

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación
de valor financiero de las empresas del sector de transporte aéreo en
Colombia**

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

PRESENTADO POR

Camilo José Becerra Velasco

Esteban Espinosa Ávila

Mauricio Guzmán Hurtado

Pamela Rodríguez Vargas

Asesor: Juan O'Brien

Bogotá D.C, 17 de abril de 2017

Agradecimientos

Nuestro aprecio y gratitud a:

Nuestras familias, por ser los principales promotores de nuestros proyectos de vida, otorgándonos cimientos de valores morales para nuestro desarrollo y de esta manera motivándonos al continuo aprendizaje académico y profesional.

A todas aquellas personas que formaron parte de esta investigación, por su tiempo, paciencia y disponibilidad al compartirnos valiosa información, clave para el desarrollo exitoso de nuestra tesis.

A nuestro asesor de tesis, profesor Juan O'brien, por su disposición, guía, apoyo y valiosos aportes. Sus conocimientos y motivación fueron fundamentales para concluir la presente tesis de manera exitosa y satisfactoria.

Por último, a nuestros compañeros y colegas del programa MBA Gerencial EADA Bogotá VI, quienes a través de sus aportes y experiencias laborales enriquecieron nuestra formación académica.

Dedicatoria

A Dios y a nuestras familias por acompañarnos incondicionalmente en este camino,
por ser fuente de inspiración y amor.



Resumen Ejecutivo

Pese a los esfuerzos de las instituciones por regular el gobierno corporativo en Colombia, éstos han sido insuficientes para lograr un marco normativo robusto que obligue las empresas a seguir las directrices establecidas en el actual Código País. Considerando la incipiente fase en la que se encuentra el gobierno corporativo en el país, la literatura alrededor de este tema es escasa; es por esto, que se realiza esta investigación, con el objetivo de evaluar el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia. Cabe resaltar que esta tesis pretende brindar las pautas iniciales para futuras investigaciones que quieran profundizar en este tema.

El presente estudio se elaboró bajo un enfoque cualitativo, de alcance descriptivo y un diseño transversal. Se utilizó una muestra por conveniencia de las aerolíneas que tuvieran la mayor participación en el mercado colombiano al cierre del 2015 y mediante el uso del Código País, se calculó el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y se describió una posible relación entre el grado de cumplimiento mencionado y el valor financiero de las aerolíneas que operan en Colombia.

Finalmente, con los resultados obtenidos en la investigación, se puede inferir que desde la perspectiva del sector del transporte aéreo en Colombia, existe una posible relación positiva entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación valor financiero.

Abstract

Despite of the efforts made by the institutions to regulate corporate governance in Colombia, these have been insufficient to achieve a strong regulatory framework that obliges companies to follow the guidelines established in the current Country Code. Considering the emerging phase in which corporate governance is in the country, the literature around this topic is scarce; this is why, this research is made, with the objective to evaluate the compliance degree of the corporate governance practices in the air transport companies that operate in Colombia. It should be emphasized that this thesis aims to provide the initial guidelines for future researches related to this topic.

The present study was elaborated under a qualitative approach, with descriptive scope and transversal design. A convenience sample was used, based on those airlines with the largest participation in the Colombian market at the end of 2015 and using the Country Code, the corporate governance practices compliance degree was calculated and the possible relationship between the compliance degree and the financial results in airlines that operate in Colombia was described.

Finally, with the obtained results, it can be inferred that from the Colombia's air transport sector perspective, there is a possible positive relationship between the corporate governance practices compliance degree and the generation of financial value.

Tabla de Contenidos

Lista de Figuras.....	vii
Capítulo I: Introducción.....	1
1.1 Antecedentes	2
1.2 Definición del problema.....	5
1.3 Propósito de la Investigación	5
1.3.1 Objetivo Principal de la Investigación.....	5
1.3.2 Objetivos Secundarios de la Investigación	5
1.3.3 Pregunta Principal de la Investigación	6
1.3.4 Preguntas Secundarias de la Investigación	6
1.4 Importancia de la Investigación	7
1.5 Naturaleza de la Investigación	7
1.6 Limitaciones.....	7
1.7 Delimitaciones.....	8
1.8 Definiciones operacionales	8
1.9 Resumen.....	9
Capítulo II: Revisión de la Literatura	10
2.1 Gobierno Corporativo	10
2.2 Gobierno Corporativo en el Mundo	12
2.3 Gobierno Corporativo en Colombia.....	19
2.3.1 Código País Colombia.....	25
2.4 Análisis de la industria del transporte aéreo en Colombia.....	28

2.5	Resumen.....	34
2.6	Conclusiones	35
Capítulo III: Metodología.....		37
3.1	Diseño de la Investigación	37
3.2	Población y Selección de la Muestra	37
3.2.1	Avianca Holdings S.A.	39
3.2.2	Latam Airlines	40
3.2.3	Viva Colombia.....	41
3.2.4	Copa Airlines Holdings S.A.	42
3.2.5	Satena.....	43
3.2.6	Easy Fly	44
3.2.7	American Airlines.....	44
3.2.8	JetBlue	45
3.3	Instrumentos.....	46
3.4	Procedimiento de Recolección de los Datos	50
3.5	Validez y Confiabilidad	51
3.6	Análisis e Interpretación de los Datos.....	52
3.7	Resumen.....	54
Capítulo IV: Presentación y Análisis de Datos.....		56
4.1	Posible Relación entre el Grado de Cumplimiento de Prácticas de Gobierno Corporativo y el Valor Financiero de las Aerolíneas que operan en Colombia	57

4.2	Grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de las aerolíneas que operan en Colombia	63
4.3	Grado de Cumplimiento del Gobierno Corporativo entre Aerolíneas de origen Nacional frente a las de origen Extranjero que operan en Colombia	67
4.4	Grado de Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo entre Aerolíneas que cotizan en Bolsa frente a las que no cotizan que operan en Colombia	68
4.5	Posible Relación entre el Grado de Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y el Valor Financiero para Aerolíneas Nacionales frente a Extranjeras que Operan en Colombia	70
4.6	Posible Relación entre el grado de Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y el Valor Financiero para Empresas que cotizan en Bolsa frente a las que no cotizan que operan en Colombia.....	73
4.7	Resumen.....	76
Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones		78
5.1	Conclusiones	79
5.2	Recomendaciones.....	84
5.2.1	Recomendaciones Prácticas.....	84
5.2.2	Recomendaciones Académicas.....	85
Referencias.....		88
Apéndice A: Codificación prácticas de gobierno corporativo aplicadas en la investigación		96
Apéndice B: Practicas de gobierno corporativo excluidas en la investigación.....		108
Apéndice C: Resultados aplicación de prácticas de gobierno corporativo.....		118

Lista de Tablas

Tabla 1 <i>Modelos de Gobierno Corporativo</i>	18
Tabla 2 <i>Principales Irregularidades de las Sociedades Comerciales en el Periodo 1997 - 2007</i>	24
Tabla 3 <i>Variación y Contribución del Transporte en el año corrido</i>	32
Tabla 4 <i>Participación por Aerolíneas de Pasajeros de Vuelo Nacional e Internacional en Colombia 2015</i>	38
Tabla 5 <i>Codificación Áreas de Interés</i>	53
Tabla 6 <i>Codificación Medidas</i>	53
Tabla 7 <i>Cumplimiento por Aerolínea y por Área de las Prácticas de Gobierno Corporativo</i>	59
Tabla 8 <i>Indicadores Financieros por Aerolínea</i>	59
Tabla 9 <i>Posible Relación entre el Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y los Indicadores Financieros por Aerolínea</i>	61
Tabla 10 <i>Cumplimiento por Aerolínea y por Área de las Prácticas de Gobierno Corporativo (Nacionales vs Extranjeras)</i>	70
Tabla 11 <i>Indicadores Financieros por Aerolínea (nacionales vs extranjeras) 2015</i>	71
Tabla 12 <i>Posible Relación entre el Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y los Indicadores Financieros por Aerolínea (nacionales vs extranjeras)</i>	72
Tabla 13 <i>Cumplimiento por Aerolínea y por Área de las Prácticas de Gobierno Corporativo (Cotizan vs No Cotizan en Bolsa de Valores)</i>	74
Tabla 14 <i>Indicadores Financieros por Aerolínea (cotizan vs no cotizan en bolsa de valores)</i>	74

Tabla 15 *Posible Relación entre el Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y los Indicadores Financieros por Aerolínea (cotizan vs no cotizan en bolsa de valores).76*



Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Mapa conceptual de la revisión de la literatura	11
<i>Figura 2.</i> El triángulo de gobierno corporativo.....	19
<i>Figura 3.</i> Precio internacional del petróleo (Brent WTI)	30
<i>Figura 4.</i> Crecimiento real anual del PIB por subsectores de la actividad económica de transporte, almacenamiento y comunicaciones.....	31
<i>Figura 5.</i> Comportamiento migratorio de extranjeros según región continente / mapa central 2014-2015, flujo migratorio de Colombia 2015.	33
<i>Figura 6.</i> Tipos de posibles relaciones entre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo e indicadores financieros	58
<i>Figura 7.</i> Cumplimiento de las prácticas depuradas del código país por empresa de transporte aéreo en Colombia en 2015.....	63
<i>Figura 8.</i> Cumplimiento de prácticas por factor y aerolínea frente al promedio para Avianca, Latam, Viva Colombia, Copa Airlines, Satena y American Airlines	64
<i>Figura 9.</i> Cumplimiento de prácticas por factor y aerolínea frente al promedio para Jetblue	65
<i>Figura 10.</i> Comparación de cumplimiento de recomendaciones de gobierno corporativo de aerolíneas nacionales frente a extranjeras.....	67
<i>Figura 11.</i> Comparación cumplimiento recomendaciones de gobierno corporativo entre aerolíneas nacionales frente a extranjeras por área.....	68
<i>Figura 12.</i> Cumplimiento recomendaciones entre aerolíneas cotizantes en bolsa y no cotizantes en bolsa	69
<i>Figura 13.</i> Comparación cumplimiento recomendaciones de gobierno corporativo entre aerolíneas que cotizan en bolsa frente a las que no lo hacen.	69

Capítulo I: Introducción

La premisa bajo la cual se han consolidado las grandes corporaciones se basa en la doctrina capitalista y gira entorno a la creación de valor, la cual se encuentra ligada a la maximización de utilidades. Sin embargo, con la inclusión del concepto de valor compartido y las exigencias cada vez más fuertes por parte del consumidor, se ha generado una transformación radical en el entorno empresarial, en donde el epicentro ahora es la satisfacción del cliente y las ganancias obtenidas se miden en términos económicos, sociales e incluso ambientales. Finalmente se ha reconocido la importancia del cliente como promotor de la dinámica del mercado, ya que, sin la intervención de éste, sencillamente las compañías no podrían sobrevivir en el mercado competitivo.

La revelación de varios escándalos al interior de compañías y la crisis financiera precedente ha dejado en evidencia las falencias presentes en las estructuras corporativas y la probidad de los individuos al mando, que en su intento por obtener mayores ganancias incurrir en prácticas desleales que pueden llegar a atentar contra la sostenibilidad de la empresa y en otros casos más severos, generar daños irreversibles en la sociedad.

Es por esto, que la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo ha cobrado relevancia en los últimos años, ya que se ha vuelto imprescindible que se retome la confianza en el mercado y para esto, es necesario la presencia de una normativa que le asegure al consumidor y al accionista el correcto actuar de las organizaciones. Con esto se inicia un ciclo de interdependencia entre el consumidor y la empresa, puesto que ésta última con el objetivo de mejorar su reputación corporativa y obtener licencia social decide establecer un código de buen gobierno y el consumidor, al reconocer la existencia de dicho código, decide depositar su confianza en la compañía y, por ende, contribuye con su permanencia en el mercado.

En economías desarrolladas con mercados más robustos, la implantación de directrices a favor del gobierno corporativo se encuentra en un alto grado de avance; de hecho, en Estados Unidos no existe ninguna compañía que cotice en la bolsa de valores, que no posea un código de buen gobierno, dadas las exigencias de la SEC (*Securities and Exchange Commission*).

Para el caso colombiano, el proceso es relativamente nuevo debido a la estrechez del mercado de valores y a la tardía intervención del Estado que hasta el 2001 vio la necesidad de regular el gobierno corporativo. Sin embargo, el número de empresas que han instaurado un código de buen gobierno es limitado, principalmente porque desconocen los beneficios que puede traer consigo. Por lo anterior, se hace necesario inferir acerca de la posible relación entre la generación de valor financiero y la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, para observar una posible contribución positiva a nivel rentable y, por consiguiente, sentar un precedente para futuros estudios que quieran profundizar acerca de esta posible relación, lo que puede conllevar a que las firmas colombianas incursionen en la implementación de un código de buen gobierno.

1.1 Antecedentes

Pese a que las teorías alrededor del gobierno corporativo se han desarrollado desde hace décadas, la incorporación del concepto a la realidad tuvo que adoptarse cuando las autoridades tuvieron conciencia del declive en el cual se encontraba el mundo corporativo como consecuencia de la mala praxis de compañías reconocidas a nivel mundial, aflorando las debilidades de un sistema, especialmente la desconfianza por parte de los inversionistas. Aun cuando el proceso de promover una gestión integral dentro de las compañías se ha venido incorporando en los últimos años al mundo empresarial, existen paradigmas que impiden que las organizaciones adopten buenas prácticas de gobierno corporativo,

especialmente en economías emergentes como Colombia; es por esto, que se hace relevante observar la posible relación entre dichas conductas y la generación de valor financiero.

Se puede entender al gobierno corporativo como el elemento puente que converge los intereses de los agentes exógenos (accionistas) con la toma de decisiones de los internos (juntas directivas) con el objetivo de crear una estrategia que asegure la sostenibilidad de la compañía. No obstante, según Lin-Hi & Blumberg (2011), en algunas corporaciones la toma de decisiones es un proceso miope motivado por las ganancias inmediatas, lo que pone en riesgo el éxito futuro. Lo anterior empeora dentro de un entorno competitivo, puesto que esta conducta se réplica y las demás empresas del sector en un intento por mantener su participación, incurren en las mismas prácticas y se evidencia un efecto contagioso que puede traer repercusiones negativas para la totalidad del mercado.

Diversos instrumentos estadísticos se pueden emplear para determinar la contribución del gobierno corporativo a las empresas, desde los métodos más sencillos como las encuestas de McKinsey (2000) realizada a los inversionistas o el análisis de eventos, para determinar la correlación del impacto entre el precio de cotización y la adopción de una nueva política de buen gobierno (Hermalin & Weisbach, 2003). También, existen índices de gobernabilidad los cuales ponderan diferentes variables de buen gobierno, para poder determinar su correlación con la rentabilidad de la empresa. Por ejemplo, el CLSA (*Credit Lyonnais Securities Asia*) se ha construido con información de mercados emergentes y se ha concluido que existe “una relación negativa entre la puntuación en el ranking de gobierno corporativo y el coste de capital, lo que prueba efectivamente que el buen gobierno rebaja coste de capital de las compañías” (Paz-Ares, 2004).

Por otra parte, existen autores que aseguran que los efectos positivos en el desempeño de la empresa, son estacionales y dependen de la etapa del ciclo económico por la cual se está atravesando. Según Chivite (2010), en épocas de bonanza todas las empresas,

independientemente si han adoptado prácticas de gobierno corporativo, tienen rentabilidad positiva; mientras que, en períodos de desaceleración económica, las empresas que han establecido un código de buen gobierno se destacan sobre las demás, obteniendo menores pérdidas e incluso ganancias, aun cuando el mercado en su totalidad muestra un comportamiento negativo.

Si bien el Estado como máximo órgano de control debe instaurar leyes que regulen el correcto proceder de las organizaciones con el fin de preservar la armonía en el mercado, son las empresas las que por mera liberalidad deben adoptar un código de gobierno corporativo que les asegure a todos los agentes involucrados con su actividad económica, la existencia de transparencia e integridad en su actuar. Según Paz-Ares (2004), “a medida que mejora el gobierno corporativo se obtienen mejores valoraciones de las empresas, mejor comportamiento de la cotización y mejores ratios financieros”; también, argumenta que es más fuerte el impacto positivo en economías emergentes y en aquellos países cuyo gobierno corporativo institucional es débil. Dicho fenómeno puede ser explicado porque los inversionistas suelen premiar a empresas que voluntariamente hayan decidido implementar políticas de buen gobierno.

Debido a la madurez del mercado colombiano y el retraso en el gobierno corporativo institucional, no existen estudios que puedan revelar la reciprocidad entre las buenas prácticas y la creación de valor; actualmente, se encuentran ciertos análisis que se focalizan en estudiar la situación actual del gobierno corporativo en las empresas colombianas, como es el caso de Pineda & Torres (2005), los cuales concluyeron que las empresas antioqueñas emisoras de valores aunque se encuentran comprometidas con el proceso de incorporación, aún discrepan de las exigencias de los estándares internacionales. La mayor aproximación a un estudio estadístico a nivel local, fue el realizado por Decastro (2012), en donde mediante un análisis correlacional de las empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia entre el índice

colombiano de Gobierno Corporativo y la Q de Tobin, logró evidenciar que existe correlación entre sus variables de estudio y concluyó que la aplicación del Código País trae un agregado positivo al valor de la empresa.

1.2 Definición del problema

La necesidad de proteger al inversionista y reestablecer la confianza en la probidad de las organizaciones ha obligado por una parte, al Estado, a instaurar una normativa que regule las decisiones al interior de la empresa y a las compañías, a adoptar políticas de buen gobierno corporativo. Pero, dada la falta de conocimiento por parte de los directivos de los beneficios que trae consigo un buen gobierno corporativo, es necesario analizar y profundizar acerca del impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero en el sector de transporte aéreo colombiano y de esta manera, promover la adopción de dichas conductas que conlleven a una mejoría en la configuración actual del mercado en Colombia.

1.3 Propósito de la Investigación

1.3.1 Objetivo Principal de la Investigación

- Describir las posibles relaciones entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas del sector de transporte aéreo que operan en Colombia.

1.3.2 Objetivos Secundarios de la Investigación

- Conocer el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia.

- Conocer el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia de origen nacional frente a las de origen extranjero.

- Conocer el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia, que cotizan en la bolsa frente a las que no cotizan.

- Describir las posibles relaciones entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas del sector de transporte aéreo que operan en Colombia de origen nacional frente a las de origen extranjero.

- Describir las posibles relaciones entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas del sector de transporte aéreo que operan en Colombia, que cotizan en la bolsa frente a las que no cotizan.

1.3.3 Pregunta Principal de la Investigación

- ¿Qué posible relación se puede identificar entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia?

1.3.4 Preguntas Secundarias de la Investigación

- ¿Cuál es el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia?

- ¿Cuál es el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia de origen nacional frente a las de origen extranjero?

- ¿Cuál es el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia que cotizan en la bolsa frente a las que no cotizan?

- ¿Qué posible relación se puede identificar entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia de origen nacional frente a las de origen extranjero?

- ¿Qué posible relación se puede identificar entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia que cotizan en la bolsa frente a las que no cotizan?

1.4 Importancia de la Investigación

La confianza de los inversionistas en las compañías es fundamental para asegurar el dinamismo del mercado, por lo que el gobierno corporativo debe considerarse como parte del enfoque estratégico de la organización. La presente investigación busca inferir acerca del impacto que puede existir en la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo para la generación de valor financiero y con esto, describir la importancia que puede llegar a tener la adopción de un código de buen gobierno dentro de la gestión empresarial de las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia.

1.5 Naturaleza de la Investigación

La investigación se realizó bajo un enfoque cualitativo teniendo en cuenta que el objetivo de la investigación es describir y explicar las variables estudiadas; además, por el proceso estandarizado y sistemático realizado en la recolección de datos.

Tiene un alcance descriptivo porque se busca recoger y medir las características que tienen las empresas del transporte aéreo en Colombia al aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo; y explicativo, ya que se intenta explicar la posible relación entre dichas prácticas y la generación de valor financiero.

1.6 Limitaciones

Existen diversas limitaciones para la presente investigación:

- Si bien en el sector del transporte aéreo en Colombia coexisten diversas aerolíneas, sólo existe una empresa de origen colombiano con una alta participación en el mercado; por ende, deben estudiarse compañías extranjeras que operen en Colombia y cuyo acceso a la información es limitado.

- Para realizar una comparación homogénea entre el cumplimiento de las políticas de gobierno corporativo y los resultados financieros de las empresas; sólo se evaluarán los indicadores financieros una única vez, al corte del 2015.
- Al analizarse empresas con diferentes nacionalidades, las normas de gobierno corporativo adoptadas pueden estar sujetas a la regulación de cada país; lo que puede generar un inconveniente porque la muestra no es homogénea.
- De las aerolíneas existentes en el mercado colombiano, sólo una empresa cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo que no toda la información de las otras compañías es pública.
- El factor subjetivo puede alterar el resultado de las encuestas realizadas a las aerolíneas, puesto que la percepción de las empresas no se ajusta a la realidad de las mismas.

1.7 Delimitaciones

La población de la investigación son aquellas aerolíneas comerciales de pasajeros que operan en Colombia, bajo la autorización del Departamento Administrativo de Aeronáutica Civil (Aerocivil) y se encuentran dentro del sector del transporte aéreo.

Para el análisis se toman como base los practicas de buen gobierno corporativo de cada compañía, que se encuentran disponibles públicamente, al igual que la encuesta definida en el presente documento.

1.8 Definiciones operacionales

Se entiende por empresas de transporte aéreo en Colombia a aquellas aerolíneas comerciales de pasajeros tanto nacionales como internacionales que operen en Colombia bajo autorización de la Aerocivil.

Las prácticas de gobierno corporativo definidas por cada organización, corresponden a las políticas definidas en casa matriz, que pueden ser o no aplicables con Colombia.

Se considera que para medir la posible relación entre gobierno corporativo y valor financiero en empresas del sector aéreo, se pueden establecer como ratios de valor el ROE, ROA, EBITDA, y la utilidad por acción, los cuales son indicadores cuyo valor está dado en que reflejan la capacidad de generar utilidades y de obtener un rendimiento sobre los recursos invertidos; garantizando a nivel financiero la sostenibilidad de las organizaciones, y permitiendo evidenciar la capacidad de las empresas para responderle a los accionistas, al mercado, y a terceras partes interesadas, teniendo en cuenta que son estos interesados a quienes se intenta proteger mediante la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo

1.9 Resumen

El capítulo precedente hace una contextualización del gobierno corporativo en el mundo actual, reconociendo su importancia en el entorno corporativo, en especial por la relación positiva que existe entre la adopción de buenas prácticas y la creación de valor financiero. Se evidencia el desconocimiento por parte de las empresas colombianas de la contribución del gobierno corporativo y se establece la necesidad que se implemente un código de buen gobierno, que le permita al mercado tener una mayor profundidad y liquidez.

Capítulo II: Revisión de la Literatura

La revisión de la literatura para el presente trabajo inició por una exploración inicial de información general y evolución histórica del Gobierno Corporativo, identificando los factores que llevaron a la creación de normas y reglamentos. Posteriormente se procedió a identificar similitudes y diferencias entre los diferentes acercamientos en diferentes países del mundo, así como la evolución que se ha presentado en cada de uno de ellos. Posteriormente el trabajo investigativo se centró concretamente en la evolución e historia del Gobierno Corporativo en Colombia, así como oportunidades en el modelo actualmente aplicado en el país y algunas críticas a los modelos mundiales.

De forma paralela, se hace una investigación de la situación en la que se encuentra la industria del transporte aéreo en Colombia comprendiendo información relevante para el desarrollo del trabajo. El mapa conceptual de la revisión de la literatura se muestra en la Figura 1.

2.1 Gobierno Corporativo

A lo largo de la historia, el ser humano ha buscado desarrollar mecanismos que le permitan identificar y llevar un control de estándares y normas que conlleven a implementar mejores prácticas para el desarrollo natural de su existencia. En el ámbito empresarial, uno de estos mecanismos que utilizan las empresas y entes gubernamentales es el gobierno corporativo. El término gobierno corporativo puede estar relacionado con distintos aspectos y formas que se puede ver aplicado en cualquier industria. Igualmente, al explorar la literatura, se evidencian múltiples definiciones que han ido evolucionando a través de los años. Desde los tiempos de Adam Smith hasta los conceptos utilizados por Berle y Means (1932) en su libro *The modern corporation and private propety* en donde describen los típicos conflictos al interior de las compañías acerca del control efectivo y los intereses de los directivos en el desempeño de las empresas que preceden. En esta misma línea, Jensen y

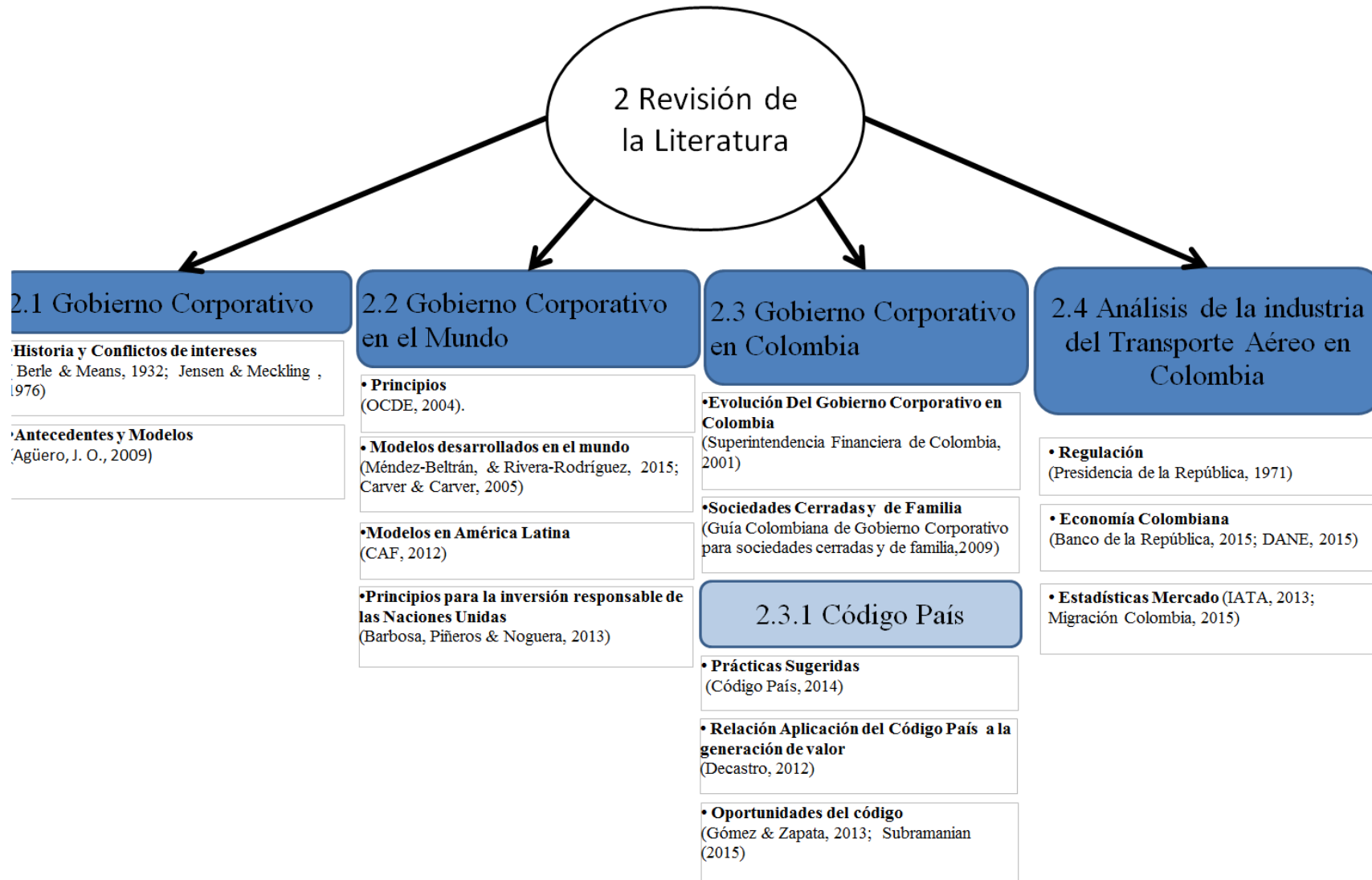


Figura 1. Mapa conceptual de la revisión de la literatura

Meckling (1976) publicaron un artículo en donde contextualizan el problema de la empresa y originan una exploración moderna sobre el gobierno corporativo enfocada al ámbito económico. En la década de 1980 y principios de la década de 1990, los conflictos ligados a la información y control de las empresas se vuelven constantes debido a la conglomeración y globalización de los mercados financieros y el comercio. Este problema es afrontado bajo la óptica de gobierno corporativo.

A partir de ese momento, las buenas prácticas corporativas fueron tomadas como base de análisis para inversionistas locales e internacionales. Según Agüero (2009), informes como el Cadbury de Gran Bretaña en 1992, el informe Dey de Canadá en 1993, el informe Viénot de Francia en 1995, los informes Peters de Holanda, Olivencia de España y Cardon de Bélgica en 1998, fueron referentes en el marco de inicio de los pilares del gobierno corporativo. Desde entonces, numerosos países han intercambiado iniciativas como guías para el desarrollo de conceptos aplicados al gobierno corporativo. Actualmente, definiciones como la de la Corporación Andina de Fomento resumen de una manera muy práctica el concepto de gobierno corporativo. “Se podría definir gobierno corporativo como el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores” (CAF, 2005).

2.2 Gobierno Corporativo en el Mundo

El gobierno corporativo a nivel mundial tiene como referente los principios de gobierno corporativo establecidos por la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), concepto que toma fuerza a partir de identificar la relevancia que tiene la delegación de poder a administradores distintos a los propietarios, para que administren y tomen decisiones en beneficio de la organización o institución en cuanto a manejo financiero, inversiones, crecimiento, como también para el logro de competitividad y

por consiguiente sostenimiento a largo plazo. A su vez entra en juego el concepto de creación de valor el cual se analiza en relación a las decisiones de los altos directivos para la creación de valor financiero, lo cual ha sido muy cuestionado, ya que se han evidenciado inadecuadas prácticas de administración que generan pérdidas a los accionistas y negativas implicancias en el largo plazo para la organización y lo más grave para la economía mundial, ya que la intención de generar beneficios ha sido meramente individualista.

Diferentes países han desarrollado documentos o guías de buen gobierno de manera individual, como consecuencia de malas prácticas evidenciadas tanto en gobiernos, empresas e instituciones del sector público y privado, las cuales han generado daños considerables a las economías mundiales, con efectos desastrosos para los mercados bursátiles y por supuesto en gran medida paralizando el desarrollo económico de muchos países, conllevando a la generación de mayores índices de pobreza en el mundo, quiebra de innumerables empresas y países con problemas económicos devastadores. Existen diversos y muy conocidos eventos de fraude empresarial y manejos irresponsables, como lo fue la crisis financiera Asiática en 1997, Brasil y Rusia en 1998, las cuales se generaron a causa de inadecuadas políticas de gobierno a nivel económico e inadecuadas decisiones de inversión; posteriormente sale a la luz pública el caso de la poderosa organización energética Enron en el año 2001, y casos subsiguientes como lo fue la crisis financiera del 2008 en Estados Unidos ocasionada por las famosas hipotecas *SubPrime* las cuales generaron graves problemas de liquidez en los bancos más grandes de Estados Unidos y del mundo, llevando a quiebras como es el caso de la financiera *Lehman Brothers*.

