información Financiera y No Financiera de las empresas analizadas

El análisis por principios del primer pilar Asamblea General de Accionistas de la encuesta obtenida por las empresas mostró que los resultados: La aprobación de operaciones relevantes y celebración de la asamblea se cumplieron al 100%, en cuanto al principio derecho y trato equitativo de los accionistas se nota una diferencia en Alkosto que sólo alcanzó 3.57% del 6.25% de participación de este principio, se destaca que esta empresa es familiar por lo cual el reglamento de la asamblea de accionistas no tiene todos los requisitos establecidos en código país. En el principio convocatoria de la asamblea, Alkosto se diferencia de las otras dos empresas debido a que no tiene la obligación de publicar la información sobre la asamblea de accionistas en la página de internet, esto es una obligatoriedad para las empresas inscritas en bolsa. En la Tabla 3 y Figura 6 se observan los valores arrojados por este pilar.

Tabla 3

*Análisis Descriptivo pilar Asamblea general de accionistas*

<b>Pilares</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>Moda</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>%</b>
	(En %)					
I. Asamblea General de Accionistas	22.44	23.75	23.75	19.82	23.75	89.76
Convocatoria de la asamblea	4.58	5.00	5.00	3.75	5.00	73.33
Celebración de la asamblea	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	100.00
Aprobación de Operaciones Relevantes	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	100.00
Derecho y trato equitativo de los accionistas	5.36	6.25	6.25	3.57	6.25	85.71

Para el segundo pilar Junta Directiva se observa una diferencia relevante de Alkosto frente a las otras dos empresas que cotizan en bolsa. La primera diferencia se encuentra en los comités de apoyo, no se tiene referencia de la formación de comités de apoyo con miembros de la junta directiva, tales como de gobierno corporativo, directivo, de remuneración, entre otros. En cuanto al principio de tamaño conformación y funcionamiento, no se tiene referencia sobre el cumplimiento de todos los requisitos que debe tener el reglamento de la

junta directiva en Alkosto. En la Tabla 4 y Figura 7 se observan los valores arrojados por este pilar.

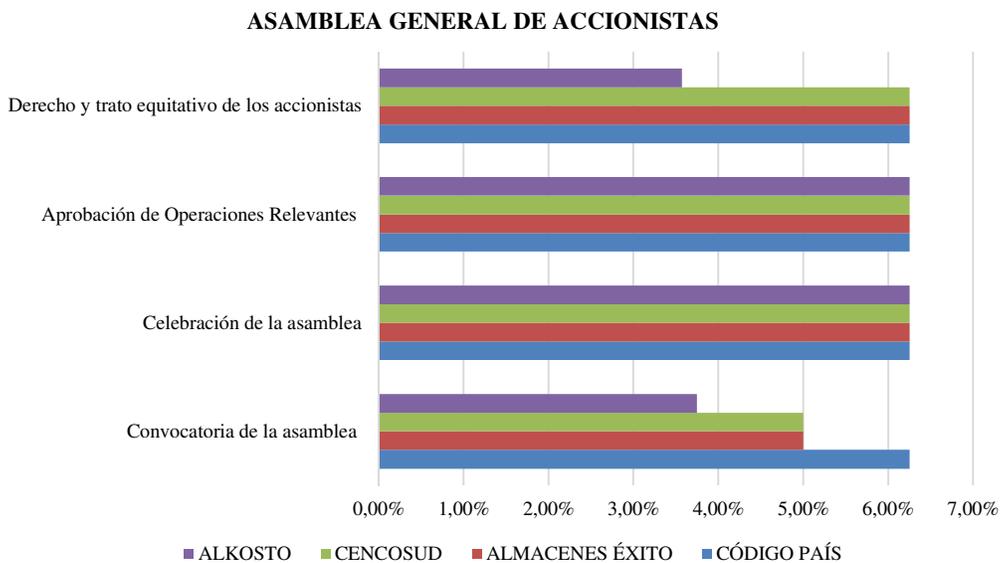


Figura 6. Resultados del pilar Asamblea General de Accionistas

Tabla 4

*Análisis Descriptivo pilar Junta Directiva*

Pilares	Media	Mediana	Moda	Mínimo	Máximo	%
II. Junta Directiva	14.97	17.95	-	6.40	20.58	59.89
Tamaño, Conformación y Funcionamiento	4.56	5.95	-	1.19	6.55	54.76
Deberes y derechos del miembro de Junta Directiva	5.56	5.21	5.21	5.21	6.25	66.67
Comités de apoyo	4.85	6.79	-	0.00	7.78	58.25

El análisis del tercer pilar Revelación de información financiera y no financiera se observa que Alkosto no tiene información que revela al público, la información de la empresa se mantiene para los accionistas que son principalmente familiares. En cuanto a Cencosud se puede apreciar que no se maneja la figura de revisor fiscal, estas funciones son cumplidas por el auditor externo. En la Tabla 5 y Figura 8 se observan los valores arrojados por este pilar.

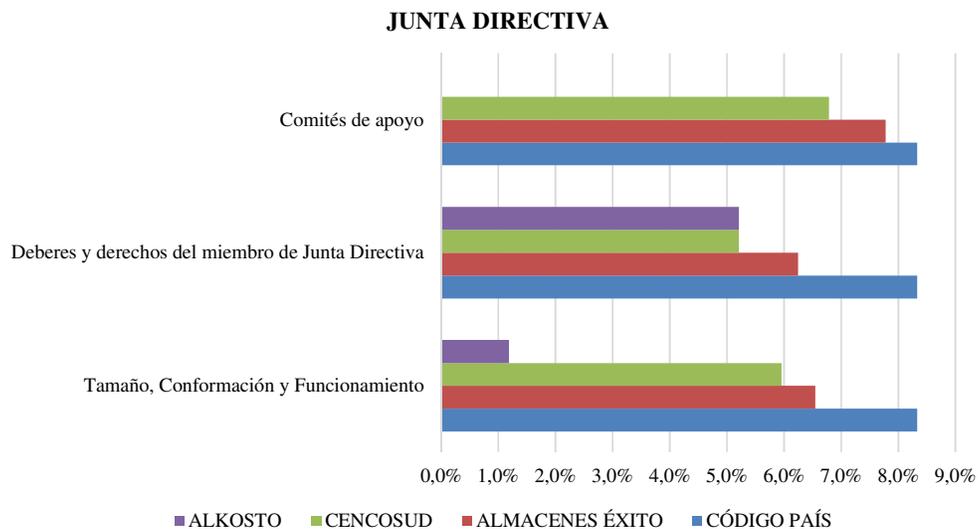


Figura 7. Resultados del pilar Junta Directiva

Tabla 5

*Análisis Descriptivo pilar Revelación de información financiera y no financiera*

Pilares	Media	Mediana	Moda	Mínimo	Máximo	%
III. Revelación de Información Financiera y No Financiera	11.27	8.80	-	8.33	16.67	45.06
Solicitudes de información	3.40	2.78	-	1.85	5.56	40.74
Información al mercado	5.09	6.94	6.94	1.39	6.94	61.11
Revisor Fiscal	2.78	4.17	4.17	0.00	4.17	33.33

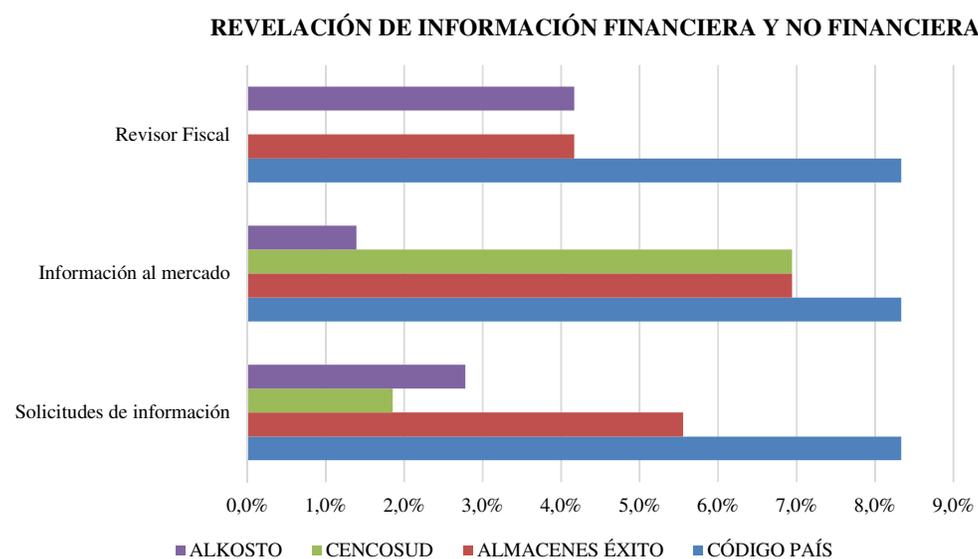


Figura 8. Resultados del pilar Revelación de Información Financiera y no Financiera

Para el caso de la resolución de controversias Alkosto no tiene establecido un mecanismo para la solución de estas, en la medida en que entre los accionistas existe poca participación de terceros fuera de los miembros de la familia propietaria. En la Tabla 6 se observan los valores arrojados por este pilar.

Tabla 6

*Análisis Descriptivo pilar Resolución de Controversias*

Pilares	Media	Mediana	Moda	Mínimo	Máximo	%
	(En %)					
IV. Resolución de Controversias	11.11	16.66	16.66	0.00	16.66	44.43

En la Tabla 7 se efectuó el análisis estadístico de los resultados de los cuatro pilares de GC. En este análisis se puede observar que existen variaciones significativas en la mayoría de los pilares, especialmente en los de Junta Directiva y Resolución de Controversias. El pilar que presenta resultados más similares es el de Asamblea General de Accionistas. No existe un resultado similar en varias empresas para los pilares de Junta Directiva y Revelación de Información Financiera y No Financiera, ya que el indicador de Moda no generó resultados.

Tabla 7

*Análisis Descriptivo de los pilares de GC*

Pilares	Media	Mediana	Moda	Mínimo	Máximo
	(En %)				
Asamblea General de Accionistas	22.4	23.7	23.7	19.8	23.7
Junta Directiva	15.0	17.9	-	6.4	20.6
Revelación de Información Financiera y No Financiera	11.3	8.8	-	8.3	16.7
Resolución de Controversias	11.1	16.7	16.7	0.0	16.7

En total Almacenes Éxito obtuvo una calificación total para los cuatro pilares del GC de 77.7%, Alkosto 34.5%, mientras que Cencosud una calificación de 67.2%, impactado principalmente por la ausencia de Revisor Fiscal como figura de buenas práctica de GC en su estructura administrativa, debido a que esta figura es manejada de manera diferente en Chile.

La Tabla 8, muestra los resultados de los acápite de los pilares con los porcentajes obtenidos y resultado total. Se observa que Alkosto tiene la menor calificación, lo que podría relacionarse con ser una empresa familiar, que no cotiza en bolsa, al no tener que cumplir con los aspectos establecidos en la encuesta Código País, empleada para el análisis del gobierno corporativo para las empresas analizadas.

