

**EL GOBIERNO CORPORATIVO COMO HERRAMIENTA PARA GENERAR
VALOR EMPRESARIAL**

JULIÁN DARÍO RESTREPO HERRERA

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA
2005**

**EL GOBIERNO CORPORATIVO COMO HERRAMIENTA PARA GENERAR
VALOR EMPRESARIAL**

JULIÁN DARÍO RESTREPO HERRERA

**Investigación en Finanzas Corporativas presentada como requisito para
optar al título de Ingeniero Financiero**

**Asesor:
LUZ HELENA CARVAJAL
Ingeniera Financiera**

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA
2005**

Nota de Aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Bucaramanga, Abril de 2005

DEDICATORIA

A mis padres y hermanas,
A mi tía Cecilia Restrepo Valdivieso y
a la Ingeniera Laura Milena Giraldo,
quienes con su apoyo hicieron realidad
esta meta

AGRADECIMIENTOS

El autor de la presente investigación, expresa mis más sinceros agradecimientos a:

Los docentes de la Facultad de Ingeniería Financiera.

Luz Helena Carvajal, Asesora de este proyecto, quien me orientó y me ofreció los conocimientos para poder llevar a cabo esta investigación.

Y a todas aquellas personas que de una u otra forma colaboraron en la realización de esta investigación.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN	10
1. DISEÑO Y DESARROLLO DE LA INVESTIGACION	13
1.1 ANTECEDENTES Y ESTUDIOS INTERNACIONALES DE GOBIERNO CORPORATIVO	13
1.2 ANTECEDENTES Y ESTUDIOS EN COLOMBIA	23
1.2.1 Conclusiones	33
1.2.1.1 Ventajas	33
1.2.1.2 Debilidades	33
1.3 DESARROLLO CASO ALMACENES ÉXITO	34
1.3.1 Historia de la compañía	35
1.3.2 La fusión exito-cadenalco	36
1.3.3 Adopción de un código de buen gobierno	38
1.3.4 Objetivos del gobierno corporativo	40
1.3.5 Derechos de los accionistas	40
1.3.6 Trato equitativo de los accionistas	40
1.3.7 Juntas directivas	41
1.3.8 Transparencia, fluidez e integridad de la información	41

1.3.9 Grupos de interés o stakeholder: se consideran grupos de interés	42
1.3.10 Principios generales de los códigos de buen gobierno	42
1.3.11 Derechos de los accionistas:	43
1.3.12 Tratamiento equitativo	44
1.3.13 Papel de los stakeholders	44
1.3.14 Revelación de información y transparencia	45
1.3.15 La responsabilidad de la junta directiva	46
1.4 ANÁLISIS FINANCIERO DE ALMACENES ÉXITO	48
CONCLUSIONES	61
BIBLIOGRAFÍA	64

LISTA DE CUADROS

	pág.
Cuadro 1. Compañías de todos los mercados emergentes (global (%))	20
Cuadro 2. Compañías de los mercados latinoamericanos (regional (%))	21
Cuadro 3. Cuadro resumen de rendimientos financieros en los mercados latinoamericanos (regional)	22
Cuadro 4. Cuadro resumen de rendimientos financieros en todos los mercados emergentes (global)	23
Cuadro 5. Cuadro almacenes éxito vs sector	58

LISTA DE FIGURAS

	pág.
Figura 1. Gráfica comparativa valor en libros vs valor precio de mercado y la correlación respecto al IGBC.	49
Figura 2. Gráfica comparativa per, q de Tobn, dividendos Yield %	51
Figura 3. Objetivo básico financiero	54
Figura 4. Comportamiento de márgenes	55
Figura 5. Tendencia de la empresa para manejar el reparto de dividendos	57

INTRODUCCIÓN

Es muy importante dar a entender como y por qué se escogió este tema, la trascendencia que puede tener para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia y la implicación que tiene para el desarrollo económico del país.

Es claro que uno de los instrumentos más importantes en la obtención de recursos financieros para las empresas y que comparado con otras fuentes de financiamiento tiene costos más bajos, son las acciones.

Hoy la realidad es otra, la presencia de nuevos instrumentos de renta fija en el mercado Colombiano hizo que las acciones quedaran en un segundo plano, esto sumado a hechos que han sido determinantes como el ocurrido el 2 de diciembre del 2001

El presente estudio comprende el alcance y desarrollo de un tema que puede lograr el manejo de un problema que hemos planteado y que es pieza clave para sortear los diversos obstáculos que se están presentando en las empresas que de una y otra forma necesitan de recursos financieros con costos más bajos para cumplir con los objetivos propuestos por los administradores de dichas sociedades. La recuperación de la confianza por parte de los inversionistas en un sistema que se ha visto con innumerables falencias debido a los hechos que se han presentado no solo a nivel domestico si no mundial y que han hecho tambalear uno de los mercados de capitales más grandes e importante del mundo, como es el wall street.

De ahí la imperiosa necesidad de implementar un instrumento que esta diseñado para prevenir todas y cada una de las situaciones que ocurrieron

en un pasado, y que no obstante podrían volverse a repetir, si no se toman los ajustes pertinentes y necesarios para evitar sucesos como los mencionados anteriormente.

Se ha desarrollado una serie de planteamientos claves para entrar a determinar como y de que forma el Gobierno Corporativo puede aportar al desarrollo del mercado de capitales y devolver la confianza necesaria para fortalecer este sistema.

Mediante el seguimiento y posterior análisis del desempeño de una empresa colombiana “ Almacenes Éxito” se ha querido demostrar los beneficios que trae la implementación del G.C, y la posible solución en la recuperación de la confianza por parte de los inversionistas que se ve reflejada en la maximización del valor de las acciones de la empresa.

De ahí la importancia y el significado para la economía local del desarrollo de instrumentos para el control de cada punto estratégico de la empresa y que pueda contribuir a la credibilidad ante el mundo económico en la cual se desenvuelve cada sociedad, además servir como punto de referencia para las empresas y aportar a los procesos corporativos mediante este estudio profundo; dar claridad a un tema que no se ha desarrollado en su totalidad en el país y que podría, si es demostrado, ser herramienta fundamental en el crecimiento y desarrollo de las organizaciones.

La pregunta que se presenta entonces respecto de la clase de mecanismos que tendremos que utilizar hoy en día, en un mundo globalizado para atender la solución de este conflicto y procurar una adecuada protección al consumidor.