Lo anterior ha llevado a los gobiernos y al sector privado, a trabajar de manera conjunta para la creación, implementación y continuo seguimiento de guías o principios que permitan ayudar a los propietarios de empresas y dirigentes de gobierno en el control, crecimiento y competitividad de las organizaciones e instituciones, y por consiguiente se logre

un desarrollo económico del país de manera responsable y sostenible. La OCDE creada desde 1961 ha venido trabajando este tipo de temas, en donde en sus inicios su base de trabajo correspondía a la de promover políticas que permitieran lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y a aumentar el nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía mundial; a contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no-miembros en vías de desarrollo económico; y a contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, de acuerdo con las obligaciones internacionales. Los anteriores objetivos han venido evolucionando con el transcurrir del tiempo y como consecuencia de los diferentes sucesos económicos a nivel mundial, de tal manera que estos se han ido transformado y perfeccionando, estableciendo fundamentos que guían a las empresas y a los gobiernos en su administración, como los son los principios de gobierno corporativo de la OCDE, divulgados en el 2004, los cuales siguen siendo monitoreados regularmente. Estos principios tienen la finalidad de ayudar a los gobiernos y organizaciones en la adopción e implementación de marcos de referencia adaptables al gobierno corporativo, de una manera no vinculante, es decir que no es una obligación incluirlo en la legislación de los países miembros.

Los primeros países en ser miembros de la OCDE son Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Turquía, el Reino Unido y los Estados Unidos. Posteriormente han suscrito el Convenio, Japón, Finlandia, Australia, Nueva Zelanda, México, la República Checa, Hungría, Polonia, Corea y la República Eslovaca. La Comisión de las Comunidades Europeas participa en los trabajos de la OCDE. Si bien se puede observar, la OCDE es un organismo con mucha fuerza a nivel mundial puesto que allí se encuentran adscritas potencias mundiales las cuales tienen economías que mueven al mundo

con las decisiones que tomen sus dirigentes y en relación al comportamiento de dichos mercados, adicionalmente es importante la participación como observadores de la evolución del gobierno corporativo en los países miembros, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), como también algunos miembros del Foro sobre Estabilidad Financiera (FSF), del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO); razón por la cual se puede decir que este organismo es un referente a nivel mundial para lo relacionado a gobierno corporativo, no obstante aún falta mucho trabajo y disposición de otros países quienes a pesar de tener sus propios códigos de buen gobierno, deben sumarse a los esfuerzos que estos países que conforman a la OCDE han y están realizando para contribuir a la construcción de un mejor futuro para todos, y lograr la sostenibilidad de los mercados y de las economías mundiales, evitando que la corrupción y las actividades delictivas estén presentes en las decisiones de gobiernos y de empresas del sector público y privado.

De esta manera, y teniendo claro que la OCDE es un referente en el mundo, los Principios hacen referencia a los siguientes temas: 1) Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo; 2) Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad; 3) Un trato equitativo hacia los accionistas; 4) El papel de las partes interesadas; 5) Revelación de datos y transparencia y; 6) Las responsabilidades del Consejo. Los Principios ayudaran a los gobiernos en el mejoramiento de los marcos legal, institucional y reglamentario, como también ofrecer a las Bolsas de Valores, inversionistas, sociedades públicas y privadas, y demás partes que intervienen en la economía de un país a desarrollar y perfeccionar modelos de buen gobierno corporativo.

En el mundo existen modelos de gobierno corporativo, como el modelo anglo-sajón el cual se basa en una estructura de mercado; y el modelo japonés y germano el cual tiene su

base en las relaciones, los cuales ha sido desarrollados y perfeccionados a partir de las diferentes teorías que desde la década de los setenta han surgido como consecuencia de la búsqueda de productividad, competitividad y beneficios para los accionistas, y de las diferencias que empezaron a surgir entre accionistas y directivos. Méndez-Beltrán, J. A., & Rivera-Rodríguez, H. A. (2015), enuncian los modelos tradicionalmente desarrollados en el mundo en cuanto a gobierno corporativo, ventajas y desventajas e implicaciones en Latinoamérica, según muestra la Tabla 1 y a su vez enuncian lo expuesto por Carver y Carver (2005) quienes indican que,

El punto de partida para cualquier organización que desee fomentar la competitividad a través de la implementación de una política de gobierno corporativo deberá iniciar desde la construcción de un dispositivo que busque disminuir los conflictos de interés y que aumente la transparencia. Lo que se podría observar es que el modelo que se desee implementar deberá responder a un lineamiento estatal, pero como este tema es no vinculante, cada organización podrá establecer la ruta que seguirá para alcanzar sus objetivos (p. 443).

Otro referente en lo relacionado a gobierno corporativo, competitividad y desarrollo local y empresarial corresponde a lo publicado por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), en su serie de documentos acerca de gobierno corporativo en América Latina, el cual indica que “las prácticas de gobierno corporativo fortalecen los órganos de dirección y control de las empresas (asamblea de accionistas o propietario, directorio y gerencia), al tiempo que definen reglas claras de juego entre los actores, e incrementan el nivel de transparencia y rendición de cuentas frente a grupos de interés” (CAF 2012, p. 9).

Aunque el documento centra su enfoque hacia las empresas estatales, también busca que estas empresas sean ejemplo a seguir por el sector privado, permitiendo así lograr mejores condiciones de gobernabilidad en las empresas e instituciones y de esta manera se logre

competitividad y desarrollo sostenido. De esta manera el modelo que plantea el CAF establece un balance entre tres grupos de interés, los propietarios e inversionistas, los ejecutivos, gerentes y empleados, y el directorio, según muestra la Figura 2.

En la actualidad el CAF está conformado por 19 países, 17 en América Latina y el Caribe, Argentina, Brasil, Costa Rica, Jamaica, Paraguay, República Dominicana, Venezuela, Barbados, Chile, Ecuador México, Perú, Trinidad y Tobago, Bolivia, Colombia, Panamá, Uruguay, España y Portugal, al igual que 14 bancos privados de la región.

Igualmente el término Desarrollo Sostenible es clave y se encuentra muy ligado al gobierno corporativo, siendo un reto su inclusión y aplicación. Según lo expuesto por Barbosa, D., Piñeros, R., Noguera, A., (2013), indica textualmente, “La Comisión Mundial para el Ambiente y el Desarrollo de las Naciones Unidas en 1987 acuñó la definición clásica de desarrollo sostenible como, un desarrollo que satisface las necesidades del presente sin comprometer la habilidad de generaciones futuras de satisfacer sus propias necesidades. Se trata de un principio que une tres pilares: desarrollo económico, equidad social y protección ambiental” (p. 199). Será responsabilidad de los dirigentes incluir el término Desarrollo Sostenible en las estructuras de gobierno corporativo, puesto que debe existir conciencia sobre las consecuencias en relación a cómo se está produciendo y cómo se están explotando los recursos naturales, lo cual hace parte de una adecuada y responsable administración.

Continuando con lo enunciado por Barbosa, D., Piñeros, R., Noguera, A., (2013), más de 411 inversionistas han firmado los Principios para la inversión responsable de las Naciones Unidas (UNPRI) y se encuentra evidencia de que varias estructuras de gobierno corporativo de grandes compañías incluyen comités de sostenibilidad (p. 199). Es así como dos organismos como son la OCDE y el CAF, se constituyen como referentes a nivel mundial en lo relacionado de gobierno corporativo, teniendo en cuenta la cantidad de países miembros, la cobertura en relación a que los miembros se encuentran en diferentes continentes, y por

supuesto su activa participación e interés en su aplicación para lograr desarrollos sostenibles de las economías. Países emergentes como China, India y Brasil, cuentan con importantes avances en lo relacionado a reformas socioeconómicas con positivos impactos en lo concerniente a gobierno corporativo, lo cual les ha permitido un mejor desempeño y por consiguiente el logro de una mayor competitividad. Aunque deben seguir aunando esfuerzos para reducir la corrupción y las actividades delictivas, ha sido un avance importante su participación ya que son mercados que generan gran impacto en la economía mundial.

Tabla 1

Modelos de Gobierno Corporativo

Modelos	Ventajas	Desventajas	Implicaciones en Latinoamérica
Anglo-americano	Es muy conocido. Entrega buenos rendimientos. Para economías en auge el valor de la acción aumenta rápidamente. Prima el accionista.	Enfoque de corto plazo: no se preocupan por la permanencia de la empresa al largo plazo. Conjunto de desconocidos que invierten juntos. Dirigidos por la Junta Directiva y el gerente que buscan satisfacer sus intereses personales.	Para economías débiles no funciona muy bien por los altos costos sociales que puede tener asociados. La cultura y los valores propios del modelo son difíciles de transmitir a la cultura latina.
Alemán	Los trabajadores se preocupan por la corporación y, por tanto, tienen menos descanso laboral. Visión estratégica. Menos colapsos. Perspectivas muy atractivas para el inversionista extranjero. Alta calidad, y son muy competitivas.	Los seres humanos deben ser vistos por igual y se deben potenciar sus capacidades. Se pueden generar conflictos entre los empleados. Explotación del empleado.	Manejo de los sindicatos. Administración y participación del recurso humano.
Japonés	Tienen los mejores elementos del derecho alemán, japonés y americano. Todos trabajan por la supervivencia de todos. Empleo vitalicio. Priman, en su orden: la corporación, los clientes, empleados, acreedores y accionistas.	Al ser tan colectivista no hay efectividad en las actividades de bajo funcionamiento.	Es atractivo para los inversionistas extranjeros y genera beneficios a los grupos de interés.

Nota. Tomado de “Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: instituciones de educación superior en América Latina.”, por Méndez-Beltrán, J. A., & Rivera-Rodríguez, H. A. (2015).

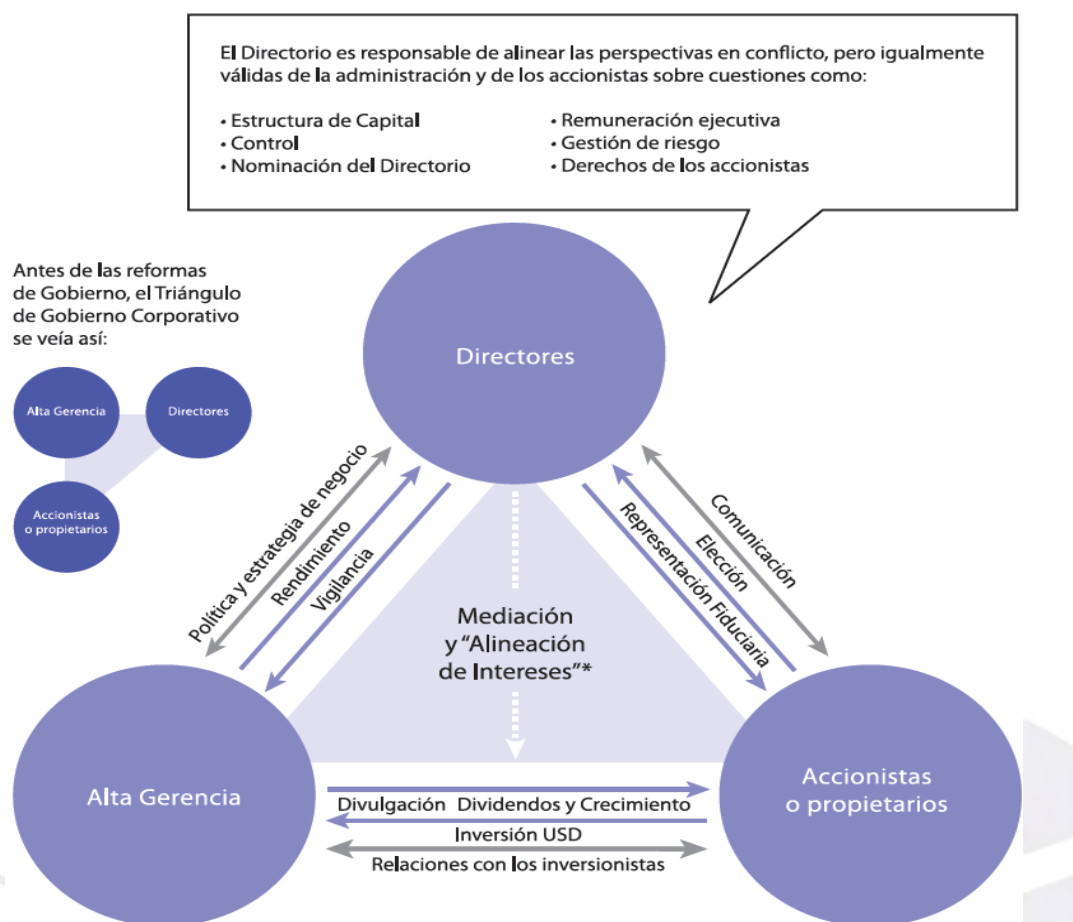


Figura 2. El triángulo de gobierno corporativo.

Tomado de “Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal,” por Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), 2012, p.15. Recuperado de <http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/366/gobierno-corporativo-importancia-empresas-estado.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

2.3 Gobierno Corporativo en Colombia

La formalización de la historia del gobierno corporativo en Colombia empieza en el año 2001 con la expedición de la resolución 275 de 2001, la cual consolidó la normativa con respecto al gobierno corporativo para Colombia. Antes de esta resolución, lo que existía consistía en varias iniciativas independientes de diferentes empresas donde aquellas que se destacaban eran precisamente aquellas multinacionales con protocolos que aplicaban en sus países de origen. Con esta resolución, el gobierno busca reglamentar los requisitos mínimos para que las empresas sean acreditadas, de manera que los fondos de inversión inviertan en los valores que emitan y aplica para “las personas jurídicas de naturaleza privada, cualquiera

que sea su forma de asociación, a las empresas industriales y comerciales del Estado, a las sociedades de economía mixta, y en cuanto resulte aplicable, a las entidades territoriales y en general a todas las personas jurídicas de naturaleza pública, con excepción de la Nación” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2001). Según esta misma resolución, las medidas específicas que se deben asegurar para su cumplimiento y que están principalmente dirigidas al respeto de los derechos de quienes deseen invertir en sus acciones, mínimo deben incluir mecanismos de (a) evaluación y control de los administradores, de los principales ejecutivos y de los directores, (b) prevención, manejo y divulgación de conflictos de interés entre las partes interesadas, (c) identificación y divulgación a accionistas y demás inversionistas de riesgos del emisor, (d) comunicación de hallazgos relevantes del revisor fiscal a los accionistas, (e) realización de auditorías por parte de los accionistas al emisor, (f) convocatoria de asamblea general de accionistas para accionistas minoritarios, (g) equidad entre accionistas e inversionistas, (h) reclamación ante desviación del código del buen gobierno. A su vez, esta resolución indica que las empresas deberán brindar información relacionada con la conformación de la junta directiva, de su independencia, de los representantes legales y principales ejecutivos, de sus políticas de remuneración, de los beneficiarios reales de las acciones o de propietarios y controlantes, de las relaciones económicas entre el emisor y los accionistas mayoritarios, criterios de selección de proveedores, de normas sobre ética, etc.

A partir de la resolución anteriormente resumida, y las iniciativas del gobierno que busca unirse a la OCDE, cuyo ingreso depende en parte de las buenas prácticas de gobierno corporativo local, la Superintendencia Financiera de Colombia, con la participación de los gremios y agentes nacionales más importantes, como lo es la Corporación Andina de Fomento, la Superintendencia Financiera de Colombia, el Ministerio de Comercio, el ministerio de Industria y Turismo, la Asociación Nacional de Industriales, la Bolsa de Valores

de Colombia, Sociedades Bolívar, Cementos Argos, *Governance Consultants* y Suárez & Asociados se reunieron en octubre de 2005 para discutir y concertar las 36 medidas que componen la guía llamada Código País en su primera versión. “El Código País es una compilación de recomendaciones de mejores prácticas de gobierno corporativo para emisores del sector real y financiero, que busca crear una serie de medidas a través del consenso de un equipo de trabajo, integrado por todos los partícipes del mercado de capitales: inversionistas, emisores, proveedores de infraestructura y supervisores” (Código País, 2009). Este código consolida las mejores prácticas de gobierno corporativo buscando reducir las brechas de información existentes entre emisores de valores e inversionistas, aumentando de esta forma la transparencia y oportunidades en la administración de los recursos, así como analizar la conducta corporativa y compararla con otros emisores (Código de Mejores Prácticas Corporativas, 2007). Para su elaboración, el comité se basó en los lineamientos para un Código Andino de gobierno corporativo, elaborado por la Corporación Andina de Fomento – CAF.

Al ser el Código País una guía para la implementación de mejores prácticas del gobierno corporativo, de no obligatorio su cumplimiento; les permite a las empresas explicar la no adopción de algunas medidas mientras otras sí, un modelo de Cumpla o Explique. Este modelo no exige la implementación de todas las medidas pero sí la revelación anual de las medidas adoptadas por cada emisor, así como la voluntariedad de explicar las razones de la no adopción. Como beneficios de la adopción de este código está la estandarización de la información presentada y las fechas de entrega, el aumento de la confianza y transparencia percibida por el accionista de la empresa y la posibilidad de comparar resultados entre años, generando mejor control y seguimiento (Código País, 2009).

Viendo la necesidad de evolucionar a una nueva versión del código país que posea mayor alineación frente a la coyuntura mundial y que refleje mejor las necesidades y

realidades nacionales, se genera en 2014 una nueva versión de éste código. Los principales cambios están reflejados en el ajuste al mercado actual en cuanto a conglomerados, el acercamiento a estándares internacionales, los riesgos y su relevancia relacionados con la administración de empresas y el fortalecimiento de los sistemas de control interno (Bolsa de Valores de Colombia, 2014). Esta última versión del código, se enfoca en 5 áreas de interés, que son (a) derechos y trato equitativo entre accionistas, (b) asamblea general de accionistas, (c) junta directiva, (d) arquitectura de control y (e) transparencia e información financiera y no financiera. A su vez, estas áreas se distribuyen en 33 medidas que comprenden aspectos claves del gobierno corporativo con 148 recomendaciones, que son prácticas concretas para materializar los lineamientos (Código País, 2014).

A partir del Código País, se generó la creación de sistemas de control y verificación del cumplimiento de las pautas especificadas para un buen gobierno corporativo y “desde el 2006 la Superintendencia Financiera de Colombia y desde el 2007 la Superintendencia de Sociedades crearon dependencias especializadas para la supervisión del gobierno corporativo de las sociedades supervisadas” (Guía Colombiana Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia, 2009). Adicional a la experiencia de supervisión de estas 2 entidades, sumado a los resultados de la Encuesta Nacional de gobierno corporativo y responsabilidad social empresarial realizada en el año 2008 por parte de Superintendencia de Sociedades, permitió comprender con profundidad el estado del gobierno corporativo de las sociedades cerradas así como las principales irregularidades presentadas relacionadas con el gobierno corporativo, ver Tabla 2.

Con esta información, se unen la Cámara de Comercio de Bogotá, la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio y la Superintendencia de Sociedades para generar el documento titulado como Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para sociedades Cerradas y de Familia. Esta guía, de acuerdo a lo que explican sus autores, busca demostrar

al empresario que la aplicación de las medidas sugeridas, permitirá el aumento de la rentabilidad, la mitigación de factores de riesgo de mayor probabilidad de ocurrencia y a su vez la reducción de riesgo de las entidades que supervisan la sociedad, sean del sector real o financiero.

Esta guía se convierte a su vez en el principal instrumento con el que cuentan las sociedades cerradas y/o de familia para asegurar la transparencia de sus operaciones y se divide en módulos de:

- Control de gestión: que aporta medidas de presupuestos, planes estratégicos, objetivos estratégicos, responsabilidades de los funcionarios sobre objetivos estratégicos, evaluación de los responsables por el cumplimiento de los objetivos estratégicos, seguimiento al presupuesto aprobado, seguimiento periódico al cumplimiento del plan estratégico, seguimiento de los objetivos estratégicos, identificación de riesgos de incumplimiento de ley, mitigación, aceptación y control de riesgos, procedimientos para asegurar que informes financieros se ajusten a normas aplicables, adopción de medidas correctivas si existe brecha entre la planeación frente a la ejecución y definición indicadores de gestión.
- Máximo órgano social: Promover la mayor asistencia a las reuniones del Máximo Órgano Social, convocando como mínimo con la antelación establecida en la ley incluyendo orden del día, lugar, hora, oportunidad y persona ante la que se podrá ejercer el derecho de inspección. Reglamento interno del Máximo Órgano Social. Procedimientos para la aprobación de políticas de remuneración de administradores, enajenación de activos, segregaciones y operaciones cuya realización pueda obrar en detrimento de los intereses de la sociedad. Un procedimiento para la selección del revisor fiscal bajo criterios de independencia e idoneidad.

- Administradores: Procedimientos para la presentación de candidatos para la junta directiva u órgano equivalente, número impar de miembros dónde al menos 1 deberá ser externo, reglamento interno, procedimiento de evaluación de la junta.
- Revelación de la Información: Debe contener información de operaciones celebradas con los administradores, los asociados y personas vinculadas a éstos, el resultado de operaciones de enajenación global de activos y el cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo.

Tabla 2

Principales Irregularidades de las Sociedades Comerciales en el Periodo 1997 - 2007

Irregularidad	%	% Acumulado
Irregularidades en convocatorias para juntas y asambleas	12%	12%
Incumplimiento funciones revisor fiscal	11%	23%
Contabilidad atrasada	11%	34%
Falta de Soportes contables	9%	43%
Indebido diligenciamiento de libros de actas y de socios	9%	52%
Incumplimiento de pagos	6%	58%
Extralimitación Funciones Administradores	3%	61%
No desarrollo del objeto social	3%	64%
No lleva libros registrados	3%	67%
Incumplimiento de funciones liquidador (inventarios, avalúos, etc.)	3%	70%
Contabilidad no es clara, completa y fidedigna	3%	73%
No registro provisiones y reservas	3%	76%
No reuniones de junta directiva	2%	78%
Impedimento Derrcho de Inspección	2%	80%
No pago de capital	2%	82%
Conflicto de intereses	2%	84%
Falta de avalúos propiedad, planta y equipo - art 64 Dec 2649	2%	86%
Gastos sin relación de causalidad	2%	88%
Estados financieros sin revelaciones (notas, dictámenes, etc.)	2%	90%
Indebio diligenciamiento libros contabilidad	2%	92%
Préstamos a socios	2%	94%
otros (menores a 1%)	6%	100%

Nota. Tomado de “Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para sociedades cerradas y de familia” por Superintendencia de Sociedades, Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras. Recuperado de [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)

Estas guías representan para Colombia un gran avance en materia de gobierno corporativo, transparencia, veracidad de la información y finalmente respeto al accionista o socio de empresas cerradas o abiertas que desea contar con la mejor información disponible para la toma de mejores decisiones y es un factor clave para la atracción de inversión extranjera.

2.3.1 Código País Colombia

Partiendo de la necesidad de avanzar en esquemas que generen confianza y transparencia en las gobernanzas corporativas de las empresas y que por consiguiente atraigan inversionistas tanto extranjeros como locales, el código de mejores prácticas corporativas Colombiano, llamado Código País en su versión del año 2014, representa y compila prácticas para fortalecer el gobierno corporativo en Colombia con base en recomendaciones y requerimientos de la OCDE y del Banco Mundial. El Código País tiene como principal objetivo “reducir la distancia entre emisores de valores e inversionistas, lo cual provendrá de la adopción y puesta en marcha de dicho Código por parte de los primeros, 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” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012). A su vez busca crear beneficios para la sociedad y sus accionistas aumentando la generación de valor, mejorando la gestión de los riesgos y las condiciones de financiación. Según el Hernández (2014), el Código País en su versión 2014, se estructura en 5 factores en 148 preguntas cuyas descripciones y finalidades son las siguientes:

- Derechos y Trato equitativo de Accionistas

Con esta medida se busca dar reconocimiento a los accionistas a influir en la sociedad principalmente a través de la participación y voto en la Asamblea General de accionistas, recibir y solicitar información del emisor y su

conglomerado y de participar en los beneficios de la sociedad. 14 Preguntas relacionadas.

- Asamblea General de Accionistas

Con esta medida se busca que los accionistas participen activamente en las asambleas, que la tecnología se use para maximizar el acceso a la información y la comunicación entre la sociedad y los accionistas y por último, consolidar la asamblea como principal mecanismo de suministro de información a los accionistas. 19 preguntas relacionadas.

- Junta Directiva

Las medidas relacionadas con la junta directiva buscan que ésta tenga una dimensión apropiada, aumentar la transparencia en la conformación de la junta, que prime el principio de idoneidad en la elección de sus miembros sobre otras consideraciones, que su funcionamiento sea eficaz y eficiente, definir las funciones que les corresponde de manera suficiente y permitir a las juntas contar con apoyo de comités especializados. 73 preguntas relacionadas.

- Arquitectura de Control

Estas medidas buscan facilitar la incorporación de procedimientos consistentes y alineados, mejorar el seguimiento de los objetivos estratégicos, aumentar la capacidad para gestionar los riesgos necesarios, facilitar la comprensión de los riesgos para la toma de decisiones y reforzar el control de los riesgos. 29 preguntas relacionadas.

- Transparencia e Información Financiera y no Financiera

Las medidas relacionadas buscan que los grupos de interés tengan un apropiado conocimiento sobre la marcha, situación y elementos de juicio

suficientes para la toma de decisiones de manera informada del emisor. 13 preguntas relacionadas.

El uso de la encuesta del Código País para generar un índice de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y compararlo con el valor de las sociedades y la eficiencia económica de éstas, es una práctica ya anteriormente probada con resultados que no sólo demuestran la aplicabilidad de la encuesta como herramienta de medición, sino la correlación positiva entre el nivel de aplicación y el valor de la empresa. Según Decastro (2012), que analizó las empresas listadas en la Bolsa Colombiana de Valores en el periodo 2007-2011 relacionando su índice colombiano de Gobierno Corporativo (ICGC), con base en el Código País, “encontró que por cada unidad de aumento en el índice, la Q de Tobin aumenta en aproximadamente 1.3%” (Decastro, 2012), demostrando así la correlación entre las 2 variables y evidenciando el valor agregado de la aplicación de los lineamientos del código.

Es importante resaltar que, si bien el Código País en su versión de 2014 con vigencia desde el 01 de enero de 2015, es un significativo avance en materia de control y transparencia, así como la factibilidad para usar como instrumento de medición de la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo, todavía presenta importantes oportunidades para ajustarse las necesidades actuales y de la coyuntura colombiana. Según Gómez & Zapata (2013), que compararon varios códigos existentes de varias regiones en el mundo, encontraron que para el caso colombiano, éste sigue el mismo modelo de los Estados Unidos, pero dado menor nivel de desarrollo de Colombia frente a los Estados Unidos, lleva a la conclusión que “esta situación podría ser contraproducente, ya que están siguiendo un modelo que va en contra de su infraestructura corporativa y su cultura” (Gómez & Zapata, 2013). A su vez, estos autores consideran que los modelos adoptados por países como Alemania y Noruega, donde existe un mayor equilibrio entre los poderes y partes interesadas así como una mayor participación de

los propietarios, que genera a su vez una menor delegación de funciones a la junta directiva, debería ser adoptado por Colombia, país con menor nivel de desarrollo, más empresas familiares y pymes, ajustándose de esta forma al entorno, cultura y situación actual del país.

Por otro lado, es importante tener en cuenta algunas críticas que se han generado ante la presente forma de gestionar el gobierno corporativo a nivel mundial. Según Subramanian (2015), es necesario evolucionar los actuales sistemas buscando regresar a los principios originales y principales. Según el autor, hay 3 principios que se deben tener en cuenta para evolucionar el sistema con el objetivo de beneficiar a todas las partes. El primer principio sugerido busca que las juntas directivas gerencien pensando en el largo plazo, y no sólo en el corto plazo, dónde deben trimestralmente mostrar resultados. Esta presión genera que en muchas ocasiones los gerentes y juntas tomen decisiones que benefician la compañía en el corto plazo, pero pueden llegar a ser desastrosas años después. El segundo principio se enfoca en que las juntas deben generar mecanismos que asegure que se tengan las mejores personas en la junta así como en la gerencia de la compañía. Con este punto, el autor pone de manifiesto las dificultades a las que se enfrentan las juntas y asambleas a la hora de definir los candidatos a las juntas, pues en muchas ocasiones se generan intereses contrarios que finalmente llevan a que no pueda contar con los mejores miembros cuyas habilidades, experiencias y competencias se complementen, generando mayor valor para la empresa. El último principio sugerido, es darle a todos los grupos de interés responsabilidades sobre las decisiones importantes.

2.4 Análisis de la industria del transporte aéreo en Colombia

La industria del transporte aéreo en Colombia está regulada por las políticas definidas en conjunto por el Departamento Administrativo de Aeronáutica Civil (Aerocivil) y el Ministerio de Transporte. Es responsabilidad única de la Aerocivil garantizar el correcto

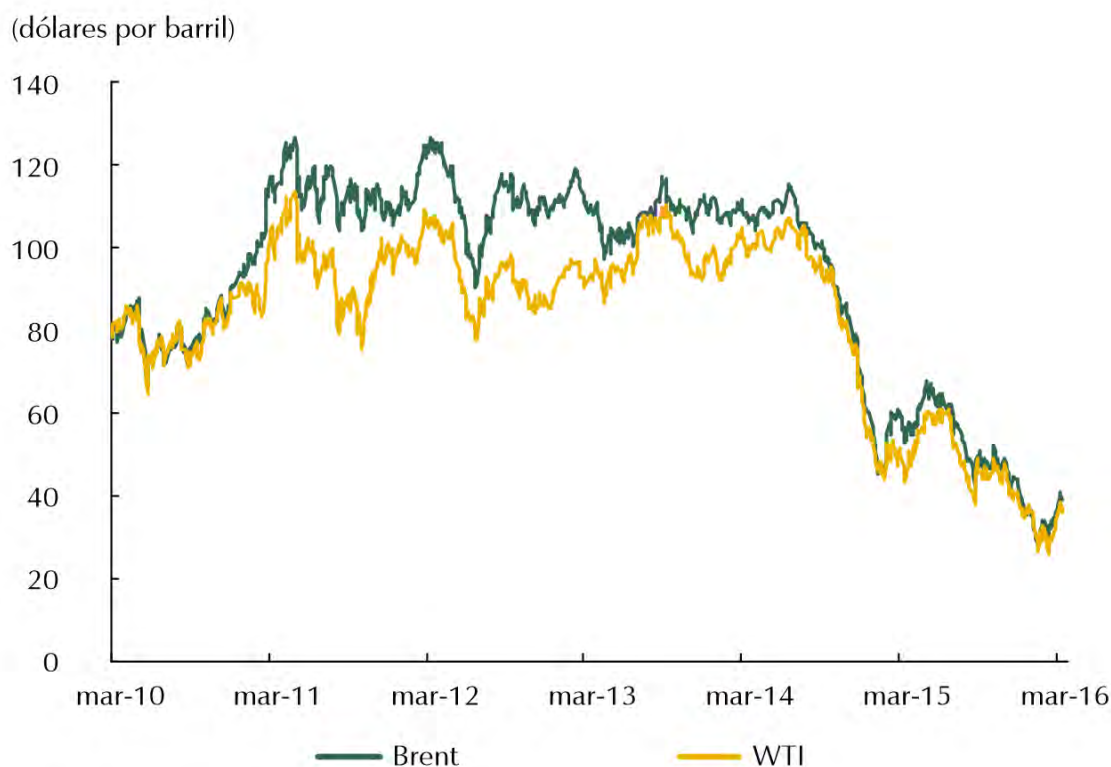
cumplimiento de la normativa, velando por la seguridad del espacio aéreo colombiano en línea con lo establecido en la legislación colombiana y en los acuerdos internacionales.