Tabla 8

*Resultados de los acápite de los pilares con los porcentajes obtenidos y el resultado total*

Pilares / Acápite	Código País	Almacenes		
		Éxito	Cencosud	Alkosto
(En %)				
<b>I. Asamblea General de Accionistas</b>	<b>25</b>	<b>23.75</b>	<b>23.75</b>	<b>19.82</b>
Convocatoria de la asamblea	6.25	5.00	5.00	3.75
Celebración de la asamblea	6.25	6.25	6.25	6.25
Aprobación de Operaciones Relevantes	6.25	6.25	6.25	6.25
Derecho y trato equitativo de los accionistas	6.25	6.25	6.25	3.57
<b>II. Junta Directiva</b>	<b>25</b>	<b>20.58</b>	<b>17.95</b>	<b>6.40</b>
Tamaño, Conformación y Funcionamiento	8.33	6.55	5.95	1.19
Deberes y derechos del miembro de Junta Directiva	8.33	6.25	5.21	5.21
Comités de apoyo	8.33	7.78	6.79	0.00
<b>III. Revelación de Información Financiera y No Financiera</b>	<b>25</b>	<b>16.67</b>	<b>8.80</b>	<b>8.33</b>
Solicitudes de información	8.33	5.56	1.85	2.78
Información al mercado	8.33	6.94	6.94	1.39
Revisor Fiscal	8.33	4.17	0.00	4.17
<b>IV. Resolución De Controversias</b>	<b>25</b>	<b>16.66</b>	<b>16.66</b>	<b>0.00</b>
<b>Total</b>		<b>77.7</b>	<b>67.2</b>	<b>34.5</b>

#### 4.3 Análisis de la Generación de Valor de las Empresas del Sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el Año 2015

A continuación se va a comenzar a mostrar los resultados del análisis del estudio realizado, con el objetivo de dar respuesta a la pregunta secundaria

planteada en el capítulo I del presente documento, ¿Se evidencia generación de valor financiero en las empresas analizadas pertenecientes al sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?

Se consolidaron los datos financieros seleccionados del año 2015, y se calcularon los ratios financieros para el período analizado. Los indicadores calculados fueron los siguientes: (a) Margen neto, (b) Margen EBITDA, (c) ROA y (d) ROE.

La información financiera de las empresas analizadas fue obtenida de las páginas de internet de la Superintendencia de Industria y Comercio de Colombia y de la herramienta Capital IQ, la cual emplea la información publicada directamente por las empresas generalmente que cotizan en Bolsa.

En la Tabla 9, se pueden observar los resultados obtenidos de los cálculos realizados. Se observa que hubo una empresa que tuvo un incremento constante en sus indicadores financieros entre los años 2012 y 2015, esta empresa fue Alkosto. Según los cálculos de los indicadores para el 2015 fueron de 5.2%, 6.1%, 8.5% y 4.8% en los ratios de Margen Neto, Margen EBITDA, ROE y ROA, respectivamente. Los indicadores financieros de las empresas de Grupo Éxito y Cencosud no han mostrado constancia o estabilidad, ya que en el año 2014, algunos ratios mostraron incremento respecto del año anterior; sin embargo esta tendencia no fue similar en el año 2015.

Igualmente, se realizó el análisis descriptivo de los indicadores de generación de valor calculando el promedio de las variaciones de los años 2012 a 2015, así como los valores mínimos y máximos de los cuatro indicadores analizados. Los resultados se pueden observar en la Tabla 10. Según los cálculos realizados, no se evidencia una tendencia constante de los indicadores, ya que una empresa disminuyó su margen neto en un 2.5% y otra empresa lo incrementó en 2.1%, porcentaje que está por muy encima del promedio (-0.3%). Asimismo, esta situación se observa en la variación del ROE, el cual tuvo un promedio de -1.1%, con un

Tabla 9

*Ratios Financieros de las Empresas Analizadas*

Empresa	Tipo Indicador	2012	2013	2014	2015
		(En %)			
Grupo Éxito	Margen neto	4.9	4.2	4.8	2.4
	Margen EBITDA	6.0	6.1	7.9	7.8
	ROE	6.3	5.6	6.3	3.2
	ROA	4.6	4.1	4.4	0.99
Cencosud	Margen neto	2.8	2.5	1.5	2.1
	Margen EBITDA	6.1	6.9	5.5	6.2
	ROE	7.4	5.9	3.8	5.8
	ROA	2.6	2.5	1.5	2.3
Alkosto	Margen Neto	3.0	3.7	4.3	5.2
	Margen EBITDA	3.8	4.6	5.3	6.1
	ROE	7.1	7.7	6.7	8.5
	ROA	4.0	4.1	3.8	4.8

mínimo de -3.1% y un máximo de 1.4%. La única variación similar fue obtenida en el margen EBITDA, el cual tuvo un promedio de 1.4%, presentando una mínima de 0.1% y una máxima de 2.2%.

Tabla 10

*Análisis Descriptivo de las Variaciones de los Ratios Financieros*

Indicador	Promedio	Mínimo	Máximo
		(En %)	
Variación Margen neto	-0.3	-2.5	2.1
Variación Margen EBITDA	1.4	0.1	2.2
Variación ROE	-1.1	-3.1	1.4
Variación ROA	-1.0	-3.6	0.8

#### **4.4 Análisis del Posible Impacto de las Prácticas de GC Sobre la Generación de Valor de las Empresas del Sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el Año 2015**

Con el objetivo de unificar ambas variables de estudio (prácticas de buen GC e indicadores financieros), se consolidaron en la Tabla 11 los resultados de las encuestas de GC

del año 2015 y las variaciones de cada uno de los indicadores financieros del 2012 al 2015 para las empresas seleccionadas.

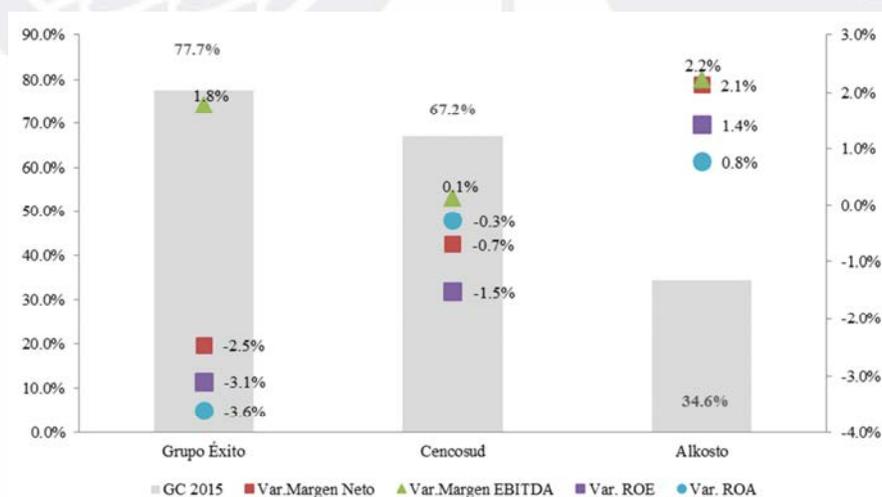
Tabla 11

*Resultados de las encuestas de GC del 2015 y variaciones de los indicadores financieros*

Empresa	GC 2015	Var. Margen Neto	Var. Margen EBITDA (En %)	Var. ROE	Var. ROA
Grupo Éxito	77.7	-2.5	1.8	-3.1	-3.6
Cencosud	67.2	-0.7	0.1	-1.5	-0.3
Alkosto	34.6	2.1	2.2	1.4	0.8

Estos indicadores muestran que no existe una tendencia en relación al mayor cumplimiento de GC, versus la variación de sus indicadores financieros. Esto se observa en los resultados de la encuesta que obtuvo Almacenes Éxito con un 77.7% y la variación negativa en la mayoría de sus indicadores financieros: Margen Neto, ROE y ROA.

Igualmente, esta circunstancia se corrobora con los resultados de la encuesta de GC del 2015 que obtuvo Alkosto 34.6%, resultado mucho menor que las otras dos empresas, pero con una variación positiva en todos sus indicadores financieros. En la Figura 9, se observan las tendencias de estos resultados.



*Figura 9.* Resultados de las encuestas de GC del año 2015 y las variaciones de cada uno de los indicadores financieros del 2012 al 2015

Asimismo, se realizó el análisis gráfico de las tendencias de cada uno de los indicadores financieros entre los años 2012 y 2015 para las empresas analizadas. En la Figura 10, se observa que Alkosto presenta una tendencia de crecimiento positivo en todos sus indicadores, caso contrario a las empresas de Cencosud y Almacenes Éxito; sin embargo, ninguna de las tres empresas analizadas ha mostrado crecimiento en sus márgenes neto y de EBITDA, superior al 8%. Por su parte, Alkosto muestra una mejor relación entre el margen neto versus el margen EBITDA con un promedio de 0.9% entre ambos indicadores para el período bajo análisis.

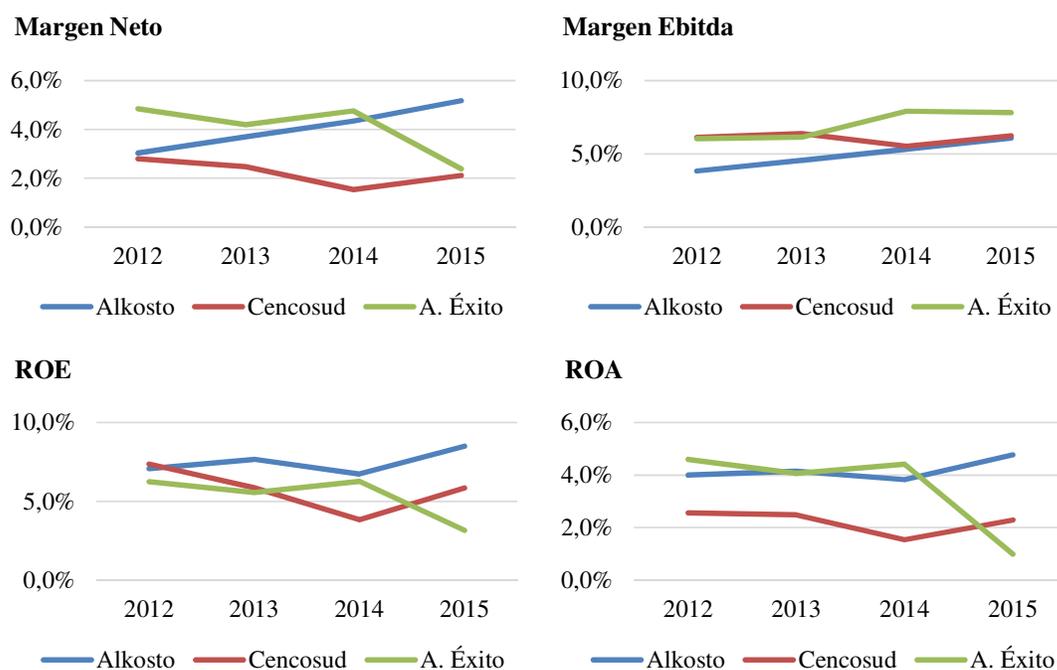
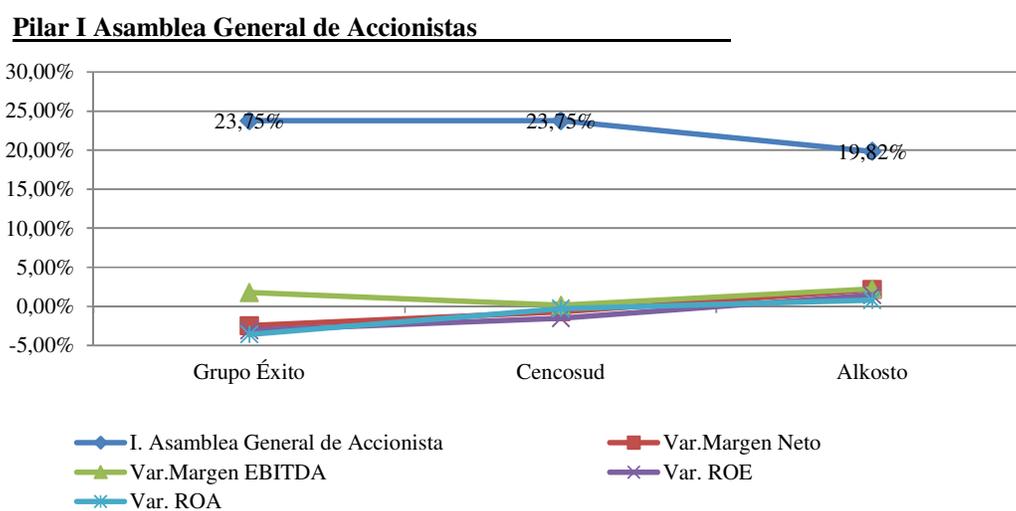


Figura 10. Tendencias de cada uno de los indicadores financieros entre los años 2012 y 2015 para las empresas analizadas

Se realizó el análisis para cada uno de los pilares versus las variaciones de los indicadores financieros calculados entre 2012 y 2015. En las Figuras 11, 12, 13 y 14 se pueden apreciar las tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares. En

estas figuras se pueden visualizar cada uno de los pilares por separado de las tres empresas analizadas.