La administración de las empresas y del sistema financiero, tiene que acoger parámetros que permitan maximizar el valor accionario de las entidades dentro de una ética empresarial que permita medir el riesgo y titular al cliente- usuario, en una actividad de interés público y que trabaje esencialmente con recursos de terceros.

Finalmente una precisión de orden en cuanto que el Gobierno Corporativo surgió para las sociedades que están listadas en el mercado público de valores o cotizadas. Como quiera que sea necesario preservar el interés de los inversionistas; sin embargo en el presente análisis hacemos extensivo el concepto aún para aquellas entidades que no son objeto de esta condición.

De otro lado en países con economías emergentes tenemos que el Gobierno Corporativo en México se ha establecido como una política de estado en conjunto con la empresa privada, en aras de brindar confianza a los diversos inversionistas en beneficio de la economía nacional. De igual manera, las herramientas de Gobierno Corporativo se han extendido a instituciones financieras como requisito indispensable en la operación de instituciones que manejen recursos de terceros dada la crisis a finales de 1995 en dicho país.

En Chile por ejemplo el Banco Mundial llevo a cabo el análisis del Sistema de Gobierno Corporativo en el marco del informe ROSC (Report on the observance of standards and codes) en el cual se observó que la totalidad de los principios de G.C de acuerdo con la OCDE son cumplidos y más de la mitad de ellos están estipuladas en la regulación chilena.

1. DISEÑO Y DESARROLLO DE LA INVESTIGACION

En este estudio es importante resaltar el desarrollo internacional que ha alcanzado el gobierno corporativo como herramienta generadora de valor empresarial , y el cual servirá de pauta para analizar la trascendencia que puede alcanzar este tema a nivel nacional y que sin duda puede ser un punto clave para el desarrollo del mercado de capitales en el país, que comparado con otros a nivel mundial no tiene ni la importancia ni la liquidez necesaria para que sea una alternativa importante para las empresas a la hora de conseguir recursos de capital con costos mas económicos.

A continuación se exponen los antecedentes a mundial de la conformación de los diferentes tratados y códigos que dieron la pauta para estructurar lo que ahora conocemos como el código de buen gobierno.

1.1 ANTECEDENTES Y ESTUDIOS INTERNACIONALES DE GOBIERNO CORPORATIVO¹

En el reino unido tenemos el informe cadbury (1992), relativo a los aspectos financieros del gobierno de las sociedades; luego el informe greenbury (1995), el cual puso sobre la mesa las remuneraciones de los directivos , el informe hampel (1998), que actualizo el informe cadbury y finalmente the combined codeo in corporate governance (2003) que reemplazo los informes anteriores.

En Canadá también contamos con el informe Dey; en España el informe de olí vencia (1998) y el informe aldama (2003); en holanda el informe peters

¹ www.supervalores.gov.co

(1996); en Francia está el informe Vient (1995; en Bélgica el informe Cardon; en Alemania el informe Kontragesetz (1998) en Italia el Raccontmadazioni consob y testo único (1998).

De otro lado y no menos importante se encuentra la organización para la cooperación y el desarrollo económicos (OCDE) que en 1999 expidió “los principios de la OCDE” para el gobierno de las sociedades.

El informe Cadbury (1992), de G. B., fue el inicio y el referente de los esfuerzos realizados por organizaciones gremiales para mejorar el clima de inversión en diferentes países del mundo. Puede decirse que este reporte desató una fiebre entre las comunidades empresariales de diferentes países por el tema de gobierno corporativo, que se unió a la amplia discusión que la academia realizaba desde tiempo atrás. Diferentes países han publicado guías, que podemos agrupar como “Códigos de Buen Gobierno”, las cuales proveen recomendaciones en temas tales como compensación de ejecutivos y relaciones y roles entre las contrapartes, especialmente de la junta directiva. En años más recientes la OCDE (1999) publicó sus Principios de Gobierno Corporativo, los cuales también han recibido amplia difusión. Colombia se ha unido a estos esfuerzos con la reciente publicación del Código Marco de Buen Gobierno de Confecámaras (2002).

También se han analizado extensivamente las diferencias entre los modelos de gobierno de economías desarrolladas, en particular el modelo anglo-sajón (E.E. U.U. y G. B.), el modelo japonés y el modelo germano. Este tipo de estudios destacan la importancia de la estructura de propiedad, el rol de los bancos y los conglomerados en el GC. En general se ha planteado que el modelo anglosajón corresponde a una estructura de mercado y los modelos japonés y germano corresponden a uno basado en relaciones.

Después de realizar un seguimiento de cuales fueron en el pasado los tratados que le dieron origen a diferentes modelos a nivel mundial para luego sacar de cada uno de ellos las pautas para poder conformar finalmente un código que reuniera los puntos claves para el desarrollo de esta herramienta a nivel corporativo en Colombia.

De ahí la imperiosa necesidad de reunir todas aquellas experiencias con casos internacionales que puedan corroborar la teoría de este trabajo investigativo orientado a dar bases serias y con un grado de veracidad que pueda servir de pauta para las empresas que requieran modelos como guía para su estructuración.

Otra fuente de evidencias acerca del valor que agrega el gobierno corporativo son los casos de estudio y las experiencias singulares. La Bolsa de Valores de Colombia presento por Bradesco Templeton Asset Management el pasado día 5 de marzo de 2004 en Bogotá. Un estudio de cuatro casos protagonizados por las empresas brasileñas Saraiva, Ultrapar, Ideiasnet y Elevadores Atlas. La lección que se desprende de ellos es siempre la misma. Como se indica en la rúbrica de una de las transparencias, "el buen gobierno puede y crea valor". Por ejemplo, en el supuesto concreto de Ultrapar, en el período transcurrido entre el 20 de marzo de 2000 en que tuvo lugar la reforma del buen gobierno y, en particular, se introdujo el tag along y el 13 de febrero del 2002, el precio de mercado de la compañía se revalorizó un 37% mientras que el índice general de Bovespa perdía un 18%. El comportamiento se atribuye al buen gobierno. Podrían traerse a colación muchos otros casos, incluso colombianos. Una conocida revista de información económica informaba hace no mucho de las interesantes inversiones que logró captar del IFC una de las primeras empresas del país el Grupo Empresarial Antioqueño después de asumir importantes

compromisos en materia de gobierno corporativo (composición de la Junta Directiva, Comité de Conflictos de Interés, etc.)·

Hasta el momento he hablado de encuestas a inversionistas, de inversiones realizadas por agentes especializados y de estudios de casos. ciertamente carentes de valor científico (las que son generales, porque se basan en meras afirmaciones de inversores; y las que son particulares, porque bien puede suceder que no sean universalizables). No cumpliría por ello el objetivo que me he propuesto sino fuera capaz de sustituir esta evidencia anecdótica por evidencia sistemática, que acredite en términos estadísticamente significativos la tesis de que el gobierno corporativo paga. Sobre esto quisiera centrar la exposición, y para ello, lo primero que he de hacer es identificar instrumentos de medición fiables.