Según lo establecido por el Libro Quinto del Código de Comercio de Colombia (Presidencia de la República, 1971), los Reglamentos Aeronáuticos de Colombia (RAC) son expedidos por la Aerocivil y deben estar en constante actualización con el objetivo de homologar las normas nacionales con los estándares internacionales y ajustarse al dinamismo de la industria aeronáutica. Es por esto, que mediante la Resolución 06565 de 2009, se adoptan los procedimientos y documentos para el grupo de normas aeronáuticas de la unidad administrativa especial de Aeronáutica Civil.

La industria aérea ha tenido que afrontar el turbulento entorno económico que se desató a partir del segundo semestre del 2014, por la caída estrepitosa en los precios del petróleo (Figura 3) como consecuencia de una mayor oferta, debido a las formas alternativas para la extracción de crudo empleadas por Estados Unidos y a la reacción que tuvo la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) al mantener intactos sus niveles de producción; lo anterior, trajo consigo un desbalance en la dinámica de intercambio de este producto.

Actualmente, Colombia se encuentra en una etapa de desaceleración económica por la convergencia de muchos factores que han contribuido negativamente en el PIB: (a) el debilitamiento de las economías de la región, puesto que varios de los países afectados son socios comerciales colombianos; (b) el comportamiento bajista en el precio del petróleo considerando que la mayoría de los ingresos para la nación son derivados de ésta actividad económica; (c) la depreciación acumulada de la tasa de cambio; y (d) el déficit en las exportaciones netas, principalmente por el estancamiento en las exportaciones. No obstante, el efecto en la balanza comercial no fue tan profundo explicado “por las menores compras externas de combustibles y lubricantes (44.7%) e insumos para la industria (3.7%),

compensadas parcialmente por el crecimiento de las importaciones de equipo de transporte aéreo (48.1%) (Banco de la República, 2015, p.62).



Fuente: Datastream.

Figura 3. Precio internacional del petróleo (Brent WTI)

Tomado de “Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República” por Banco de la República, Marzo 2016. Recuperado de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/ijd_mar_2016.pdf

La aparente recuperación económica norteamericana, la vulnerabilidad de la industria de hidrocarburos y el descenso en la inversión extranjera han convergido en el fortalecimiento del dólar, afectando directamente la industria del transporte aéreo en Colombia.

La industria aeronáutica está contenida dentro de la actividad económica de transporte, almacenamiento y comunicaciones que representa el 7.2% del PIB colombiano. Para el tercer trimestre del 2015, la variación interanual se ubica en 1.8%, una mejoría considerable frente al segundo trimestre del mismo año (0.5%). Sin embargo, éste rubro se ha visto afectado por la coyuntura económica puesto que en el 2014 las variaciones rondaban el 4.2%, en promedio.

El transporte por vía aérea contribuye con el 7.8% del grupo de transporte, almacenamiento y comunicaciones; y del total del PIB tiene una participación del 0.6%. La

actividad económica favoreció a la bonanza económica que se presentó desde 2009, con un comportamiento expansionista (Figura 4) focalizado en el transporte por vía aérea. La desaceleración que presenta el sector en el 2015, se debe principalmente a la caída de los servicios de correo y telecomunicaciones, la cual ha presentado decrecimientos en los tres trimestres del año; sin embargo, se ha visto compensada por el excelente comportamiento en el transporte por vía aérea con un incremento del 59.9% frente al año anterior (2014: 5.9%; 2015: 9.4%)

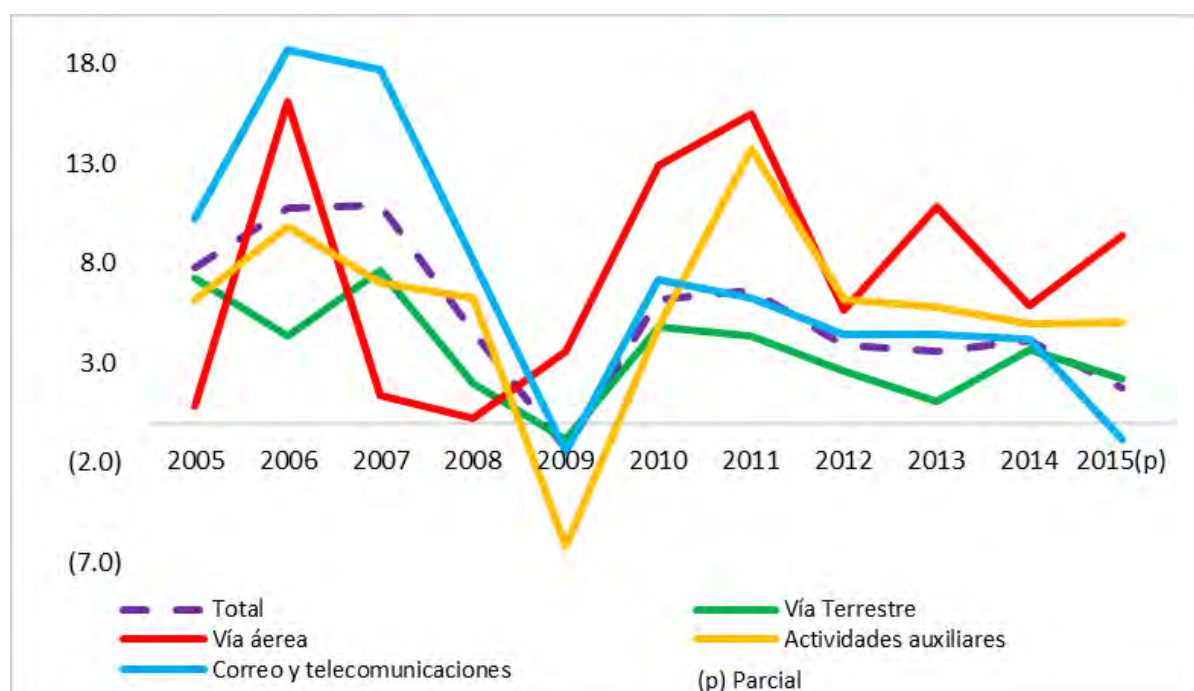


Figura 4. Crecimiento real anual del PIB por subsectores de la actividad económica de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Tomado de “Oferta constantes desestacionalizadas III 2015”. Recuperado de <http://www.dane.gov.co/index.php/cuentas-economicas/cuentas-trimestrales>

Según los datos obtenidos del DANE (2015), el sector de transporte tiene un peso del 15.19% sobre el total del IPC, contribuyendo con el 0.64% de la inflación en lo corrido del año. Para noviembre del 2015, este grupo presenta una variación interanual del 4.41% con un aumento de 1.73pp con respecto al mismo período del año anterior, mientras el IPC en general crece 2.73pp. La mayor contribución (0.53%) al sector de transporte la presenta vehículos, jalonando a la totalidad del grupo; lo anterior como consecuencia del incremento en el precio

de los automotores importados como consecuencia de la depreciación del precio colombiano. Como se ver en la Tabla 3, en cuanto al pasaje aéreo ha tenido un crecimiento mayor al del total del sector con una variación del 5.83%; sin embargo, presentó una caída en el mensual del 0.87%

Tabla 3

Variación y Contribución del Transporte en el año corrido

Descripción	Variación %	Contribución
Vehículos	15.32	0.53
Bus	4.25	0.1
Pasaje Aéreo	5.83	0.05
Buseta	2.85	0.04
Otros para transporte	12.70	0.03
Taxi	2.08	0.03
Otros medios para transporte urbano	2.98	0.02
Servicios de Mecánica	3.58	0.01
Bus Intermunicipal	-5.8	-0.01
Combustible para vehículos	-6.44	-0.17

Nota. Tomado de “Boletín técnico IPC del mes de noviembre 2015” por DANE, 2015. Recuperado de <http://www.dane.gov.co/index.php/indices-de-precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>

No obstante, la industria se ha visto beneficiada por el comportamiento de la migración en el territorio; al cierre del 2015, el flujo migratorio en Colombia presentó un incremento del 10% con respecto al 2013, y del 5% con respecto al 2014, de los cuales el 51% corresponden a entradas y el 49% a salidas, lo que evidencia un equilibrio en el mercado (Migración Colombia, 2016). La movilidad en el país se ha visto favorecida por: (a) la exención de visas, lo que le ha permitido a los colombianos viajar a distintos países sin restricciones y; (b) la depreciación del dólar, que ha convertido a Colombia en un atractivo turístico para extranjeros.

Según el reporte realizado por Migración Colombia (2016), el medio de transporte más utilizado por los pasajeros fue el aéreo con una participación del 89.1% del flujo migratorio durante el 2015; el 66.01% focalizado en el Aeropuerto El Dorado en Bogotá.

América del Sur y Norteamérica son las regiones que más contribuyen con el flujo migratorio del país (Figura 5); por una parte, los extranjeros oriundos de estas regiones representan las mayores entradas al país y los colombianos tienen preferencias por estos destinos en sus viajes. Para el 2017, estos flujos se incrementarán teniendo en cuenta el estudio realizado por la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA, por sus siglas en inglés) (2013), la cual proyecta que las aerolíneas experimentarán un aumento del 31% en el número de pasajeros entre 2012 y 2017.

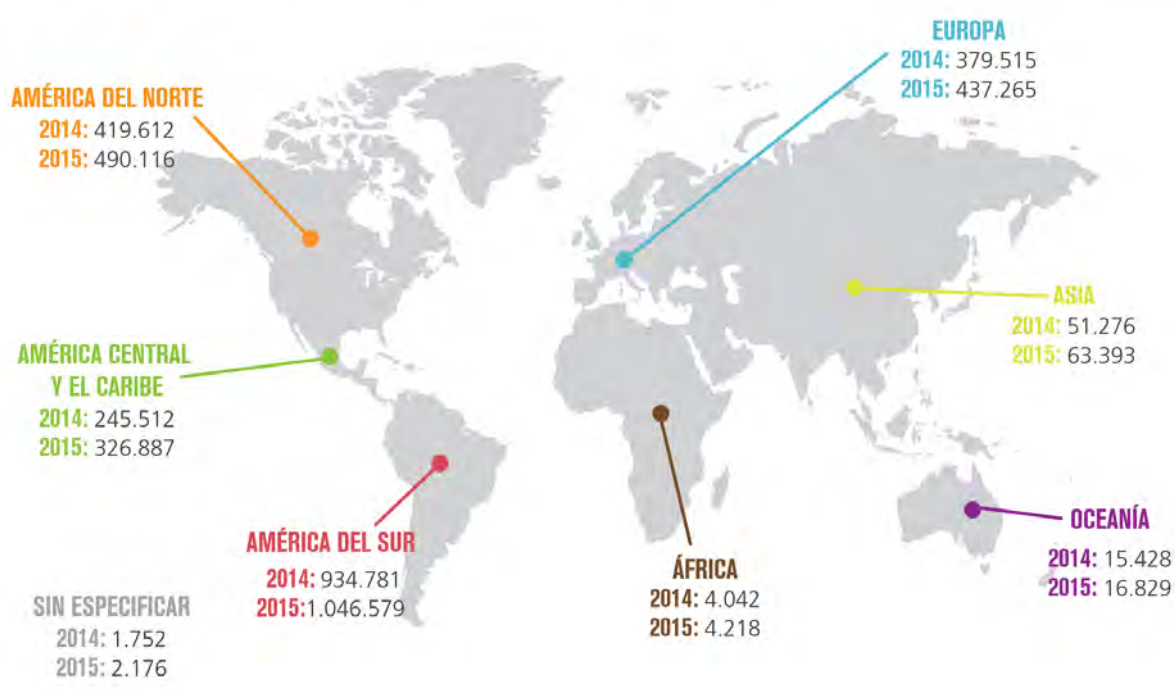


Figura 5. Comportamiento migratorio de extranjeros según región continente / mapa central 2014-2015, flujo migratorio de Colombia 2015. Tomado de “Boletín anual de estadísticas 2015” por Migración Colombia, 2016. Recuperado de <http://migracioncolombia.gov.co/phocadownload/Boletin%20estadistico%202015%20espanol.pdf>

Finalmente, cabe resaltar el contexto ambiental en el cual se encuentra la industria de transporte aéreo considerando la relevancia que ha adquirido en los últimos años. Por ejemplo, dentro del marco de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, el compromiso de Colombia es una reducción del 20% de sus emisiones de gases de efecto invernadero para el 2030; dicha meta puede incrementarse al 25% o incluso 30%, según los recursos internacionales que reciba el país para apoyar sus planes de mitigación

(“Colombia se compromete a reducir el 20% de sus emisiones de gases de efecto invernadero para el año 2030”, 2015). Para cumplir con esta meta, las principales acciones están enfocadas según el sector; por ejemplo, para el transporte aéreo, la iniciativa consiste en la renovación de la flota, ya que los viejos aviones son proclives a emitir una mayor cantidad de gases.

La industria aeronáutica bajo el liderazgo de la IATA, reconoce su responsabilidad ambiental y es por esto, que “fue el primer sector en el mundo de aceptar los ambiciosos objetivos de reducir las emisiones de CO₂ a nivel global, que incluye una reducción del 50% en emisiones netas de CO₂ para 2050 con respecto a los niveles de 2005” (“*Airlines expect 31% rise in passenger demand by 2017*”, 2013). Por otra parte, en 2008, se creó el Grupo de Usuarios de Combustibles de Aviación Sostenibles (SAFUG, por sus siglas en inglés) con la colaboración de varias organizaciones protectoras del medio ambiente con el objetivo de ayudar iniciativas que desarrollen y comercialicen fuentes alternativas de combustibles para la aviación, los cuales ya empezaron a ser usados por varias aerolíneas en vuelos comerciales.

2.5 Resumen

El gobierno corporativo define la interacción entre accionistas, junta directiva y alta gerencia agrupando las mejores prácticas en su relación con el objetivo de solucionar conflictos entre las partes interesadas asegurando un control que genere transparencia, credibilidad, así como crecimiento sostenible de las organizaciones.

La evolución de las prácticas de gobierno corporativo a nivel mundial, si bien comparten el enfoque anteriormente mencionado y basado en las recomendaciones de los principios de gobierno corporativo de la OCDE, presenta algunas diferencias en sus modelos y las guías sugeridas de aplicación en cada región o país. Se destacan los modelos anglo-americano, el alemán y el japonés, cada uno caracterizado por sus respectivas ventajas, desventajas e implicaciones de aplicabilidad para Latinoamérica, ver Tabla 1.

Para el caso específico de Colombia, el inicio de las prácticas formales y estandarizadas de gobierno corporativo empieza en 2001 a partir de la iniciativa del gobierno con la resolución 275 de este mismo año. Posteriormente en 2005 la Corporación Andina de Fomento, la Superintendencia Financiera de Colombia, el Ministerio de Comercio, el ministerio de Industria y Turismo, la Asociación Nacional de Industriales, la Bolsa de Valores de Colombia, Sociedades Bolívar, Cementos Argos, *Governance Consultants* y Suárez & Asociados se reúnen en octubre de 2005 para compilar y presentar la primera versión del código país, cuyo fin no es otro sino consolidar las mejores prácticas de gobierno corporativo para Colombia. Finalmente, en el año 2014 se presenta la versión vigente de esta compilación de prácticas que consiste en 33 medidas que comprenden aspectos claves del gobierno corporativo con 148 recomendaciones, distribuidas en cinco pilares que son (a) derechos y trato equitativo entre accionistas, (b) asamblea general de accionistas, (c) junta directiva, (d) arquitectura de control y (e) transparencia e información financiera y no financiera.

2.6 Conclusiones

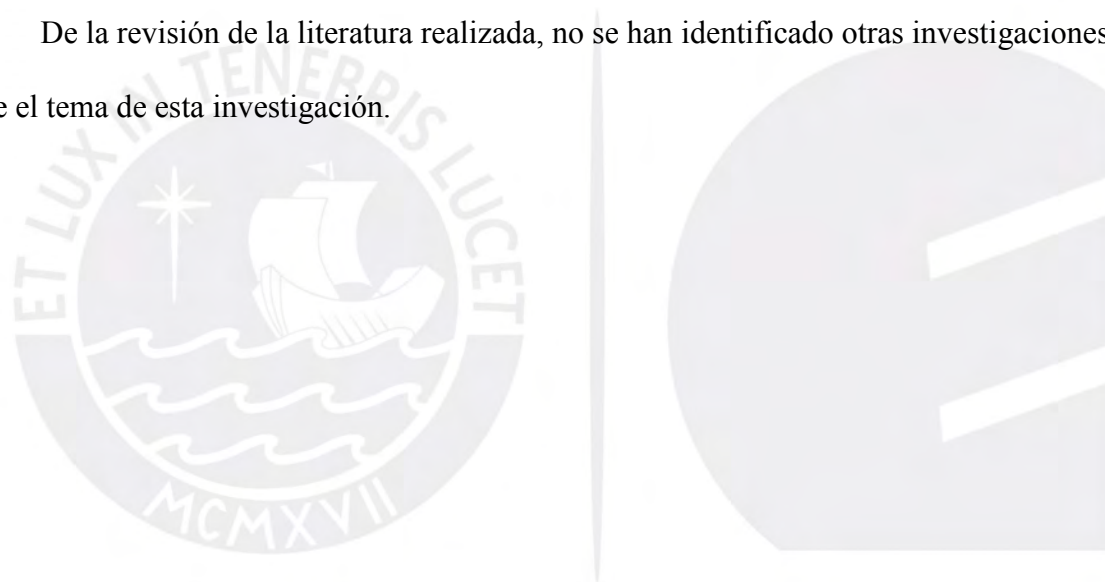
La evolución del gobierno corporativo parte de una necesidad de mejorar el relacionamiento entre los accionistas, alta gerencia y junta directiva que generen confianza, transparencia de la información, control y crecimiento sostenible de las empresas. La evolución de las prácticas ha venido en constante desarrollo generando ajustes y aprendizajes a las necesidades contemporáneas, desafortunadamente en algunos casos como consecuencias de fraudes empresariales con importantes impactos negativos a la economía mundial. Si bien, hoy en día existen críticas importantes a los modelos utilizados, donde cada uno presenta ventajas y desventajas, su evolución ha sido evidente donde se destaca el papel que ha jugado la OCDE en su desarrollo.

Colombia ha venido desarrollando estándares de gobierno corporativo con el código país. Aunque este conjunto de prácticas está basado en recomendaciones de la OCDE y del

Banco Mundial, sigue el modelo específico de estadounidense, como lo dicen Gómez & Zapata (2013), podría ser contraproducente teniendo en cuenta las diferencias evidentes entre la infraestructura corporativa y su cultura además a las brechas en los niveles socioeconómicos entre estos dos países.

Si bien, el modelo aplicado en Colombia por medio de la compilación de prácticas del Código País presenta oportunidades, es una buena herramienta para generar confianza al inversionista tanto local como extranjero, y se considera puede ser aplicado, previos algunos ajustes que permitan la comparación específica entre las compañías de la industria del transporte aéreo que opera en Colombia, para evaluar el cumplimiento y hacer inferencias con sus resultados de este grupo.

De la revisión de la literatura realizada, no se han identificado otras investigaciones sobre el tema de esta investigación.



Capítulo III: Metodología

En el presente capítulo se describe la metodología empleada para la investigación en curso. Se inicia con el diseño de la investigación, la delimitación de la población y selección de la muestra, para luego detallar el procedimiento usado en la recolección y posterior análisis de datos. Además, se expone el instrumento elegido para la medición de las variables de estudio y la validez del mismo.

3.1 Diseño de la Investigación

Partiendo del enfoque cualitativo de la investigación, con un alcance descriptivo y explicativo, se opta por un diseño no experimental, considerando que no se manipulan las variables objeto de estudio, es decir no se realizan variaciones en las variables de la investigación para ver su efecto sobre las otras, sino que durante la recolección y análisis de datos sólo se observan los fenómenos en su ambiente natural. Asimismo, el diseño de la investigación es transversal debido a que la recolección de datos para su descripción y análisis es realizada en un único momento (Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M., 2014); en este estudio en particular, se realiza al cierre del año 2015.

3.2 Población y Selección de la Muestra

Según la Aerocivil (2015), en 2015 hubo alrededor de 23 millones de pasajeros que volaron a destinos nacionales y 11 millones de pasajeros internacionales en Colombia. Las mayores operaciones de transporte aéreo nacional las realizan ocho empresas, de las cuales cuatro operan también vuelos internacionales. Las empresas que operan en Colombia en vuelos exclusivamente internacionales y con participación mayor al 0.01%, alcanzan a ser 30, lo que comprende la totalidad de la población de aerolíneas que operan en Colombia. Sin embargo, algunas empresas, teniendo la misma razón social, operan con diferentes marcas, por lo que realmente, entre empresas que operan nacional y/o internacionalmente y con

participación mayor al 0.01% de la totalidad de pasajeros, la población total es de 40 empresas.

De estas 40 empresas, se selecciona una muestra representativa de las primeras ocho y más grandes aerolíneas cuya participación del mercado alcanza el 90.93% de la totalidad de pasajeros transportados, como se puede ver en la Tabla 4.

Tabla 4

Participación por Aerolíneas de Pasajeros de Vuelo Nacional e Internacional en Colombia 2015

Aerolínea	Pasajeros	Participación	Participación Acumulada
Avianca	18,218,648	53.38%	53.38%
Latam Airlines	4,952,513	14.51%	67.89%
Viva Colombia	2,919,664	8.55%	76.44%
Copa Airlines	1,960,024	5.74%	82.19%
Satena	1,004,541	2.94%	85.13%
Easy Fly	935,875	2.74%	87.87%
American Airlines	567,004	1.66%	89.53%
Jetblue	475,861	1.39%	90.93%
OTRAS (32)	3,097,201	9.07%	100.00%
TOTAL	34,131,331		

Nota. Adaptado de “Estadísticas operacionales.”, por Aerocivil (2016)

<http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Estadisticas/Estadisticas-Operacionales/Transporte-Aereo/Paginas/Inicio.aspx> .

Como se puede observar en la Tabla 4, Avianca cuenta con una significativa participación, la cual es mayor al 50% dentro del mercado colombiano, seguido por Latam Airlines con 14%, Viva Colombia llegando al 9%, Copa Airlines cerca del 6%, Satena con 3%, Easy Fly y American Airlines alcanzan cuotas del 2% y finalizando, Jetblue con 1%. Las otras 32 aerolíneas no serán objeto de la presente investigación ya que poseen menos del 1% de participación, por lo que no se consideran representativas en la recolección y análisis de datos.

Para este estudio se ha realizado un muestreo por conveniencia, en donde, se seleccionó la muestra con base en la participación del mercado colombiano y no en las características similares que pudieran tener las aerolíneas; es por esto, que la muestra puede

presentar sesgos puesto que se están estudiando empresas con diversos tamaños y orígenes, pero que comparten una tipología en particular: aerolíneas comerciales de pasajeros tanto nacionales como internacionales que operen en Colombia. Se ha optado por este tipo de muestreo dada la fácil disponibilidad de acceder a la información (Mejía, 2000).

3.2.1 Avianca Holdings S.A.

Aerovías del Continente Americano (Avianca), es la primera aerolínea fundada en América y la segunda en el mundo. Fundada en 1919 como SCADTA (Sociedad Colombo-Alemana de transportes Aéreos) por un grupo de inversionistas colombianos y alemanes pioneros en la aeronáutica con hidroaviones Junkers F-13. En los años 20s, Avianca comienza a ofrecer servicios internacionales a Venezuela y Estados Unidos. Durante la Segunda Guerra Mundial, los inversionistas alemanes vendieron su participación a Pan American World Airways, una corporación estadounidense. A partir de 1940, Avianca surca los aires del mundo y se destaca por ser la segunda aerolínea más grande de Suramérica, después de Latam Airlines Group. En 1977, Avianca adquiere a SAM S.A., una aerolínea de pasajeros con sede en Medellín, Colombia. En 2004, el grupo Synergy, actual accionista mayoritario, compra Avianca ayudándolo a salir de su reorganización del Capítulo 11. En 2008, Avianca compra Tampa Cargo, aerolínea líder de carga colombiana, en febrero de 2010 se fusiona con TACA, aerolínea salvadoreña y en noviembre del mismo año adquiere Aerogal, aerolínea ecuatoriana, la cual es subsidiaria directa de Avianca Holdings SA.

En mayo 2011, completaron su oferta pública de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) vendiendo 100,000,000 de acciones preferenciales por 500,000 millones de pesos colombianos. En noviembre de 2013, entran a cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) a través de una oferta pública de acciones ADSs.

La sede del grupo empresarial se encuentra ubicada en Bogotá, con oficinas en los principales centros de conexión localizados en el Aeropuerto Internacional El Dorado de

Bogotá, el Aeropuerto Internacional de El Salvador en San Salvador, y el Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, de Lima. Desde estos tres hubs opera vuelos programados y chárteres a diferentes países en América y Europa. Con una flota de más de 200 aviones de corto, medio y largo recorrido, y una plantilla integrada por más de 20,000 colaboradores, operan más de 100 destinos directos en 26 países en América y Europa, ofreciendo un promedio de 5,100 vuelos semanales. El grupo ofrece además un portafolio de productos y servicios aéreos de carga, correo y courier, administrados por Avianca Cargo y Deprisa, dos marcas de origen colombiano que gestionan estas áreas para todo el continente, también cuentan con asistencia aeronáutica especializada y planes turísticos.

3.2.2 Latam Airlines

LAN Airlines de origen chileno fundada en 1929 y TAM fundada en 1975 de origen brasilero conforman el grupo LATAM Airlines S.A., empresa Holding que se consolidó como una de las diez aerolíneas más grandes del mundo tras su fusión realizada en el año 2012, siendo el grupo de transporte aéreo más grande en América Latina. Sus operaciones de transporte de pasajeros y de carga se centran principalmente en seis países, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, permitiéndole una mejor conectividad en la región al igual que con el resto del mundo, llegando a alrededor de 137 destinos en 25 países del mundo.

La historia detrás de la fusión de estas dos aerolíneas empieza en 1985 cuando LAN se convierte en una sociedad anónima, lo cual da paso a su privatización en 1989, en donde el gobierno de Chile vende el 51% de las acciones a inversores nacionales y a Scandinavian Airlines System (SAS). Para el año 1994 el 98.7% de las acciones de LAN son adquiridas por los actuales controladores y por otros accionistas. En el año 1997 LAN inicia negociaciones en la Bolsa de Nueva York y se convierte en la primera compañía aérea de Latinoamérica en negociar ADRs. En el año 1998 TAM adquiere un avión A330 para realizar el primer vuelo internacional, de São Paulo a Miami. Para 1999 se da inicio de las

operaciones de LAN Perú, y paralelamente se hace la inauguración de las operaciones TAM para Europa, por medio de un acuerdo de código compartido con Air France para París. En el año 2000 LAN se incorpora a OneWorld, alianza global que reúne a 15 de las mejores y mayores líneas aéreas del mundo, todas comprometidas en proporcionar servicios y valor de clase mundial. En el año 2003 inicia operaciones LAN Ecuador, en el 2005 inicia operaciones LAN Argentina, y en el 2006 TAM hace su apertura de capital en la bolsa de Nueva York (NYSE), como también dan inicio a vuelos hacia Frankfurt, Milán, Madrid y París (vía Río de Janeiro). Para el año 2008 ambas aerolíneas realizan renovación de su flota, en el 2010 LAN compra la compañía aérea colombiana Aires, TAM ingresa a Star Alliance, y en el 2011 estas dos compañías firman los acuerdos vinculatorios relacionados a la combinación de negocios, para que en el año 2012 de las operaciones conjuntas entre LAN y TAM, nazca LATAM AIRLINES GROUP. Ese mismo año se realizó una colocación de 2,9 millones de acciones en el mercado. En el 2013 aumentan su capital por un valor de US \$940,5 millones. En el 2014 TAM entra a ser parte de la alianza OneWorld, y paralelamente el grupo LATAM AIRLINES desarrolla un sólido plan estratégico para los próximos cuatro años (2015-2018), con el objetivo de convertirse en uno de los más importantes grupos de compañías aéreas del mundo. Finalmente en el 2015 nace la nueva marca LATAM AIRLINES, y se realiza la emisión del primer bono estructurado EETC en Latinoamérica, por valor de US\$1,020MM.

3.2.3 Viva Colombia

Es la primera aerolínea de bajo costo de Colombia, fundada en Medellín, en septiembre de 2009 bajo el nombre de Fast Colombia; como el resultado de un proyecto de grado de Stanford University. Sus principales accionistas son: Ryanair (la aerolínea irlandesa de bajo costo más grande de Europa) y Lamsa (compañía mexicana líder en servicios de transporte terrestre). En mayo de 2012, sus vuelos comerciales iniciaron oficialmente con 32

destinos a nivel nacional, 21 de ellos operados desde Medellín y 10 hacia poblaciones que no tenían acceso al servicio de conexión aérea en el pasado (Viva Colombia, 2016). Aunque en sus orígenes el aeropuerto de Medellín, José María Córdova, fue considerado como su sede principal; desde el 2014, el aeropuerto internacional El Dorado en Bogotá, se convirtió en su principal centro de operaciones.

La entrada de Viva Colombia revolucionó el mercado de transporte aéreo colombiano, ya que con su estrategia de bajo costo logró restarle cuota de mercado a las aerolíneas tradicionales y con solo seis años de operaciones, ya cuenta con el 8.6% de participación.

Actualmente, Viva Colombia no cotiza en el mercado accionario, por lo que no está obligada por la regulación colombiana a informar públicamente acerca de su información financiera o a cumplir las directrices establecidas en el código país; sin embargo, cuenta con un área legal, encargada del cumplimiento del gobierno corporativo de la aerolínea.

3.2.4 Copa Airlines Holdings S.A.

Fundada en 1947 por un grupo de inversionistas panameños y Pan American World Airways, quien proporcionó asistencia técnica, económica y de capital. Inicialmente, Copa Airlines sirvió tres destinos domésticos en Panamá con una flota de tres aviones Douglas C-47. En 1960, comenzó con sus servicios internacionales con tres vuelos semanales a las ciudades de Costa Rica, Jamaica y Colombia. En 1971, Pan American World Airways vendió su participación a un grupo de inversionistas panameños quienes mantuvieron el control hasta 1986. Durante la década de los 80s, Copa Airlines se retira del mercado doméstico para centrarse en el alcance internacional, ampliando sus destinos a Haití, República Dominicana, Puerto Rico y Estados Unidos. En 1986, CIASA adquirió el 99% de Copa Airlines, actualmente controlado por un grupo de inversionistas panameños. Desde 1992 has 1998, Copa Airlines formó parte de la alianza comercial con el Grupo TACA, una red de aerolíneas

centroamericanas. En 1997, junto con el Grupo TACA, conforman una alianza estratégica con American Airlines. Sin embargo, después de un año, la alianza es terminada.

Durante el segundo trimestre de 2005, adquieren Copa Airlines Colombia, una de las aerolíneas más grandes en Colombia en términos de números de pasajeros transportados, creando una coordinación operativa de tráfico adicional de pasajeros a nuevas rutas internacionales ofrecidas a través del hub en Panamá. Desde el año 2005, sus servicios se expanden a más de 70 destinos en 31 países con 100 aeronaves a diciembre de 2015. Adicionalmente, a través de Copa Airlines Holdings S.A, en 2005 la aerolínea entra a cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York, convirtiéndose en la tercera aerolínea latinoamericana en cotizar en este importante mercado. Desde el año 2013 al 2015 la compañía Copa Airlines fue galardonada como la aerolínea más puntual de América Latina por la compañía FlightStats, reconocida a nivel global por la veracidad de sus estudios y recolección de datos en el campo de la aviación internacional.