En el primer pilar – Asamblea General de Accionistas, en la Figura 11 se observa una tendencia estable entre las respuestas dadas a la encuesta de GC por el Grupo Éxito y Cencosud, versus las variaciones a los indicadores financieros de las mismas empresas, exceptuando por la variación del Margen de EBITDA, la cual fue más alta para Almacenes Éxito.



*Figura 11.* Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar I Asamblea General de Accionistas

Respecto del segundo pilar – Junta Directiva, se puede apreciar que no existe una tendencia estable sobre las respuestas dadas a la encuesta de las tres empresas, mientras que las variaciones en los indicadores financieros si reflejan un resultado similar para las tres compañías en el período analizado. En la Figura 12, se observa que Alkosto fue la de menor puntuación en las respuestas del pilar con 6.4%, sin embargo, presentó los mejores indicadores financieros de las empresas analizadas.

### Pilar II Junta Directiva

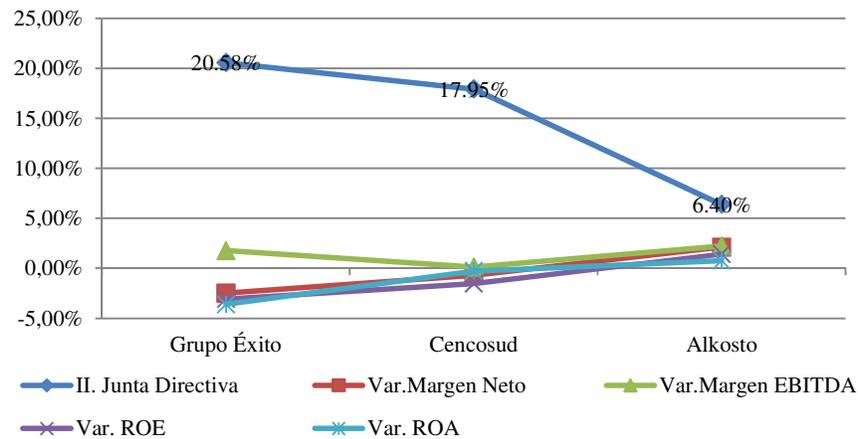


Figura 12. Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar II Junta Directiva

Por su parte, el tercer pilar de Revelación de Información Financiera y No Financiera, la Figura 13 muestra una tendencia similar para Cencosud y Alkosto, lo cual significa que si bien cada empresa tiene sus particularidades, este pilar podría no llegar a afectar directamente el desempeño de los indicadores financieros, ya que como se observa, Almacenes Éxito presentó el mejor resultado en el pilar con un 16.67%, pero no de la misma manera en el resultado de sus indicadores financieros, los cuales representaron la menor puntuación de las tres empresas.

### Pilar III Revelación de Información Financiera y No Financiera

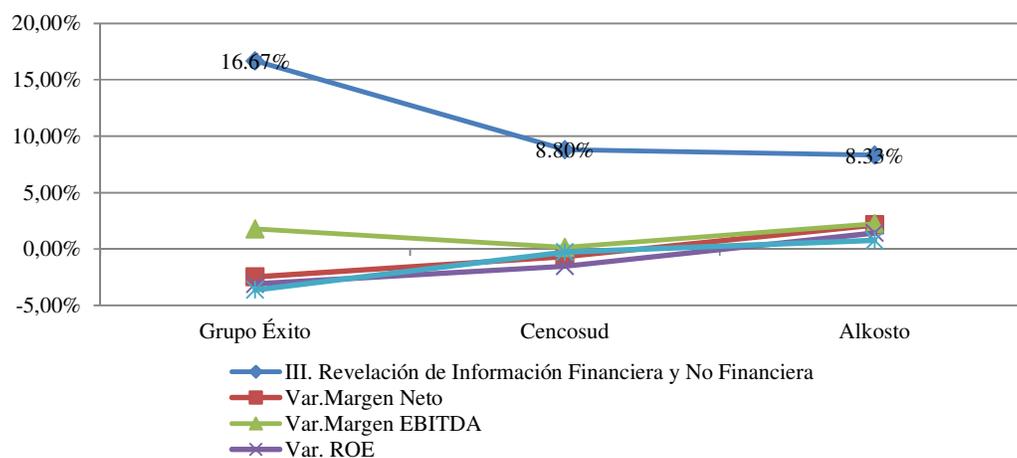


Figura 13. Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar III Revelación de Información Financiera y No Financiera

En el último pilar de Resolución de Controversias, la Figura 14 presenta la misma situación analizada en el primer pilar – Asamblea General de Accionistas, en donde existe una tendencia en los resultados de las respuestas dadas a las encuestas contra el desempeño de los indicadores financiero; sin embargo, es importante precisar que Alkosto no obtuvo puntuación en este pilar, ya que no tienen incluido dentro de su esquema de prácticas de GC la resolución de controversias, y los resultados de sus indicadores financieros fueron los de mayor puntuación.

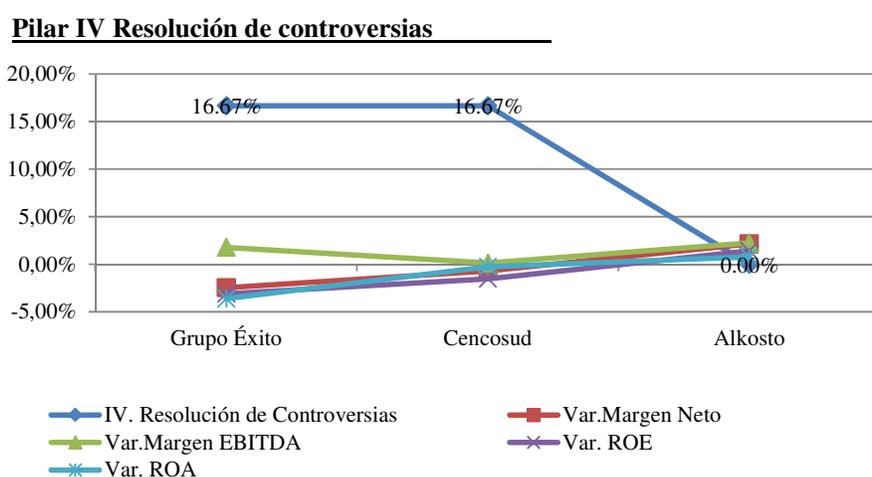


Figura 14. Tendencias de cada variable analizada por cada uno de los pilares – Pilar IV Resolución de Controversias

Dentro de los resultados se puede observar que siendo Alkosto la compañía con menor calificación en GC, tiene el mejor desempeño de sus indicadores financieros. Una de las respuestas podría encontrarse en el estudio de las empresa familiares realizado por el Institute Shareholder Services (Corporación Financiera Internacional, 2010) en su Guía Práctica de Gobierno Corporativo, en la cual en el capítulo 5 muestra estudios que establecen que las empresas familiares tienen mayor rentabilidad, podría explicarse por la búsqueda de resultados de largo plazo y no solamente trimestrales, porque puede haber más armonía entre la gerencia y los dueños, poder responder más rápido a los cambios de mercado, entre otros. Aunque si se toma sólo el análisis del 2015 se podría decir que la empresa con menores

prácticas de GC genera más valor, la limitación de la información a sólo un año, así como la limitación de comparables, no permite llegar a esta conclusión se debe ampliar la fuente de estudio.



## Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

### 5.1 Conclusiones

Este estudio se basó en el impacto y la importancia de la implementación de prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero para las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015. Como se comentó en el primer capítulo, existió para el desarrollo de este estudio una limitación en cuanto a la recolección de la información, porque, aunque se contaba con un instrumento bien desarrollado como es la encuesta de Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia, las empresas pertenecientes al sector tienen una política de confidencialidad que no permite proporcionar estos datos a terceros. Siendo así, no se puede inferir, relacionar o generar una hipótesis que concluya que las implementaciones de prácticas de gobierno corporativo en las empresas dan a estas un mayor o menor beneficio financiero, simplemente este estudio está basado en una investigación cualitativa donde busca a través del análisis de algunos datos mostrar el posible impacto de gobierno corporativo en la generación de valor financiero. Por lo tanto, se puede opinar que se debe ampliar la fuente de estudio y contar con más información para que se pueda establecer la relación directa.

De acuerdo con lo mencionado en el cuarto capítulo, el análisis de los datos se realizó teniendo en cuenta cada uno de los pilares de gobierno corporativo, aplicado a cada una de las tres empresas de las que se recogió información a través del instrumento.

Después de analizar el porcentaje de cumplimiento de gobierno corporativo por cada pilar y el impacto en el movimiento de los ratios financieros tomados para el sector de supermercados e hipermercados en Colombia durante el periodo de estudio, se podrían identificar por empresa, los principales pilares que puedan tener influencia sobre los ratios financieros, y a su vez sobre la generación de valor financiero.

El presente estudio busca dar respuesta a la pregunta principal y a las preguntas secundarias de investigación planteadas en el primer capítulo con respecto al impacto de la implementación de las prácticas de GC sobre la generación de valor financiero de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015. En el cuarto capítulo de análisis de datos, se consolidaron los resultados de las encuestas de GC del año 2015 y las variaciones de cada uno de los indicadores financieros del 2012 al 2015 para las empresas seleccionadas, donde se puede apreciar que no existe una tendencia en el impacto del mayor cumplimiento de prácticas de GC, sobre la variación de los indicadores financieros, ya que los resultados de las encuestas con mayor porcentaje de cumplimiento de GC no obtuvieron un buen desempeño en el resultado de los indicadores financieros.

Para la pregunta secundaria, ¿ Se evidencian prácticas de GC en las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia en el año 2015?, se puede considerar que las empresas del sector estudiado que listan en bolsa, Almacenes Éxito 77.7% y Cencosud 67.2% obtuvieron un alto porcentaje en el cumplimiento de la práctica de GC en cada uno de los pilares, pero que a su vez no obtuvieron un buen desempeño en sus indicadores financieros arrojando una variación negativa en la mayoría de sus indicadores.

Para la siguiente pregunta secundaria de investigación, ¿ Se evidencia valor financiero en las empresas analizadas pertenecientes al sector de Supermercados e Hipermercados en Colombia en el año 2015?, teniendo en cuenta el análisis de los pilares de GC realizado y los indicadores financieros que se pueden observar en el análisis de datos del cuarto capítulo, que siendo Alkosto la compañía con menor calificación de GC, sin cumplir con todos los pilares obtuvo un 34.5% tiene el mejor desempeño de sus indicadores financieros con respecto a Almacenes Éxito y Cencosud .

El sector de supermercados e hipermercados en Colombia es un sector que no contempla en su mayoría el gobierno corporativo de acuerdo con los resultados obtenidos, por

lo que se deduce que independientemente del impacto que no se puede probar en este estudio entre GC y los indicadores financieros, la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo propenden al buen desempeño de las empresas en diferentes aspectos, ya que esto implica tener orden y control sobre los diferentes órganos de administración y sus responsabilidades.