- Un procedimiento bien conocido en la investigación financiera empírica consiste en el análisis de eventos. Lo que se busca con ellos es determinar el impacto que tiene en el precio de cotización de un valor el anuncio de la adopción de medidas o reformas de buen gobierno (o, en su caso, de “mal gobierno”). Cuando la muestra es amplia, el mercado eficiente y los resultados estadísticamente significativos, la prueba tiene mucho peso. Al fin y al cabo, nos está informando del valor que añade a la empresa la reorganización de sus mecanismos de salvaguardia y supervisión. Con todo, no puede atribuírsele valor absoluto o concluyente. No puede descartarse, en efecto, que la reacción del mercado venga motivada, no por los cambios de buen gobierno, sino por otras circunstancias que se ocultan tras ellos (por ejemplo, la reforma de gobierno corporativo pudo haber sido causada por la entrada de un socio financiero o puede ser una señal de que los insiders tienen información privada acerca de proyectos de la empresa). El análisis de eventos, por otra parte, tiene siempre el handicap de no capturar más que En el momento actual estamos asistiendo a la última etapa de esta pequeña

historia, una etapa caracterizada por la progresiva toma de conciencia de que el buen gobierno sale a cuenta, de que es una inversión altamente rentable. Es la hora que hemos dicho de la convicción. El creciente activismo de los inversores institucionales, la existencia de evidencia empírica cada vez más elocuente acerca de que el gobierno corporativo es, en verdad, “una estrategia de creación de valor” y el sufrimiento en la propia piel de la pérdida de ventajas competitivas en la captación de fondos del público por parte de las empresas más renuentes a adecuarse a los nuevos estándares han determinado un cambio estratégico ésta es al menos la percepción de quien escribe que ya se está advirtiendo en el horizonte de nuestro mercado. Me parece que lo que ha sucedido en estos últimos meses y, especialmente, en la última campaña de Juntas generales (abril-junio 2003) resulta especialmente ilustrativo. Las empresas más importantes del mercado español BSCH, BBVA, Endesa, Repsol, Unión Fenosa, Ebro Puleva, etc. han adoptado compromisos fuertes con el buen gobierno, que han sido muy premiados por el mercado. Me refiero a decisiones tales como hacer público el paquete retributivo individualizado de cada consejero y, en especial, del Presidente y del Consejero Delegado o proponer a sus respectivas asambleas de accionistas la supresión de los techos de votación y demás blindajes estatutarios, cuyo anuncio ha determinado subidas espectaculares en la cotización. En el caso, por ejemplo, de Unión FENOSA, el día en que el Consejo hizo pública su voluntad adaptarse estatutariamente a las recomendaciones de buen gobierno y eliminar las cláusulas antiopa, la cotización subió en una sola sesión bursátil el 2’8%. Hay otros indicios del cambio, Entiéndaseme bien: queda muchísimo por hacer, pero ello no debe impedirnos ver y reconocer lo mucho que se ha hecho. Un observador mínimamente imparcial no puede negar evidencia, y ésta es que las prácticas de gobierno de nuestras compañías de poco tienen que ver con las que prevalecían hace unos pocos años. Me sitúo, tanto, del lado de los que ven la botella “medio llena”.

El estudio pionero en esta línea de investigación (incluye 1500 sociedades cotizadas en las distintas bolsas americanas) período temporal muy largo (casi diez años, entre septiembre de 1995 y diciembre de 2004). La premisa del análisis es la construcción de un índice de gobierno corporativo, que se realiza en función de 24 parámetros correspondientes a cinco grupos de materias: (i) tácticas para demorar ofertas hostiles; (ii) limitaciones derechos de voto de los accionistas; (iii) medidas de protección de consejeros altos directivos; (iv) otros mecanismos defensivos o antiopa; y (v) legislación estatal. Los datos se toman del Investor Responsibility Research Center (IRRC), que publica listados muy detallados de las normas de gobierno corporativo de las más importantes firmas americanas (cubre el 93% de la capitalización combinada NYSE, AMEX y NASDAQ). Una vez construido el índice, se ordenan las compañías incluidas en la muestra dentro de una escala de 0 a 24, donde el escalón cero representa el mejor gobierno y el veinticuatro el peor. Mediante las oportunas regresiones, el estudio busca correlaciones estadísticas entre este ranking y diversas variables de desempeño. Los resultados, a nuestro juicio más importantes, son los siguientes. De un lado, que las inversiones en las empresas mejor gobernadas obtienen mayores rendimientos. Para documentar este aspecto, los autores formaron dos grupos de compañías: las bien gobernadas (donde incluyeron todas las que tenían una puntuación igual o inferior a 5 en el ranking) y las mal gobernadas (donde incluyeron a las que tenían una puntuación igual o superior 14). El experimento que seguidamente hicieron fue analizar los rendimientos que habrían obtenido dos estrategias de inversión alternativas consistentes en invertir una cartera compuesta por acciones de todas compañías bien gobernadas una cartera compuesta por acciones de todas las compañías mal gobernadas. a la de la empresa la $q-q$ media del sector en que opera). Las firmas mejor gobernadas tienen una un 56% superior a las empresas peor gobernadas. El resultado es que una inversión de 1 \$ realizada en 1995 en la cartera de las mal gobernadas se

habría convertido en 2004 en 3.339 \$; y que la misma inversión en la cartera de las bien gobernadas, se habría convertido en 7'07 \$. Esto es equivalente a un retorno anualizado de un 14% en el primer caso y de 23'3% en el segundo, y a una diferencia de rentabilidad anual del 9%. El buen gobierno asegura, pues, un rendimiento adicional del 9%. El segundo resultado más significativo se refiere a la valoración de la empresa. El estudio demuestra, en efecto, que existe una fuerte correlación entre valor de mercado y el gobierno corporativo: un punto de mejora en el ranking es decir, un punto de bajada en la escala 0/24 está asociado con un incremento del 11'4% en la q de tobin ajustada a la industria (es decir, restando q de tobin de la empresa la q de tobin media de la empresa en que opera) las firmas mejor gobernadas tienen una q de un 56% superior a las peor gobernadas.