3.2.5 Satena

Servicio aéreo a territorios nacionales S.A., SATENA es la única aerolínea estatal de Colombia, cuyo principal objetivo es llevar a pasajeros y mercancías a regiones en Colombia donde las aerolíneas comerciales no llegan. (Naturaleza de Satena, 2016). Se constituye en año de 1962 con el decreto 940 por parte del entonces presidente de la república, Alberto Lleras Camargo (Decreto 940, 1962). Para el año 2010, con la ley 1427, se modifica la naturaleza jurídica de la empresa para ser una empresa de economía mixta y emitir acciones (Ley 1427, 2010). Actualmente las acciones de la empresa están repartidas con un porcentaje de participación del 99.99% en poder del Ministerio de Defensa, 0.002% con el Ministerio de Hacienda, 0.002% con la Corporación de la Industria Aeronáutica, 0.002% con la Agencia Logística de las Fuerzas militares, 0.002% con la Sociedad Hotelera Tequendama S.A. y por

último, 0.002% con el Fondo Rotatorio de la Policía (Escritura 1427, 2010). Todas entidades del estado.

Actualmente Satena sólo opera a nivel nacional y no cotiza en la bolsa, sin embargo está en la búsqueda socios privados que a mediano plazo adquieran el 49% de la compañía (Reportur, 2015). El primer documento de gobierno corporativo nace en el 2007 (Código de Buen Gobierno, 2015).

3.2.6 Easy Fly

EasyFly es una aerolínea de bajo costo que opera en Colombia desde el año 2007, la cual cuenta con rutas en ciudades intermedias de Colombia, siendo la primera aerolínea de su tipo en el país. Cuenta con una flota de 15 aviones, y tiene 17 destinos nacionales entre los cuales se encuentran Bogotá, Medellín, Bucaramanga, Barranquilla, Arauca, Apartadó, Barrancabermeja, Cartagena, Cúcuta, Montería, Neiva, Pereira, Quibdó, Valledupar, Ibagué, Popayán y Yopal. EasyFly ofrece cuatro canales de venta que son a través del *Counter* de aeropuerto en las ciudades destino, Agencias de Viajes afiliadas, Call Center EasyFly y su sitio web www.easyfly.com.co. Esta aerolínea ofrece clases tarifarias económicas reembolsables y no reembolsables, y no cuenta con programas de acumulación de millas.

3.2.7 American Airlines

American Airlines es la aerolínea insignia estadounidense. Fundada en el año 1930 por C.R. Smith por medio de la unión de varias pequeñas aerolíneas, es hoy una de las más grandes a nivel mundial con cerca de 6,700 vuelos diarios, 350 destinos en 50 países. Para el año 1953 es la primera aerolínea en ofrecer el servicio transcontinental sin escales. A su vez, para el año de 1981 inicia el primer programa de fidelidad del cliente AAdvantage.

Desde la década de los noventa con su incursión en Latinoamérica tiene presencia en Colombia, donde actualmente cuenta con vuelos directos diarios desde las ciudades Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla con destino a Estados Unidos (American Airlines).

A finales del 2011, y dadas las grandes dificultades económicas por las que atravesaba la compañía, ésta decide acogerse de forma voluntaria al capítulo 11 de las leyes de Estados Unidos con el fin de reorganizarse.

En el año de 1939 empieza a cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York, NYSE. Sin embargo, tras la culminación de la fusión con US Airways a finales de 2013, empieza a cotizar en NASDAQ con el símbolo AAL; American Airlines se ha acogido a las directrices de la SEC en cuanto a gobierno corporativo desde hace varios años.

3.2.8 JetBlue

JetBlue Airways es una aerolínea de bajo costo de origen estadounidense, fundada en 1998 bajo el nombre de NewAir en el estado de Delaware e inicia operaciones formales con su nombre actual de JetBlue en febrero de 2000 en el estado de New York, con 75 rutas oficiales concedidas en el aeropuerto John F. Kennedy. Durante sus primeros años sus rutas se focalizaron en el mercado interno de Estados Unidos; en octubre del 2004, realiza su primer vuelo internacional desde New York hasta República Dominicana, en línea con su plan de expansión por América Latina. Al cierre del 2015, JetBlue ha transportado alrededor de 35 millones de pasajeros con un promedio de 900 vuelos diarios y con 93 destinos en Estados Unidos, el Caribe y Latinoamérica (JetBlue, 2015).

En enero de 2009, inicia operaciones en Colombia, convirtiendo a Bogotá, en su primer destino de Suramérica; actualmente, viaja a tres ciudades colombianas: Bogotá, Cartagena y Medellín. Estas rutas le han significado una participación del 1.4% del mercado del transporte aéreo colombiano.

En el 2002, anuncia su oferta pública inicial de sus acciones ordinarias y comienza a cotizar en el NASDAQ; lo que lo obliga a cumplir con toda la regulación del mercado accionario norteamericano, entre ellas las directrices establecidas por la SEC en materia de gobierno corporativo.

3.3 Instrumentos

Según Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M. (2014), en la investigación se dispone de variados tipos de instrumentos los cuales permiten medir las variables de interés, siendo el cuestionario el instrumento más utilizado para recolectar los datos en fenómenos sociales, y en el cual se plantean un conjunto de preguntas respecto de una o más variables a medir, debiendo ser congruente con el planteamiento del problema y la hipótesis. Los cuestionarios se utilizan en encuestas de todo tipo, por lo que su aplicación ha sido muy útil para la presente investigación, ya que permitió realizar una medición de las variables de interés, y de esta manera determinar el nivel de aplicación o cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo, y así lograr establecer en qué medida las empresas del sector de transporte aéreo que operan en Colombia tienen implementados códigos de gobierno corporativo dentro de sus estructuras organizacionales.

La investigación tiene como base de aplicación el Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País – elaborado por la Superintendencia Financiera de Colombia actualizado en el año 2014, el cual establece 5 áreas de interés a través de las siguientes pilares: I. Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, II. Asamblea General de Accionistas, III. Junta Directiva, IV. Arquitectura de Control, y V. Transparencia e Información Financiera y no Financiera. Estos pilares cuentan con 33 medidas, que a su vez contemplan 148 recomendaciones, las cuales permiten un mejor entendimiento y análisis para su aplicación. De acuerdo a lo anterior se adoptó la estructura del Código de Mejores Prácticas Corporativas, y se estableció un cuestionario para evaluar cada uno de las variables a través de preguntas cerradas dicotómicas, es decir se presentan las posibilidades de respuesta a los participantes quienes deben acotarse a estas y las cuales se encuentran delimitadas a () Sí o () No. Las respuestas son codificadas como cero (0) si no se cumple y uno (1) si se cumple, entendiendo que entre las limitantes se tiene que no es fácil establecer un grado de implementación o

aplicación debido al acceso de información, por lo cual la investigación se limita a cumplir en el evento que la organización lleve de manera acuciosa la gestión de gobierno corporativo relacionada a la pregunta, y no cumple en el evento en el que la organización no disponga o aplique medianamente prácticas en las que se gestione el gobierno corporativo.

Las recomendaciones fueron analizadas por el grupo investigador y se realizó una depuración de las mismas bajo las siguientes premisas,

- La información relacionada a gobierno corporativo en las empresas objeto de estudio, aunque ha sido suficiente para responder gran parte de las recomendaciones descritas en el Código País, no es tan específica como para responder a algunas recomendaciones que hacen referencia a procedimientos y políticas internas de la asamblea general, junta directiva y de los diferentes comités, y que a su vez son documentos confidenciales según las pocas entrevistas que se lograron realizar. Por lo tanto este tipo de información no está disponible en los documentos utilizados para el desarrollo de la investigación, como tampoco fue posible recolectarla en las entrevistas realizadas.
- El objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, por lo cual el grupo investigador identificó preguntas que ya estaban contenidas en otras de una forma general, ya que según la premisa anterior las preguntas son muy específicas y a su vez hacen parte de información confidencial de las organizaciones.
- El grupo investigador hizo la depuración de forma responsable, intentando siempre encontrar la información en la documentación disponible, así como realizando una depuración de recomendaciones cuya información ya se encontrara en otra

recomendación de una forma más general y de esta manera validar el cumplimiento de todos los temas descritos en el Código País.

- El grupo investigador tomo como base de referencia la literatura descrita en el capítulo 2, la cual ayudó a que la depuración de preguntas se realizara con el soporte suficiente para que el cumplimiento de las medidas y los factores no se vieran afectados de forma negativa en cuanto a la validación de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Como resultado, el cuestionario tiene una estructura conformada por cinco grandes áreas de gobierno corporativo las cuales son: I. Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, II. Asamblea General de Accionistas, III. Junta Directiva, IV. Arquitectura de Control y V. Transparencia e Información Financiera y no Financiera. Dentro de estas áreas se incluyen 31 medidas concretas sobre aspectos claves, y para una mejor comprensión y monitoreo, las medidas contienen 101 recomendaciones de gobierno corporativo, las cuales se encuentran codificadas. El apéndice A muestra las preguntas aplicadas en la encuesta y el apéndice B muestra las preguntas excluidas con su respectiva justificación.

En cuanto a la generación de valor financiero, esta investigación tiene en cuenta los resultados de la gestión empresarial los cuales se miden a través de ratios de rentabilidad, ya que estos índices reflejan la capacidad de generar utilidades y de obtener un rendimiento sobre los recursos invertidos. Según Stickney, C., Weil, R., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2012), el principal índice de rentabilidad relaciona las utilidades del ejercicio con el patrimonio de la empresa, conocido como ROE (*Return on Equity*), el cual se calcula bajo la siguiente ecuación

$$\text{Rentabilidad neta del patrimonio (ROE)} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio neto promedio}}$$

La Rentabilidad del Activo llamado ROA (*Return on Assets*), es otro indicador financiero que muestra la eficiencia en el uso de los activos de la empresa, siendo de utilidad para la presente investigación en cuanto a que la industria aérea requiere para su operación elevados niveles de inversión en capital fijo. Los resultados obtenidos son comparados con los índices de rentabilidad del activo de la industria para determinar qué tan eficientes son las empresas objeto de investigación en el uso de sus activos. Para el cálculo del ROA se utiliza la siguiente fórmula general,

$$\text{Rentabilidad del Activo (ROA)} = \frac{\text{Utilidad operativa, después de impuestos}}{\text{Activo total promedio}}$$

Las empresas objeto de investigación, en su mayoría cotizan en las diferentes bolsas del mundo como la de Colombia, Nueva York, Chile, entre otras, por lo que los índices bursátiles son de utilidad en el análisis financiero. El ratio bursátiles utilizado es el siguiente:

$$\text{Utilidades por acción} = \frac{\text{Utilidades}}{\text{Número de acciones}}$$

El EBITDA (utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación, y amortización) es un indicador que permite medir el desempeño operativo de las organizaciones. De igual manera permite analizar la capacidad de generar caja considerando las cuentas del Estado de Ganancias y Pérdidas que pertenecen al *core business* del negocio, siendo entonces este indicador relevante para la presente investigación en cuanto que se hace necesario inferir sobre cómo la eficiencia operativa puede verse afectada por políticas o prácticas de gobierno corporativo que tenga la organización o en su defecto la ausencia de estas.

Para calcular el EBITDA se utilizara la siguiente fórmula general, en donde UAII corresponde a la Utilidad antes de intereses e impuestos,

$$\text{EBITDA} = \text{UAII} + \text{Depreciación} + \text{Amortización}$$

El análisis de los datos financieros junto con los resultados obtenidos en el cuestionario, permiten inferir acerca del impacto que pudiera existir entre el grado de implementación de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero a través de su gestión empresarial.

Los resultados obtenidos se consideran como una base de información importante para posteriores investigaciones que deseen establecer algún tipo de relación entre la aplicación de gobierno corporativo y generación de valor financiero en el sector de transporte aéreo en Colombia.

3.4 Procedimiento de Recolección de los Datos

La recolección de los datos se realiza a través de la búsqueda de información relacionada a gobierno corporativo e información financiera de cada una de las empresas objeto de estudio, en donde los documentos más relevantes para el análisis son a) memorias anuales, b) estatutos, c) actas de junta de accionistas, d) reportes generados a través del documento Form 20F, e) estados financieros auditados, y f) entrevistas y encuestas dirigidas al personal directivo que permiten la validación de cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo. La información fue recolectada a través de la página web de cada una de las aerolíneas, la cual fue ordenada de acuerdo a los temas a analizar, gobierno corporativo e información financiera.

El grupo investigador realiza el diligenciamiento inicial del cuestionario tomando como fuente de información los documentos recopilados en la página web de cada una de las aerolíneas, ya que no era posible que las personas entrevistadas respondieran a 101 preguntas relacionadas a gobierno corporativo. Posteriormente se realiza la aplicación del cuestionario a través de entrevistas, las cuales se realizaron en el primer semestre de 2016. Se obtuvo respuesta de 4 empresas, en donde vía telefónica respondieron Copa Airlines y Viva Colombia; y se realizaron entrevistas presenciales con Satena e Easy Fly. No se lograron

realizar entrevistas con Avianca, Latam Airlines, American Airlines, y JetBlue, por lo cual el desarrollo de todo el cuestionario tuvo como fuente de información los documentos mencionados anteriormente. Una vez desarrollada la entrevista el grupo investigador procede a revisar la información recolectada y a completar el cuestionario.

3.5 Validez y Confiabilidad

De acuerdo con lo enunciado por Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M. (2014) “toda medición o instrumento de recolección de datos debe reunir tres requisitos esenciales: confiabilidad, validez y objetividad” (p. 200). Con base a lo anterior, el proyecto Código País, desde su formulación en el año 2005 bajo la iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia, y como fue mencionado anteriormente, ha contado igualmente con la participación de gremios y agentes reconocidos en el mercado de valores colombiano como: la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (ASOBANCARIA), la Asociación Colombiana de Administración de Fondos de Pensiones y Cesantías (ASOFONDOS), la Asociación de Fiduciarias (ASOFIDUCIARIAS), la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (CONFECAMARAS), la Federación de Aseguradores Colombianos (FASECOLDA) y, debido a la importancia y trascendencia del proyecto para el mercado de capitales colombiano, bajo el patrocinio de la Corporación Andina de Fomento (CAF) y la contratación del consultor internacional Álvaro Clarke de la Cerda especialista en gobierno corporativo, regularmente se ha sometido a evaluación de manera que sus estándares estén alineados a las propuestas internacionales.

Bajo esta premisa, la confiabilidad, validez y objetividad de las preguntas de la encuesta se analizaron a partir de la representación y reconocimiento que tienen estos entes gremiales en el mercado de valores colombiano, el tiempo de ejecución del proyecto, el ámbito de aplicación, el objetivo y la vigencia de la misma. De igual manera, debido a la

particularidad de la existencia y vigencia de aplicación actual de la mencionada encuesta, la validez de contenido, criterio y expertos han sido analizados durante la implementación del proyecto en el país, dando claras directrices de legalidad. Para lograr este objetivo, la Superintendencia Financiera de Colombia promovió la creación de una mesa de trabajo altamente representativa del mercado de valores del país conformada por directores y representantes de los entes gremiales mencionados anteriormente, mediante el cual se llevaron a cabo procesos de discusión para la elaboración del documento que enmarca las cualidades y capacidades para promover el desarrollo del mercado de valores colombiano, y vele por la protección y confianza de los inversionistas nacionales e internacionales. Por otro lado, tal como fue mencionado anteriormente, otro de los objetivos principales del desarrollo del proyecto Código País y la implementación de la encuesta, es la aspiración de Colombia a ser incluido en la OCDE como un referente de los principios de gobierno corporativo y como promotor de políticas que promuevan el crecimiento sostenible de la economía, empleo, nivel de vida y estabilidad financiera de los Estados miembros, por lo cual da una mayor confiabilidad, validez y objetividad a la aplicación de la encuesta.

3.6 Análisis e Interpretación de los Datos

El cuestionario ha sido codificado para la posterior tabulación de datos utilizando la aplicación de Microsoft office Excel 2010. La Tabla 5 muestra las áreas de interés y su respectiva codificación.

Una vez codificadas las áreas de interés se procede a codificar las 31 medidas definidas según muestra la Tabla 6.

De la misma manera se realiza la codificación de las recomendaciones asociadas a cada área de interés y a cada medida, las cuales son las que permiten realizar la tabulación de los datos y de esta manera medir el grado de aplicación y/o cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo. La codificación de las recomendaciones se muestra en el apéndice A.

Tabla 5

Codificación Áreas de Interés

ÁREA DE INTERÉS	CODIFICACIÓN
1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	X1
2. Asamblea General de accionistas	X2
3. Junta Directiva	X3
4. Arquitectura de Control	X4
5. Transparencia e información financiera y no financiera	X5

Tabla 6

Codificación Medidas

ÁREA DE INTERÉS	MEDIDA	CODIFICACIÓN	
1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	1. Principio de igualdad de trato	X11	
	2. Información sobre acciones	X12	
	3. Información y comunicación con los accionistas	X13	
	4. Actuación de los Administradores ante operaciones de cambio o toma de control de la sociedad	X14	
	5. Cotización de sociedades integradas en Conglomerados	X15	
	6. Resolución de controversias	X16	
2. Asamblea General de accionistas	1. Funciones y competencia	X21	
	2. Reglamento de la Asamblea General de Accionistas	X22	
	3. Convocatoria de la Asamblea	X23	
	4. Regulación de la representación	X24	
	3. Junta Directiva	1. Funciones de la Junta Directiva	X31
		2. Reglamento de la Junta Directiva	X32
3. Dimensión de la Junta Directiva		X33	
4. Conformación de la Junta Directiva		X34	
5. Estructura funcional de la Junta Directiva		X35	
6. Organización de la Junta Directiva		X36	
4. Arquitectura de Control	7. Funcionamiento de la Junta Directiva	X37	
	8. Deberes y derechos de los miembros de la Junta Directiva	X38	
	9. Conflictos de interés	X39	
	10. Operaciones con partes vinculadas	X310	
	11. Retribución de los miembros de la Junta Directiva	X311	
	12. El Presidente de la sociedad y la Alta Gerencia	X312	
5. Transparencia e información financiera y no financiera	1. Ambiente de control	X41	
	2. Gestión de riesgos	X42	
	3. Actividades de control	X43	
	4. Información y comunicación	X44	
	5. Monitoreo de la arquitectura de control	X45	
	1. Política de revelación de información	X51	
	2. Estados financieros	X52	
	3. Información a los mercados	X53	
	4. Informe anual de Gobierno Corporativo	X54	

Una vez realizada la recolección de la información a través de los documentos relevantes mencionados anteriormente, y de la realización de las entrevistas, se procede a incorporar la información en una matriz de doble entrada, apéndice C, la cual permite hacer una medición de las recomendaciones aplicadas en la organización, a través de la sumatoria simple de la muestra a partir de la calificación otorgada a las respuestas de cada pregunta así:

$$X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_n = \sum_{i=1}^n x_i$$

Posteriormente se calcula la media aritmética simple, la cual representa un promedio de la puntuación obtenida para cada área de interés, bajo la siguiente fórmula,

$$\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$$

Finalmente se procede a realizar un análisis con base en los promedios de cada uno de los resultados obtenidos tanto para las prácticas de gobierno corporativo como para los indicadores financieros buscando encontrar posibles relaciones. Resulta interesante analizar los resultados obtenidos por cada una de las variables de manera independiente y así lograr establecer el cubrimiento de cada variable sobre el puntaje máximo obtenible, y de esta manera analizar cómo esto podría afectar en la generación de valor financiero.

3.7 Resumen

La investigación busca analizar el grado de implementación de prácticas de gobierno corporativo en empresas del sector aéreo que operan en Colombia, mediante el cuestionario emitido por la Superintendencia Financiera a través del Código País, el cual consta de cinco variables de gobierno corporativo que son I. Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, II. Asamblea General de Accionistas, III. Junta Directiva, IV. Arquitectura de Control y V. Transparencia e Información Financiera y no Financiera. Igualmente analizar la situación financiera de las empresas objeto de estudio a través de la gestión empresarial o ratios

financieros, para lo cual se han definido el ROE (Return on Equity), la rentabilidad por acción, la rentabilidad del patrimonio de forma desagregada mediante el análisis del margen neto, la rotación de activos, y el nivel de endeudamiento; la rentabilidad del activo ROA (Return on Asstes); y el EBITDA. Lo anterior como base para inferir sobre el impacto que pueda tener una organización al contar con prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero.

Para el desarrollo de la investigación se toma una población de 40 empresas del sector de transporte aéreo que operan en Colombia a nivel nacional e internacional para el transporte de pasajeros, y se selecciona una muestra de ocho empresas cuya participación del mercado alcanza el 90.93% de la totalidad de pasajeros transportados.

La recolección de datos se logra a través de la recopilación y análisis de la información pública divulgada por cada una de las empresas así como entrevistas y encuestas dirigidas al personal directivo acerca del cumplimiento o no de cada uno de los ítems listados en la encuesta de código país versión 2014.

El cuestionario consta de 101 preguntas relacionadas a la implementación de gobierno corporativo para empresas del sector de transporte aéreo en Colombia, cuyo criterio de selección de la muestra corresponde a transporte de pasajeros y porcentaje de participación en el transporte de los mismos. La entrevista se realiza en el primer semestre de 2016, en donde respondieron a ella cuatro empresas. La validez y confiabilidad se edifica en el proyecto Código País, desde su formulación en el año 2005 bajo la iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia, contando con la participación de diferentes entes gremiales, y sobre todo por la intención del gobierno colombiano en hacer parte OCDE.

Capítulo IV: Presentación y Análisis de Datos

A partir de la información recopilada de gobierno corporativo y los resultados financieros obtenidos de las páginas web, la Aerocivil y las encuestas realizadas directamente a personas involucradas en el gobierno corporativo de cada empresa en mención, se procede a hacer un análisis de los resultados del cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo según las preguntas y factores depurados del Código País.

Consolidando la información de los resultados del cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo, se generó un indicador de cumplimiento general y por factor, que permite hacer comparaciones entre las aerolíneas.

Por otro lado, la recopilación de los resultados financieros permitió compilar los indicadores de ROE, ROA, EBITDA para el año 2015 y para las compañías que cotizan en bolsa, se evaluará el indicador de utilidad por acción al cierre del 2015. Debido a la extensión de la información financiera, esta se puede consultar a través de los siguientes links:

Avianca

- http://www.aviancaholdings.com/images/informes_anuales/As_Filed_20F_AVH_2015.PDF

Latam.

- <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9MzI4NTQ2fENoaWxkSUQ9LTF8VHlwZT0z&t=1&cb=635942049292888350>

Viva Colombia

- <http://www.aerocivil.gov.co/atencion/estadisticas-de-las-actividades-aeronauticas/boletines-financieros>

Copa Airlines

- http://files.shareholder.com/downloads/CPA/2764531127x0x889252/F37EB667-A230-4D83-916A-C521DBF28344/CPA_2015_20-F_Filing.pdf

Satena

- https://www.satena.com/aym_document/aym_informe_anual/2015/INFORME_ANUAL_SATENA_2015.pdf

American Airlines.

- <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9NjEyNTk4fENoaWxkSUQ9Mzi2MjMyfFR5cGU9MQ==&t=1>

Jet Blue

- <http://blueir.investproductions.com/~media/Files/J/Jetblue-IR-V2/Annual%20Reports/2015-ar-10k.pdf>

4.1 Posible Relación entre el Grado de Cumplimiento de Prácticas de Gobierno Corporativo y el Valor Financiero de las Aerolíneas que operan en Colombia

Luego de establecer el grado de implementación de las prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros, se procede a identificar la posible relación entre estas dos variables y de esta manera, inferir el impacto que tienen las prácticas de gobierno corporativo sobre la generación de valor financiero en las empresas de transporte aéreo que operan en Colombia.

Para determinar el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de una empresa de transporte aéreo, se asume como base de referencia, el promedio de la muestra (ocho aerolíneas con mayor participación en el mercado colombiano, como se indicó en el capítulo tres); ya que fija el nivel de cumplimiento en el que se encuentra el sector.

Toda aerolínea que presenta un comportamiento por encima del promedio, se considera en

cumplimiento y, por el contrario, aquella que se encuentre por debajo de la media del sector, estaría presentando incumplimiento. Por otra parte, para establecer el grado de cumplimiento en el que se encuentra el total del sector, se asume que si el nivel se encuentra por encima del 50.0% está en cumplimiento y se considera incumplimiento, si el nivel está por debajo de la referencia.

Dada las diferentes combinaciones que se pueden presentar entre el cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo y el comportamiento de los indicadores financieros, se han definido tres tipos de posibles relaciones que se pueden presentar entre las variables en mención, las cuales se explican en la Figura 6.

La Tabla 7 y la Tabla 8 muestran el resumen del análisis realizado tanto en la dimensión del cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo como en los indicadores financieros. En cuanto al cumplimiento de prácticas, se marcan en verde aquellas que se encuentran en cumplimiento (por encima del promedio del sector) y en rojo, las que presentan incumplimiento (por debajo de la media del sector).

		Prácticas de Gobierno Corporativo	
		Cumplimiento	Incumplimiento
Indicadores Financieros	Positivo	Directa / Positiva	Inversa
	Negativo	Inversa	Directa / Negativa

Figura 6. Tipos de posibles relaciones entre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo e indicadores financieros

En términos generales y de acuerdo con los niveles de cumplimiento establecidos con anterioridad, se puede inferir que, desde la perspectiva del sector, existe una posible relación directa entre el cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo y los indicadores financieros. El sector se encuentra en cumplimiento con un nivel del 56.6% y los ratios financieros presentan un comportamiento positivo, a excepción del ROA que se encuentra en

niveles negativos. Desglosando el cumplimiento total por los pilares que la componen, se evidencia que todas las áreas de estudio establecidas por el Código País, salvo el relacionado con la Junta Directiva, presentan cumplimientos por encima del 50.0%, lo que denota una posible relación positiva y directa, con los indicadores financieros del sector.

Tabla 7

Cumplimiento por Aerolínea y por Área de las Prácticas de Gobierno Corporativo

Aerolínea	1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	2. Asamblea General de accionistas	3. Junta Directiva	4. Arquitectura de Control	5. Transparencia e información financiera y no financiera	Cumplimiento Total
Avianca	33.3%	41.7%	35.2%	100.0%	77.8%	50.5%
Latam	77.8%	50.5%	63.0%	100.0%	88.9%	71.3%
Viva Colombia	44.4%	33.3%	40.7%	82.4%	22.2%	45.5%
Copa Airlines	77.8%	58.3%	59.3%	88.2%	88.9%	68.3%
Satena	22.2%	16.7%	16.7%	52.9%	44.4%	25.7%
American Airlines	88.9%	83.3%	61.1%	82.4%	88.9%	72.3%
JetBlue	55.6%	83.3%	61.1%	64.7%	44.4%	62.4%
Sector	57.1%	52.4%	48.1%	81.5%	65.1%	56.6%

Tabla 8

Indicadores Financieros por Aerolínea

Aerolínea	ROE	ROA	EBITDA	Utilidad por acción
Avianca	-10.16%	-2.19%	273	-0.14
Latam	-6.08%	-0.99%	1,448	-0.40
Viva Colombia	15.97%	2.18%	N.D	No cotiza
Copa Airlines	-14.17%	-6.06%	-50	-5.36
Satena	N.D	-33.10%	-11	No cotiza
American Airlines	N.D	15.72%	N.D	11.39
JetBlue	21.09%	7.82%	1,561	2.15
Sector	1.33%	-2.37%	644	1.53

Dado lo anterior y asumiendo que el impacto de las externalidades es generalizado en la industria, se podría deducir que el sector de transporte aéreo en Colombia se encuentra en cumplimiento de los lineamientos del Gobierno Corporativo y esto ha conllevado, a resultados financieros positivos. En el caso específico del ROA, que para el sector es

negativo, se encuentra distorsionado por el resultado de Satena, que arrastra el promedio a niveles por debajo de cero; excluyendo este efecto, el promedio del sector se ubicaría en 2.75% y estaría alineado con los demás indicadores financieros positivos.

Para realizar un análisis más detallado, es necesario inferir sobre una posible relación que existe entre el cumplimiento del Gobierno Corporativo y cada indicador financiero, por aerolínea; teniendo en cuenta que cada compañía atraviesa por una situación interna particular, asume una estrategia singular y aborda el Gobierno Corporativo desde una óptica distinta.

ROE. JetBlue es la única aerolínea que presenta una posible relación directa y positiva, su nivel de cumplimiento está por encima del sector y su ROE es positivo. Para el caso de Copa Airlines y Latam Airlines, si bien presentan cumplimientos por encima del promedio, sus resultados financieros están afectados por la utilidad neta negativa que experimentaron al cierre del 2015; por lo anterior, la posible relación previsible entre las dos variables es inversa. Es el mismo caso para Viva Colombia, su posible relación presumible es inversa, puesto que muestra un ROE positivo, pero incumplimiento en las prácticas de Gobierno Corporativo. Por último, Avianca, muestra una probable relación directa pero negativa, ya que sus indicadores financieros están en negativo y en cuanto al Gobierno Corporativo, está en incumplimiento.

ROA. Como se mencionó con anterioridad, el ROA arroja un resultado atípico y negativo, alterando su posible relación con el cumplimiento del Gobierno Corporativo. Considerando el resultado negativo, Avianca y Satena muestran una factible relación directa negativa con el ratio negativo e incumplimiento. Al igual que en el ROE y por las mismas casuísticas, Latam Airlines, Copa Airlines y Viva Colombia presentan una posible relación inversa. En cambio, JetBlue y American Airlines, presuntamente tienen una posible relación

directa y positiva, al encontrarse en cumplimiento y arrojando resultados positivos en su ratio financiero.

EBITDA. Tanto JetBlue como Latam Airlines muestran una previsible relación directa y positiva entre los indicadores financieros y el cumplimiento del Gobierno Corporativo. En el caso de Satena, presenta una factible relación directa pero negativa, ya que evidencia incumplimiento y resultados financieros desfavorables. Las relaciones indirectas probables para el EBITDA se encuentran en Avianca (incumplimiento y EBITDA positivo) y Copa Airlines (cumplimiento y EBITDA negativo).

Utilidad por acción. Este indicador sólo está disponible para las compañías que cotizan en bolsa. Con un ratio negativo e incumplimiento en el gobierno corporativo, Avianca presenta una posible relación negativa y directa. Latam Airlines y Copa Airlines, por su parte, se encuentran en cumplimiento al situarse por encima del sector, pero no se refleja en sus resultados financieros, por lo que su relación probable es inversa. Finalmente, JetBlue y American Airlines siguen evidenciando una presunta relación directa y positiva, con cumplimientos e indicadores financieros positivos.

Tabla 9

Posible Relación entre el Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y los Indicadores Financieros por Aerolínea.

Aerolínea	ROE	ROA	EBITDA	Utilidad por acción
Avianca	Directa / Negativa	Directa / Negativa	Inversa	Directa / Negativa
Latam	Inversa	Inversa	Directa / Positiva	Inversa
Viva Colombia	Inversa	Inversa	N.D	No cotiza
Copa Airlines	Inversa	Inversa	Inversa	Inversa
Satena	N.D	Directa / Negativa	Directa / Negativa	No cotiza
American Airlines	N.D	Directa / Positiva	N.D	Directa / Positiva
JetBlue	Directa / Positiva	Directa / Positiva	Directa / Positiva	Directa / Positiva

Teniendo en cuenta la Tabla 9, se puede establecer la posible relación que presenta cada aerolínea entre su cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo y el resultado de

sus indicadores financieros. Se destaca el comportamiento de JetBlue y American Airlines, las cuales, en todos los casos, mostraron una factible relación directa y positiva. Por el contrario, para Satena y Avianca (a excepción del EBITDA), mostraron presuntamente una relación directa pero negativa, es decir, su incumplimiento en el ámbito del Gobierno Corporativo puede estar repercutiendo en sus indicadores financieros. Para Viva Colombia, Latam y Copa Airlines no se pudo establecer una correspondencia contundente, ya que en la mayoría de los escenarios mostraron una posible relación inversa previsible, en donde el nivel de cumplimiento de sus prácticas no se refleja en sus ratios de valor. En el caso de Latam y Copa Airlines, estas relaciones inversas pueden ser explicadas principalmente por los resultados netos negativos, los cuales se vieron afectados especialmente por eventos coyunturales tales como el reconocimiento de pérdidas por repatriación de saldos en efectivo que tienen en Venezuela por USD\$ 432.5 millones en el caso de Copa Airlines y pérdidas por tasa de cambio por USD\$467.9 millones en el caso de Latam, principalmente como resultado de una depreciación de 49% del real brasileño en el año 2015.