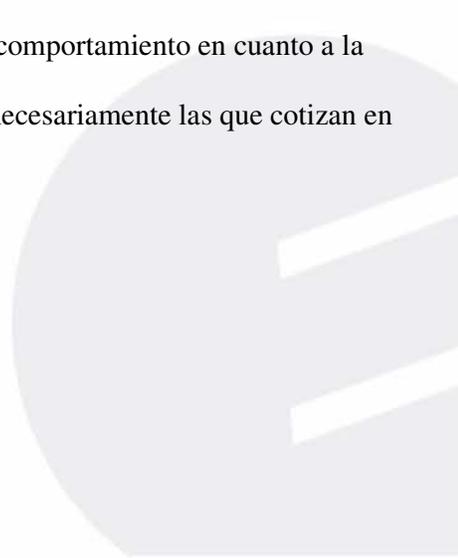
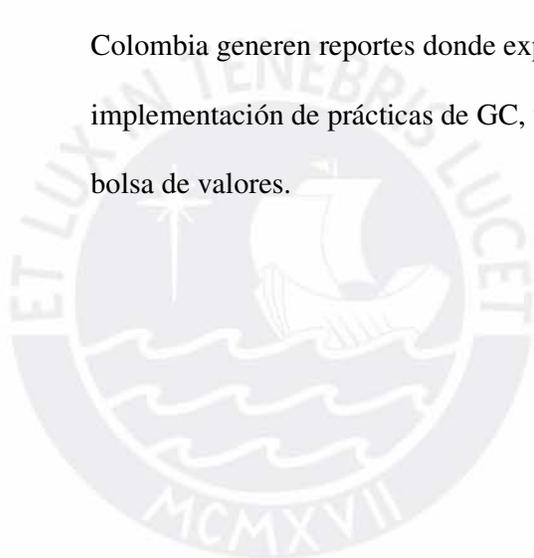
Por último se podría decir que para el año de estudio 2015 el GC tuvo un impacto negativo sobre la generación de valor.

### **5.1 Recomendaciones**

- Los resultados obtenidos en el presente estudio de investigación no son determinantes o definitivos y no pretenden serlo, ya que como se ha mencionado en varias ocasiones, existió limitación de información para tener comparaciones. Se presenta y se analiza la información encontrada en la literatura, pero los resultados no son concluyentes. Se recomienda que el tema de gobierno corporativo en el sector de supermercados e hipermercados en Colombia se profundice en próximas investigaciones, con el fin de confirmar la relación entre los indicadores financieros analizados y la implementación de prácticas de GC. Sin embargo se recomienda tener en cuenta que la información solicitada para este tipo de análisis muchas empresas la manejan confidencialmente y se presentan restricciones a la hora de tener un análisis comparativo.
- Definir directrices para la implementación de prácticas de gobierno corporativo no sólo en las empresas del sector de supermercados e hipermercados sino para todos los sectores, ya que esto permite tener claridad acerca de los deberes y responsabilidades de la Junta de Accionistas, el Directorio, y la Gerencia que contando con entes vigilantes cómo revisores fiscales, o auditores internos y externos

lleven a cabo el proceso de mejorar prácticas para el buen funcionamiento de las empresas.

- En cuanto al presente estudio, y tomando en consideración que el instrumento que se utilizó con respecto a la implementación de las prácticas de GC, la información financiera fue para el año 2015, y observando que los resultados no son concluyentes, se recomienda continuar con el análisis de la posible relación de las variables en años más próximos 2016-2017, con el objetivo de establecer si existe impacto de la implementación de las prácticas de GC sobre la generación de valor de las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia.
- Se recomienda que las empresas del sector de supermercados e hipermercados en Colombia generen reportes donde expongan su comportamiento en cuanto a la implementación de prácticas de GC, y no sean necesariamente las que cotizan en bolsa de valores.



## Referencias

- Alonso, M. (2007). El Gobierno Corporativo Electrónico. Análisis desde el enfoque de confianza. Madrid. España: Visión Libros
- Baker, H. K., & English, P. (2011). Capital budgeting: an overview. *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects*, 1-16.
- Berle, A., Means, G., (1932). *The modern Corporation and private property*.
- Recuperado de
- [http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/106085/mod\\_resource/content/1/DCO0318\\_Aula\\_0\\_-\\_Berle\\_Means.pdf](http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/106085/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle_Means.pdf)
- Brealey, R., Myers, S., y Allen, F. (2006). Valores Actuales, los objetivos de la empresa y el gobierno corporativo. En *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid, España: McGraw Hill.
- Brounen, D.; De Jong, A.; Koedijk, K. (2004). Corporate finance in Europe: Confronting theory with practice. *Financial Management*, 33(4): 71-101.
- Corporación Financiera Internacional (2010). Guía Práctica de Gobierno Corporativo. Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana. Washington, DC, Estados Unidos de América: Corporación Financiera Internacional
- Dayananda, D.; Irons, R.; Harrison, S.; Herbohn, J.; Rowland, P. (2002). *Capital Budgeting: Financial Appraisal of Investment Projects*. Cambridge: Cambridge University Press.
- De Agüero, M. (1997). Los riesgos de la empresa: El mercado y las finanzas. *Revista de Contaduría y Administración*, No. 184, 31 – 45.
- Eells, R. (1960). *The Meaning of Modern business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*. New York: Columbia University Press.

- Firouzabadi, S. A. K., Henson, B., & Barnes, C. (2008). A multiple stakeholders' approach to strategic selection decisions. *Computers & Industrial Engineering*, 54(4), 851-865.
- Gitman, L. (2007). Principios de administración financiera (11a ed.). Naucalpan de Juárez, México: Pearson.
- Graham, J., R., Sonali H., and Krishnamoorthy N., (2011), *Financial Distress in the Great Depression*, Financial Management . Recuperado en <http://www.nber.org/papers/w17388>
- Guerrero-Baena, M. D., Gómez-Limón, J. A., & Fruct Cardozo, J. V. (2013). La valoración de inversiones productivas: Una aproximación metodológica basada en la creación de valor financiero e intelectual. *Intangible Capital*, 9(4), 1145-1169.
- Hernández, R., Fernández, C., y Baptista, P. (2014). Metodología de la Investigación. McGraw Hill, México.
- Kristandl, G., & Bontis, N. (2007). Constructing a definition for intangibles using the resource based view of the firm. *Management decision*, 45(9), 1510-1524.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos OCDE (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*.  
Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Parra, A. (2013). Valoración de Empresas: Métodos de Valoración. Recuperado de: [revistas.ugca.edu.co](http://revistas.ugca.edu.co).
- Paz-Ares, C. (2004). *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*.  
Recuperado de [http://www.indret.com/pdf/182\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf)
- Pinillos, A. A., & Fernández, J. L. F. (2011). *De la RSC a la sostenibilidad corporativa: una evolución necesaria para la creación de valor*. Harvard-Deusto Business Review, 207, 5-21.

- Porter, M., & Kramer, M. (2011). *La creación de valor compartido*. Harvard Business Review, 89(1), 32-49.
- Rapallo Serrano, M. (2002). La creación de valor: una aproximación. Documentos de Trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; nº 11, 2002, ISSN: 2255-5471
- Shlifer, A., Vishny, R., (1997). A Survey of Corporate Governance. Recuperado de <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>
- Steuer, R. E., & Na, P. (2003). Multiple criteria decision making combined with finance: A categorized bibliographic study. *European Journal of operational research*, 150(3), 496-515.
- Stewart, T., & Ruckdeschel, C. (1998). Intellectual capital: The new wealth of organizations.
- Superintendencia de Sociedades (2009). *Guía colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia*. Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras. Recuperado en [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/cartillas-y-guias/Cartillas%20y%20Guias/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo%20\(8\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/cartillas-y-guias/Cartillas%20y%20Guias/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo%20(8).pdf)
- Superintendencia Financiera de Colombia recuperado:  
<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/presentacioneshtm.html>
- Zingales. L., (1997), Corporate Governance, forthcoming in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. University of Chicago. Recuperado de <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/gov.pdf>
- Recuperado de <http://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44>

**Apéndice A: Encuesta Código País. Código de mejores prácticas corporativas -  
Colombia**

Nombre del emisor: \_\_\_\_\_

NIT del Emisor: \_\_\_\_\_

Nombre del Representante Legal: \_\_\_\_\_

Documento de identificación: \_\_\_\_\_

Período evaluado: \_\_\_\_\_

Naturaleza jurídica de la Entidad: \_\_\_\_\_

Código de entidad asignado SFC: \_\_\_\_\_

**I. ASAMBLEA DE ACCIONISTAS**

**Convocatoria de la asamblea**

	<b>SI</b>	<b>NO</b>
<b>Pregunta 1:</b> En la última Asamblea General de Accionistas, fue puesta a disposición de aquellos, dentro del término de la convocatoria y en el domicilio social, la documentación necesaria para su debida información sobre los temas a tratar? (Medida 1)		
Explicación*:		

	<b>SI</b>	<b>NO</b>	<b>N/A</b>
<b>Pregunta 2:</b> La información puesta a disposición de los accionistas, durante el término de la Convocatoria a la Asamblea General de Accionistas, contiene la propuesta de candidatos a integrar la Junta Directiva? (Medida 2)			
Explicación*:			

	SI	NO	N/A
<b>Supuesto:</b> En caso de que el emisor tenga vinculación con una matriz y/o subordinadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.			
<b>Pregunta 3:</b> El emisor tuvo a disposición de los accionistas la información financiera sobre las sociedades subordinadas y la matriz del emisor? (Medida 2).			
Explicación*:			

	SI	NO	N/A
<b>Supuesto:</b> En caso de que el emisor tenga página Web, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.			
<b>Pregunta 4:</b> La convocatoria de la última Asamblea General de Accionistas y de cualquier otra información necesaria para el desarrollo de la misma, fue difundida en la página Web del emisor? (Medida 3)			
Explicación*:			

	SI	NO	N/A
<b>Pregunta 5:</b> Se desagregaron los diferentes asuntos por tratar en el orden del día establecido para las Asambleas de Accionistas llevada a cabo durante el período evaluado? (Medida 4)			
Explicación*:			

### Celebración de la asamblea

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso de haberse adelantado una segregación en los términos del glosario, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 6:</b> La segregación fue aprobada por la Asamblea General de Accionistas? (Medida 5)		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso de haberse adelantado una segregación en los términos del glosario, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 7:</b> La segregación fue incluida en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso de haberse modificado el objeto social del emisor, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 8:</b> El cambio de objeto social fue incluido en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso de haberse adoptado en la asamblea de accionistas la renuncia al derecho de preferencia en la suscripción, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 9:</b> La renuncia al derecho de preferencia en la suscripción, fue incluida en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que la Asamblea de Accionistas haya modificado el domicilio social, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 10:</b> El cambio del domicilio social, fue incluido en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que la Asamblea de Accionistas haya adoptado la disolución anticipada, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 11:</b> La disolución anticipada, fue incluida en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada?		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 12:</b> El emisor cuenta con mecanismos electrónicos que permitan a los accionistas que no pueden asistir a la Asamblea de Accionistas, accedan a información sobre su desarrollo? (Medida 7)		
Explicación*:		

### Aprobación de Operaciones Relevantes

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que durante el período evaluado se hayan realizado operaciones relevantes con vinculados económicos diferentes a aquellas respecto de las cuales concurren simultáneamente las siguientes condiciones: a. Que se realicen a tarifas de mercado, fijadas con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio del que se trate, y b. Que se trate de operaciones del giro ordinario del emisor, que no sean materiales? Responda la pregunta si o no y en caso contrario, responda N/A.		
<b>Pregunta 13:</b> Las operaciones relevantes realizadas con vinculados económicos a que hace referencia el supuesto, salvo que por disposición legal expresa el emisor no pueda adelantar, fueron aprobadas por la Asamblea General de Accionistas? (Medida 8)		
Explicación*:		