Otro estudio² que marca un gran aporte en el desarrollo de este tema es el realizado a nivel de países emergentes para tener unos estándares acordes con los resultados de los países de Latinoamérica, los cuales tienen mercados de valores con muy poca capitalización bursátil, además de poco desarrollados. y comparado con el mercado americano o el europeo tienen una brecha amplia por su movilización de grandes volúmenes de dinero, a continuación se presenta el estudio que compara los mercados emergentes a nivel global que incluyen ratings de gobierno corporativo en el área de los mercados emergentes (básicamente Asia y Latinoamérica). En este Informe del 2003 se analizan 495 grandes empresas de 25 mercados emergentes y las clasifica en un ranking de buen gobierno construido sobre la base de una encuesta a los analistas del propio banco en los diferentes países. La encuesta se refiere a 57 variables, que se agrupan en torno a siete materias: (i) disciplina del management (creación de valor, recurso al mercado para financiación, devolución de la tesorería discrecional, etc.); (ii) transparencia; (iii) independencia (separación de la presidencia del consejo y del primer

² Foro de Gobierno Corporativo bolsa de valores de Colombia Dr. Cándido Paz-Ares

ejecutivo, miembros independientes en los comités de auditoría y remuneraciones, etc.); (iv) efectividad del consejo (función de supervisión, porcentaje de consejeros “realmente independientes”, número de reuniones anuales, etc.); (v) responsabilidad del consejo y los consejeros (facilidad de litigar su responsabilidad, formas internas de disciplina sobre el comité ejecutivo, etc.); (vi) derechos de los accionistas y trato equitativo (acciones sin voto, calidad de la información suministrada en las juntas, remuneración del consejo, etc.) y (vii) responsabilidad social. A cada grupo de materias se le asigna 15 puntos, exceptuada la última, que sólo recibe 10. De esta manera, sale una escala de 1 a 100, dentro de la cual se ordenan a todas las empresas de la muestra.

El cuadro siguiente muestra las puntuaciones medias de las empresas analizadas correspondientes a todos los mercados emergentes y el subsiguiente, el de las empresas analizadas correspondientes a Latinoamérica.

Cuadro 1. Compañías de todos los mercados emergentes (Global (%))

	PUNTUACIÓN PROMEDIO	PUNTUACIÓN PROMEDIO DE LAS 50 GRANDES COMPAÑÍAS	MEJOR CALIFICADAS	PEOR CALIFICADAS
Disciplina	49.9	66.9	73.8	29.3
Transparencia	57.5	71.4	72.0	42.3
Independencia	56.6	72.3	77.0	19.5
Accountability	48.1	65.5	73.5	26.1
Responsabilidad	51.5	69.2	78.0	23.2
Imparcialidad	63.2	77.4	85.4	26.7
Responsabilidad social	68.4	83.7	86.0	56.7
Promedio ponderado	55.9	71.8	77.6	30.7

Fuente: http://www.workbank.org/infa/rosc_cg.html.

Cuadro 2. Compañías de los mercados latinoamericanos (Regional (%))

	PUNTUACIÓN PROMEDIO	MEJOR CALIFICADAS	PEOR CALIFICADAS
Disciplina	54.40	88.9	11.1
Transparencia	78.60	100.0	50.0
Independencia	60.14	85.7	28.6
Accountability	58.33	87.5	25.0
Responsabilidad	61.11	83.3	16.7
Imparcialidad	54.87	94.4	16.7
Responsabilidad social	73.39	100.0	33.3
Promedio ponderado	62.55	76.5	45.4

Fuente: http://www.workbank.org/infa/rosc_cg.html.

Pues bien, el análisis llevado a cabo revela la existencia de una correlación muy estrecha entre los niveles de gobierno corporativo asignados a cada compañía en el ranking y los ratios financieros, el comportamiento de la cotización y la valoración de la empresa de cada compañía. Los resultados más interesantes pueden resumirse así:

- En relación a los ratios financieros, se encuentra: (i) que, siendo el ROCE medio de las cien empresas más grandes de un 23'5%, el de las situadas en el cuarto superior del ranking de gobierno corporativo 75 puntos o más se eleva al 33'8% y el de las situadas en el cuarto inferior 25 puntos o menos, de 18%; (ii) que, siendo el ROE medio de un 21'2%, el del cuarto superior del ranking asciende a 25% y el del inferior apenas alcanza el 18%; y (iii) que las empresas del cuarto superior generaron un EVATM/IC del 11%, mientras que el generado por las situadas en el cuarto inferior sólo alcanzó el 1'3%.

- En relación al comportamiento bursátil de la acción, se ha comprobado: (i) que durante el ejercicio 2002, siendo el resultado medio una caída del 8'7%, el precio de las acciones correspondientes a las empresas situadas en el cuarto superior del ranking subió un 3'3%, mientras que el de las situadas en

el cuarto inferior cayó un 23'4%; (ii) que durante los tres años anteriores, siendo el incremento medio de un 127%, las empresas situadas en el cuarto superior doblaron al 267% y las del cuarto inferior tuvieron un modesto incremento medio del 49%; y (iii) que durante los cinco años anteriores, siendo el incremento medio de un 388%, las acciones de las empresas del cuarto superior se revalorizaron un 930% y las del cuarto inferior un 196%.

- En relación a la valoración, se constata que, siendo la razón media entre valor de mercado y valor contable de las empresas incluidas en la muestra de 3'9, el de las empresas situadas en el cuarto superior se eleva a 5'5 y el de las situadas en el cuarto inferior se queda en 2'5.

La evidencia sobre la rentabilidad de las estrategias de buen gobierno en los mercados emergentes resulta, así pues, abrumadora. La conclusión no muda un ápice si en lugar de tomar los datos globales correspondientes a todos los mercados emergentes, nos fijamos en los datos regionales correspondientes a las empresas latinoamericanas, cuyas cifras agregamos en el siguiente cuadro.

Cuadro 3. Cuadro resumen de rendimientos financieros en los mercados latinoamericanos (Regional)

VARIABLE	VALOR EMPRESAS MEJOR G.C	VALOR MEDIO	VALOR EMPRESAS DE PEOR G.C
Ratios financieros			
ROCE	17.8	11.1	6.3
ROE	13.9	9.8	6.4
EVA	-4.4	-6.6	-9.3
cotización			
2002	11.4	-9.25	-14.4
2002-2003	212	129.9	9.3
2000-2003	327.9	158.9	100
Valor mercado/valor contable	3	1.9	0.8

Fuente: http://www.workbank.org/infa/rosc_cg.html.