Cabe resaltar que, a pesar de los resultados heterogéneos en el análisis particular de cada aerolínea, desde la perspectiva del sector, el cual es el objetivo principal de la presente investigación, en general se evidencia una posible relación directa y positiva, aunque no determinante, entre la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros. Lo anterior puede ser explicado dado a que el cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo del sector se situó en 56.6%, por encima del umbral determinado, y en con indicadores financieros en su mayoría positivos tales como el ROE (1.33%), EBITDA (USD\$ 644 millones) y utilidad por acción (USD\$ 1.53), a excepción del ROA (-2.37%) afectado principalmente por la incipiente situación de la aerolínea colombiana Satena.

4.2 Grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de las aerolíneas que operan en Colombia

Las empresas de transporte aéreo en Colombia presentan diferentes grados de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo recomendadas por el Código País. Como se observa en la Figura 7, el promedio del cumplimiento de las prácticas depuradas del código país es de 56.6%. Las aerolíneas que se destacan por estar con un resultado arriba del promedio son American Airlines, Latam, Copa Airlines y Jetblue con resultados de cumplimiento de 72.3%, 71.3%, 68.3% y 62.4% respectivamente. Por otro lado, las aerolíneas Avianca, Viva Colombia y Satena presentan resultados por debajo del promedio con valores de 50.5%, 45.5% y 25.7%, respectivamente.

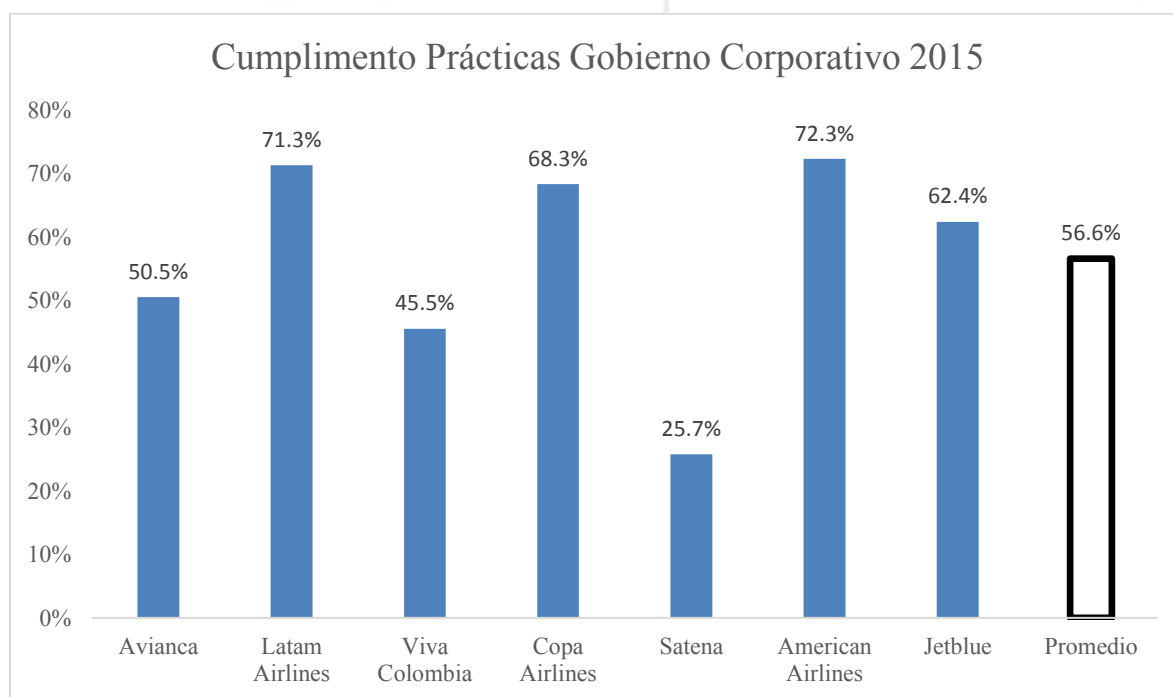


Figura 7. Cumplimiento de las prácticas depuradas del código país por empresa de transporte aéreo en Colombia en 2015

Se procede a hacer un análisis del cumplimiento de cada empresa por área para compararlo con el resultado del promedio de las aerolíneas analizadas, ver la **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** y la Figura 8.

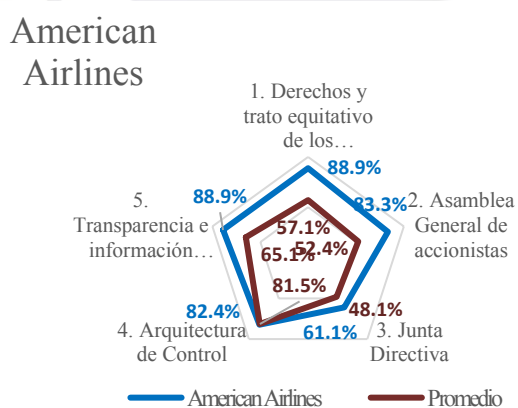
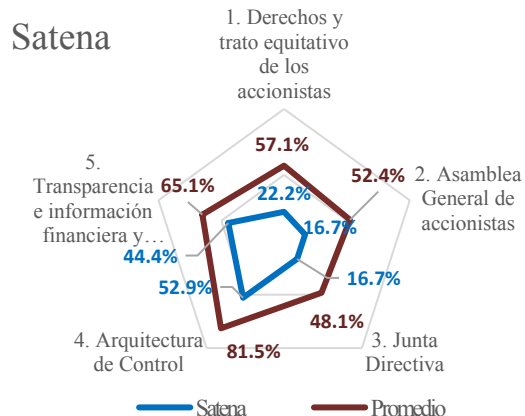
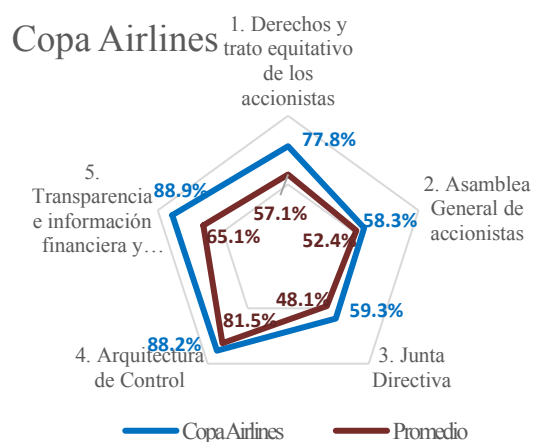
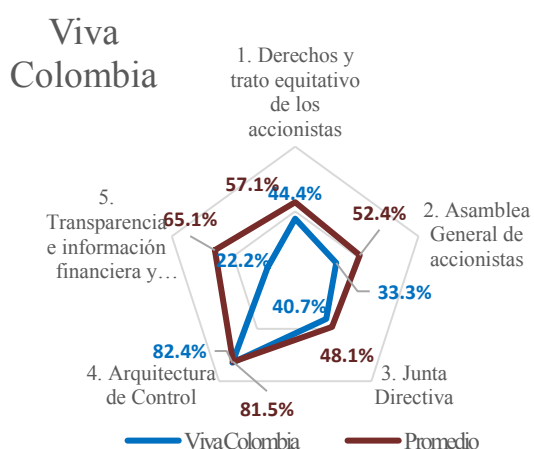
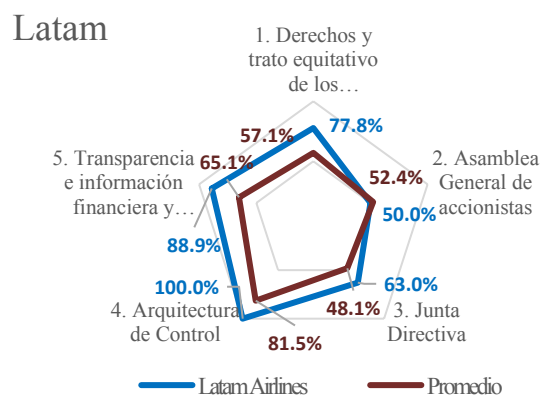
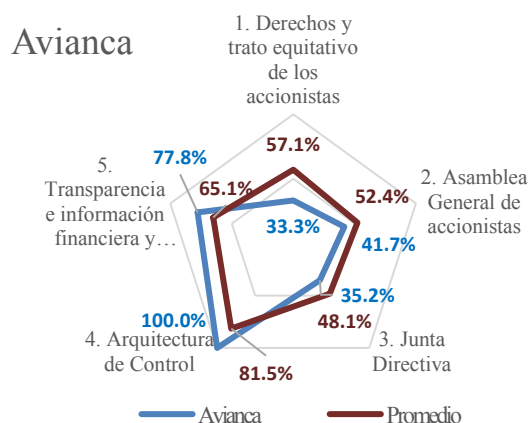


Figura 8. Cumplimiento de prácticas por factor y aerolínea frente al promedio para Avianca, Latam, Viva Colombia, Copa Airlines, Satena y American Airlines

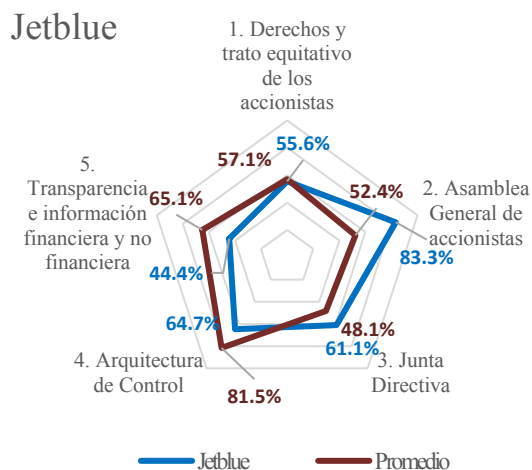


Figura 9. Cumplimiento de prácticas por factor y aerolínea frente al promedio para Jetblue

Para el caso de la aerolínea Avianca, se encuentra que, si bien el promedio del cumplimiento de las recomendaciones del Código País de la empresa se encuentra por debajo del promedio general, presenta resultados en las áreas de arquitectura de control y transparencia e información financiera y no financiera por encima de los resultados del promedio del sector. La mayor brecha negativa frente al promedio se presenta en el área de derecho y trato equitativo de los accionistas, donde Avianca logra un cumplimiento del 33.3% frente a un 57.1% del promedio del sector.

Latam por su parte sobrepasa en todas las áreas el resultado del sector, excepto en el área de asamblea general de accionistas, donde se encuentra dos puntos porcentuales debajo del promedio. Sin embargo, esta aerolínea se posiciona como una empresa con elevados cumplimientos de las recomendaciones del Código País y evidencia fuertes prácticas de gobierno corporativo.

Los resultados de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo de Viva Colombia evidencian grandes oportunidades, pues se encuentra por debajo del promedio del sector en todas las áreas excepto en el área de arquitectura de control, donde sobrepasa por 0.9% el promedio. Este resultado es coherente con el tamaño, madurez de la empresa y su

vez con que la empresa, dada su razón social y que no cotiza en bolsa, no está obligada al cumplimiento de varias prácticas de gobierno corporativo.

La aerolínea panameña Copa Airlines alcanza altos resultados de cumplimiento de las recomendaciones tanto a nivel general como por área sobrepasando los resultados de promedio en todas las áreas. Logra importantes brechas frente al promedio en las áreas de derecho equitativo de los accionistas y en transparencia e información financiera y no financiera con resultados de 77.8% y 88.9% frente al promedio de 57.1% y 65.1% respectivamente. Estos resultados evidencian la buena alineación de las prácticas de gobierno corporativo que tiene la empresa con las preguntas elegidas del Código País.

La aerolínea estatal Satena presenta el menor resultado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo frente a sus competidores con un promedio general de 25.7%. A nivel de análisis por área, presenta fuertes brechas negativas en todos los grupos de recomendaciones con diferencias frente al promedio del sector que oscilan entre los 21 y 36 puntos porcentuales. Según las evidencias encontradas en los documentos y las entrevistas realizadas, se identifica que aunque poseen varios documentos que soportan su gestión de gobierno corporativo, en la práctica no se cumplen. La empresa está en un proceso que busca contar con participación privada.

La estadounidense American Airlines se destaca frente a las otras aerolíneas por poseer el mejor resultado de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo con un valor de 72.3%. A su vez, observando sus resultados agrupados por área, también se destaca que en todos los grupos de preguntas se encuentra por encima del promedio con importantes brechas positivas en las áreas de derecho y trato equitativo entre los accionistas, asamblea general de accionistas y transparencia e información financiera y no financiera.

Por último, la aerolínea Jetblue, si bien su promedio general se encuentra por encima del promedio con un valor de 62.4%, en el análisis por área se identifica que mientras las

áreas de asamblea general de accionistas y junta directiva se encuentran 31 y 13 puntos porcentuales encima del promedio, las áreas de derechos y trato equitativo entre accionistas, arquitectura de control y transparencia e información financiera y no financiera se encuentra por debajo del promedio con brechas de 2, 17 y 21 respectivamente.

4.3 Grado de Cumplimiento del Gobierno Corporativo entre Aerolíneas de origen Nacional frente a las de origen Extranjero que operan en Colombia

Teniendo en cuenta que las aerolíneas colombianas son Avianca, Viva Colombia y Satena mientras que las extranjeras son Latam, Copa Airlines, American Airlines y Jetblue, se procede a hacer un análisis para identificar similitudes entre el cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo de las empresas nacionales frente a las extranjeras.

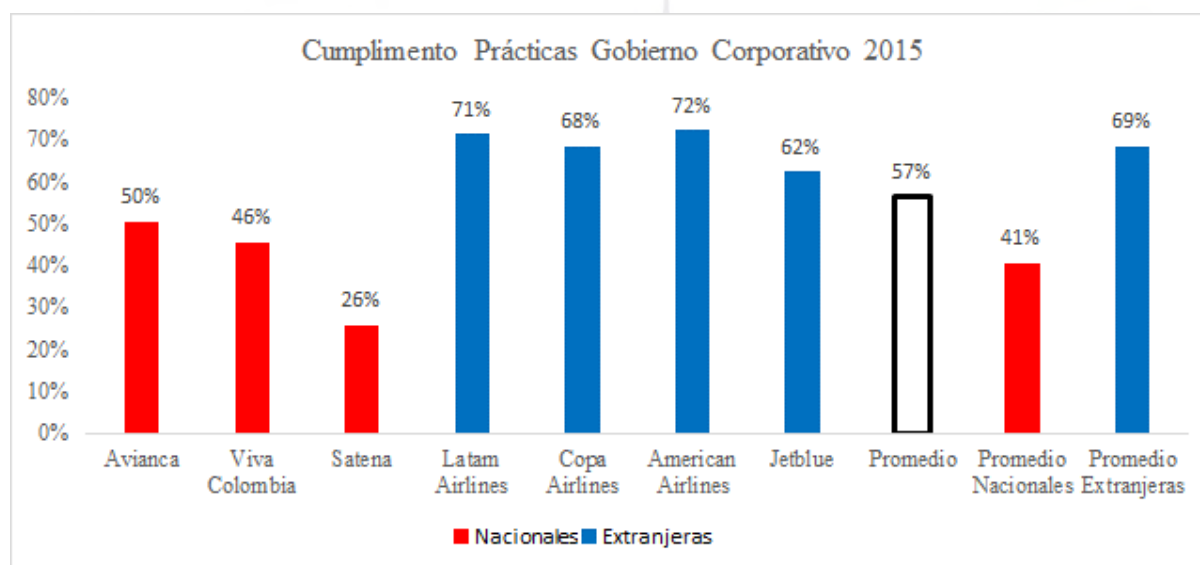


Figura 10. Comparación de cumplimiento de recomendaciones de gobierno corporativo de aerolíneas nacionales frente a extranjeras

Cómo se puede ver en la Figura 10, el cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo es significativamente mayor en las aerolíneas extranjeras que en las nacionales con valores de cumplimiento de 41% frente a 69% respectivamente. A su vez, mientras las diferencias entre las aerolíneas extranjeras es de máximo nueve puntos porcentuales entre la de mayor cumplimiento frente a la menor, en las colombianas la brecha

alcanza 24 puntos porcentuales, evidenciando grandes diferencias en sus gobiernos corporativos. Por otro lado, es notorio que la aerolínea colombiana con mayor porcentaje de cumplimiento, Avianca, está inclusive 12 puntos porcentuales debajo de la aerolínea extranjera con menor cumplimiento, Jetblue, que cuenta con un cumplimiento del 62%.

Realizando el análisis por área, se encuentra que las aerolíneas extranjeras se encuentran por encima del promedio en todas las áreas, mientras que las colombianas por debajo, ver Figura 11. Las brechas son significativas en todas las áreas encontrando diferencias de 42 pp en el área de derechos y trato equitativo de accionistas, 38 pp en asamblea general de accionistas, de 30 pp en junta directiva de 6 pp en arquitectura de control y de 30 pp en transparencia e información financiera y no financiera.

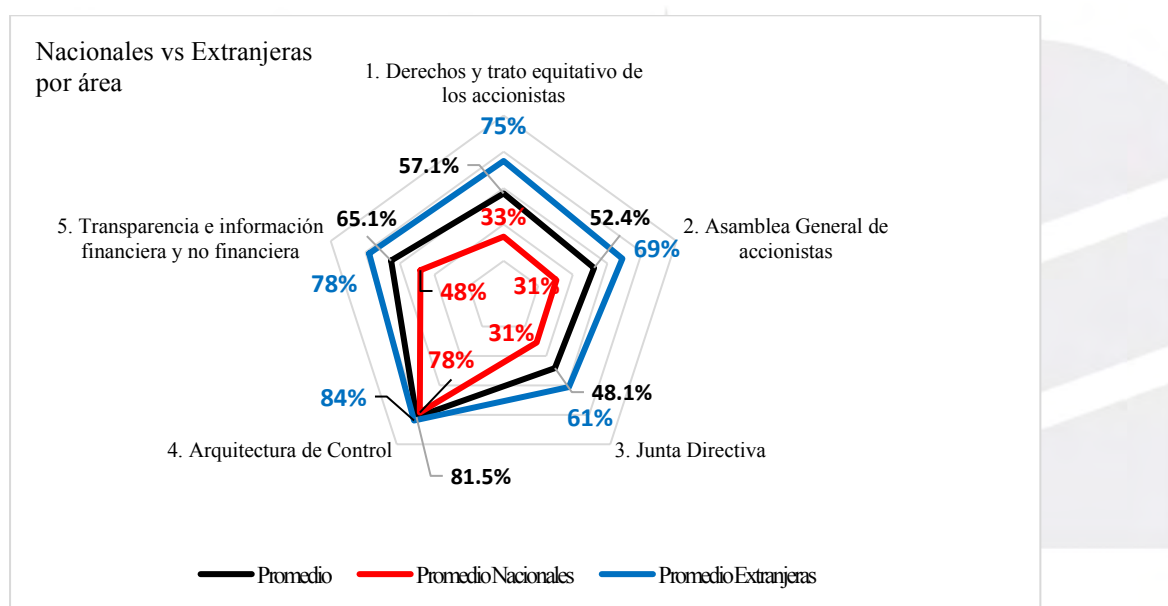


Figura 11. Comparación cumplimiento recomendaciones de gobierno corporativo entre aerolíneas nacionales frente a extranjeras por área.

4.4 Grado de Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo entre Aerolíneas que cotizan en Bolsa frente a las que no cotizan que operan en Colombia

Es importante resaltar que las aerolíneas que cotizan en bolsa, deben cumplir con una serie de requisitos en materia de gobierno corporativo adicionales frente a las que no lo

hacen. Es por este motivo que es importante diferenciar y analizar por separado las aerolíneas que cotizan, frente a las que no.

De acuerdo a la Figura 12, se puede observar unas importantes diferencias en materia de gobierno corporativo entre las aerolíneas que cotizan frente a las que no con resultados de cumplimiento de las recomendaciones de 65% frente a 36% respectivamente

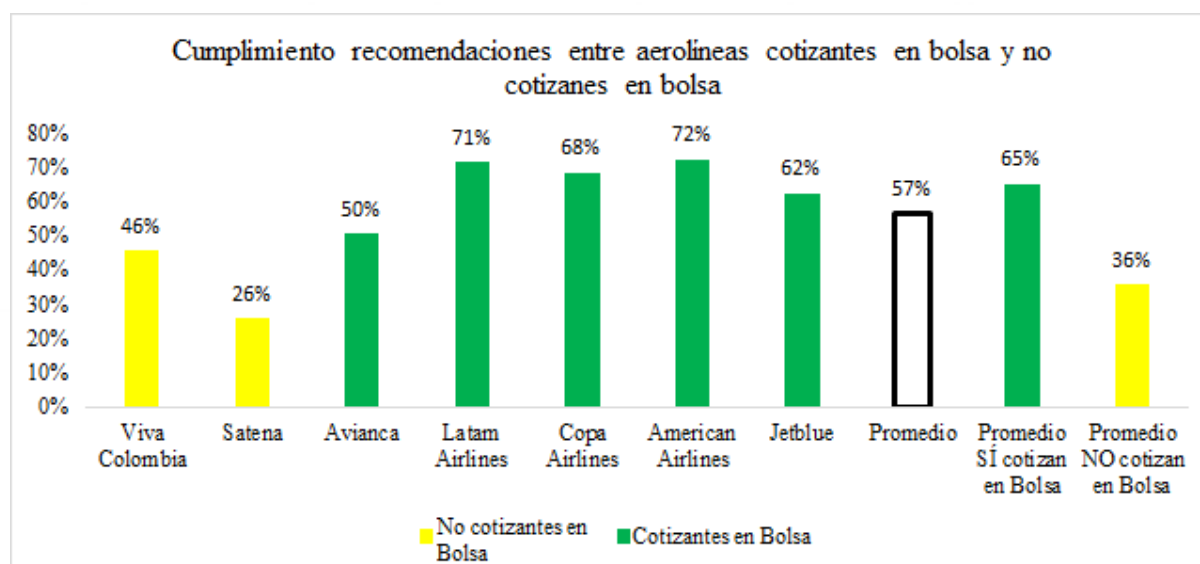


Figura 12. Cumplimiento recomendaciones entre aerolíneas cotizantes en bolsa y no cotizantes en bolsa

Por otro lado, de acuerdo a los resultados organizando por área y presentados en la Figura 13, se encuentran que las diferencias son significativas en todas las áreas.

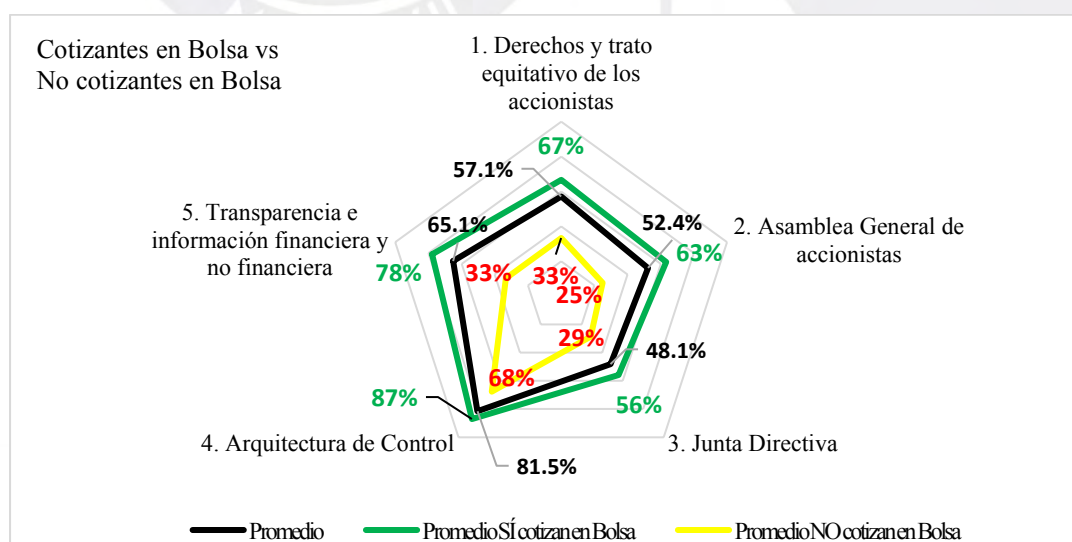


Figura 13. Comparación cumplimiento recomendaciones de gobierno corporativo entre aerolíneas que cotizan en bolsa frente a las que no lo hacen.

4.5 Posible Relación entre el Grado de Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y el Valor Financiero para Aerolíneas Nacionales frente a Extranjeras que Operan en Colombia

Para fortalecer el análisis anterior, se procede a evaluar la posible relación entre el cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros propuestos de las aerolíneas colombianas frente a las extranjeras de la muestra. En primera instancia, se compara el grado de cumplimiento que tienen las aerolíneas colombianas frente a las extranjeras, al igual que el desempeño en los indicadores financieros de las mismas.

Posteriormente, con base a la metodología planteada en los puntos anteriores, se procede a evaluar la posible relación entre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros del segmento: aerolíneas colombianas vs aerolíneas extranjeras que operan en Colombia.

La Tabla 10 muestra el grado de cumplimiento de las prácticas del gobierno corporativo y la Tabla 11 los indicadores financieros segmentados por aerolíneas colombianas y aerolíneas extranjeras que operan en Colombia.

Tabla 10

Cumplimiento por Aerolínea y por Área de las Prácticas de Gobierno Corporativo

(Nacionales vs Extranjeras)

Aerolínea	1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	2. Asamblea General de accionistas	3. Junta Directiva	4. Arquitectura de Control	5. Transparencia e información financiera y no financiera	Cumplimiento Total	
Colombianas	Avianca	33.3%	41.7%	35.2%	100.0%	77.8%	50.5%
	Viva Colombia	44.4%	33.3%	40.7%	82.4%	22.2%	45.5%
	Satena	22.2%	16.7%	16.7%	52.9%	44.4%	25.7%
	Promedio Colombianas	33.3%	30.6%	30.9%	78.4%	48.1%	40.6%
	Latam	77.8%	50.5%	63.0%	100.0%	88.9%	71.3%
Extranjeras	Copa Airlines	77.8%	58.3%	59.3%	88.2%	88.9%	68.3%
	American Airlines	88.9%	83.3%	61.1%	82.4%	88.9%	72.3%
	JetBlue	55.6%	83.3%	61.1%	64.7%	44.4%	62.4%
	Promedio Extranjeras	75.0%	68.9%	61.1%	83.8%	77.8%	68.6%

En términos generales, se evidencia que las aerolíneas nacionales presentan un grado de cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo muy por debajo al de las aerolíneas extranjeras; en promedio, las aerolíneas colombianas muestran un grado de cumplimiento del 40.6% frente a un 68.6% de las aerolíneas extranjeras. Del mismo modo, las aerolíneas colombianas evidencian gran desventaja en el grado de cumplimiento de buenas prácticas en cada uno de los pilares frente a las aerolíneas extranjeras, relativos al gobierno corporativo. El único pilar que tiene cierta alineación en los dos segmentos analizados, es el de arquitectura de control. Esto puede ser probablemente explicado dado a la alta regulación implementada por la Superintendencia Financiera de Colombia en cuanto a la administración de riesgos y control interno, a las cuales las compañías, que emiten valores, deben adherirse con rigurosidad. Por otro lado, cabe resaltar que la implementación del Código País en Colombia es relativamente nuevo frente a la implementación de este tipo de directrices en países como Estados Unidos, o el caso de aerolíneas extranjeras que participan en el mercado estadounidense y que debieron registrarse bajo unos parámetros de buenas prácticas mucho más antiguos que las colombianas; por lo tanto, sus estructuras de gobierno corporativo pueden estar mejor conformadas y planteadas.

Tabla 11

Indicadores Financieros por Aerolínea (nacionales vs extranjeras) 2015

	Aerolínea	ROE	ROA	EBITDA (millones USD)	Utilidad por acción
Colombianas	Avianca	-10.16%	-2.19%	273	-0.14
	Viva Colombia	15.97%	2.18%	N.D	No cotiza
	Satena	N.D	-33.10%	-11	No cotiza
	Promedio Colombianas	2.91%	-11.04%	131	-0.14
Extranjeras	Latam	-6.08%	-0.99%	1,448	-0.40
	Copa Airlines	-14.17%	-6.06%	-50	-5.36
	American Airlines	N.D	15.72%	N.D	11.39
	JetBlue	21.09%	7.82%	1,561	2.15
	Promedio Extranjeras	0.28%	4.12%	986	1.95

Respecto al desempeño de los indicadores financieros, objetos de estudio en esta investigación, se evidencia que el único indicador que muestra ventaja es el ROE de las aerolíneas nacionales frente a las extranjeras en promedio (2.91% vs 0.28% respectivamente); teniendo en cuenta que el indicador de Satena se excluye del análisis, dado las razones que fueron explicadas en numerales anteriores. Indicadores como el ROA, el EBITDA y la utilidad por acción de las aerolíneas extranjeras, en promedio, muestran una gran diferencia en su desempeño frente a las aerolíneas colombianas, las cuales evidencian comportamientos positivos de 4.12%, USD\$986 millones y USD\$1.95 respectivamente, frente a un comportamiento negativo de las aerolíneas colombianas, a excepción del EBITDA (USD\$ 131 millones) al cierre del año 2015.

Por último, teniendo en cuenta y combinando los análisis anteriores, la Tabla 12 muestra la posible relación entre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros de los segmentos aerolíneas nacionales y extranjeras.

Tabla 12

Posible Relación entre el Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y los Indicadores Financieros por Aerolínea (nacionales vs extranjeras).

Aerolínea		ROE	ROA	EBITDA	Utilidad por acción
Colombianas	Avianca	Directa / Negativa	Directa / Negativa	Inversa	Directa / Negativa
	Viva Colombia	Inversa	Inversa	N.D	No cotiza
	Satena	N.D	Directa / Negativa	Directa / Negativa	No cotiza
	Latam	Inversa	Inversa	Directa / Positiva	Inversa
Extranjeras	Copa Airlines	Inversa	Inversa	Inversa	Inversa
	American Airlines	N.D	Directa / Positiva	N.D	Directa / Positiva
	JetBlue	Directa / Positiva	Directa / Positiva	Directa / Positiva	Directa / Positiva

A pesar que los resultados, en términos generales, de los segmentos aerolíneas nacionales y aerolíneas extranjeras, son heterogéneos en gran medida, se puede inferir que las aerolíneas extranjeras tienen una posible relación más directa entre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y su valor financiero, destacando los resultados de Jet Blue

y American Airlines, al cierre del año 2015 objeto de estudio. Por otro lado, se evidencia la disparidad entre las aerolíneas latinoamericanas y estadounidenses, en cuanto a la posible relación del impacto que tiene la implementación de prácticas de gobierno corporativo frente al valor financiero. Siendo el segmento estadounidense mucho más homogéneo y con una posible relación más directa frente al segmento latinoamericano en los pilares de buenas prácticas y los indicadores financieros de las aerolíneas que conforman la muestra.