### Derecho y trato equitativo de los accionistas

	SI	NO
<b>Pregunta 14:</b> El emisor da a conocer al público con claridad, exactitud e integridad, los derechos y obligaciones inherentes a la calidad de accionistas? (Medida 9)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 15:</b> El emisor pone en conocimiento del público de manera permanente las clases de acciones emitidas? (Medida 10)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 16:</b> El emisor pone en conocimiento del público de manera permanente la cantidad de acciones emitidas? (Medida 10)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 17:</b> El emisor pone en conocimiento del público de manera permanente la cantidad de acciones en reserva para cada clase de acciones? (Medida 10)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 18:</b> El emisor cuenta con un reglamento interno de funcionamiento de la asamblea general de accionistas? (Medida 11)		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Asamblea de Accionistas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 19:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas incluye medidas sobre su Convocatoria? (Medida 11)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Asamblea de Accionistas, responda la pregunta si o no y en caso contrario, responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 20:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas incluye medidas sobre su Celebración? (Medida 11)</p>		
Explicación*:		

## II. JUNTA DIRECTIVA

### Tamaño, Conformación y Funcionamiento

	SI	NO
<p><b>Pregunta 21:</b> La Junta Directiva del emisor está conformada por un número impar de miembros suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones? (Medida 12)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Pregunta 22:</b> La Junta Directiva del emisor se reúne al menos una vez por mes? (Medida 13)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO	N/A
<b>Pregunta 23:</b> La Junta Directiva cuenta con Reglamento Interno de Funcionamiento? (Medida 14)			
Explicación*:			

	SI	NO	N/A
<b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.			
<b>Pregunta 24:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva fue informado a todos los accionistas del emisor? (Medida 14)			
Explicación*:			

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 25:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva tiene carácter vinculante para todos los miembros de la misma? (Medida 14)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 26:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contempla el tema de la información que se debe poner a disposición de los miembros de Junta Directiva nombrados por primera vez y en general lo sugerido en la Medida 18? (Medida 14)		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 27:</b> El reglamento interno de funcionamiento de la Junta Directiva contempla que en las actas de las reuniones se identifiquen los soportes que sirvieron de base para la toma de decisiones, así como las razones de conformidad o disconformidad tenidas en cuenta para la toma de las mismas y en general lo sugerido en la Medida 19? (Medida 14)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 28:</b> El reglamento interno de funcionamiento de la Junta Directiva contempla el término de antelación a la reunión de Junta Directiva dentro del cual se presentará la información a los miembros y en general lo sugerido en la Medida 20? (Medida 14)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 29:</b> El término de antelación a la reunión dentro del cual se presentará la información a los miembros de Junta estipulado en el Reglamento Interno de Funcionamiento es inferior a dos (2) días? (Medida 20)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, y en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 30:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva establece los medios a través de los cuales los miembros de Junta Directiva podrán recabar la información presentada a los mismos antes de la reunión? (Medida 20)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 31:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contempla la posibilidad que dicho órgano, a solicitud de cualquiera de sus miembros, pueda contratar un asesor externo para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones? (Medida 22)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 32:</b> El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contempla las condiciones bajo las cuales dicho órgano, a solicitud de cualquiera de sus miembros, puede contratar un asesor externo para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones? (Medida 22)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Pregunta 33:</b> Para designar un miembro de la Junta Directiva, el emisor tiene en cuenta que el potencial miembro cumpla con requisitos de trayectoria profesional, formación académica y de experiencia para el mejor desarrollo de sus funciones? (Medida 15)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 34:</b> La mayoría de los miembros de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces es independiente? (Medida 16)		
Explicación*:		

### Deberes y derechos del miembro de Junta Directiva

	SI	NO
<b>Pregunta 35:</b> Los miembros de Junta Directiva informan la existencia de relaciones directas o indirectas que mantienen con algún grupo de interés, de las que puedan derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto ? (Medida 17)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 36:</b> El emisor pone a disposición de sus miembros de Junta Directiva nombrados por primera vez, la información suficiente para que pueda tener un conocimiento específico respecto del emisor y del sector en que se desarrolla? (Medida 18)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 37:</b> El emisor pone a disposición de sus miembros de Junta Directiva nombrados por primera vez, la información relacionada con las responsabilidades, obligaciones y atribuciones que se derivan del cargo? (Medida 18)		
Explicación*:		

	SI	NO	N/A
<b>Pregunta 38:</b> Las actas de las reuniones de Junta Directiva identifican los estudios, fundamentos y demás fuentes de información que sirven de base para la toma de decisiones? (Medida 19)			
Explicación*:			

	SI	NO
<b>Pregunta 39:</b> Las actas de las reuniones de Junta Directiva incluyen las razones de conformidad y disconformidad tenidas en cuenta para la toma de decisiones? (Medida 19)		
Explicación*:		

	SI	NO	N/A
<b>Pregunta 40:</b> El emisor pone a disposición de los miembros de la Junta Directiva, con por lo menos dos (2) días o más de anticipación la información que sea relevante para la toma de decisiones, de acuerdo con el orden del día contenido en la Convocatoria ? (Medida 20)			
Explicación*:			

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que la junta directiva del emisor cuente con miembros suplentes, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 41:</b> El emisor cuenta con mecanismos que permitan que los Miembros Suplentes se mantengan adecuadamente informados de los temas sometidos a consideración de la Junta Directiva, de manera que cuando reemplacen a los miembros principales, cuente con el conocimiento necesario para desempeñar esta labor? (Medida 21)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 42:</b> El emisor cuenta con una partida presupuestal que respalda la eventual contratación de un asesor externo, por parte de la Junta Directiva, a solicitud de cualquiera de sus miembros, para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones? (Medida 22)		
Explicación*:		

### Comités de apoyo

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas de nombramientos y retribuciones, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 43:</b> El comité de Nombramientos y Retribuciones está conformado con por lo menos un miembro de la Junta Directiva? (Medida 23)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas de nombramientos y retribuciones, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 44:</b> El comité de Nombramientos y Retribuciones apoya a la Junta Directiva en la revisión del desempeño de la alta gerencia, entendiendo por ella al Presidente y a los funcionarios del grado inmediatamente inferior? (Medida 24)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas de nombramientos y retribuciones, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 45:</b> El comité de Nombramientos y Retribuciones propone una política de remuneraciones y salarios para los empleados del emisor, incluyendo la alta gerencia? (Medida 24)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas de nombramientos y retribuciones, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 46:</b> El comité de Nombramientos y Retribuciones propone el nombramiento, remuneración y remoción del Presidente de la compañía o quien haga sus veces? (Medida 24)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas de nombramientos y retribuciones, responda la pregunta si o no y en caso contrario, responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 47:</b> El comité de Nombramientos y Retribuciones propone los criterios objetivos por los cuales el emisor contrata a sus principales ejecutivos? (Medida 24)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 48:</b> El comité de Gobierno Corporativo está conformado con por lo menos un miembro de la Junta Directiva? (Medida 23)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 49:</b> El comité de Gobierno Corporativo propende por que los accionistas y el mercado en general, tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información del emisor que deba revelarse ? (Medida 25)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 50:</b> El comité de Gobierno Corporativo informa acerca del desempeño del Comité de Auditoría? (Medida 25)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 51:</b> El comité de Gobierno Corporativo revisa y evalúa la manera en que la Junta Directiva dio cumplimiento a sus deberes durante el período? (Medida 25)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 52:</b> El comité de Gobierno Corporativo monitorea las negociaciones realizadas por miembros de la Junta con acciones emitidas por la compañía o por otras compañías del mismo grupo? (Medida 25)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 53:</b> El comité de Gobierno Corporativo supervisa el cumplimiento de la política de remuneración de administradores? (Medida 25)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 54:</b> Además de las funciones establecidas en la ley o los estatutos, el Comité de Auditoría se pronuncia, mediante la producción de un informe escrito, respecto de las posibles operaciones que se planean celebrar con vinculados económicos? (Medida 26)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 55:</b> Además de las funciones establecidas en la ley o los estatutos, el Comité de Auditoría establece las políticas, criterios y prácticas que utilizará el emisor en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera? (Medida 26)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 57:</b> Además de las funciones establecidas en la ley o los estatutos, el Comité de Auditoría define mecanismos para consolidar la información de los órganos de control del emisor para la presentación de la información a la Junta Directiva? (Medida 26)		
Explicación*:		

### III. REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA

#### Solicitudes de información

	SI	NO
<b>Pregunta 58:</b> El emisor cuenta con un punto de atención o de contacto, a disposición de sus inversionistas que sirve de canal de comunicación entre estos y aquella? (Medida 27)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 59:</b> Cuándo a criterio del emisor, se considera que la respuesta a un inversionista puede colocarlo en ventaja, éste garantiza el acceso a dicha respuesta a los demás inversionistas de manera inmediata, de acuerdo con los mecanismos que el emisor ha establecido para el efecto, y en las mismas condiciones económicas? (Medida 28)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 60:</b> Un grupo de accionistas puede solicitar la realización de auditorías especializadas? (Medida 29)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 61:</b> Existe un procedimiento que precise el porcentaje accionario a partir del cual se puede solicitar auditorias especializadas? (Medida 30)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Supuesto:</b> En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.		
<b>Pregunta 62:</b> Existe un procedimiento que precise las razones por las cuales se definió el porcentaje accionario a partir del cual se puede solicitar auditorias especializadas? (Medida 30)		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 63:</b> Existe un procedimiento que precise los requisitos de la solicitud de auditoría especializada?</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 64:</b> Existe un procedimiento que precise a quién corresponde la práctica de la auditoría especializada y cómo se procede a su designación? (Medida 30)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 65:</b> Existe un procedimiento que precise quién debe asumir el costo de la auditoría especializada? (Medida 30)</p>		
Explicación*:		

	SI	NO
<p><b>Supuesto:</b> En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, responda la pregunta, en caso contrario responda N/A.</p> <p><b>Pregunta 66:</b> Los plazos previstos para cada una de las etapas o pasos del procedimiento relativo a la contratación de la auditoría especializada, son precisos? (Medida 30)</p>		
Explicación*:		

**Información al mercado**

	SI	NO
<b>Pregunta 67:</b> Existen mecanismos previstos por el emisor, que permiten divulgar a los accionistas y demás inversionistas, los hallazgos materiales resultantes de actividades de control interno? (Medida 31)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 68:</b> (Medida 32). El emisor divulga al mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se concede a: Miembros de Junta Directiva Representante legal Revisor Fiscal Asesores externos Auditores externos		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 69:</b> El emisor divulga al mercado los contratos celebrado con sus directores, administradores, principales ejecutivos y representantes legales, incluyendo sus parientes, socios y demás relacionados? (Medida 33)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 70:</b> El emisor divulga al mercado sus normas internas sobre resolución de conflictos? (Medida 34)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 71:</b> El emisor divulga al mercado los criterios aplicables a las negociaciones que sus directores, administradores y funcionarios realicen con las acciones y los demás valores emitidos por ellas, como por ejemplo el derecho de preferencia? (Medida 35)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 72:</b> El emisor divulga al mercado las hojas de vida de los miembros de las Juntas Directivas y de los órganos de control interno, y de no existir éstos, de los órganos equivalentes, al igual que de los representantes legales, de tal manera que permitan conocer su calificación y experiencia, con relación a la capacidad de gestión de los asuntos que les corresponda atender? (Medida 36)		
Explicación*:		

### Revisor Fiscal

	SI	NO
<b>Pregunta 73:</b> El emisor designó como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía y/o de sus vinculados económicos, que representan el 25% o más de sus últimos ingresos anuales? (Medida 37)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 74:</b> El emisor o sus vinculados económicos contratan con el Revisor Fiscal servicios distintos a los de auditoría? (Medida 38)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 75:</b> Los contratos del emisor con el revisor fiscal establecen cláusulas de rotación de las personas naturales que efectúan la función de revisoría con una periodicidad de cinco (5) años? (Medida 39)		
Explicación*:		