Cuadro 4. Cuadro resumen de rendimientos financieros en todos los mercados emergentes (Global)

VARIABLE	VALOR EMPRESAS MEJOR G.C	VALOR MEDIO	VALOR EMPRESAS DE PEOR G.C
Ratios financieros			
ROCE	33.8	23.5	18
ROE	25	21.2	18
EVA	11	0	1.3
cotización			
2002	3.3	-8.7	-23.4
2002-2003	267	127	49
2000-2003	930	388	196
Valor mercado/valor contable	5.5	3.9	2.5

Fuente: http://www.workbank.org/infa/rosc_cg.html.

Después de resaltar los casos y los estudios internacionales sobre el tema, se confirma la importancia del gobierno corporativo como herramienta generadora de valor, ahora nos centraremos en el caso colombiano y se analizará la evolución del tema en los últimos años. Los entes como la supervalores, confecamaras y la bolsa de valores de Colombia que en coordinación trabajan con el fin de fortalecer y orientar a las empresas hacia la estructuración del código del buen gobierno. Para esto necesitaríamos contar también con casos colombianos para tener argumentos a la hora de establecer antecedentes sobre este tema y poder tener los suficientes fundamentos para asegurar los beneficios que se obtienen en el desarrollo de la implementación del G.C. todo enfocado desde la perspectiva de la generación de valor para los accionistas.

1.2 ANTECEDENTES Y ESTUDIOS EN COLOMBIA

Es importante contar con indicios claros del desarrollo del código de gobierno corporativo en el país, desafortunadamente este es un tema que aun no se ha desarrollado en su totalidad y que solo a partir del 2001 se hicieron esfuerzos por parte de organismos encaminados a fortalecer esa confianza

en el mercado de valores local, solo de esa forma se podrá desarrollar un sector que es la columna vertebral de la economía y que en la medida que este se fortalezca las empresas podrán acceder a nuevas herramientas para mejorar su estructura financiera y como consecuencia favorable disminuir su respectivo costo de capital y por ende su eficiencia al generar valor en cada unidad midiéndola a partir de la rentabilidad de los activos de la empresa.

En Colombia no se han realizado aun estudios profundos para medir el desempeño de las empresas que han adoptado este código de buen gobierno pues la experiencia en la materia es muy limitada debido a factores que se expondrán en la siguiente investigación, para esto se tomara en cuenta el estudio realizado por confecámaras en el 2003, donde se realiza una encuesta en las 8 regiones principales del país, incluidas Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Cartagena, Pereira, Bucaramanga y Cúcuta. La muestra utilizada fue de 88 empresas de diversas estructuras jurídicas de las cuales 59% son sociedades anónimas; 15% comanditarias; 23% limitadas y un 13% no informo. De esas sociedades, 52% son de capital privado, 45% sociedades de economía mixta, 2% empresas públicas y un 1% que no informo.

El diagnóstico cuenta con cuatro indicadores globales, que son: Juntas Directivas, Derechos de los accionistas o socios; transparencia, fluidez e integridad de la información y Responsabilidad Social de la Empresa.

Según el estudio realizado, de las 88 empresas encuestadas 38.6% tienen a su interior constituido Comités Financieros y estrategia corporativa; 9.1% de recursos humanos; 18.2% de auditoria y el 33% de las encuestadas no cuenta con ningún Comité especializado.

La junta directiva, como representante de los accionistas debe liderar la estructuración de sistemas idóneos de información contable y control ético para asegurar una recta administración de los recursos. Es fundamental para determinar la efectividad de las juntas directivas, si estos cuerpo colegiados tienen funciones realmente pro-activas que contribuyen con el desarrollo del objeto social.

En este sentido el indicador es desalentador porque demuestra que la estrategia para la revelación de información integral y pronta es responsabilidad de la gerencia en un porcentaje significativo de las empresas encuestadas. Vale la pena resaltar que son estos mecanismos los que permiten a la Junta y los socios o accionistas realizar un monitoreo real y permanente sobre el desempeño financiero de la empresa. Si estos mecanismos no son impulsados por la Junta pueden tender a perder independencia y generar falta de confianza entre la comunidad de inversionistas.

En el marco de ejecución de un gobierno corporativo eficiente, los órganos societarios deben ser auto-críticos sobre su gestión. Si bien la junta directiva debe ser evaluada por las Asambleas de Accionistas o Juntas de Socios según sea el caso, ella en su seno debe reflexionar sobre los efectos de su trabajo y hacer un balance de sus propios resultados.

La encuesta revela que el 58% de las empresas que hicieron parte de la muestra evalúa y toma correctivos en relación con el funcionamiento de la Junta y su estructura o composición sin embargo solo el 29.6% evalúa a sus miembros.

Evidencia lo anterior, al igual que los sub-indicadores relacionados con la constitución de Comités, que las Juntas no radican responsabilidades

concretas en cabeza de sus miembros, sino en la gestión final como cuerpo colegiado. Esto dificulta a los accionistas que en elecciones a futuro de juntas, tomar decisiones frente a la reelección de todos o algunos de los miembros de las Juntas, pues se dificulta a través de estos mecanismos de evaluación consolidada determinar la imparcialidad, experticia y eficiencia de cada uno de ellos.

La calificación general en materia de Derechos de los Accionistas y Socios para todas las empresas encuestadas, fue 6.5 sobre 10, promedio ponderado entre los cuatro sub-indicadores tomados en cuenta: Información de la empresa hacia los accionistas; Información sobre temas que someterán a votación en Asambleas o Juntas de Socios; Mecanismos de votación a distancia; temas sobre los cuales los accionistas o socios votan o deciden y acceso permanente de estos a información de la sociedad.

En este sentido, se resalta que la calificación de este universo de sociedades en el 2003 es mayor a la otorgada por Confecámaras en el estudio anterior. No obstante, permanece una falencia importante y decisiva para la promoción de inversión extranjera en empresas nacionales, especialmente del sector real.

Esta falencia consiste en la ausencia de mecanismos reales de votación a distancia. Mientras que un hito fundamental de gobierno corporativo es que los inversionistas puedan tomar decisiones en torno la forma en como se administra y controla la sociedad sin importar su domicilio, Colombia sigue siendo uno de los mercados en los cuales es mas difícil y oneroso votar a distancia.