4.6 Posible Relación entre el grado de Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno

Corporativo y el Valor Financiero para Empresas que cotizan en Bolsa frente a las que no cotizan que operan en Colombia

Continuando con el análisis, se procede a evaluar la posible relación entre el cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros de las aerolíneas que cotizan y no cotizan en bolsa de valores que conforman la muestra, utilizando la misma metodología del numeral anterior. La Tabla 13 muestran el grado de cumplimiento de las prácticas del gobierno corporativo y la Tabla 14 los indicadores financieros segmentados por aerolíneas que cotizan y no cotizan en bolsa de valores, tanto a nivel local como internacional.

En términos generales, se puede deducir que las aerolíneas que cotizan en bolsa de valores presentan un grado de cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo mucho mayor al de las aerolíneas que no cotizan en bolsa de valores; en promedio, las aerolíneas cotizantes evidencian un grado de cumplimiento del 65% frente a un 35.6% de las aerolíneas no cotizantes. Igualmente, el grado de cumplimiento en cada uno de los pilares es mucho mayor en las aerolíneas cotizantes frente a las no cotizantes, resaltando un grado de cumplimiento aceptable en el pilar de arquitectura de control de Viva Colombia y Satena (no cotizantes) del 67.7% en promedio. Es claro que al participar en el mercado de valores, sea local o extranjero, las aerolíneas deben cumplir de una manera más estricta con los

lineamientos que dictan los entes regulatorios (locales y extranjeros), especialmente en cuanto a directrices de buenas prácticas de gobierno corporativo, prácticas que son importantes e indispensables a la hora de emitir un título valor, tanto de deuda como de capitalización.

Tabla 13

Cumplimiento por Aerolínea y por Área de las Prácticas de Gobierno Corporativo (Cotizan vs No Cotizan en Bolsa de Valores)

Aerolínea	1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	2. Asamblea General de accionistas	3. Junta Directiva	4. Arquitectura de Control	5. Transparencia e información financiera y no financiera	Cumplimiento Total	
Cotizan en	Avianca	33.3%	41.7%	35.2%	100.0%	77.8%	50.5%
Bolsa de	Latam	77.8%	50.5%	63.0%	100.0%	88.9%	71.3%
Valores	Copa Airlines	77.8%	58.3%	59.3%	88.2%	88.9%	68.3%
	American Airlines	88.9%	83.3%	61.1%	82.4%	88.9%	72.3%
	JetBlue	55.6%	83.3%	61.1%	64.7%	44.4%	62.4%
	Promedio Cotizan	66.7%	63.4%	55.9%	87.1%	77.8%	65.0%
No Cotizan en	Viva Colombia	44.4%	33.3%	40.7%	82.4%	22.2%	45.5%
Bolsa de	Satena	22.2%	16.7%	16.7%	52.9%	44.4%	25.7%
	Promedio No Cotizan	33.3%	25.0%	28.7%	67.7%	33.3%	35.6%

Tabla 14

Indicadores Financieros por Aerolínea (cotizan vs no cotizan en bolsa de valores)

Aerolínea	ROE	ROA	EBITDA (millones USD)	Utilidad por acción	
Cotizan en	Avianca	-10.16%	-2.19%	273	-0.14
Bolsa de	Latam	-6.08%	-0.99%	1,448	-0.40
Valores	Copa Airlines	-14.17%	-6.06%	-50	-5.36
	American Airlines	N.D	15.72%	N.D	11.39
	JetBlue	21.09%	7.82%	1,561	2.15
	Promedio Cotizan	-2.33%	2.86%	808	1.53
No Cotizan en	Viva Colombia	15.97%	2.18%	N.D	No cotiza
Bolsa de	Satena	0.00%	-33.10%	-11	No cotiza
	Promedio No Cotizan	7.99%	-15.46%	-11	N.D

Respecto a los resultados de los indicadores financieros, planteados en la investigación, se evidencia una gran diferencia en el promedio del ROA y EBITDA de las aerolíneas cotizantes (2.86% y USD\$ 808 millones respectivamente), frente a las no

cotizantes (-15.46% y -USD\$ 11 millones respectivamente), a excepción del promedio en el ROE de las aerolíneas no cotizantes (7.99%), teniendo en cuenta la particularidad de Satena, es mayor al reportado por las aerolíneas cotizantes (-2.33%), excluyendo a American Airlines y jalonado negativamente por los resultados de las aerolíneas latinoamericanas, los cuales fueron detallados anteriormente. Es de destacar nuevamente, las diferencias que se presentan en los indicadores de las aerolíneas cotizantes estadounidenses (JetBlue y American Airlines) frente a los resultados de las aerolíneas latinoamericanas (Avianca, Latam y Copa Airlines), siendo estos últimos negativos particularmente en el ROE, ROA y utilidad por acción al cierre del año 2015. Lo anterior, puede ser explicado en gran parte a la coyuntura económica presentada en América Latina durante el año en cuestión, en donde variables ajenas a su operación tales como: condiciones económicas y políticas de los países donde operan, efectos cambiarios e inflacionarios y la repatriación de utilidades, entre otras, afectaron notablemente el desempeño financiero de las aerolíneas latinoamericanas.

Finalmente, teniendo en cuenta y combinando los análisis anteriores, la Tabla 15 muestra la posible relación entre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros de los segmentos aerolíneas cotizantes vs no cotizantes en bolsa de valores (locales y/o extranjeras).

Al igual que en el análisis de los segmentos aerolíneas nacionales frente a las extranjeras, los resultados en los segmentos de las aerolíneas cotizantes y no cotizantes en bolsa de valores, son heterogéneos en gran medida, a excepción de aquellos presentados por las aerolíneas cotizantes estadounidenses (American Airlines y JetBlue), los cuales destacan una posible relación directa y positiva en cuanto al cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y su valor financiero al cierre del año 2015. Por otro lado, es incuestionable que aquellas aerolíneas que participan activamente en el mercado de valores, deben regirse con mayor disciplina a las directrices planteadas por los códigos de buenas prácticas de gobiernos

corporativos, adquiriendo herramientas claves que pueden generar un mejor valor financiero en el largo plazo. Del mismo modo, es indudable que mientras las aerolíneas colombianas y no cotizantes, Viva Colombia y Satena, no tengan intención de participar en el mercado de valores (local y/o extranjero), las estructuras de sus gobiernos corporativos y el impacto que estas pueden tener en su valor financiero serán difíciles de evaluar y por ende llegar a conclusiones más contundentes.

Tabla 15

Posible Relación entre el Cumplimiento de las Prácticas de Gobierno Corporativo y los Indicadores Financieros por Aerolínea (cotizan vs no cotizan en bolsa de valores).

Aerolínea	ROE	ROA	EBITDA	Utilidad por acción	
Cotizan en Bolsa de Valores	Avianca	Directa / Negativa	Directa / Negativa	Inversa	Directa / Negativa
	Latam	Inversa	Inversa	Directa / Positiva	Inversa
	Copa Airlines	Inversa	Inversa	Inversa	Inversa
	American Airlines	N.D	Directa / Positiva	N.D	Directa / Positiva
	JetBlue	Directa / Positiva	Directa / Positiva	Directa / Positiva	Directa / Positiva
No Cotizan en Bolsa de Valores	Viva Colombia	Inversa	Inversa	N.D	No cotiza
	Satena	N.D	Directa / Negativa	Directa / Negativa	No cotiza

4.7 Resumen

El análisis realizado identificando los niveles de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de cada una de las aerolíneas por separado, agrupado entre nacionales colombianas y extranjeras así como entre las que cotizan y las que no, y comparando estos resultados con los indicadores financieros definidos previamente, se desprenden interesantes conclusiones y nuevas interrogantes.

Por un lado, se evidencia que las aerolíneas colombianas tienen en promedio un menor cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo que las extranjeras en casi todos los factores en que se desprende el cuestionario de Código País.

Aquellas que cotizan en la bolsa de valores, poseen significativamente un mayor cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo frente a aquellas que no.

Con relación a los indicadores financieros objetos de estudio en esta investigación, se identifica que el único indicador donde las aerolíneas colombianas presentan un mejor valor, es en el ROE. Indicadores como el ROA, el EBITDA y la utilidad por acción de las aerolíneas extranjeras, en promedio, muestran una gran diferencia en su desempeño frente a las aerolíneas colombianas. Comparando las que cotizan en bolsa frente a las que no, se encuentra que, si bien el ROE es negativo en las cotizantes mientras es positivo en las que no, en los otros indicadores se revierte el resultado, presentando mejores valores en las cotizantes.

La posible relación del cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros presenta resultados ambiguos y heterogéneos en el análisis particular de cada aerolínea. Sin embargo, desde la perspectiva del sector, objetivo principal de la presente investigación, en promedio se evidencia una posible relación directa y positiva, aunque no determinante, entre la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo y los indicadores financieros. Esto puede ser explicado debido a que el grado de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo del sector se situó en el 56.6%, por encima del umbral previamente definido, y adicionalmente con resultados positivos en la mayoría de los indicadores financiero tales como el ROE (1.33%), EBITDA (USD\$ 644 millones) y utilidad por acción (USD\$ 1.53), a excepción del ROA (-2.37%) afectado principalmente por la incipiente situación de la aerolínea colombiana Satena.

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

En la definición del problema se enunció la necesidad de analizar acerca del impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero, en cuanto a que es indispensable que el sector privado se dé a la tarea de adoptar prácticas que permitan la rentabilidad, pero más que nada la sostenibilidad de las organizaciones a través de prácticas que ayuden a la junta directiva y a la administración a realizar sus funciones de una manera transparente e idónea, de tal forma que se logre un beneficio tanto para la empresa como para la sociedad. Por lo tanto en el presente documento se describe el nivel de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas del sector aéreo que operan en Colombia, seguido de la evaluación del impacto de la aplicación de dichas prácticas en sus resultados financieros. La obtención de la data se realizó principalmente a través de entrevistas con miembros de la alta dirección, reportes y memorias anuales, informes de gestión, y documentos que contienen información financiera, de cada una de las empresas evaluadas, para posteriormente realizar una labor de tabulación y análisis de los datos a través de las directrices dadas por el Código País, la cual se compone de 33 medidas y se enfoca en 5 áreas de interés, que son (a) derechos y trato equitativo entre accionistas, (b) asamblea general de accionistas, (c) junta directiva, (d) arquitectura de control y (e) transparencia e información financiera y no financiera.

La investigación se llevó a cabo bajo un diseño descriptivo - explicativo, ya que se realizó una descripción en el nivel de cumplimiento de las buenas practica de gobierno corporativo de cada una de las empresas objeto de estudio, para posteriormente explicar el impacto sobre el valor financiero, lo cual se llevó a cabo de forma transversal debido a que la recolección de datos para su descripción y análisis se hizo en un único momento el cual fue 2015.

5.1 Conclusiones

Se considera que para medir la posible relación entre gobierno corporativo y valor financiero en empresas del sector aéreo, se pueden establecer como ratios de valor el ROE, ROA, EBITDA, y la utilidad por acción, los cuales son indicadores cuyo valor está dado en que reflejan la capacidad de generar utilidades y de obtener un rendimiento sobre los recursos invertidos; garantizando a nivel financiero la sostenibilidad de las organizaciones, y permitiendo evidenciar la capacidad de las empresas para responderle a los accionistas, al mercado, y a terceras partes interesadas, teniendo en cuenta que son estos interesados a quienes se intenta proteger mediante la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo a través de sus cinco pilares, a) derechos y trato equitativo entre accionistas, (b) asamblea general de accionistas, (c) junta directiva, (d) arquitectura de control y (e) transparencia e información financiera y no financiera.

La presente investigación muestra una posible relación positiva entre la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero, puesto que a través de los lineamientos descritos en el Código País, y un tamaño de la muestra de ocho aerolíneas, las cuales corresponden a las que operan en Colombia y tienen más del 90% de participación en el mercado, se obtiene un promedio de aplicación de 56.6% y resultados financieros promedio positivos, ROE 1.33; EBITDA 644 millones de dólares, Utilidad por acción 1.53 dólares. En el caso del ROA el cual da como resultado un valor negativo, -2.37, se debe a la particular e incipiente situación de la aerolínea Satena S.A., la cual lleva el resultado promedio por debajo de cero, ya que como se ha explicado en varios apartes del documento esta aerolínea opera como consecuencia a la obligación del gobierno de garantizar la movilización de algunos colombianos a territorios que no cuentan con condiciones de infraestructura para su acceso; y no para la obtención de resultados financieros rentables. Así mismo, las aerolíneas de origen extranjero, American Airlines, Latam Airlines S.A., Copa

Airlines, y JetBlue Airways, cuentan con mayores índices de aplicación en prácticas de gobierno corporativo con un promedio de 68.6%, e indicadores financieros promedio positivos, ROE 0.28%; ROA 4.12%; EBITDA 986 millones de dólares, utilidad por acción 1.95 dólares. De acuerdo a lo anterior, se puede concluir que la adopción de prácticas de gobierno corporativo puede tener un impacto sobre los resultados financieros de las empresas del sector aéreo que operan en Colombia, sin embargo no se puede concluir de manera concreta que exista una correlación directa y positiva entre las dos variables en las aerolíneas objeto de estudio y que conformaron la muestra, ya que se deben tener en cuenta algunas recomendaciones para próximas investigaciones, las cuales permitirán que se logre un mayor grado de precisión al momento de establecer relaciones.

Se puede inferir que las variables relativas al gobierno corporativo, que pueden estar impactado en mayor proporción sobre los resultados financieros, y según su importancia son Arquitectura de control con un promedio de aplicación de 81.5%; transparencia e información financiera y no financiera con 61.5%; y derecho y trato equitativo de los accionistas con 57.1%; en cuanto a que estas tres variables son las que en su contenido llevan el mayor grado de control sobre el funcionamiento de las organizaciones, y de esta manera se logre garantizar sostenibilidad, como también una aportación positiva hacia la sociedad. Aunque todas las variables son importantes como las relativas a los aspectos financieros al momento de evaluar el desempeño de una compañía, las buenas prácticas de gobierno corporativo son componentes esenciales para promover estándares de calidad y proteger la reputación del mercado de capitales y más aún del sector en que se encuentren las compañías. En este caso, aerolíneas que gozan de buena reputación en el mercado a consecuencia no solamente de sus buenos resultados financieros, sino también de su administración en términos de derechos y trato a sus accionistas, regulación interna, estructura de gobierno, arquitectura de control y transparencia de la información, pueden tener un mayor acceso al

mercado financiero, mejores condiciones de financiamiento a un menor costo de capital, atracción de inversionistas extranjeros dispuestos a inyectar cantidades considerables de capital, entre otros, traduciéndose y convirtiendo todas estas herramientas en mejores condiciones para la construcción de una compañía más eficiente, productiva y rentable, y sobre todo preparada para los continuos cambios del mercado y de las situaciones económicas.

Se puede inferir que las aerolíneas que no cumplen con el promedio encontrado en cuanto a la aplicación de prácticas de gobierno corporativo corresponden a las de origen nacional, Avianca Holdings S.A., Satena S.A., y Viva Colombia, dando evidencia que las aerolíneas de origen extranjero cuentan con estructuras de gobernanza mucho más robustas. Lo anterior, atribuible a las deficiencias que tiene Colombia en relación a sus esquemas de control de los diferentes mercados, y por consiguiente mostrando que aún falta camino por recorrer para lograr los acometidos del gobierno es su búsqueda en ser parte de la OCDE, como también de mejorar los índices de competitividad a nivel país. Cabe resaltar que el proceso de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia es relativamente nuevo, por lo que habrá que esperar a que más empresas se acojan a estos nuevos esquemas de gobernanza y de esta manera la muestra que se investigue tenga una mayor consistencia y homogeneidad.

Respecto al grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo de aquellas aerolíneas que operan en Colombia que cotizan en bolsa frente a las que no cotizan, se evidencian diferencias significantes en materia de gobierno corporativo en este segmento analizado, dando como resultado un cumplimiento de las recomendaciones en un 65% de las aerolíneas cotizantes, frente a un 36% de las aerolíneas no cotizantes en promedio. Se podría decir que, las aerolíneas que emiten títulos en el mercado de valores (nacional o internacional) tales como Avianca, Latam Airlines, Copa Airlines, American Airlines y Jet

Blue, están sujetas a un cumplimiento más exhaustivo de requisitos en los conceptos de gobierno corporativo para poder participar en estos mercados secundarios, frente a aquellas que no cotizan en el mercado de valores (nacional o internacional) como Viva Colombia y Satena. Lo anterior, se evidencia específicamente en el grado de cumplimiento de cada uno de los pilares I. Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas (67%), II. Asamblea General de Accionistas (63%), III. Junta Directiva (56%), IV. Arquitectura de Control (87%) y V. Transparencia e Información Financiera (78%) de las aerolíneas cotizantes frente a un cumplimiento del 33%, 25%, 29%, 68% y 33% de las aerolíneas no cotizantes respectivamente.

Respecto a la posible relación entre el grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo y la generación de valor financiero de las aerolíneas que operan en Colombia de origen nacional frente a las de origen extranjero, se podría decir que, a pesar que los resultados de ambos segmentos son heterogéneos en gran medida, tal como se especifica en la Tabla 12, se destacan las aerolíneas extranjeras American Airlines y Jet Blue con una posible relación directa y positiva entre las dos variables analizadas, con altos grados de cumplimiento de gobierno corporativo (72.3% y 62.4% respectivamente) y buenos resultados en sus indicadores financieros de desempeño ROE, ROA, EBITDA y utilidad por acción especificados en la Tabla 11, a diferencia de sus pares extranjeros Latam y Copa Airlines que mostraron una relación inversa dado sus altos grados de cumplimiento de gobierno corporativo (71.3% y 68.3%) y bajo desempeño en sus indicadores de valor financiero. Por otro lado, para las aerolíneas nacionales Avianca y Satena, se evidencia una relación directa y negativa entre las dos variables, dado a sus bajos grados de cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo y el bajo desempeño en sus indicadores de valor financiero. Sin embargo, Viva Colombia evidenció una relación inversa entre las dos variables dado su bajo

grado de cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo y su buen desempeño en los indicadores de valor financiero.

El segmento aerolíneas que cotizan en bolsa frente a las que no cotizan y que operan en Colombia, igualmente presentan resultados heterogéneos a excepción de las aerolíneas cotizantes estadounidenses American Airlines y Jet Blue, las cuales presentan una posible relación directa y positiva en cuanto a sus altos grados de cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo y su buen desempeño de sus indicadores de valor financiero al cierre del año 2015. Adicionalmente, es difícil concluir el grado de impacto o la relación que tienen las buenas prácticas de gobierno corporativo de aquellas aerolíneas que no cotizan en bolsa, como Viva Colombia y Satena, en la generación de valor financiero, debido a la limitada información pública con la que cuentan, dado que no requieren revelar su cumplimiento de gobierno corporativo ante los entes de control.

Por último, tomando en consideración los beneficios que resultan de implementar y ejecutar buenas prácticas de gobierno corporativo en el valor financiero, ¿por qué todavía existen empresas en la industria aeronáutica en Colombia que no adoptan o adoptan parcialmente estas directrices? En las entrevistas de profundización que se llevaron a cabo con algunas aerolíneas, se puede inferir que la extra burocracia afecta la toma de decisiones y el exceso de transparencia frente a los competidores perjudica a la empresa. Es por esto que las políticas de gobierno corporativo no deben tomarse como un concepto de “un tamaño sirve para todos”; debe ser una guía de un conjunto de principios, diseñados para cobijar necesidades específicas las cuales pueden ser utilizadas para mejorar el rendimiento de las empresas y aumentar el valor de estas a través de exaltar, resaltar y robustecer responsabilidades de los que están a cargo, propiciando un clima de transparencia corporativa que se traduce en un beneficio para los accionistas y demás interesados.

5.2 Recomendaciones

Los lineamientos del Código País en cuanto a gobierno corporativo en Colombia, son congruentes con las necesidades del país y paralelamente alineados en gran medida con aquellas políticas adoptadas por la CAF, relativas a los países latinoamericanos, y con las directrices de la SEC para aquellas compañías que cotizan en el mercado accionario en Estados Unidos; adicionalmente, toma como referencia los principios generales de gobierno corporativo establecidos por la OCDE a nivel mundial. A pesar que el proceso es relativamente nuevo debido al reducido mercado de valores colombiano y a la tardía intervención del Estado para regular el gobierno corporativo de las compañías que participan activamente en la Bolsa de Valores de Colombia, se debe realizar un trabajo desde el Gobierno nacional para el fomento en la adopción de este tipo de prácticas, y a su vez el sector privado concientizarse de los beneficios que se tienen al implementar las buenas prácticas de gobierno corporativo en las organizaciones, ya que no solo se debe ver desde la óptica de beneficio financiero para un periodo determinado, sino desde la búsqueda de sostenibilidad a largo plazo.

Como se mencionó anteriormente, la presente investigación marca el inicio y brinda pautas para futuras investigaciones relativas al tema, en especial para estudios dirigidos al sector de transporte aéreo. Dando continuidad a la presente tesis, podrían abrirse varias líneas de investigación en las que servirían para confirmar las conclusiones alcanzadas. Luego de analizar los resultados obtenidos, se presentan las siguientes recomendaciones.

5.2.1 Recomendaciones Prácticas

Se recomienda que la Superintendencia Financiera en conjunto con la Aeronáutica Civil, como entes de regulación, se defina y establezca oficialmente un índice de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo para el sector aeronáutico.

Se recomienda que las compañías definan claramente en sus presupuestos planes de gestión e indicadores de medición de buenas prácticas de gobierno corporativo, en cuanto al grado de implementación y la calidad, y su relación con el desempeño financiero de las mismas.

Finalmente, se recomienda incluir categorías adicionales como variables que complementen las actuales encuestas de Código País tales como: responsabilidad social y valor compartido, cero tolerancia a la corrupción, prevención del fraude, prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo.

5.2.2 Recomendaciones Académicas

Para tener un mayor grado de confiabilidad o estimar en mayor medida el impacto que el gobierno corporativo tiene en la generación de valor financiero de las empresas del sector aeronáutico, y dado al reducido número de aerolíneas que cotizan en el mercado de valores colombiano, se recomienda aumentar el tamaño de la muestra incluyendo en la investigación a más compañías internacionales, como también se deberá considerar la posibilidad de excluir aerolíneas a las que no sea posible determinar de manera clara su grado de aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Mercados como el europeo y el asiático serán indispensables en el análisis, ya que poseen aerolíneas de gran importancia, relevancia y participación. Lo anterior es relevante, dado que la muestra será más representativa.

Del mismo modo, al ampliar el tamaño de la muestra, se recomienda hacer una segmentación por región, ingresos operacionales y capitalización bursátil con el objetivo de identificar variables particulares de mercado, que impacten los resultados de las aerolíneas.

Se recomienda evaluar un mayor rango de tiempo, el cual dará información de comportamiento más detallado de las variables analizadas, identificando eventos relevantes al interior de las organizaciones. Lo anterior es importante dado que, como lo evidencian otras investigaciones, es posible que en periodos de bonanza económica, independientemente de la

calidad de gobierno corporativo de las compañías, el impacto en los resultados financieros sea diferente frente al impacto que se podría tener en periodos de fuerte recesión, en donde la calidad de gobierno corporativo se convierte en un factor clave para la administración y su consejo, a la hora de controlar y tomar decisiones con criterios razonables y más objetivos.

En este sentido, se recomienda igualmente contemplar variables exógenas, las cuales tienen una clara influencia en los resultados de cualquier organización, como inflación, diferencia cambiaria, precios del petróleo, entre otros factores económicos y coyunturales.

Se recomienda utilizar modelos de regresión estadística con muestras y periodos de tiempo más amplios, de manera que los resultados sean matemáticamente más robustos y confiables que los presentados.

Utilizar variables de correlación que puedan dar mayor evidencia sobre la relación que pueda existir entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y generación de valor financiero, analizadas desde cada área de interés (a) derechos y trato equitativo entre accionistas, (b) asamblea general de accionistas, (c) junta directiva, (d) arquitectura de control y (e) transparencia e información financiera y no financiera; esto con el propósito obtener información más detallada pero a su vez y aún más importante, lograr inferir sobre las áreas de interés que puedan tener un mayor impacto sobre la generación de valor financiero en una organización.

Sustituir el EBITDA por el EBITDAR, dado que el sector aéreo tiene un alto componente de endeudamiento por lo cual para lograr analizar y comparar la capacidad operativa de las diferentes líneas áreas es necesario utilizar un indicador que establezca los resultados de forma comparable.

Finalmente, se recomienda que para futuras investigaciones se realice un análisis por pilar de gobierno corporativo con un enfoque evolutivo, de esta manera examinar el impacto

en la implementación de los lineamientos en el desempeño financiero de las aerolíneas en cada período objeto de estudio.



Referencias

- Aerocivil. (2015). *Estadísticas de oferta y demanda, transporte de pasajeros a septiembre 2015*. Recuperado de <http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Estadisticas/TAereo/EOperacionales/Paginas/EOperacionales.aspx>
- Aerocivil. (2015). *Estadísticas de oferta y demanda, transporte de pasajeros a enero 2016*. Recuperado de <http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Estadisticas/TAereo/EOperacionales/Paginas/EOperacionales.aspx>
- Agüero, J. O. (2009). Gobierno corporativo: una aproximación al estado del debate. *Visión de futuro*, 11(1), 0-0.
- American Airlines. American Airlines Group – About us. Recuperado de <https://www.aa.com/il8n/customer-service/about-us/american-airlines-group.jsp>
- Banco de Desarrollo de América Latina (CAF). (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal*. Recuperado de <http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/366/gobierno-corporativo-importancia-empresas-estado.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Banco de la República de Colombia. (2015). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* (Julio de 2015). Recuperado de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/ijd_jul_2015.pdf
- Banco de la República de Colombia. (2016). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* (Marzo de 2016). Recuperado de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/ijd_mar_2016.pdf
- Barbosa, D., Piñeros, R., & Noguera, A., (2013, Julio - Diciembre). Retos actuales del gobierno corporativo en torno a la creación de valor. *Criterio Libre*, 11 (19), 187-204.
- Betancourt, G., & Zapata, N. (2013). Gobierno Corporativo: Una comparación de códigos de gobierno en el mundo, un modelo para empresas latinoamericanas familiares y no

familiares. *Entramado*, 9(2), 98-117. Recuperado de
http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1900-38032013000200008&lng=en&tlng=.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. *McMillan, New York, NY*.

Bolsa de Valores de Colombia. (2014). *Reconocimiento Emisores IR y Código País 2014*.

Recuperado de:

<https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1010425&downloadname=20141022precodigopaisbvc.pdf>

CAF (2005). *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*. Recuperado de

<https://www.caf.com/media/3266/linea6abril100dpi.pdf>

Chivite, S. (2010). *Análisis de la relación entre rentabilidad para el accionista y gobierno corporativo en los consejos de administración de las compañías del Ibex-35 en el período 1998 a 2008*. Recuperada de

http://oa.upm.es/4658/1/SANTIAGO_CHIVITE_FERNANDEZ.pdf

Código de Mejores Prácticas Corporativas. (2007). Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de:

<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>

Código País. (2009). Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado de:

<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=35595383>

Código de Buen Gobierno (2015). Satena S.A. Recuperado de

<https://www.satena.com/corporativo/codigo-de-etica-y-de-buen-gobierno/39>

Colombia, Superintendencia Financiera (2014). *Código País de Colombia, Código de Mejores Prácticas Corporativas*. Recuperado de

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10083770>

D'Alessio, F. (2012). *El proceso estratégico: Un enfoque de gerencia*. México D.F., México: Pearson Educación.

Decastro, S. (2012). *Gobierno corporativo y eficiencia económica: análisis económico de las normas del Código País (2007) y su incidencia en las sociedades colombianas listadas en bolsa* (Disertación Doctoral, Uniandes). Recuperado de:

https://biblioteca.uniandes.edu.co/visor_de_tesis/web/?SessionID=L1Rlc2lzXzIyMDZMjIwLzEwNzAucGRm

DANE. (2015). *Ofertas constantes desestacionalizadas III 2015*. Recuperado de

<http://www.dane.gov.co/index.php/cuentas-economicas/cuentas-trimestrales>

DANE. (2015). *Boletín técnico IPC del mes de noviembre 2015*. Recuperado de

<http://www.dane.gov.co/index.php/indices-de-precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>

Decreto 940. (1962). Recuperado de

http://www.satena.com/aym_document/aym_marco_legal/DECRETO_940_DE_1962.pdf

EASYFLY. www.easyfly.com.co

Escritura 1427. (2010). Recuperado de

http://www.satena.com/aym_document/aym_marco_legal/ESCRITURA_1427.pdf

Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para sociedades cerradas y de familia. 2009.

Superintendencia de Sociedades, Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras.

Recuperado de <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

Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. (2000). *Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233111

Hernández, G (2014). *Presentación del Código País de Gobierno Corporativo para Emisores de Valores*. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10083770>

Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M. (2014). *Metodología de la investigación*. Mexico D.F.: McGraw Hill.

Hernández-Ruiz, A. (2008). Expectativas de vida familiar y laboral de una muestra de estudiantes de Publicidad y Relaciones Públicas. Tesis Doctoral Universidad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Alicante.

IATA (2013). *Airlines expect 31% rise in passenger demand by 2017*. Recuperado de <http://www.iata.org/pressroom/pr/pages/2013-12-10-01.aspx>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

JetBlue (2016). Nuestra compañía-historia. Recuperado de <http://hola.jetblue.com/enes/about/ourcompany/history.aspx>.

JetBlue (2015). Informe anual 2015. Recuperado de http://blueir.investproductions.com/~/_/media/Files/J/Jetblue-IR-V2/Annual%20Reports/2015-ar-10k.pdf

Langeback, A. & Ortiz, J.E. (2007). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. *Borradores de economía*. Recuperado de

<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra447.pdf>

LATAM Airlines Group S.A. Estatutos. Recuperado de http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/25/251289/cgdocs/Estatutos.pdf

LATAM Airlines Group S.A. Estructura de propiedad y principales accionistas. (pág. 55)

Recuperado de <http://memoria2015.marketinglatam.net/?lang=es#>

LATAM Airlines Group S.A. Gobierno Corporativo. Recuperado de

<http://www.lan.com/informacion-inversionistas/gobierno-corporativo/>

LATAM Airlines Group S.A. Gobierno Corporativo. Recuperado de

<http://www.latamairlinesgroup.net/phoenix.zhtml?c=251289&p=irol-irhome>

LATAM Airlines Group S.A. Gobierno corporativo. Pacto de accionistas (pág. 67-73).