	SI	NO
<b>Pregunta 76:</b> El emisor exige al revisor fiscal que la persona que haya sido rotada deba esperar por lo menos dos (2) años para retomar la revisoría de la misma compañía? (Medida 39)		
Explicación*:		

#### IV. TRANSPARENCIA E INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA

	SI	NO
<b>Pregunta 77:</b> El emisor adopta medidas necesarias para informar a sus accionistas del procedimiento jurisdiccional con que cuentan para hacer efectiva la protección de sus derechos ante la Superintendencia Financiera de Colombia? (Medida 40)		
Explicación*:		

	SI	NO	N/A
<b>Pregunta 78:</b> El emisor ha adoptado, para la solución de conflictos que se presenten entre el emisor con los accionistas, entre los accionistas y administradores y entre los accionistas, la vía de arreglo directo? (Medida 41)			
Explicación*:			

	SI	NO
<b>Pregunta 79:</b> El emisor prevé una forma alternativa de solución, para los conflictos que se presenten entre el emisor con los accionistas, entre los accionistas y administradores y entre los accionistas? (Medida 41)		
Explicación*:		



## Apéndice B: Análisis Horizontal y Vertical

### A2: Balance General de Grupo Éxito

Descripción	2012			2013			2014			2015	
	Total	V	H	Total	V	H	Total	V	H	Total	V
<b>Activo Corriente</b>	<b>4.018.132</b>	<b>39%</b>	<b>8%</b>	<b>4.353.122</b>	<b>40%</b>	<b>6%</b>	<b>4.606.088</b>	<b>41%</b>	<b>421%</b>	<b>23.977.512</b>	<b>41%</b>
Disponibles	2.475.119	24%	10%	2.712.793	25%	10%	2.979.057	26%	238%	10.068.920	17%
Deudores	210.372	2%	1%	213.334	2%	51%	322.173	3%	1263%	4.392.179	8%
Inventarios	1.106.138	11%	3%	1.138.925	11%	9%	1.244.231	11%	598%	8.685.221	15%
Gastos pagados por anticipado	-	0,0%	0%	0	0%	0%	27.012	0%	544%	174.091	0%
Otros activos corrientes	226.503	2,2%	27%	288.070	3%	-88%	33.615	0%	1855%	657.101	1%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>6.303.870</b>	<b>61%</b>	<b>2%</b>	<b>6.432.219</b>	<b>60%</b>	<b>4%</b>	<b>6.692.745</b>	<b>59%</b>	<b>405%</b>	<b>33.828.592</b>	<b>59%</b>
Propiedad, planta y equipo	3.615.639	35%	1%	3.666.886	34%	-18%	3.005.793	27%	315%	12.469.894	22%
Inversiones a largo plazo	125.742	1,2%	9%	137.056	1%	775%	1.199.257	11%	4%	1.243.394	2%
Goodwill	1.939.337	19%	-3%	1.879.258	17%	-15%	1.592.133	14%	263%	5.775.593	10%
Otros Intangibles	231.488	2,2%	48%	343.386	3%	-76%	82.070	1%	11667%	9.657.536	17%
Cuentas por cobrar a largo plazo	-	0%	0%	0	0%	0%	15.412	0%	620%	110.942	0%
Impuesto Diferido a LP	-	0%	0%	0	0%	0%	28.719	0%	1289%	399.048	1%
Activos Diferidos a LP	350.604	3%	-2%	343.287	3%	-100%	0	0%	0%	0	0%
Otros activos a largo plazo	41.060	0,4%	52%	62.346	1%	1134%	769.361	7%	442%	4.172.185	7%
<b>Total Activo</b>	<b>10.322.002</b>	<b>100%</b>	<b>4%</b>	<b>10.785.341</b>	<b>100%</b>	<b>5%</b>	<b>11.298.833</b>	<b>100%</b>	<b>412%</b>	<b>57.806.104</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>											
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2.428.208</b>	<b>24%</b>	<b>10%</b>	<b>2.676.984</b>	<b>25%</b>	<b>17%</b>	<b>3.119.644</b>	<b>28%</b>	<b>704%</b>	<b>25.071.499</b>	<b>43%</b>
Cuentas por Pagar	1.654.987	16%	8%	1.792.354	17%	21%	2.165.372	19%	699%	17.304.130	30%
Gastos devengados por Pagar	242.046	2,3%	10%	265.624	2%	3%	273.768	2%	346%	1.221.641	2%
Préstamos a corto plazo	2.722	0,0%	3659%	102.325	1%	-98%	2.503	0%	376%	11.910	0%
Deudas Financieras CP	74.650	0,7%	-100%	0	0%	0%	152.441	1%	2461%	3.903.631	7%
Arrendamientos a CP	0	0,0%	0%	0	0%	0%	5.414	0%	588%	37.268	0%
Impuesto a la renta por pagar	9.898	0,1%	293%	38.904	0%	-72%	11.046	0%	6261%	702.604	1%
Ingresos no devengados a CP	7.866	0,1%	56%	12.280	0%	-62%	4.660	0%	6012%	284.811	0%
Pasivo por impuestos diferidos	-	0%	0%	2.283	0%	-100%	0	0%	0%	0	0%
Otros pasivos a CP	436.039	4%	6%	463.214	4%	9%	504.440	4%	218%	1.605.504	3%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>288.337</b>	<b>2,8%</b>	<b>-19%</b>	<b>233.247</b>	<b>2%</b>	<b>-15%</b>	<b>199.423</b>	<b>2%</b>	<b>7200%</b>	<b>14.558.581</b>	<b>25%</b>
Deuda a Largo Plazo	150.000	1,5%	0%	150.000	1%	-100%	0	0%	0%	7.225.299	12%
Arrendamientos a LP	0	0%	0%	0	0%	0%	36.416	0%	439%	196.341	0%
Ingresos no devengados, no corrientes	0	0%	0%	0	0%	0%	51.588	0%	951%	542.420	1%
Pensiones y otros pasivos laborales	16.636	0,2%	1%	16.871	0%	154%	42.775	0%	-4%	41.231	0%
Pasivo por impuestos diferidos a LP	9.204	0,1%	-25%	6.882	0%	697%	54.858	0%	5192%	2.903.260	5%
Otros pasivos a LP	112.497	1%	-47%	59.494	1%	-77%	13.786	0%	26376%	3.650.030	6%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2.716.545</b>	<b>26%</b>	<b>7%</b>	<b>2.910.231</b>	<b>27%</b>	<b>14%</b>	<b>3.319.067</b>	<b>29%</b>	<b>1094%</b>	<b>39.630.080</b>	<b>69%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>7.605.457</b>	<b>74%</b>	<b>4%</b>	<b>7.875.110</b>	<b>73%</b>	<b>1%</b>	<b>7.979.766</b>	<b>71%</b>	<b>128%</b>	<b>18.176.024</b>	<b>31%</b>
Capital social	4.482	0,0%	0%	4.482	0%	0%	4.482	0%	0%	4.482	0%
Prima en colocación de acciones	4.826.441	47%	1%	4.861.790	45%	0%	4.843.466	43%	0%	4.843.466	8%
Utilidades retenidas	1.239.028	12%	16%	1.442.317	13%	10%	1.586.023	14%	8%	1.711.991	3%
Acciones propias readquiridas	0	0%	0%	0	0%	0%	(2.734)	0%	0%	(2.734)	0%
Utilidades del período y otros	1.521.828	15%	2%	1.552.041	14%	-18%	1.273.770	11%	-25%	960.762	2%
Interés Minoritario	13.678	0,1%	6%	14.480	0%	1798%	274.759	2%	3779%	10.658.057	18%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>10.322.002</b>	<b>100%</b>	<b>4%</b>	<b>10.785.341</b>	<b>100%</b>	<b>5%</b>	<b>11.298.833</b>	<b>100%</b>	<b>412%</b>	<b>57.806.104</b>	<b>100%</b>

Fuente: Capital IQ. En millones de pesos colombianos.

### A3: Estado de Resultados de Grupo Éxito

CONCEPTO	2012			2013			2014			2015	
	Total	V	H	Total	V	H	Total	V	H	Total	V
Ingresos Operacionales	9.705.414	99%	4%	10.129.436	97%	4%	10.484.822	100%	129%	24.045.971	100%
Otros Ingresos	82.428	0,8%	258%	295.109	3%	-100%	0	0%	0%	0	0%
<b>Total Ingresos</b>	<b>9.787.842</b>	<b>100%</b>	<b>7%</b>	<b>10.424.545</b>	<b>100%</b>	<b>1%</b>	<b>10.484.822</b>	<b>100%</b>	<b>129%</b>	<b>24.045.971</b>	<b>100%</b>
Costo de Ventas	(7.624.830)	-78%	4%	(7.921.674)	-76%	0%	(7.933.976)	-76%	126%	(17.931.865)	-75%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2.163.012</b>	<b>22%</b>	<b>16%</b>	<b>2.502.871</b>	<b>24%</b>	<b>2%</b>	<b>2.550.846</b>	<b>24%</b>	<b>140%</b>	<b>6.114.106</b>	<b>25%</b>
Gastos Operacionales de Ventas y Administración	1.624.973	17%	5%	1.711.864	16%	3%	1.767.689	17%	153%	4.477.018	19%
Depreciaciones y Amortizaciones	364.558	4%	6%	387.438	4%	-100%	0	0%	0%	0	0%
Otros Gastos/Ingresos Operacionales	(117.526)	-1%	-165%	76.220	1%	105%	155.953	1%	105%	320.291	1%
<b>Total Gastos Operacionales</b>	<b>1.872.005</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>	<b>2.175.522</b>	<b>21%</b>	<b>-12%</b>	<b>1.923.642</b>	<b>18%</b>	<b>149%</b>	<b>4.797.309</b>	<b>20%</b>
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>291.007</b>	<b>3%</b>	<b>12%</b>	<b>327.349</b>	<b>3%</b>	<b>92%</b>	<b>627.204</b>	<b>6%</b>	<b>110%</b>	<b>1.316.797</b>	<b>5%</b>
Gastos Financieros	(35.612)	0%	-18%	(29.035)	0%	-43%	(16.537)	0%	2434%	(419.012)	-2%
Ingresos Financieros	93.883	1%	-3%	90.940	1%	-17%	75.469	1%	126%	170.584	1%
<b>Ingresos / Gastos Financieros Netos</b>	<b>58.271</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	<b>61.905</b>	<b>1%</b>	<b>-5%</b>	<b>58.932</b>	<b>1%</b>	<b>-522%</b>	<b>(248.428)</b>	<b>-1%</b>
Ingresos / Pérdidas de Afiliadas	0	0%	0%	0	0%	0%	30.104	0%	-68%	9.746	0%
Ganancias / Pérdidas por Tasa de Cambio	28.680	0%	-38%	17.668	0%	-114%	(2.461)	0%	6244%	(156.134)	-1%
Otros Ingresos / Gastos no operacionales	156.894	2%	1%	157.780	2%	-100%	(109)	0%	-286830%	312.536	1%
<b>Ingresos / Gastos No Operacionales Netos</b>	<b>185.574</b>	<b>2%</b>	<b>-5%</b>	<b>175.448</b>	<b>2%</b>	<b>-84%</b>	<b>27.534</b>	<b>0%</b>	<b>503%</b>	<b>166.148</b>	<b>1%</b>
<b>Utilidad antes de Impuestos - excluyendo ítems inusuales</b>	<b>534.852</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>564.702</b>	<b>5%</b>	<b>26%</b>	<b>713.670</b>	<b>7%</b>	<b>73%</b>	<b>1.234.517</b>	<b>5%</b>
Gastos de reestructuración	0	0%	0%	0	0%	0%	(15.248)	0%	-11%	(13.590)	0%
Gastos por Fusión y Reestructuraciones relacionadas	0	0%	0%	0	0%	0%	(7.831)	0%	587%	(53.817)	0%
Ganancias / Pérdidas en ventas de inversiones	31.154	0%	-108%	(2.351)	0%	-100%	0	0%	0%	29.681	0%
Ganancias / Pérdidas en ventas de activos	5.282	0%	-143%	(2.259)	0%	-153%	1.192	0%	6568%	79.483	0%
Valoración de activos	(2.223)	0%	208%	(6.856)	0%	-100%	0	0%	0%	(20.042)	0%
Acuerdos de seguros	0	0%	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	13.163	0%
Acuerdos Legales	(8.093)	0%	-100%	0	0%	0%	0	0%	0%	(3.171)	0%
Otros ítems inusuales	0	0%	0%	(3.540)	0%	-100%	0	0%	0%	1.858	0%
<b>Utilidad antes de Impuestos - incluyendo ítems inusuales</b>	<b>560.972</b>	<b>6%</b>	<b>-2%</b>	<b>549.696</b>	<b>5%</b>	<b>26%</b>	<b>691.783</b>	<b>7%</b>	<b>83%</b>	<b>1.268.082</b>	<b>5%</b>
Impuesto de Renta y Complementarios	83.549	1%	31%	109.417	1%	64%	179.750	2%	116%	387.683	2%
<b>Utilidad de Operaciones continuas</b>	<b>477.423</b>	<b>5%</b>	<b>-8%</b>	<b>440.279</b>	<b>4%</b>	<b>16%</b>	<b>512.033</b>	<b>5%</b>	<b>72%</b>	<b>880.399</b>	<b>4%</b>
Utilidad de Operaciones descontinuadas	0	0%	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	(275.059)	-1%
<b>Utilidad Neta de la Compañía</b>	<b>477.423</b>	<b>5%</b>	<b>-8%</b>	<b>440.279</b>	<b>4%</b>	<b>16%</b>	<b>512.033</b>	<b>5%</b>	<b>18%</b>	<b>605.340</b>	<b>3%</b>
Utilidad de Interés Minoritario	(2.118)	0%	-12%	(1.872)	0%	573%	(12.603)	0%	153%	(31.845)	0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>475.305</b>	<b>5%</b>	<b>-8%</b>	<b>438.407</b>	<b>4%</b>	<b>14%</b>	<b>499.430</b>	<b>5%</b>	<b>15%</b>	<b>573.495</b>	<b>2%</b>