En el estudio de Confecámaras de 2003 la calificación de este sub-indicador obtuvo un puntaje de 1/10, y el presente diagnóstico revela el poco dinamismo que ha surgido en torno al tema pues la calificación de 2.6 sobre 10³.

El indicador que mide cuales son los temas que se someten a votación de los socios o accionistas Calificación: 5.5/10.

Refleja y establece criterios claros y consistentes para determinar cuales son los asuntos que son competencia de los accionistas. Sin embargo, también evidencia que el cumplimiento de las normas no es cabal y riguroso, que los órganos de regulación deben jugar un papel mas activo en la defensa de los derechos de los accionistas, no en el ámbito sancionatorio sino orientando a la instrucción a los empresarios de como adoptar mecanismos eficientes para cumplir las disposiciones legales.

La calificación general en materia de Derechos de los Accionistas y Socios para todas las empresas encuestadas, fue 8.5 sobre 10, promedio ponderado entre los dos subindicadores tomados en cuenta: Utilización de estándares internacionales de contabilidad y tipo de información a la que tienen acceso los socios o accionistas.

Los inversionistas institucionales cuentan con los estados financieros para evaluar las condiciones de la compañía. Las decisiones de inversión y de votación dependen en parte, del análisis de esta información. Una de las herramientas primordiales para ejercer el principio de decisión consciente del

³ <http://www.confecamaras.org.co>

mercado por parte de los inversionistas, es la información financiera que ofrezca la sociedad emisora objeto de inversión.

Los inversionistas institucionales prefieren que las sociedades abiertas adopten algún mecanismo riguroso para evaluar el desempeño financiero, y no un estándar local, prefieren uno que les sea familiar y que revele la información vital financiera.

Un porcentaje relativamente alto de compañías colombianas han reportado la utilización de IAS o US GAAP. Según el estudio de Confecámaras de 2001, esto obedece al hecho que muchas sociedades son subsidiarias de empresas extranjeras, las cuales requieren que se apliquen estándares internacionales para preparar sus propias cuentas consolidadas en el exterior⁴.

Los estándares de auditoria locales no se consideran de óptima calidad, y las compañías generalmente no tienen una cultura de revelación de dicha información. En Colombia, solo el 57% de las empresas encuestadas reportaron la utilización de estándares internacionales de contabilidad, ocupando el puesto número 5 en el escalafón de DGLI3 con un puntaje de cinco sobre diez.

En el estudio realizado por Mincomex, Confecámaras, DNP y Mckinsey, esta evaluación arrojó un mejor puntaje, siendo de ocho sobre diez (8/10). Si bien, el tema contable depende de un marco normativo óptimo para consolidarse, se evidencia en el análisis que las sociedades colombianas cada vez son más conscientes de los beneficios que los estándares internacionales ofrecen.

⁴ Ibid.

El denominado “Disclosure” o revelación de información no se circunscribe a los estándares contables. Por el contrario, un buen gobierno corporativo se caracteriza por administrar riesgo tanto de carácter financiero como no financiero. Por ello, otro tipo de revelación cabal y oportuna de información diferente a la contable tiene una importancia fundamental para determinar: estrategias corporativas, sistemas de administración de riesgos y prioridades de los inversionistas, sean estos titulares de títulos de participación o de contenido crediticio.

Cuando se realicen Asambleas Generales de Accionistas para la aprobación de dicha información la convocatoria debe hacerse cuando menos con quince días hábiles de anticipación en la forma prevista en los estatutos y en caso de silencio mediante un diario de amplia circulación en el domicilio principal de la sociedad.

Las entidades emisoras de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán radicar trimestralmente en la Superintendencia de Valores los estados financieros en los formatos que al efecto establezca la entidad, dentro de los términos que a continuación se indican:

- El informe trimestral con corte a diciembre, a más tardar el 1o. de marzo del año inmediatamente siguiente, incluyendo las notas a los estados financieros y el informe del Revisor Fiscal, y
- Los informes trimestrales con corte a marzo, junio y septiembre, dentro de los treinta (30) días calendario siguientes a la terminación del período respectivo. No obstante, para la radicación de estos informes, las compañías de seguros y las sociedades capitalizadoras gozarán de cuarenta y cinco (45) días calendario contados a partir de la terminación del período.

Sin embargo, las normas colombianas no dicen nada sobre anexos o reportes que deban adjuntarse a las convocatorias, lo que hace difícil el ejercicio pleno de derecho al voto para aprobar estados financieros, toda vez que los accionistas no cuentan con la información suficiente, previa la realización de la Asamblea para estudiarla. No obstante la legislación colombiana, prevé la obligación a los representantes legales, de tener a disposición permanente de los accionistas la información contable.

Ahora bien, pese a que la Junta Directiva debe presentar la situación financiera y económica de la empresa a los accionistas, es discutible el desarrollo cabal de estas funciones, pues en Colombia la constitución de comités especiales en las Juntas Directivas no solo se presenta en casos extraordinarios sino que sus funciones no están bien definidas.

Las compañías colombianas particularmente aquellas que son subsidiarias de empresas extranjeras han hecho un avance importante en crear comités de auditoria, aunque sólo unas pocas sociedades que hicieron parte de la muestra, incluyen miembros independientes en dichos comités. En Colombia solo el 43% de las sociedades encuestadas, admitieron tener comités financieros y de auditoria.⁶

La revelación de información para accionistas y otros aportantes de capital bajo la legislación colombiana resulta entonces insuficiente particularmente para aquellos inversionistas que radican en el exterior. No solo los estándares de contabilidad nacionales contenidos en los Decretos 26497 y 26508 de 2003 resultan insuficientes, sino que la información integral para evaluar los estados financieros no se allega con la convocatoria a la asamblea de accionistas para su estudio previo. Dentro de los rubros que deben presentar las compañías dentro del Estados Financieros Básicos se encuentran:

- Balance General
- Estado de Resultados
- Estado de cambios en el patrimonio
- Estado de cambios en la situación financiera
- Estado de cambios de flujo de efectivo.

En los estados consolidados deben presentar los siguientes rubros;

- Balance General
- Estado de Resultados
- Estado de cambios en el patrimonio
- Estado de cambio de flujos de efectivo.