Recuperado de http://memoria2015.marketinglatam.net/wp-content/themes/lan2015/LATAM_Memoria_Anual_2015.pdf

LATAM Airlines Group S.A. Nuestra Empresa. Información de la compañía (pág. 33)

recuperado de http://memoria2015.marketinglatam.net/wp-content/themes/lan2015/LATAM_Memoria_Anual_2015.pdf

LATAM Airlines Group S.A. Prácticas de gobierno corporativo adoptadas por LATAM

Airlines Group S.A. Norma de carácter general N°341 – Superintendencia de valores y seguros - 31 de Marzo de 2015. Recuperado de [http://media.corporate-](http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/81/81136/NCG%20341%20-%20Informaci%C3%B3n%20respecto%20de%20la%20adopci%C3%B3n%20de%20Practicas%20de%20Gobierno%20Corporativo_31Marzo2015.pdf)

[ir.net/media_files/IROL/81/81136/NCG%20341%20-](http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/81/81136/NCG%20341%20-%20Informaci%C3%B3n%20respecto%20de%20la%20adopci%C3%B3n%20de%20Practicas%20de%20Gobierno%20Corporativo_31Marzo2015.pdf)

[%20Informaci%C3%B3n%20respecto%20de%20la%20adopci%C3%B3n%20de%20Practicas%20de%20Gobierno%20Corporativo_31Marzo2015.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/81/81136/NCG%20341%20-%20Informaci%C3%B3n%20respecto%20de%20la%20adopci%C3%B3n%20de%20Practicas%20de%20Gobierno%20Corporativo_31Marzo2015.pdf)

LATAM Airlines Group S.A. Relación de inversionistas. Recuperado de

<http://www.latamairlinesgroup.net/phoenix.zhtml?c=251289&p=irol-govguidelines>

LATAM Airlines Group S.A. Reporte de Sostenibilidad 2015. Recuperado de

<http://sostenibilidad2015.marketinglatam.net/?lang=es>

LATAM Airlines Group S.A. Resultados y Reportes. Recuperado de

<http://www.latamairlinesgroup.net/phoenix.zhtml?c=251289&p=irol-irhome>

Ley 1427 (2010). Recuperado de

http://www.satena.com/aym_document/aym_marco_legal/LEY_1427_DE_2010.pdf

Lin-Hi, N. & Blumberg, I. (2011). The relationship between corporate governance, global governance, and sustainable profits: lessons learned from BP. *Corporate governance*, 11(5), 571-584.

McKinsey. (2000). *Three surveys on corporate governance*. Recuperado de

http://www.qualified-audit-partners.be/user_files/ITforBoards/GVCR_McKinsey-Coombes_Paul___Watson_Mark_Three_surveys_on_corporate_governance_2000.pdf

Mejía, J., (2000). El muestreo en la investigación cualitativa. *Investigaciones Sociales*, 5(5), 165-180.

Méndez-Beltrán, J. A., & Rivera-Rodríguez, H. A. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: instituciones de educación superior en América Latina. *Educación Y Educadores*, 18(3), 435-455.

doi:10.5294/edu.2015.18.3.4

Migración Colombia (2016). *Boletín anual de estadísticas enero – diciembre 2015*.

Recuperado de

<http://migracioncolombia.gov.co/phocadownload/Boletin%20estadistico%202015%20espanol.pdf>

Ministerio de Vivienda y Desarrollo Sostenible. (2015). *Colombia se compromete a reducir el 20% de sus emisiones de gases de efecto invernadero para el año 2030 (2015, 21 de Julio)*. Recuperado de <https://www.minambiente.gov.co/index.php/>

component/content/article?id=1913:colombia-se-compromete-a-reducir-el-20-de-sus-emisiones-de-gases-de-efecto-invernadero-para-el-ano-2030

Naturaleza de Satena (2016). Recuperado de <https://www.satena.com/corporativo/naturaleza-de-satena/45>

Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. DS DE HDA. N° 702 DE 2011. Recuperado de http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1762_doc_pdf.pdf

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). (2004). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

Paz-Ares. (2004). *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*. Recuperado de http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf

Pineda, A. & Torres, G. (2005). Gobierno corporativo, juntas directivas: una perspectiva global, nacional y regional. *Revista Ciencias Estratégicas*, 13(14), 177-194. Recuperado de <http://www.redalyc.org/pdf/1513/151321068005.pdf>

Presidencia de la República de Colombia (1971). *Código de Comercio*. Bogotá, Colombia.

Reportur (2015). *El Gobierno colombiano pone a la venta el 49% de Satena*. Recuperado de <http://www.reportur.com/colombia/2015/03/08/el-gobierno-colombiano-pone-la-venta-el-49-de-satena/>

Resolución 06565 de 2009 (2009) sobre los Reglamentos Aeronáuticos de Colombia.

Recuperado de: <http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Rrglamentacion/RAC/Documents/RESL.%20N%C2%B0%2006565%20NOV-20-09.pdf>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Stickney, C., Weil, R., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2012). Análisis de estados financieros. *En Contabilidad Financiera: una introducción a conceptos, métodos y usos.* (pp 255-316). Argentina.: Cengage Learning.

Subramanian, G. 2015. Corporate governance 2.0. Harvard Business Review.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2001). Norma expedida: Resolución 275 del 23 de mayo de 2001. Recuperado de:

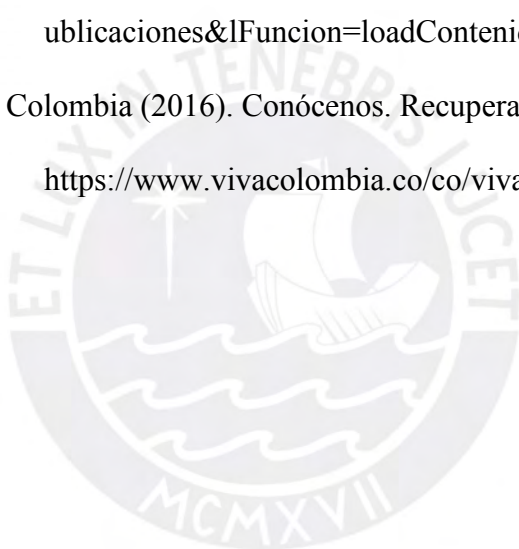
<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=821&dPrint=1>

Superintendencia Financiera de Colombia (2012). Presentación Código País. Recuperado de:

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=61164>

Viva Colombia (2016). Conócenos. Recuperado de:

<https://www.vivacolombia.co/co/vivacolombia/conocenos>



Apéndice A: Codificación prácticas de gobierno corporativo aplicadas en la investigación

A1: Codificación prácticas de gobierno corporativo aplicadas a las empresas del sector aéreo que operan en Colombia (2015)

FACTOR	MEDIDA	RECOMENDACION	CODIFICACION	
1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	1. Principio de igualdad de trato	1. La Sociedad proporciona un trato igualitario a todos los accionistas que, dentro de una misma clase de acciones, se encuentren en las mismas condiciones, sin que ello suponga el acceso a información privilegiada de unos accionistas respecto de otros.	X111	
	2. Información sobre acciones	1. A través de su página web, la sociedad da a conocer al público con claridad, exactitud e integridad las distintas clases de acciones emitidas por la sociedad, la cantidad de acciones emitidas para cada clase y la cantidad de acciones en reserva, así como los derechos y obligaciones inherentes a cada clase de acciones.	X121	
	3. Información y comunicación con los accionistas		1. La sociedad cuenta con una página web corporativa, en español e inglés, con un vínculo de Gobierno Corporativo o de relación con accionistas e inversionistas o equivalente, en el que se incluye información financiera y no financiera en los términos propuestos en las recomendaciones 32.3 y 33.3 y que, en ningún caso, podrá incluir información confidencial de la sociedad o relativa a secretos industriales, o aquella cuya divulgación pueda ser utilizada en detrimento de la sociedad.	X131
			2. La sociedad cuenta con mecanismos de acceso permanente y uso dirigido exclusivamente a los accionistas, tales como un vínculo en la página web de acceso exclusivo a accionistas, o una oficina de atención o relaciones con accionistas e Inversionistas, reuniones informativas periódicas, entre otros, para que puedan expresar sus opiniones o plantear inquietudes o sugerencias sobre el desarrollo de la sociedad o aquellas asociadas a su condición de accionistas.	X132
			3. La sociedad organiza eventos de presentación de resultados trimestrales, dirigidos a sus accionistas y analistas del mercado, que pueden ser presenciales o a través de medios de comunicación a distancia (conferencia, videoconferencia, etc.).	X133
		4. Los Estatutos de la sociedad prevén que un accionista o grupo de accionistas que representen al menos un cinco por ciento (5%) del capital pueda solicitar la realización de Auditorías Especializadas sobre materias distintas a las auditadas por el Revisor Fiscal de la sociedad. En función de su estructura de capital, la sociedad podrá determinar un porcentaje inferior al cinco por ciento (5%).	X134	

4. Actuación de los Administradores ante operaciones de cambio o toma de control de la sociedad	1. Los miembros de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia han aceptado expresamente en sus Cartas de Aceptación o contratos, que desde el conocimiento de la presentación de una OPA u otras operaciones relevantes, tales como fusiones o escisiones, existirán períodos durante los cuales se comprometen a no negociar, directa o indirectamente a través de interpuesta persona, acciones de la sociedad.	X141
5. Cotización de sociedades integradas en Conglomerados	1. Sin perjuicio de la independencia de cada empresa individual integrada en el Conglomerado y las responsabilidades de sus órganos de administración, existe una estructura organizacional del Conglomerado que define para los tres (3) niveles de gobierno - asamblea de accionistas, Junta Directiva y Alta Gerencia - los órganos y posiciones individuales clave, así como las relaciones entre ellos, la cual es pública, clara y transparente, y permite determinar líneas claras de responsabilidad y comunicación, y facilita la orientación estratégica, supervisión, control y administración efectiva del Conglomerado.	X151
6. Resolución de controversias	1. Salvo para aquellas disputas entre accionistas, o entre accionistas y la sociedad o su Junta Directiva, que por atribución legal expresa deban dirimirse necesariamente ante la jurisdicción ordinaria, los Estatutos de la sociedad incluyen mecanismos para la resolución de controversias tales como el acuerdo directo, la amigable composición, la conciliación o el arbitraje.	X161
1. Funciones y competencia	1. Además de otras funciones atribuidas a la Asamblea General de Accionistas por el marco legal, los Estatutos recogen expresamente las funciones de la Asamblea General de Accionistas que se indican en la recomendación 8.1., y enfatizan su carácter de exclusivas e indelegables.	X211
2. Reglamento de la Asamblea General de Accionistas	1. La sociedad cuenta con un Reglamento de la Asamblea General de Accionistas que regula todas aquellas materias que atañen a ésta, desde su convocatoria, a la preparación de la información que deben recibir los accionistas, asistencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos de los accionistas, de forma que éstos estén perfectamente informados de todo el régimen de desarrollo de las sesiones de la Asamblea.	X221
2. Asamblea General de accionistas	1. Para facilitar el ejercicio del derecho de información de los accionistas, los Estatutos establecen que la Asamblea General de Accionistas ordinaria debe convocarse con no menos de treinta (30) días comunes de anticipación y para las reuniones extraordinarias deberán convocarse con no menos de quince (15) días comunes de anticipación. Lo anterior sin perjuicio de los términos legales establecidos para reorganizaciones empresariales (por ejemplo fusión, escisión o transformación).	X231
3. Convocatoria de la Asamblea	2. Además de los medios tradicionales y obligatorios previstos en el marco legal, la sociedad asegura la máxima difusión y publicidad de la convocatoria mediante la utilización de medios electrónicos, tales como la Web corporativa, mensajes de alerta a través de correo electrónico individualizado e, incluso, si lo estima pertinente, por medio de las redes sociales.	X232

3. Con el fin de aumentar la transparencia del proceso de toma de decisiones durante la Asamblea General, además del Orden del Día de la reunión con el enunciado punto por punto de los temas que serán objeto de debate, la sociedad ha previsto que simultáneamente con la convocatoria o, al menos, con una antelación de quince (15) días comunes a la reunión, se pongan a disposición de los accionistas las Propuestas de Acuerdo que para cada punto del Orden del Día la Junta Directiva elevará a la Asamblea General de Accionistas. X233
4. El Orden del Día propuesto por la Junta Directiva contiene con precisión el contenido de los temas a tratar, evitando que los temas de trascendencia se oculten o enmascaren bajo menciones imprecisas, genéricas, demasiado generales o amplias como "otros" o "proposiciones y varios". X234
5. En el caso de modificaciones de los Estatutos, se vota separadamente cada artículo o grupo de artículos que sean sustancialmente independientes. En todo caso se vota de forma separada un artículo si algún accionista o grupo de accionistas, que represente al menos el cinco por ciento (5%) del capital social, así lo solicita durante la Asamblea, derecho que se le da a conocer previamente a los accionistas. X235
6. Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 182 del Código de Comercio, con el objetivo de reforzar y garantizar el derecho de inspección e información de los accionistas con antelación a la reunión de la Asamblea, los Estatutos reconocen el derecho de los accionistas, independientemente del tamaño de su participación accionaria, a proponer la introducción de uno o más puntos a debatir en el Orden del Día de la Asamblea General de Accionistas, dentro de un límite razonable y siempre que la solicitud de los nuevos puntos se acompañe de una justificación. La solicitud por parte de los accionistas debe hacerse dentro de los cinco (5) días comunes siguientes a la publicación de la convocatoria. X236
7. La sociedad se obliga a utilizar los medios electrónicos de comunicación, principalmente la web corporativa con acceso exclusivo a los accionistas, para hacer llegar a éstos los documentos y la información asociada a cada uno de los puntos del Orden del Día de la reunión. X237
8. Los Estatutos de la sociedad reconocen a los accionistas el derecho a solicitar con antelación suficiente la información o aclaraciones que estime pertinentes, a través de los canales tradicionales y/o, cuando proceda, de las nuevas tecnologías, o a formular por escrito las preguntas que estimen necesarias en relación con los asuntos comprendidos en el Orden del Día, la documentación recibida o sobre la información pública facilitada por la sociedad. En función del plazo elegido por la sociedad para convocar la Asamblea General de Accionistas, la sociedad determina el periodo dentro del cual los accionistas pueden ejercer este derecho. X238
-

	9. Cuando la respuesta facilitada a un accionista pueda ponerlo en ventaja, la sociedad garantiza el acceso a dicha respuesta a los demás accionistas de manera concomitante, de acuerdo con los mecanismos establecidos para el efecto, y en las mismas condiciones.	X239
4. Regulación de la representación	1. Sin perjuicio de los límites previstos en el artículo 185 del Código de Comercio, la Circular Externa 24 de 2010 y las normas que las modifiquen, adicionen o sustituyan, la sociedad no limita el derecho del accionista a hacerse representar en la Asamblea General de Accionistas, pudiendo delegar su voto en cualquier persona, sea ésta accionista o no.	X241
1. Funciones de la Junta Directiva	1. Los Estatutos señalan expresamente aquellas funciones que no podrán ser objeto de delegación a la Alta Gerencia, entre las que figuran las establecidas en la recomendación 13.1.	X311
2. Reglamento de la Junta Directiva	1. La Junta Directiva ha aprobado el reglamento interno que regula su organización y funcionamiento, así como las funciones y responsabilidades de sus miembros, del Presidente y del Secretario de la Junta Directiva, y sus deberes y derechos. El cual es difundido entre los accionistas, y cuyo carácter es vinculante para los miembros de la Junta Directiva.	X321
3. Dimensión de la Junta Directiva	1. La sociedad ha optado estatutariamente por no designar Miembros Suplentes de la Junta Directiva.	X331
3. Junta Directiva	1. A partir de la premisa de que una vez elegidos todos los miembros de la Junta Directiva actúan en beneficio de la sociedad, en un ejercicio de máxima transparencia, la sociedad identifica el origen de los distintos miembros de la Junta Directiva de acuerdo con el esquema definido en la recomendación 16.1.	X341
	2. Los perfiles profesionales identificados como necesarios se informan por la Junta Directiva a los accionistas, de tal forma que los distintos actores, principalmente accionistas controlantes, significativos, familias, agrupaciones de accionistas y accionistas institucionales, si existen, y la propia Junta Directiva, estén en condiciones de identificar los candidatos más idóneos.	X342
	3. Además de los requisitos de independencia ya previstos en la Ley 964 de 2005, la sociedad voluntariamente ha adoptado una definición de independencia más rigurosa a la establecida en la citada ley. Esta definición ha sido adoptada como marco de referencia a través de su Reglamento de Junta Directiva, e incluye, entre otros requisitos que deben ser evaluados, las relaciones o vínculos de cualquier naturaleza del candidato a Miembro Independiente con accionistas controlantes o significativos y sus Partes Vinculadas, nacionales y del exterior, y exige una doble declaración de independencia: (i) del candidato ante la sociedad, sus accionistas y miembros de la Alta Gerencia, instrumentada a través de su Carta de Aceptación y, (ii) de la Junta Directiva, respecto a la independencia del candidato.	X343

	4. El Reglamento de la Junta Directiva prevé que la evaluación de la idoneidad de los candidatos es una actividad cuya ejecución es anterior a la realización de la Asamblea General de Accionistas, de tal forma que los accionistas dispongan de información suficiente (calidades personales, idoneidad, trayectoria, experiencia, integridad, etc.) sobre los candidatos propuestos para integrarla, con la antelación que permita su adecuada evaluación.	X344
5. Estructura funcional de la Junta Directiva	1. El Reglamento de la Junta Directiva, estipula que los Miembros Independientes y Patrimoniales son siempre mayoría respecto a los Miembros Ejecutivos, cuyo número, en el supuesto de integrarse en la Junta Directiva, es el mínimo necesario para atender las necesidades de información y coordinación entre la Junta Directiva y la Alta Gerencia de la sociedad.	X351
	2. A partir del porcentaje mínimo del veinticinco por ciento (25%) de Miembros Independientes fijado en la Ley 964 de 2005, la sociedad analiza y voluntariamente ajusta, al alza, el número de Miembros Independientes, teniendo en cuenta, entre otros, que el número de miembros independientes guarde relación con el Capital Flotante.	X352
6. Organización de la Junta Directiva	1. Las funciones del Presidente de la Junta Directiva se señalan en el Estatuto y sus responsabilidades principales son las que establece la recomendación 18.1	X361
	2. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Nombramientos y Remuneraciones	X362
	3. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Riesgos.	X363
	4. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Gobierno Corporativo.	X364
	5. Cada uno de los Comités de la Junta Directiva cuenta con un Reglamento Interno que regula los detalles de su conformación, las materias, funciones sobre las que debe trabajar el Comité, y su operativa, prestando especial atención a los canales de comunicación entre los Comités y la Junta Directiva y, en el caso de los Conglomerados, a los mecanismos de relacionamiento y coordinación entre los Comités de la Junta Directiva de la Matriz y los de las empresas Subordinadas, si existen.	X365
	6. Los Comités de la Junta Directiva están conformados exclusivamente por Miembros Independientes o Patrimoniales, con un mínimo de tres (3) integrantes y presididos por un Miembro Independiente. En el caso del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, los Miembros Independientes, son siempre la mayoría.	X366
	7. Para la integración de sus Comités, la Junta Directiva toma en consideración los perfiles, conocimientos y experiencia profesional de los miembros en relación con la materia objeto del Comité.	X367
	8. De las reuniones de los Comités se levanta acta, cuya copia se remite a todos los miembros de la Junta Directiva de la sociedad. Si los Comités cuentan con facultades delegadas para la toma de decisiones, las actas se ajustan a lo exigido en los artículos 189 y 431 del Código de Comercio.	X368

	9. Los miembros del Comité de Auditoría cuentan con conocimientos contables, financieros y otras materias asociadas, lo que les permite pronunciarse con rigor sobre los temas competencia del Comité con un nivel suficiente para entender su alcance y complejidad.	X369
	10. El Reglamento Interno del Comité de Auditoría le atribuye las funciones que señala la recomendación 18.18.	X3610
	11. El principal objetivo del Comité de Nombramientos y Retribuciones es apoyar a la Junta Directiva en el ejercicio de sus funciones de carácter decisorio o de asesoramiento asociadas a las materias de nombramientos y remuneración de los miembros de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia y vigilar la observancia de las reglas de Gobierno Corporativo, revisando periódicamente su cumplimiento, recomendaciones y principios (en aquellos casos en que esta función no está atribuida expresamente a otro comité de la sociedad).	X3611
	12. Algunos miembros del Comité de Nombramientos y Retribuciones poseen conocimientos en estrategia, recursos humanos (reclutamiento y selección, contratación, capacitación, administración o gestión del personal), política salarial y materias afines, con un nivel suficiente para entender el alcance y la complejidad que estas materias presenten en la sociedad.	X3612
	13. El Reglamento Interno del Comité de Nombramientos y Retribuciones le atribuye las funciones que señala la recomendación 18.22.	X3613
	14. El principal objetivo del Comité de Riesgos es asistir a la Junta Directiva en el cumplimiento de sus responsabilidades de supervisión en relación con la gestión de riesgos.	X3614
	15. Con los ajustes que sean necesarios para distinguir entre sociedades que pertenecen al sector financiero o al sector real de la economía, y sin perjuicio de las funciones asignadas a este comité por las normas vigentes, el Reglamento Interno del Comité de Riesgos le atribuye las funciones establecidas en la recomendación 18.25.	X3615
	16. El principal cometido del Comité de Gobierno Corporativo es asistir a la Junta Directiva en sus funciones de propuestas y de supervisión de las medidas de Gobierno Corporativo adoptadas por la sociedad.	X3616
	17. El Reglamento Interno del Comité de Gobierno Corporativo le atribuye las funciones que señala la recomendación 18.27.	X3617
7. Funcionamiento de la Junta Directiva	1 El Presidente de la Junta Directiva con la asistencia del Secretario y del Presidente de la sociedad prepara un plan de trabajo de la Junta Directiva para el periodo evaluado, herramienta que facilita determinar el número razonable de reuniones ordinarias por año y su duración estimada.	X371

	2. Salvo las entidades sometidas a vigilancia que por su régimen están obligadas mínimo a una (1) reunión por mes, la Junta Directiva de la sociedad celebra entre ocho (8) y doce (12) reuniones ordinarias por año.	X372
	3. Una (1) o dos (2) reuniones por año de la Junta Directiva tienen un foco claramente orientado a la definición y seguimiento de la estrategia de la sociedad.	X373
	4. Junto con la convocatoria de la reunión y, como mínimo, con una antelación de cinco (5) días comunes, se entregan a los miembros de la Junta Directiva los documentos o la información asociada a cada punto del Orden del Día, para que sus miembros puedan participar activamente y tomen las decisiones de forma razonada.	X374
	5. En el Informe Anual de Gobierno Corporativo y en la página Web corporativa, la sociedad hace pública la asistencia de los miembros a las reuniones de la Junta Directiva y sus Comités.	X375
	6. Anualmente la Junta Directiva evalúa la eficacia de su trabajo como órgano colegiado, la de sus Comités y la de los miembros individualmente considerados, incluyendo la evaluación por pares, así como la razonabilidad de sus normas internas y la dedicación y rendimiento de sus miembros, proponiendo, en su caso, las modificaciones a su organización y funcionamiento que considere pertinentes. En el caso de Conglomerados, la Junta Directiva de la matriz exige que el proceso de evaluación se lleve a cabo también en las Juntas Directivas de las Empresas Subordinadas.	X376
	7. La Junta Directiva alterna la técnica de la autoevaluación interna con la evaluación externa realizada por asesores independientes.	X377
8. Deberes y derechos de los miembros de la Junta Directiva	1. El Reglamento de la Junta Directiva complementa lo dispuesto en el marco normativo, en relación con los deberes y derechos de los miembros de la Junta Directiva.	X381
	2. El Reglamento de la Junta Directiva desarrolla el entendimiento de la sociedad respecto a los deberes de los miembros de la Junta Directiva a que se refiere la recomendación 20.2.	X382
	3. El Reglamento de la Junta Directiva desarrolla el contenido de los derechos de los miembros de la Junta Directiva que establece la recomendación 20.3.	X383
9. Conflictos de interés	1. La sociedad cuenta con una política y un procedimiento definido y formalizado en la normativa interna para el conocimiento, administración y resolución de las situaciones de conflicto de interés, ya sean directos o indirectos a través de Partes Vinculadas, que pueden afectar a los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores.	X391

	<p>2. El procedimiento para la gestión de los conflictos de interés distingue la naturaleza de los mismos, diferenciando entre conflicto de interés esporádico o permanente. Si el conflicto de interés es esporádico, el procedimiento aplicable indica las reglas y pasos a seguir, que deben ser relativamente fáciles de administrar y difícil de eludir para el afectado. Para el caso de conflictos de interés de carácter permanente, el procedimiento considera que si esta situación afecta al conjunto de las operaciones de la sociedad, debe entenderse como una causal de renuncia obligatoria por parte del afectado ya que le imposibilita para ejercer el cargo.</p>	X392
	<p>3. Los miembros de la Junta Directiva, Representantes Legales, miembros de la Alta Gerencia y demás Administradores de la sociedad informan periódicamente a la Junta Directiva de las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, o con otras entidades o estructuras pertenecientes al Conglomerado del que hace parte el emisor, o con el emisor, o con proveedores, o con clientes o con cualquier otro Grupo de Interés, de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto, construyendo así un "mapa de Partes Vinculadas" de los Administradores.</p>	X393
	<p>4. Las situaciones de conflicto de interés relevantes entendidos como aquellos que obligarían al afectado a abstenerse de una reunión y/o votación, en que se encuentren los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores, son recogidas en la información pública que con carácter anual publica la sociedad en su página Web.</p>	X394
	<p>5. Para estos efectos, la definición de Parte Vinculada que aplica la sociedad es consistente con la Norma Internacional de Contabilidad n° 24 (NIC 24).</p>	X395
10. Operaciones con partes vinculadas	<p>1. La sociedad cuenta con una política que define el procedimiento concreto para la valoración, aprobación y revelación de las operaciones con Partes Vinculadas, incluidos los saldos pendientes y relaciones entre ellas, salvo para aquellas operaciones que cuenten con una regulación específica,</p>	X3101
	<p>2. La política de la sociedad sobre operaciones con vinculadas aborda los aspectos de que trata la recomendación 22.2.</p>	X3102
	<p>3. La política prevé que no requieren de autorización expresa por parte de la Junta Directiva, las operaciones vinculadas recurrentes propias del giro ordinario realizadas en virtud de contratos de adhesión, o contratos marco generales, cuyas condiciones están perfectamente estandarizadas, se aplican de forma masiva, y son realizadas a precios de mercado, fijados con carácter general por quien actúa como suministrador del bien o servicio del que se trate, y cuya cuantía individual no sea relevante para la sociedad.</p>	X3103

11. Retribución de los miembros de la Junta Directiva	1. La sociedad cuenta con una política de remuneración de la Junta Directiva, aprobada por la Asamblea General de Accionistas y revisada cada año, que identifica todos los componentes retributivos que efectivamente se pueden satisfacer. Estos componentes pueden ser fijos o variables. Pueden incluir honorarios fijos por ser miembro de la Junta Directiva, honorarios por asistencia a las reuniones de la Junta y/o sus Comités y otros emolumentos de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio, cualquiera que sea su causa, en dinero o en especie, así como las obligaciones contraídas por la sociedad en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida, u otros conceptos, respecto tanto de los miembros antiguos como actuales, así como aquellas primas de seguro por responsabilidad civil (pólizas D&O) contratadas por la compañía a favor de los miembros de la Junta Directiva.	X3111
	2. Si la sociedad adopta sistemas de remuneración mediante el reconocimiento de un componente variable vinculado a la buena marcha de la sociedad en el medio y largo plazo, la política de remuneración incorpora límites a la cuantía que se puede distribuir la Junta Directiva y, si el componente variable está relacionado con los beneficios de la sociedad u otros indicadores de gestión al cierre del periodo evaluado, debe tomar en cuenta las eventuales salvedades que figuren en el informe del Revisor Fiscal y que podrían minorar los resultados del periodo.	X3112
	3. Los Miembros Patrimoniales e Independientes de la Junta Directiva quedan expresamente excluidos de sistemas retributivos que incorporan opciones sobre acciones o una retribución variable vinculada a la variación absoluta de la cotización de la acción.	X3113
	4. Para cada periodo evaluado, en el marco de la política de remuneración, la Asamblea General de Accionistas aprueba un costo máximo de la Junta Directiva por todos los componentes retributivos aprobados.	X3114
	5. El costo efectivo total de la Junta Directiva durante el periodo evaluado, que incluye todos los componentes retributivos satisfechos a los miembros de la Junta Directiva así como el reembolso de gastos es conocido por los accionistas y publicado en la página web de la sociedad, con el nivel de desagregación y detalle que apruebe la Junta Directiva.	X3115
12. El Presidente de la sociedad y la Alta Gerencia	1. El modelo de gobierno de la sociedad establece una separación efectiva entre la administración o gobierno de la sociedad (representada por la Junta Directiva) y el Giro Ordinario de los negocios (a cargo de la Alta Gerencia con el liderazgo del Presidente de la sociedad).	X3121
	2. Con carácter general, la política de la Junta Directiva consiste en delegar el Giro Ordinario de los negocios en el equipo de Alta Gerencia, concentrando su actividad en las funciones generales de estrategia, supervisión, gobierno y control.	X3122

		3. Como norma general los miembros de la Alta Gerencia son identificados, evaluados y designados directamente por el Presidente de la sociedad ya que son sus colaboradores directos. Alternativamente, la sociedad puede optar porque los miembros de la Alta Gerencia sean designados por la Junta Directiva a propuesta del Presidente de la sociedad.	X3123
		Independientemente de quién haga la designación final, los candidatos a ocupar puestos ejecutivos clave de la sociedad son conocidos y evaluados por el Comité de Nombramientos y Remuneraciones de la Junta Directiva, quien deberá emitir su opinión.	
		4. La sociedad cuenta con una política clara de delegación de funciones aprobada por la Junta Directiva y/o un esquema de poderes que permite conocer el nivel de empoderamiento del Presidente de la sociedad y de los demás miembros de la Alta Gerencia.	X3124
		5. La sociedad cuenta con una política de remuneración del Presidente de la sociedad y de los demás miembros de la Alta Gerencia, aprobada por la Junta Directiva, que identifica todos los componentes retributivos que efectivamente se pueden satisfacer, atados al cumplimiento de objetivos a largo plazo y los niveles de riesgo.	X3125
	1. Ambiente de control	1. La Junta Directiva es la responsable última, de la existencia de un sólido ambiente de control dentro de la sociedad, adaptado a su naturaleza, tamaño, complejidad y riesgos, de forma que cumpla con los presupuestos señalados en la recomendación 25.1.	X411
		2. En el caso de los Conglomerados, la Junta Directiva de la Matriz propenderá por la existencia de una Arquitectura de Control con alcance consolidado, formal, y que abarque a todos las empresas Subordinadas, estableciendo responsabilidades respecto a las políticas y lineamientos sobre esta materia a nivel de conglomerado y definiendo líneas de reporte claras que permitan una visión consolidada de los riesgos a los que está expuesto el Conglomerado y la toma de medidas de control.	X412
4. Arquitectura de Control	2. Gestión de riesgos	1. En la sociedad, los objetivos de la gestión de riesgos son los que contempla la recomendación 26.1.	X421
		2. La sociedad cuenta con un mapa de riesgos entendido como una herramienta para la identificación y seguimiento de los riesgos financieros y no financieros a los que está expuesta.	X422
		3. La Junta Directiva es responsable de definir una política de administración de riesgos, así como de fijar unos límites máximos de exposición a cada riesgo identificado.	X423
		4. La Junta Directiva conoce y supervisa periódicamente la exposición efectiva de la sociedad a los límites máximos de riesgo definidos, y plantea acciones de corrección y seguimiento en caso de desviaciones.	X424
		5. Si la sociedad cuenta con una estructura compleja y diversa de negocios y operaciones, existe la posición del Gerente de Riesgos (CRO Chief Risk Officer) con competencia a nivel	X425

del Conglomerado si se trata de empresas integradas en situaciones de control y/o grupo empresarial.