Fuente: Capital IQ. En millones de pesos colombianos.

#### A4: Balance General de Alkosto (Compañía Colombiana de Comercio Corbeta)

Activo	2012			2013			2014			2015	
	Total	V	H	Total	V	H	Total	V	H	Total	V
<b>Activo Corriente</b>	<b>799.678</b>	<b>39%</b>	<b>18%</b>	<b>943.805</b>	<b>45%</b>	<b>29%</b>	<b>1.221.725</b>	<b>46%</b>	<b>16%</b>	<b>1.421.206</b>	<b>51%</b>
Disponible	51.176	2%	-8%	47.314	2,2%	174%	129.738	4,9%	-27%	94.308	3,4%
Inversiones	0	0,0%	0%	19.994	0,9%	0%	62.684	2,4%	0%	72.258	2,6%
Deudores (Cp)	320.956	16%	16%	373.381	18%	7%	398.793	15%	20%	477.739	17%
Inventarios (Cp)	425.395	21%	17%	499.775	24%	26%	627.434	24%	23%	773.599	28%
Diferido (Cp)	2.152	0,1%	55%	3.340	0,2%	-8%	3.077	0,1%	7%	3.303	0,1%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>1.250.493</b>	<b>61%</b>	<b>-6%</b>	<b>1.169.665</b>	<b>55%</b>	<b>20%</b>	<b>1.407.873</b>	<b>54%</b>	<b>-3%</b>	<b>1.372.469</b>	<b>49%</b>
Inversiones	337.453	16,5%	-10%	302.938	14%	-1%	299.548	11%	1%	303.888	11%
Propiedades Planta y Equipo	264.976	12,9%	23%	326.202	15%	-4%	312.527	12%	5%	329.507	12%
Intangibles	262	0,0%	-37%	164	0,0%	60%	262	0,0%	32%	345	0,0%
Diferidos	21.664	1,1%	-29%	15.409	0,7%	-46%	8.339	0,3%	10%	9.149	0,3%
Otros Activos	6.880	0,3%	8%	7.425	0,4%	-2%	7.284	0,3%	7%	7.778	0,3%
Valorizaciones	619.257	30,2%	-16%	517.529	24%	51%	779.912	30%	-7%	721.803	26%
<b>Total Activo</b>	<b>2.050.171</b>	<b>100%</b>	<b>3%</b>	<b>2.113.470</b>	<b>100%</b>	<b>24%</b>	<b>2.629.598</b>	<b>100%</b>	<b>6%</b>	<b>2.793.675</b>	<b>100%</b>
<b>Pasivo Y Patrimonio</b>											
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>585.926</b>	<b>29%</b>	<b>66%</b>	<b>970.639</b>	<b>46%</b>	<b>-7%</b>	<b>906.843</b>	<b>34%</b>	<b>11%</b>	<b>1.010.646</b>	<b>36%</b>
Obligaciones Financieras (Cp)	143.488	7%	215%	452.012	21%	-33%	301.441	11%	0,4%	302.521	11%
Proveedores (Cp)	290.668	14%	18%	341.808	16%	19%	406.658	15%	23%	501.984	18%
Cuentas por Pagar (Cp)	80.572	4%	19%	96.160	5%	15%	110.775	4%	-7%	103.156	4%
Impuestos Gravámenes y Tasas (Cp)	29.695	1,4%	-7%	27.705	1%	7%	29.743	1%	2,3%	30.434	1%
Obligaciones Laborales (Cp)	11.256	0,5%	10%	12.383	1%	22%	15.062	1%	24%	18.677	1%
Subtotal Pasivos Estimados y provisiones (Cp)	23.371	1,1%	7%	25.011	1%	-23%	19.282	1%	24%	23.871	1%
Diferidos (Cp)		0,0%	0,0%	10.500	0%	74%	18.253	1%	-2%	17.846	1%
Otros Pasivos (Cp)	6.876	0,3%	-26%	5.059	0%	11%	5.629	0%	116%	12.157	0%
Bonos Y Papeles Comercia. (Cp)	0	0,0%	0,0%	2	0%	0,0%	0	0%	0,0%	0	0%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>307.412</b>	<b>15%</b>	<b>-100%</b>	<b>32</b>	<b>0%</b>	<b>725034%</b>	<b>232.043</b>	<b>9%</b>	<b>-6%</b>	<b>217.211</b>	<b>8%</b>
Obligaciones Financieras	307.412	15%	-100%	32	0%	717338%	229.580	9%	-7%	213.838	8%
Pasivos Estimados y Provisiones	0	0,0%	0,0%	0	0%	0%	2.463	0%	37%	3.373	0%
<b>Total Pasivo</b>	<b>893.338</b>	<b>44%</b>	<b>8,7%</b>	<b>970.671</b>	<b>46%</b>	<b>17,3%</b>	<b>1.138.886</b>	<b>43%</b>	<b>7,8%</b>	<b>1.227.857</b>	<b>44%</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>1.156.833</b>	<b>56%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1.142.799</b>	<b>54%</b>	<b>30,4%</b>	<b>1.490.712</b>	<b>57%</b>	<b>5,0%</b>	<b>1.565.818</b>	<b>56%</b>
Capital Suscrito Y Pagado	248	0,0%	0%	248	0%	0,0%	248	0%	0,0%	248	0%
Prima en Colocación de Acciones / Cuotas O Partes De Interés Social	8.988	0,4%	0%	8.988	0%	0,0%	8.988	0%	0,0%	8.988	0%
Reservas	375.999	18%	22%	457.959	22%	16%	530.653	20%	19%	631.183	23%
Revalorización Del Patrimonio	70.382	3,4%	0%	70.382	3%	0,0%	70.382	3%	0,0%	70.382	3%
Resultados Del Ejercicio	81.960	4%	7%	87.694	4%	15%	100.530	4%	33%	133.216	5%
Superávit Por Valorizaciones	619.257	30%	-16%	517.529	24%	51%	779.912	30%	-7%	721.803	26%
<b>Total Pasivo Y Patrimonio</b>	<b>2.050.171</b>	<b>100%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2.113.470</b>	<b>100%</b>	<b>24,4%</b>	<b>2.629.598</b>	<b>100%</b>	<b>6%</b>	<b>2.793.675</b>	<b>100%</b>

Fuente: Superintendencia de Industria y Comercio. En millones de pesos colombianos.

**A5: Estado de Resultados de Alkosto (Compañía Colombiana de Comercio Corbeta)**

CONCEPTO	2012			2013			2014			2015	
	Total	V	H	Total	V	H	Total	V	H	Total	V
Ingresos Operacionales	2.754.673	100%	11%	3.070.803	100%	15%	3.535.072	100%	18%	4.179.589	100%
Menos: Costo de Ventas y de Prestación de Servicios	-2.185.214	-79%	12%	-2.439.455	-79%	15%	-2.796.987	-79%	18%	-3.305.744	-79%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>569.459</b>	<b>21%</b>	<b>11%</b>	<b>631.348</b>	<b>21%</b>	<b>17%</b>	<b>738.085</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>873.845</b>	<b>21%</b>
Menos: Gastos Operacionales de Administración	-72.582	-3%	10%	-80.083	-3%	32%	-105.356	-3%	5%	-110.999	-3%
Menos: Gastos Operacionales de Ventas	-413.208	-15%	6%	-437.725	-14%	9%	-479.089	-14%	14%	-546.530	-13%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>83.669</b>	<b>3%</b>	<b>36%</b>	<b>113.540</b>	<b>4%</b>	<b>35%</b>	<b>153.640</b>	<b>4%</b>	<b>41%</b>	<b>216.316</b>	<b>5%</b>
Más: Ingresos no Operacionales	89.490	3%	-16%	75.373	2%	6%	79.878	2%	9%	86.714	2%
Menos: Gastos no Operacionales	-56.843	-2%	18%	-67.317	-2%	21%	-81.287	-2%	0%	-81.124	-2%
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>116.316</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>121.597</b>	<b>4%</b>	<b>25%</b>	<b>152.231</b>	<b>4%</b>	<b>46%</b>	<b>221.906</b>	<b>5%</b>
Menos: Impuesto de Renta y Complementarios	-34.356	-1%	-1%	-33.902	-1%	53%	-51.701	-1%	72%	-88.690	-2%
<b>Ganancias y Perdidas</b>	<b>81.960</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>87.694</b>	<b>3%</b>	<b>15%</b>	<b>100.530</b>	<b>3%</b>	<b>33%</b>	<b>133.216</b>	<b>3%</b>

Fuente: Superintendencia de Industria y Comercio. En millones de pesos colombianos.