Revisoría Fiscal. En Colombia, las sociedades obligadas a tener revisoría fiscal son las sociedades anónimas, las sociedades en comanditas por acciones, sucursales de compañías extranjeras y sociedades en las que por ley o estatutos la administración no corresponda a todos los socios cuando así los disponga cualquier número de socios excluidos de la administración que representen al menos el 20% del capital y todas las demás sociedades comerciales de cualquier naturaleza cuyos activos brutos del ejercicio contable anterior sean o excedan el equivalente a 5.000 salarios mínimos¹⁰ y/o cuyos ingresos brutos del año anterior sean o excedan el equivalente a tres mil salarios mínimos.

La elección del revisor fiscal, se hará por la mayoría absoluta de la Asamblea General de Accionistas o Junta de Socios, que responde a las directrices de la OECD en materia de “*Disclosure*”. Sin embargo según el estudio de Confecámaras, pocas veces los accionistas tienen la oportunidad de definir cuales serán los honorarios de la revisoría fiscal.

En relación con las incompatibilidades se establece que no pueden ser revisores fiscales los asociados a la compañía o alguna de sus subordinadas. En las subordinadas no podrán ser revisores fiscales los asociados o empleados de la sociedad matriz; aquellas personas que se encuentran ligadas por matrimonio o parentesco dentro del cuarto grado de consanguinidad, segundo de afinidad o primero civil o sean con-socios de los administradores y funcionarios directivos de la sociedad, el cajero, el auditor o contador de la misma. Esto denota una falencia en materia de incompatibilidades de la legislación colombiana, pues en ningún caso la ley prohíbe que las compañías que realicen revisoría fiscal presten servicios de consultoría simultáneamente, a las sociedades.

La revisoría fiscal, cuya función esencial es garantizar a los accionistas la recta gerencia de sus aportes, recae constantemente en conflictos de interés que se escapan de las facultades de control y vigilancia de los organismos estatales que están sometidos al imperio de la ley.

De ninguna manera, la ley interna obliga a las sociedades de revisoría fiscal a realizar informes sobre el Gobierno Corporativo de la sociedad. Es necesario que en los estatutos de las compañías colombianas o en sus códigos de buen gobierno, se solventen estos vacíos de la legislación interna a través de las siguientes hipótesis: prohibición que la revisoría preste servicios de consultoría, facultad de la asamblea para establecer los honorarios del revisor fiscal y la obligación de incluir en los informes el comportamiento de la compañía sobre los asuntos relacionados con el Gobierno de la sociedad.

1.2.1 Conclusiones

1.2.1.1 Ventajas

- Colombia está buscando evaluarse frente a otros mercados, para identificar prácticas nacionales que no corresponden en la actualidad a los estándares internacionalmente aceptados en materia de Gobierno Corporativo.

- La influencia de la inversión directa extranjera en las compañías colombianas, ha producido altos niveles de cumplimiento de los Estándares Internacionales de Contabilidad o US GAAP.. Haciendo a un lado el asunto de la auditoria de calidad, el hecho de que las compañías estén tan listas a aceptar principios externos de contabilidad, hará mucho mas fácil, para los supervisores, legisladores y redactores de códigos, implementar un movimiento hacia la aplicación universal de los estándares internacionales.

Un porcentaje significativo de las juntas directivas colombianas ya han conformado comités de auditoria. La tendencia constituye un paso importante necesario mas no suficiente para asegurar la integridad de los estados financieros. Un porcentaje mayor de compañías colombianas tienen comités de auditoria, de lo que tienen las sociedades anónimas que componen el índice DAX 30 en Alemania tienen.

1.2.1.2 Debilidades

- De conformidad con los resultados que revela el estudio, en Colombia es difícil ejercer el derecho de voto. La mayor falencia es la práctica reiterativa de revelar la información relacionada con los temas de votación, sólo hasta el momento de la reunión de la Asamblea, en vez de enviar los anexos correspondientes con suficiente tiempo de anticipación para que pueda ser

estudiada por los inversionistas. En Colombia los procedimientos de votación a distancia existen en la ley nacional, pero son inoperantes y poco utilizados por las sociedades, estos mecanismos adoptados por la Ley 222 de 1995, deben ser implementados paulatinamente por las empresas.

- Aún cuando es positivo que un porcentaje significativo de firmas colombianas aplique US GAAP o IAS, las preocupaciones del mercado sobre la auditoria de calidad y la supervisión independiente a la auditoria, cuestionan cualquier credibilidad ya ganada.

1.3 DESARROLLO CASO ALMACENES ÉXITO

Debido a los pocos indicios que pudiesen existir en lo que concierne a los hechos que han ocurrido en torno a la gran expectativa generada por el auge a nivel mundial del tema de gobierno corporativo y a los resultados en las empresas colombianas, debido al corto tiempo de desarrollo del tema y a los diversos obstáculos que se han presentado por todos aquellos paradigmas que se establecieron en torno de las empresas nacionales y al entorno económico local. Se ve la necesidad de tener un estudio que pueda servir de referencia para corroborar el principio fundamental del G.C. de recuperar la confianza del inversionista en el mercado publico de valores y este que a su vez pueda alcanzar un desarrollo importante para soportar la teoría de generación de valor para los accionistas vía valorización del precio de mercado de la acción.

Para esto se escogió una empresa nacional que tuviese las condiciones y las características propias de la economía del país y que a su vez se hubiera creado desde la perspectiva de empresa familiar, y contara con un

desarrollo y un crecimiento importante comparado con el sector a al cual pertenece.

Almacenes éxito reúne todas esas características de la empresa moderna que la hace atractiva para poder desarrollar el tema y analizar los resultados en la evolución de su estructura financiera y de los beneficios que en su efecto se hubieran alcanzado en el momento de la estructuración del gobierno corporativo.

Para ello se necesitará los ciclos partiendo de la conformación y creación de la empresa y los cambios que se dieron durante el tiempo que ha permanecido en el mercado.

1.3.1 Historia de la compañía. En 1949 Almacenes EXITO S.A. abre sus puertas en Medellín en un local de 4 metros cuadrados y con un capital de quince mil pesos. En aquel entonces ofrecía retazos, saldos y cobijas, bajo el lema: "Comprar bien, para vender bien y pagar bien". Muy pronto fue ampliando sus instalaciones hasta ocupar a mediados de la década del 60 una manzana entera del populoso sector de Guayaquil en Medellín.

En 1970 innovó con un formato que para la época era revolucionario, pues mezclaba las telas y confecciones con las variedades y los productos de supermercado.