3. Actividades de control	1. La Junta Directiva es responsable de velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno, adaptado a la sociedad y su complejidad, y consistente con la gestión de riesgos en vigor.	X431
4. Información y comunicación	1. En la sociedad se comunican hacia abajo y en horizontal la cultura, filosofía y políticas de riesgos, así como los límites de exposición aprobados, de forma que el conjunto de la organización considere los riesgos y las actividades de control en su actividad.	X441
	2. En la sociedad existe un mecanismo de reporte de información hacia arriba (hacia la Junta Directiva y la Alta Gerencia), que es veraz, comprensible y completo, de forma que apoya y permite la toma informada de decisiones y la administración de riesgos y control.	X442
	3. Existen líneas internas de denuncias anónimas o "whistleblowers", que permiten a los empleados poder comunicar de forma anónima comportamientos ilegales o antiéticos o que puedan contravenir la cultura de administración de riesgos y controles en la sociedad. Un informe sobre estas denuncias es conocido por la Junta Directiva de la sociedad.	X443
5. Monitoreo de la arquitectura de control	1. En la sociedad, la Junta Directiva, a través del Comité de Auditoría, es responsable de supervisar la efectividad de los distintos componentes de la Arquitectura de Control.	X451
	2. En la sociedad, la labor de monitoreo dirigida a proveer aseguramiento sobre la eficacia de la Arquitectura de Control, involucra de forma principal a la auditoría interna en colaboración con el Revisor Fiscal en las materias propias de su competencia y en particular lo referido a la información financiera generada por la sociedad.	X452
	3. El máximo responsable de la auditoría interna mantiene una relación de independencia profesional respecto a la Alta Gerencia de la sociedad o Conglomerado que lo contrata, mediante su dependencia funcional exclusiva del Comité de Auditoría.	X453
	4. El Revisor Fiscal de la sociedad o Conglomerado mantiene una clara independencia respecto de éstos, calidad que debe ser declarada en el respectivo informe de auditoría.	X454
	5. Con el fin de evitar un exceso de vinculación entre la sociedad y la firma de Revisoría Fiscal y/o sus equipos y mantener su independencia, la sociedad establece un plazo máximo de contratación que oscila entre cinco (5) y diez (10) años. Para el caso de la Revisoría Fiscal, persona natural no vinculada a una firma, el plazo máximo de contratación es de cinco (5) años	X455
	6. Dentro del plazo máximo de contratación, la sociedad promueve la rotación del socio de la firma de Revisoría Fiscal asignado a la sociedad y sus equipos de trabajo a la mitad del periodo, a cuya finalización debe producirse obligatoriamente la rotación de la firma.	X456

5. Transparencia e información financiera y no financiera	1. Política de revelación de información	1. La Junta Directiva ha aprobado una política de revelación de información, en la que se identifica, como mínimo, la información de que trata la recomendación.	X511
		2. En el caso de Conglomerados, la revelación a terceros de información es integral y transversal, referente al conjunto de empresas, que permita a los terceros externos formarse una opinión fundada sobre la realidad, organización, complejidad, actividad, tamaño y modelo de gobierno del Conglomerado.	X512
	2. Estados financieros	1. De existir salvedades en el informe del Revisor Fiscal éstas y las acciones que la sociedad plantea para solventar la situación, serán objeto de pronunciamiento ante los accionistas reunidos en Asamblea General, por parte del presidente del Comité de Auditoría.	X521
		2. Cuando ante las salvedades y/o párrafos de énfasis del Revisor Fiscal, la Junta Directiva considera que debe mantener su criterio, esta posición es adecuadamente explicada y justificada mediante informe escrito a la Asamblea General, concretando el contenido y el alcance de la discrepancia.	X522
	3. Información a los mercados	1. En el marco de la política de revelación de información, la Junta Directiva (o el Comité de Auditoría), adopta las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera sobre la sociedad exigida por la legislación vigente, además de toda aquella que considere relevante para inversionistas y clientes.	X531
		2. La página web de la sociedad está organizada de forma amigable, de tal forma que resulta sencillo para el usuario acceder a la información asociada o relacionada con el Gobierno Corporativo.	X532
	4. Informe anual de Gobierno Corporativo	1. La sociedad prepara anualmente un Informe de Gobierno Corporativo, de cuyo contenido es responsable la Junta Directiva, previa revisión e informe favorable del Comité Auditoría, que se presenta junto con el resto de documentos de cierre de ejercicio.	X541
		2. El Informe Anual de Gobierno Corporativo de la sociedad, no es una mera transcripción de las normas de Gobierno Corporativo, incluidas en los Estatutos, reglamentos internos, códigos de buen gobierno u otros documentos societarios. No tiene por objetivo describir el modelo de gobierno de la sociedad, sino explicar la realidad de su funcionamiento y los cambios relevantes durante el ejercicio.	X542
		3. El Informe Anual de Gobierno Corporativo de la sociedad, contiene información al cierre del ejercicio que describe la manera en la que durante el año se dio cumplimiento a las recomendaciones de Gobierno Corporativo adoptadas por la sociedad y los principales cambios producidos.	X543
			La estructura del Informe Anual de Gobierno Corporativo de la sociedad está alineada con el esquema que contempla la recomendación 33.3.

Apéndice B: Prácticas de gobierno corporativo excluidas en la investigación

B1: Prácticas de gobierno corporativo no aplicadas a las empresas del sector aéreo que operan en Colombia (2015)

FACTOR	MEDIDA	RECOMENDACIÓN	JUSTIFICACIÓN
1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	1. Principio de igualdad de trato	1.2. La Junta Directiva ha aprobado un procedimiento concreto que define las prácticas de la sociedad para relacionarse con los accionistas de distintas condiciones, en materias como, por ejemplo, el acceso a la información, la resolución de solicitudes de información, los canales de comunicación, las formas de interacción entre los accionistas y la sociedad, su Junta Directiva y demás Administradores.	Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 4.2. La sociedad cuenta con mecanismos de acceso permanente y uso dirigido exclusivamente a los accionistas, tales como un vínculo en la página web de acceso exclusivo a accionistas, o una oficina de atención o relaciones con accionistas e Inversionistas, reuniones informativas periódicas, entre otros, para que puedan expresar sus opiniones o plantear inquietudes o sugerencias sobre el desarrollo de la sociedad o aquellas asociadas a su condición de accionistas.
	3. No dilución del capital	3.1. En operaciones que puedan derivar en la dilución del capital de los accionistas minoritarios (caso de un aumento de capital con renuncia al derecho de preferencia en la suscripción de acciones, una fusión, escisión o segregación, entre otras), la sociedad las explica detalladamente a los accionistas en un informe previo de la Junta Directiva, y con la opinión, sobre los términos de la transacción, de un asesor externo independiente de reconocida solvencia (fairness opinión), designado por la Junta Directiva. Estos informes se ponen a disposición de los accionistas con antelación a la Asamblea dentro de los términos para el ejercicio del derecho de inspección.	La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados en ninguna de las empresas objeto de estudio.

4. Información y comunicación con los accionistas	4.4. La sociedad organiza o participa en presentaciones, eventos o foros de renta fija, principalmente destinados a inversionistas en instrumentos de deuda y analistas del mercado, en los que se actualizan los indicadores de negocio del emisor, la gestión de sus pasivos, su política financiera, calificaciones, comportamiento del emisor respecto de covenants, etc.	Aunque se pudo evidenciar que algunas empresas participan en eventos relacionados a temas financieros no es fácil detectar que correspondan a los temas específicos establecidos en la recomendación, por lo cual se considera que la exclusión de este ítem no genera un efecto representativo en cuanto a la vulneración de los derechos de propiedad de los accionistas y el trato equitativo, puesto que a través de la recomendación 4.3 se informa y comunica a los accionistas los resultados trimestrales siendo esta información la más relevante para cumplir con la medida.	
	4.6. Para el ejercicio de este derecho, la sociedad cuenta con un procedimiento escrito con las precisiones que contempla la recomendación 4.6.	La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados al procedimiento específico enunciado en la recomendación, en ninguna de las empresas objeto de estudio. La información contenida en la recomendación 4.5 valida su cumplimiento.	
6. Cotización de sociedades integradas en Conglomerados	6.2. La sociedad Matriz y sus Subordinadas más importantes han definido un marco de referencia de relaciones institucionales a través de la suscripción de un acuerdo, de carácter público y aprobado por la Junta Directiva de cada una de dichas empresas, que regula los temas indicados en la recomendación 6.2.	La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a los acuerdos entre empresas que conforman un conglomerado, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. Su cumplimiento se valida en la recomendación 6.1	
II. Asamblea General de accionistas	10. Convocatoria de la Asamblea	10.4. La escisión impropia solo puede ser analizada y aprobada por la Asamblea General de Accionistas cuando este punto haya sido incluido expresamente en la convocatoria de la reunión respectiva.	Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se presume que este tipo de información debe estar contenida dentro de los temas a tratar en el orden del día (cumplimiento del numeral 10.5), en cuanto a la transparencia en el proceso de toma de decisiones.

10.8. Si la solicitud se desestima por la Junta Directiva, ésta se obliga a responder por escrito aquellas solicitudes apoyadas, como mínimo por un porcentaje del cinco por ciento (5%) del capital social, o un porcentaje inferior establecido por la sociedad atendiendo al grado de concentración de la propiedad, explicando las razones que motivan su decisión e informando a los accionistas del derecho que tienen de plantear sus propuestas durante la celebración de la Asamblea de acuerdo con lo previsto en el citado artículo 182 del Código de Comercio.

10.9. En el caso de que la Junta Directiva acepte la solicitud, agotado el tiempo de los accionistas para proponer temas conforme a las recomendaciones precedentes, se publica un complemento a la convocatoria de la Asamblea General de Accionistas, mínimo con quince (15) días comunes de antelación a la reunión.

10.10. En el mismo plazo señalado en el numeral 10.7. Los accionistas también pueden presentar de forma fundamentada nuevas Propuestas de Acuerdo sobre asuntos ya incluidos previamente en el Orden del Día. Para estas solicitudes, la Junta Directiva actúa de forma similar a lo previsto en los numerales 10.8 y 10.9 anteriores.

10.13. La sociedad ha previsto que la información solicitada pueda denegarse si, de acuerdo con los procedimientos internos, puede calificarse como: i) irrazonable; ii) irrelevante para conocer la marcha o los intereses de la sociedad; iii) confidencial, lo que incluirá la información privilegiada en el ámbito del mercado de valores, los secretos industriales, las operaciones en curso cuyo buen fin para la compañía dependa sustancialmente del secreto de su negociación; y iv) otras cuya divulgación pongan en inminente y grave peligro la competitividad de la misma.

Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se presume que este tipo de información debe ser tenida en cuenta ya que es parte del Código de Comercio, artículo 182. Su cumplimiento se valida con la recomendación 10.7

Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Su cumplimiento se valida con la recomendación 10.7

Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Su cumplimiento se valida con la recomendación 10.7

La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a procedimientos internos, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. Su cumplimiento general se valida con la recomendación 10.12

	11.2. La sociedad minimiza el uso de delegaciones de voto en blanco, sin instrucciones de voto, promoviendo de manera activa el uso de un modelo estándar de carta de representación que la propia sociedad hace llegar a los accionistas o publica en su página web. En el modelo se incluyen los puntos del Orden del Día y las correspondientes Propuestas de Acuerdo determinados conforme al procedimiento establecido con anterioridad y que serán sometidas a la consideración de los accionistas, con el objetivo de que el accionista, si así lo estima conveniente, indique, en cada caso, el sentido de su voto a su representante.	En los documentos disponibles para cada empresa objeto de estudio no se encontró información sobre modelos relacionados a la representación en las reuniones de asamblea. El cumplimiento del derecho al voto y recibir información se recoge con el cumplimiento de los numerales 10.7 y 11.1
12. Asistencia de otras personas además de los accionistas	12.1. Con el objetivo de revitalizar el papel de la Asamblea General en la conformación de la voluntad societaria, y hacer de ella un órgano mucho más participativo, el Reglamento de la Asamblea de la sociedad exige que los miembros de la Junta Directiva y, muy especialmente, los Presidentes de los Comités de la Junta Directiva, así como el Presidente de la sociedad, asistan a la Asamblea para responder a las inquietudes de los accionistas.	Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio.
13. Funciones de la Junta Directiva	13.2. Sin perjuicio de la autonomía de los órganos de gobierno de las Empresas Subordinadas, cuando la sociedad actúa como matriz de un Conglomerado, estas funciones de la Junta Directiva tienen enfoque de grupo y se desarrollan a través de políticas generales, lineamientos o solicitudes de información que respetan el equilibrio entre los intereses de la matriz y de las subordinadas, y del Conglomerado en su conjunto.	La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a las políticas entre empresas que conforman un conglomerado, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La funciones de la Junta Directiva se validan con la recomendación 13.1
16. Conformación de la Junta Directiva	16.2. La sociedad cuenta con un procedimiento, articulado a través del Comité de Nombramientos y Retribuciones u otro que cumpla sus funciones, que permite a la Junta Directiva, a través de su propia dinámica y las conclusiones de las evaluaciones anuales, alcanzar los objetivos señalados en la recomendación 16.2.	La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a procedimientos internos de los diferentes comités, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación 16.1 permite medir su cumplimiento.

16.4. La sociedad considera que la sola evaluación de las hojas de vida por parte de los accionistas es un recurso insuficiente para determinar la idoneidad de los candidatos, por lo que cuenta con un procedimiento interno para evaluar las incompatibilidades e inhabilidades de carácter legal y la adecuación del candidato a las necesidades de la Junta Directiva, a través de la evaluación de un conjunto de criterios que deben cumplir los perfiles funcionales y personales de los candidatos, y la verificación del cumplimiento de unos requisitos objetivos para ser miembro de Junta Directiva y otros adicionales para ser Miembro Independiente.

16.6. La sociedad, a través de su normativa interna, considera que la Junta Directiva, por medio de su Presidente y con el apoyo del Comité de Nombramientos y Retribuciones o quien cumpla sus funciones, es el órgano más adecuado para centralizar y coordinar con anterioridad a la Asamblea General el proceso de conformación del órgano de administración. De esta forma, los accionistas que con base en su participación accionaria aspiran a ser parte de la Junta Directiva, pueden conocer las necesidades de la Junta Directiva y plantear sus aspiraciones, negociar los equilibrios accionarios y el reparto entre las distintas categorías de miembros, presentar a sus candidatos y aceptar que la idoneidad de sus candidatos sea evaluada por el Comité de Nombramientos y Retribuciones antes de la votación en Asamblea General de Accionistas.

18.2. La normativa interna de la sociedad, prevé la posibilidad de que el Presidente de la Junta Directiva pueda contar con un tratamiento diferenciado respecto de los demás miembros tanto en sus obligaciones como en su remuneración, como consecuencia del alcance de sus funciones específicas y su mayor dedicación de tiempo.

18.3. Los Estatutos recogen las reglas para el nombramiento del Secretario de la Junta Directiva entre las que destacan las indicadas en la recomendación 18.3.

La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a procedimientos internos de los diferentes comités, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. El cumplimiento general se evalúa en los puntos 16.1, 16.3 y 16.5

La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a procedimientos internos de los diferentes comités, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento.

El cumplimiento del principio de idoneidad se recoge en el numeral 16.3 y 16.7

La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a sistemas de remuneración, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. Las funciones del Presidente se validan con la recomendación 18.1

Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se considera que el nombramiento del secretario no afecta el factor de manera considerable a los objetivos que busca el buen gobierno corporativo.

18. Organización de la Junta Directiva

18.4. En el Reglamento de la Junta Directiva se establecen las funciones del Secretario, entre las que figuran las señaladas en la recomendación 18.4.

18.8. Si la sociedad ha considerado que no es necesario constituir la totalidad de estos Comités, sus funciones se han distribuido entre los que existen o las ha asumido la Junta Directiva en pleno.

18.11. Los Comités de la Junta Directiva pueden obtener el apoyo, puntual o de forma permanente, de miembros de la Alta Gerencia con experiencia sobre las materias de su competencia y/o de expertos externos.

18.14. Salvo que el marco legal o regulatorio aplicable exija su constitución, en el caso de los Conglomerados la normativa interna prevé que las Juntas Directivas de las Empresas Subordinadas pueden optar por no constituir Comités específicos para el tratamiento de ciertas materias y ser éstas tareas asumidas por los Comités de la Junta Directiva de la Matriz, sin que esto suponga una transferencia hacia la matriz de la responsabilidad de las Juntas Directivas de las empresas subordinadas.

18.15. La principal tarea del Comité de Auditoría es asistir a la Junta Directiva en su función de supervisión mediante la evaluación de los procedimientos contables, el relacionamiento con el Revisor Fiscal y, en general, la revisión de la Arquitectura de Control de la Sociedad, incluida la auditoría del sistema de gestión de riesgos implementado por la sociedad.

Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se considera que las funciones del secretario no afecta el factor de manera considerable a los objetivos que busca el buen gobierno corporativo.

Esta información es de carácter confidencial por lo que no se encontraron datos claros en los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Los comités se validan con las recomendaciones 18.5, 18.6 y 18.7.

Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se considera que el apoyo por parte de la Junta Directiva no afecta el factor de manera considerable a los objetivos que busca el buen gobierno corporativo.

La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a normativa interna entre empresas que conforman un conglomerado, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento.

Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 18.18

	<p>18.17. A solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Auditoría, informa a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, como por ejemplo, el análisis del alcance y contenido del Informe del Revisor Fiscal.</p> <p>18.21. A solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Nombramientos y Retribuciones, puede informar a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, como por ejemplo el seguimiento de las políticas de remuneración de la Junta Directiva y Alta Gerencia.</p> <p>18.24. A petición del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Riesgos puede informar a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité.</p>	<p>Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 18.18</p> <p>Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 18.22</p> <p>Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se considera que este tema no afecta de manera considerable a los objetivos que busca el buen gobierno corporativo.</p>
<p>19. Funcionamiento de la Junta Directiva</p>	<p>19.4. La Junta Directiva aprueba un calendario concreto de sesiones ordinarias, sin perjuicio de que, con carácter extraordinario, pueda reunirse cuantas veces sea necesario.</p> <p>19.6. El Presidente de la Junta Directiva asume, con el concurso del Secretario de la Junta Directiva, la responsabilidad última de que los miembros reciban la información con antelación suficiente y que la información sea útil, por lo que en el conjunto de documentos que se entrega (dashboard de la Junta Directiva) debe primar la calidad frente a la cantidad.</p> <p>19.7. La responsabilidad última de la preparación del Orden del Día de las reuniones de la Junta Directiva corresponde al Presidente de la Junta Directiva y no al Presidente de la sociedad, y se estructura de acuerdo con ciertos parámetros que permitan seguir un orden lógico de la presentación de los temas y los debates.</p>	<p>Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en los numerales 19.1 y 19.2</p> <p>Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 19.6</p> <p>Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Se considera que este tema no afecta de manera considerable a los objetivos que busca el buen gobierno corporativo.</p>

24. El Presidente de la sociedad y la Alta Gerencia	<p>24.5. La Junta Directiva, por medio del Comité de Nombramientos y Retribuciones, o quien cumpla sus funciones, lidera anualmente la evaluación del desempeño del Presidente de la sociedad y conoce las evaluaciones de los demás miembros de la Alta Gerencia.</p> <p>24.7. Si la retribución del Presidente de la sociedad incluye un componente fijo y uno variable, su diseño técnico y forma de cálculo impide que el componente variable pueda llegar a superar el límite máximo establecido por la Junta Directiva.</p>	<p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a procedimientos internos, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación 24.3 abarca este tema.</p> <p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a sistemas de remuneración, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación 24.6 abarca este tema.</p>	
IV. Arquitectura de Control	26. Gestión de riesgos	<p>26.5. En el marco de la política de administración riesgos, la Alta Gerencia es la dueña de los procesos y responsable de la administración de riesgos, es decir, de identificar, evaluar, medir, controlar, monitorear y reportar los riesgos, definiendo metodologías, y asegurando que la administración de riesgos es consistente con la estrategia, la política de riesgos definida, y los límites máximos aprobados.</p> <p>26.6. La sociedad cuenta con una política de delegación de riesgos, aprobada por la Junta Directiva, que establece los límites de riesgo que pueden ser administrados directamente por cada nivel en la sociedad.</p> <p>26.7. En los Conglomerados, la administración de riesgos debe hacerse a nivel consolidado de tal forma que contribuya a la cohesión y al control de las empresas que lo conforman.</p>	<p>Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 26.1 a 26.4</p> <p>Debido a que el objetivo de la tesis no es validar la consistencia de las respuestas para controlar su implementación, sino por el contrario el principal interés corresponde a validar el grado de implementación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la información relacionada a este numeral se recoge en el numeral 26.3</p> <p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a las políticas entre empresas que conforman un conglomerado, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. Se considera que los puntos 26.1, 26.2, 26.3 y 26,4 son suficientes para validar el cumplimiento relacionado a la gestión de riesgos.</p>
27. Actividades de control	27.2. La Junta Directiva es responsable de supervisar la eficacia e idoneidad del sistema de control interno, que podrá delegarse en el Comité de Auditoría, sin que por ello la Junta pierda su responsabilidad de supervisión.	La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a la normativa interna según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación se valida con el punto 27.2	

	<p>27.3. En la sociedad se aplica y exige el principio de autocontrol, entendido como la "capacidad de las personas que participan en los distintos procesos de considerar el control como parte inherente de sus responsabilidades, campos de acción y toma de decisiones".</p>	<p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a la normativa interna según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación se valida con el punto 27.2</p>
<p>28. Información y comunicación</p>	<p>28.3. El mecanismo de comunicación y de reporte de información de la sociedad permite que: i. la Alta Gerencia involucre al conjunto de la sociedad resaltando su responsabilidad ante la gestión de riesgos y la definición de controles y ii. el personal de la sociedad entienda su papel en la gestión de riesgos y la identificación de controles, así como su contribución individual en relación con el trabajo de otros.</p>	<p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a la normativa interna según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación se valida con los puntos 28.1 y 28.2</p>
	<p>29.3. La función de auditoría interna de la sociedad cuenta con un Estatuto de Auditoría Interna, aprobado por el Comité de Auditoría, en el que figure expresamente el alcance de sus funciones en esta materia, que debería comprender los temas señalados en la recomendación 29.3.</p> <p>29.5. En la sociedad el nombramiento y la remoción del responsable de auditoría interna es una responsabilidad de la Junta Directiva, a propuesta del Comité de Auditoría, y su remoción o renuncia es comunicada al mercado.</p>	<p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a estatutos de auditoría interna, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento. La recomendación se valida con los puntos 29.2 y 29.4</p> <p>Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio.</p>
<p>29. Monitoreo de la arquitectura de control</p>	<p>29.7. Si la sociedad actúa como Matriz de un Conglomerado, el Revisor Fiscal es el mismo para todas las empresas, incluidas las Empresas off-shore.</p> <p>29.8. La sociedad cuenta con una política para la designación del Revisor Fiscal, aprobada por la Junta Directiva y divulgada entre los Accionistas, en la que figuran las previsiones establecidas en la recomendación 29.8.</p> <p>29.11. En adición a la prohibición vigente de no contratar con el Revisor Fiscal servicios profesionales distintos a los de la propia auditoría financiera y demás funciones reconocidas en la normativa vigente, la sociedad extiende esta limitación a las personas o entidades vinculadas con la firma de Revisoría Fiscal, entre las que se incluyen las empresas de su grupo, así como las empresas en las que haya una amplia coincidencia de sus socios y/o administradores con los de la firma de Revisoría Fiscal.</p>	<p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontró información relacionada a las políticas entre empresas que conforman un conglomerado, y según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento.</p> <p>La recomendación contiene información confidencial por lo que no se encontraron datos relacionados a las políticas internas según lo enunciado en la recomendación, por lo cual no es posible medir su cumplimiento.</p> <p>Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. Su cumplimiento se valida con la recomendación 29.6 y 29.9</p>

	29.12. En su información pública, la sociedad revela el monto total del contrato con el Revisor Fiscal así como la proporción que representan los honorarios pagados por la sociedad frente al total de ingresos de la firma relacionados con su actividad de revisoría fiscal.	Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio.
31. Estados financieros	31.3 Las operaciones con o entre Partes Vinculadas, incluidas las operaciones entre empresas del Conglomerado que, por medio de parámetros objetivos tales como volumen de la operación, porcentaje sobre activos, ventas u otros indicadores, sean calificadas como materiales por la sociedad, se incluyen con detalle en la información financiera pública así como la mención a la realización de operaciones off-shore.	Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. La recomendación 32.1 trata sobre la revelación de información financiera pública
V. Transparencia e información financiera y no financiera	32.3. La página web de la sociedad incluye, al menos, los vínculos de que trata la recomendación 32.3.	Ninguna de las empresas objeto de estudio cumple en su totalidad con lo especificado en la recomendación, por lo cual se considera que la recomendación 32.2 da soporte al objetivo de la investigación
32. Información a los mercados	32.4. Los soportes para comunicar información a los mercados que utiliza la sociedad en general, son documentos que se pueden imprimir, descargar y compartir. 32.5. Si la sociedad es una empresa de gran tamaño y complejidad, anualmente publica en la página web un informe explicativo sobre la organización, métodos y procedimientos de la Arquitectura de Control implementada con el objetivo de proveer una información financiera y no financiera correcta y segura, salvaguardar los activos de la entidad y la eficiencia y seguridad de sus operaciones. La información sobre la Arquitectura de Control, se complementa con un informe de gestión del riesgo.	Los documentos no se pueden validar en su totalidad por lo cual se considera que la recomendación 32.2 da soporte al objetivo de la investigación Esta información es muy específica por lo que no se encontró su aplicación en ninguno de los documentos disponibles para ninguna de las empresas objeto de estudio. La recomendación 32.1 valida esta información.

Apéndice C: Resultados aplicación de prácticas de gobierno corporativo

C1: Matriz de doble entrada, resultados obtenidos en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo de las empresas del sector aéreo que operan en Colombia (2015) (a)

FACTOR	RECOMENDACIÓN	Aerolínea						
		Avianca	Latam Airlines	Viva Colombia	Copa Airlines Colombia	Satena	American Airlines	Jetblue
1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	X111	1	1	1	1	0	1	0
	X121	0	0	0	1	0	1	1
	X131	0	1	0	1	1	1	1
	X132	1	1	1	1	0	1	1
	X133	0	1	1	1	0	1	1
	X134	0	0	0	0	1	0	0
	X141	0	1	0	1	0	1	1
	X151	0	1	0	0	0	1	0
	X161	1	1	1	1	0	1	0
2. Asamblea General de accionistas	X211	0	0	0	1	0	1	1
	X221	1	1	0	1	0	1	1
	X231	0	0	0	1	0	1	1
	X232	1	1	1	1	0	1	1
	X233	0	1	0	0	0	1	1
	X234	1	1	0	1	0	1	1
	X235	0	0	0	1	0	0	1
	X236	0	0	1	0	0	0	0
	X237	1	1	1	1	0	1	1
	X238	0	0	1	0	0	1	1
	X239	0	0	0	0	1	1	0
X241	1	1	0	0	1	1	1	
3. Junta Directiva	X311	0	0	0	0	0	0	0
	X321	1	1	0	1	0	1	1
	X331	1	0	1	1	0	1	1
	X341	0	1	1	1	0	0	1
	X342	0	1	1	1	0	0	1
	X343	0	0	0	0	0	1	1
	X344	0	0	1	0	0	1	1
	X351	0	1	0	0	0	0	1
	X352	0	1	0	0	0	1	1
	X361	0	0	0	0	0	1	1
	X362	0	1	1	1	0	1	1
	X363	0	1	1	0	0	1	0
	X364	0	0	0	1	0	1	1
	X365	1	1	1	1	0	1	1
	X366	0	1	0	0	0	1	1
	X367	1	1	1	1	0	1	1
	X368	1	0	1	1	0	1	1
	X369	1	1	0	1	0	1	1

X3610	0	0	0	0	0	1	1
X3611	0	1	1	1	0	1	1
X3612	0	1	1	1	0	1	1
X3613	0	0	0	1	0	0	0
X3614	0	1	1	0	0	1	0
X3615	0	0	0	0	0	0	0
X3616	0	1	0	1	0	1	1
X3617	0	0	0	1	0	0	0
X371	1	0	1	1	1	1	1
X372	1	1	0	0	1	0	0
X373	1	1	1	1	1	0	0
X374	1	0	1	1	1	0	1
X375	1	0	0	1	0	0	0
X376	0	1	0	0	0	1	1
X377	0	1	0	0	0	0	0
X381	0	0	1	1	1	1	1
X382	0	0	0	1	0	0	0
X383	0	0	0	1	0	0	0
X391	1	1	0	1	1	1	1
X392	0	1	0	0	0	0	0
X393	0	1	1	1	0	0	1
X394	0	0	0	0	0	1	0
X395	1	1	0	1	0	0	0
X3101	1	1	0	1	0	1	1
X3102	0	1	0	0	0	0	0
X3103	1	1	0	1	0	0	0
X3111	0	1	1	0	0	1	1
X3112	0	0	0	0	0	1	1
X3113	0	0	0	0	0	0	0
X3114	0	1	0	0	0	1	1
X3115	0	1	0	0	0	1	1
X3121	1	1	1	1	0	0	0
X3122	1	1	1	1	1	1	0
X3123	1	1	1	1	0	1	1
X3124	1	1	0	1	1	1	0
X3125	0	1	1	1	1	1	1
X411	1	1	1	1	1	1	1
X412	1	1	0	1	0	1	0
X421	1	1	1	1	0	1	1
X422	1	1	0	1	0	0	0
X423	1	1	1	1	0	1	1
X424	1	1	1	1	0	1	1
X425	1	1	1	1	0	0	0
X431	1	1	1	1	1	1	1
X441	1	1	1	1	0	1	1
X442	1	1	1	1	1	0	0
X443	1	1	1	1	1	1	1
X451	1	1	1	1	1	1	1
X452	1	1	1	1	1	1	1
X453	1	1	1	1	0	1	1
X454	1	1	1	1	1	1	1

4. Arquitectura
de Control

	X455	1	1	1	0	1	1	0
	X456	1	1	0	0	1	1	0
	X511	0	1	1	0	1	1	1
	X512	0	1	0	1	0	1	0
5. Transparencia e información financiera y no financiera	X521	1	1	0	1	0	1	1
	X522	1	1	0	1	0	0	0
	X531	1	1	1	1	1	1	1
	X532	1	1	0	1	1	1	1
	X541	1	1	0	1	1	1	0
	X542	1	1	0	1	0	1	0
	X543	1	0	0	1	0	1	0
	Σ	51	72	46	69	26	73	63

(a) Cero (0) si no se cumple y uno (1) si se cumple



C2: Resultados de cumplimiento prácticas de gobierno corporativo en empresas del sector aéreo que operan en Colombia.

Factor	No de Recomendaciones	Aerolínea														Promedio
		Avianca		Latam Airlines		Viva Colombia		Copa Airlines		Satena		American Airlines		Jetblue		
		Cumple	%	Cumple	%	Cumple	%	Cumple	%	Cumple	%	Cumple	%	Cumple	%	
1. Derechos y trato equitativo de los accionistas	9	3	33.33%	7	77.78%	4	44.44%	7	77.78%	2	22.22%	8	88.89%	5	55.56%	57.1%
2. Asamblea General de accionistas	12	5	41.67%	6	50.00%	4	33.33%	7	58.33%	2	16.67%	10	83.33%	10	83.33%	52.4%
3. Junta Directiva	54	19	35.19%	34	62.96%	22	40.74%	32	59.26%	9	16.67%	33	61.11%	33	61.11%	48.1%
4. Arquitectura de Control	17	17	100.00%	17	100.00%	14	82.35%	15	88.24%	9	52.94%	14	82.35%	11	64.71%	81.5%
5. Transparencia e información financiera y no financiera	9	7	77.78%	8	88.89%	2	22.22%	8	88.89%	4	44.44%	8	88.89%	4	44.44%	65.1%
Σ	101	51	50.50%	72	71.29%	46	45.54%	69	68.32%	26	25.74%	73	72.28%	63	62.38%	56.6%