## A6: Balance General de Grupo Cencosud

Descripción	2012			2013			2014			2015	
	Total	V	H	Total	V	H	Total	V	H	Total	V
<b>Activo Corriente</b>	<b>2.316.812</b>	<b>24%</b>	<b>5%</b>	<b>2.425.219</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>3.002.468</b>	<b>28%</b>	<b>-17%</b>	<b>2.501.765</b>	<b>25%</b>
Disponible	302.941	3,1%	-27%	221.296	2,2%	19%	262.807	2,5%	98%	521.252	5,2%
Deudores	1.090.220	11%	5%	1.147.411	11%	-27%	837.144	8%	7,0%	895.888	9%
Inventarios	910.230	9%	15%	1.044.907	10%	5%	1.094.610	10%	-2,4%	1.068.309	11%
Gastos pagados por anticipado	6.985	0,1%	-100%	0	0,0%	0,0%	6.617	0,1%	-100%	0	0,0%
Otros activos corrientes	6.435	0,1%	80%	11.605	0,1%	6804%	801.291	7%	-98%	16.316	0,2%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>7.426.778</b>	<b>76%</b>	<b>3%</b>	<b>7.640.015</b>	<b>76%</b>	<b>1%</b>	<b>7.714.036</b>	<b>72%</b>	<b>-1%</b>	<b>7.608.960</b>	<b>75%</b>
Propiedad, planta y equipo	3.134.528	32%	-1,0%	3.101.884	31%	-3,0%	3.009.728	28%	-10%	2.711.491	27%
Inversiones a largo plazo	43.113	0,4%	16%	50.128	0,5%	5%	52.458	0,5%	380%	251.713	2,5%
Goodwill	1.728.263	18%	-1,9%	1.696.041	17%	-0,8%	1.682.349	16%	-17%	1.391.692	14%
Otros Intangibles	555.284	6%	2,9%	571.622	6%	-30%	400.542	3,7%	0,3%	401.749	4,0%
Cuentas por cobrar a largo plazo	116.602	1,2%	24%	144.819	1,4%	-86%	20.699	0,2%	-63%	7.652	0,1%
Préstamos a largo plazo	11.937	0,1%	118%	26.052	0,3%	-60%	10.402	0,1%	150%	25.971	0,3%
Impuesto Diferido a LP	268.680	2,8%	16%	311.860	3,1%	58%	491.398	4,6%	12%	552.114	5,5%
Otros activos a largo plazo	1.568.372	16%	11%	1.737.611	17%	18%	2.046.459	19%	11%	2.266.579	22%
<b>Total Activo</b>	<b>9.743.590</b>	<b>100%</b>	<b>3%</b>	<b>10.065.234</b>	<b>100%</b>	<b>6%</b>	<b>10.716.503</b>	<b>100%</b>	<b>-6%</b>	<b>10.110.725</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>											
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>3.336.630</b>	<b>34%</b>	<b>-12%</b>	<b>2.951.699</b>	<b>29%</b>	<b>6%</b>	<b>3.138.770</b>	<b>29%</b>	<b>-23%</b>	<b>2.426.085</b>	<b>24%</b>
Cuentas por Pagar	1.704.736	17%	1,9%	1.737.921	17%	0,3%	1.743.225	16%	-5,3%	1.651.324	16%
Gastos devengados por Pagar	78.800	0,8%	23%	97.253	1,0%	5,4%	102.514	1,0%	-4,1%	98.334	1,0%
Préstamos a corto plazo	32.725	0,3%	-48%	16.914	0,2%	-65%	5.940	0,1%	11%	6.600	0,1%
Deudas Financieras a CP	1.140.953	12%	-37%	717.383	7%	1,9%	730.896	6,8%	-53%	346.548	3,4%
Arrendamientos a CP	5.453	0,1%	-12%	4.809	0,0%	-44%	2.671	0,0%	13%	3.025	0,0%
Impuesto a la renta por pagar	46.798	0,5%	35%	63.131	0,6%	-4,0%	60.616	0,6%	-18%	49.434	0,5%
Ingresos no devengados a CP	11.461	0,1%	-6,7%	10.698	0,1%	39%	14.843	0,1%	-23%	11.410	0,1%
Otros pasivos a CP	315.702	3,2%	-3,8%	303.590	3,0%	57%	478.066	4,5%	-46%	259.411	2,6%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>3.008.748</b>	<b>31%</b>	<b>-5%</b>	<b>2.852.168</b>	<b>28%</b>	<b>15%</b>	<b>3.286.247</b>	<b>31%</b>	<b>13%</b>	<b>3.713.828</b>	<b>37%</b>
Deuda a Largo Plazo	2.333.817	24%	-6%	2.190.256	22%	10%	2.399.473	22%	21%	2.894.514	29%
Arrendamientos a LP	28.597	0,3%	-2,9%	27.779	0,3%	14%	31.559	0,3%	-6,4%	29.525	0,3%
Ingresos no devengados, no corrientes	52.538	0,5%	-11%	46.853	0,5%	-2,9%	45.472	0,4%	-22%	35.601	0,4%
Pasivo por impuestos diferidos a LP	446.958	4,6%	5,5%	471.481	4,7%	43%	674.882	6,3%	-3,8%	649.536	6,4%
Otros pasivos a LP	146.839	1,5%	-21%	115.799	1,2%	16%	134.861	1,3%	-22%	104.653	1,0%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>6.345.378</b>	<b>65%</b>	<b>-9%</b>	<b>5.803.867</b>	<b>58%</b>	<b>11%</b>	<b>6.425.017</b>	<b>60%</b>	<b>-4%</b>	<b>6.139.913</b>	<b>61%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.398.212</b>	<b>35%</b>	<b>25%</b>	<b>4.261.367</b>	<b>42%</b>	<b>1%</b>	<b>4.291.486</b>	<b>40%</b>	<b>-7%</b>	<b>3.970.812</b>	<b>39%</b>
Capital social	1.551.812	16%	50%	2.321.381	23%	0,0%	2.321.381	22%	0,0%	2.321.381	23%
Prima en colocación de acciones	477.341	5%	10%	526.633	5,2%	0,0%	526.633	4,9%	0,0%	526.633	5%
Utilidades retenidas	1.852.746	19%	11%	2.049.483	20%	5,7%	2.166.549	20%	8%	2.329.411	23%
Utilidades del período y otros	(484.364)	-5%	31%	(636.231)	-6,3%	14%	(722.245)	-6,7%	67%	(1.205.680)	-12%
Interés Minoritario	678	0,0%	-85%	100	0,0%	-931%	(832)	0,0%	12%	(934)	0,0%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>9.743.590</b>	<b>100%</b>	<b>3,3%</b>	<b>10.065.234</b>	<b>100%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10.716.503</b>	<b>100%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>10.110.725</b>	<b>100%</b>

Fuente: Capital IQ. En millones de pesos chilenos.

## A7: Estado de Resultados de Grupo Cencosud

CONCEPTO	2012			2013			2014			2015	
	Total	V	H	Total	V	H	Total	V	H	Total	V
Ingresos Operacionales	8.925.351	100%	14%	10.134.158	100%	6%	10.711.029	100%	2,6%	10.991.338	100%
Costo de Ventas	6.464.234	72%	15%	7.401.822	73%	7%	7.914.178	74%	-1,3%	7.813.226	71%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2.461.117</b>	<b>28%</b>	<b>11%</b>	<b>2.732.336</b>	<b>27%</b>	<b>2%</b>	<b>2.796.851</b>	<b>26%</b>	<b>14%</b>	<b>3.178.112</b>	<b>29%</b>
Gastos Operacionales de Ventas y Administración	1.886.365	21%	13%	2.127.869	21%	4%	2.213.954	21%	13%	2.501.205	23%
Otros Gastos/Ingresos Operacionales	168.235	2%	-14%	144.330	1%	22%	176.710	1,6%	3%	181.687	2%
<b>Total Gastos Operacionales</b>	<b>2.054.600</b>	<b>23%</b>	<b>11%</b>	<b>2.272.199</b>	<b>22%</b>	<b>5%</b>	<b>2.390.664</b>	<b>22%</b>	<b>12%</b>	<b>2.682.892</b>	<b>24%</b>
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>406.517</b>	<b>5%</b>	<b>13%</b>	<b>460.137</b>	<b>5%</b>	<b>-12%</b>	<b>406.187</b>	<b>4%</b>	<b>22%</b>	<b>495.219</b>	<b>5%</b>
Gastos Financieros	(160.718)	-2%	29%	(206.609)	-2%	4%	(215.736)	-2,0%	20%	(258.815)	-2,4%
Ingresos Financieros	0	0%	0%	0	0%	0%	0	0%	0,0%	14.939	0,1%
<b>Ingresos / Gastos Financieros Netos</b>	<b>(160.718)</b>	<b>-2%</b>	<b>29%</b>	<b>(206.609)</b>	<b>-2%</b>	<b>4%</b>	<b>(215.736)</b>	<b>-2%</b>	<b>13%</b>	<b>(243.876)</b>	<b>-2,2%</b>
Ingresos / Pérdidas de Afiliadas	5.642	0,1%	82%	10.289	0,1%	-40%	6.208	0,1%	127%	14.067	0,1%
Ganancias / Pérdidas por Tasa de Cambio	(12.053)	-0,1%	89%	(22.787)	-0,2%	7%	(24.411)	-0,2%	378%	(116.743)	-1,1%
Otros Ingresos / Gastos no operacionales	(33.219)	-0,4%	-91%	(2.869)	0,0%	-191%	2.612	0,0%	-951%	(22.232)	-0,2%
<b>Ingresos / Gastos No Operacionales Netos</b>	<b>(39.629)</b>	<b>0%</b>	<b>-61%</b>	<b>(15.366)</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>(15.591)</b>	<b>-0,1%</b>	<b>701%</b>	<b>(124.908)</b>	<b>-1,1%</b>
<b>Utilidad antes de Impuestos - excluyendo ítems inusuales</b>	<b>206.170</b>	<b>2%</b>	<b>16%</b>	<b>238.162</b>	<b>2%</b>	<b>-27%</b>	<b>174.860</b>	<b>2%</b>	<b>-28%</b>	<b>126.435</b>	<b>1%</b>
Deterioro del Goodwill	0	0%	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	(116.772)	-1,1%
Ganancias / Pérdidas en ventas de inversiones	0	0%	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	30.144	0,3%
Ganancias / Pérdidas en ventas de activos	7.185	0,1%	-100%	0	0%	0%	0	0%	0%	43.317	0,4%
Valoración de activos	98.633	1,1%	-4%	95.110	0,9%	6,0%	100.773	0,9%	97%	198.155	1,8%
Acuerdos de seguros	0	0%	0,0%	2.204	0,0%	-36%	1.411	0,0%	-100%	0	0,0%
<b>Utilidad antes de Impuestos - incluyendo ítems inusuales</b>	<b>311.988</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>335.476</b>	<b>3%</b>	<b>-17%</b>	<b>277.044</b>	<b>2,6%</b>	<b>2%</b>	<b>281.281</b>	<b>2,6%</b>
Impuesto de Renta y Complementarios	92.226	1,0%	2%	94.068	0,9%	34%	125.932	1%	-54%	58.540	0,5%
<b>Utilidad de Operaciones continuas</b>	<b>219.762</b>	<b>2%</b>	<b>10%</b>	<b>241.408</b>	<b>2%</b>	<b>-37%</b>	<b>151.112</b>	<b>1%</b>	<b>47%</b>	<b>222.740</b>	<b>2,0%</b>
Utilidad de Operaciones descontinuadas	33.047	0,4%	-75%	8.357	0,1%	52%	12.662	0,1%	-27%	9.244	0,1%
<b>Utilidad Neta de la Compañía</b>	<b>252.809</b>	<b>3%</b>	<b>-1%</b>	<b>249.765</b>	<b>2%</b>	<b>-34%</b>	<b>163.774</b>	<b>1,5%</b>	<b>42%</b>	<b>231.985</b>	<b>2,1%</b>
Utilidad de Interés Minoritario	(2.851)	0,0%	-106%	166	0,0%	352%	748	0%	-106%	(44)	0,0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>249.959</b>	<b>3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>249.930</b>	<b>2%</b>	<b>-34%</b>	<b>164.522</b>	<b>2%</b>	<b>41%</b>	<b>231.941</b>	<b>2,1%</b>

Fuente: Capital IQ. En millones de pesos chilenos.