Así, bajo la consigna de precios bajos surgió el nuevo almacén de la calle Colombia y comenzó el crecimiento de la cadena, con la posterior apertura de los almacenes de El Poblado en 1974 y Envigado en 1981.

En 1989, EXITO inauguró el primero de varios almacenes ubicados fuera de la ciudad de Medellín. EXITO Calle 80 abrió sus puertas en la ciudad de Bogotá con excelentes resultados.

Desde 1994, la compañía inició un proceso de apertura accionaría, y desarrolló una estrategia de crecimiento y consolidación para enfrentar los retos de la entrante competencia internacional, abriendo nuevos almacenes en las ciudades de Bogotá, Cali y Medellín, con un balance muy satisfactorio.

En febrero de 1999 se realizó exitosamente en la Bolsa de Valores de Bogotá una Oferta Pública de Intercambio (OPI) entre Almacenes EXITO S.A. y los accionistas de CADENALCO S.A. que concurren a ella. Con esta operación, Almacenes EXITO S.A. elevó su participación accionaría en dicha cadena a un 56,9%, nivel con el cual tomó el control de la misma.

En el año de 1999, Almacenes EXITO celebró sus 50 años de historia, y en julio de este mismo año, el grupo francés CASINO adquirió un 25% de sus acciones, con lo cual se fundan las bases para un crecimiento acelerado y para establecer importantes alianzas estratégicas.

1.3.2 La Fusión EXITO-CADENALCO. La historia de la Gran Cadena de Almacenes Colombianos S.A. (CADENALCO S.A.) Se remonta a 1922, año en que el señor Luis Eduardo Yépez abrió en la ciudad de Barranquilla, una tienda miscelánea en la que vendía también máscaras y utensilios para el famoso Carnaval de Barranquilla. A esta tienda la denominó LEY, tomando las iniciales de su nombre.

Posteriormente y con un surtido más extenso, abrió almacenes en las ciudades de Ciénaga, Cartagena, Bogotá, Bucaramanga y Medellín.

Don Luis Eduardo Yépez falleció en el año de 1936, y en 1942, a raíz de una Asamblea Extraordinaria de Accionistas, se tomó la decisión de aceptar el ingreso de nuevos socios aumentando con ello el capital social.

En 1944 su sede social se trasladó a Medellín. Años más tarde, en 1959, Almacenes Ley Ltda., pasa a ser Sociedad Anónima y cambia su razón social a Gran Cadena de Almacenes Colombianos S.A., CADENALCO. A partir de entonces, comienza una carrera ascendente de penetración en el mercado nacional, abriendo nuevos puntos de venta, innovando en atención al cliente y adquiriendo y creando nuevas cadenas de supermercados y almacenes.

A partir de diciembre de 1999 se da inicio a una integración progresiva entre las compañías EXITO y CADENALCO, mediante un proceso de sinergia de las áreas administrativas y de integración logística de ambas compañías.

En la Asamblea Ordinaria de Accionistas de marzo de 2001 los accionistas de CADENALCO solicitan a su Junta Directiva estudiar la posibilidad de fusionar las compañías EXITO y CADENALCO. Así se dio comienzo al proceso de fusión por absorción donde EXITO sería la sociedad absorbente.

Las Asambleas Extraordinarias de Accionistas de ambas compañías, reunidas en agosto 31 de 2001, dan su aprobación al compromiso de fusión elaborado por los directivos de las mismas y el 1 de noviembre del mismo año, la Superintendencia de Valores de Colombia otorgó mediante resolución, la aprobación requerida para completar la fusión.

Con la Escritura Pública número 5012 del 9 de noviembre de 2001 de la Notaría 29 del Círculo de Medellín, inscrita en la Cámara de Comercio del Aburrá Sur, el 28 de noviembre de 2001, se fusionaron las compañías GRAN

CADENA DE ALMACENES COLOMBIANOS S.A. CADENALCO S.A. y Almacenes ÉXITO S.A. disolviéndose la primera, para ser absorbida por la segunda.

1.3.3 Adopción de un Código de Buen Gobierno. En su compromiso con la calidad, transparencia, y servicio, y siendo conscientes de la necesidad de satisfacer las exigencias de los mercados internacionales, Almacenes EXITO S.A. ha venido implementando los procesos y prácticas propios del Buen Gobierno Corporativo.

La noción más aceptada de Gobierno Corporativo señala que este es el sistema por el cuál las sociedades comerciales son dirigidas y controladas.

La estructura de Gobierno Corporativo señala la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes partícipes de la compañía, tales como la Junta, los administradores y directivos, los accionistas, y otros inversionistas; y dicta las reglas y procedimientos para la adopción de decisiones en asuntos corporativos. Así mismo, proporciona la estructura mediante la cual se fijan los objetivos de la compañía, y los medios para alcanzar esos objetivos y controlar su desempeño.

Las buenas prácticas de gobierno empresarial buscan preservar y mantener la integridad ética empresarial; asegurar la adecuada administración de los asuntos sociales, y el reconocimiento y respeto por los derechos de los accionistas e inversionistas; a través de la creación de normas, principios y procedimientos claros, que garanticen la transparencia de la gestión social y la adecuada divulgación de la información relativa a los negocios sociales que deban conocer los accionistas, inversionistas y el mercado en general.

La Junta Directiva, por mandato expreso de la Asamblea General de Accionistas reunida en forma ordinaria el 8 Marzo de 2002 y teniendo en cuenta las modificaciones introducidas a los estatutos de acuerdo con lo aprobado en la Asamblea General de Accionistas del día 21 de marzo de 2.003; orientada por los principios elaborados por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y en cumplimiento de la Resolución 0275 del 23 de mayo de 2001 emitida por la Superintendencia de Valores, adopta el presente Código de Buen Gobierno con el propósito de crear un sistema de normas y principios claros, por los cuales debe regirse la administración de la compañía.

Lineamientos generales en la conformación del código de buen gobierno por la empresa. El concepto de Corporate Governance no es nuevo. Por el contrario estas políticas de Gobierno Societario vienen implementándose en el mundo desde el Crack de la Bolsa de Nueva York. La unificación de criterios en relación con los mercados financieros, resulta fundamental para promover la globalización, el intercambio de servicios y mercaderías y subsanar los obstáculos que resultan como consecuencia de la interacción de diferentes sistemas jurídicos y económicos. La transparencia resulta un factor determinante a la hora de promover la inversión, por ello en la actualidad las organizaciones internacionales más importantes, están brindando apoyo financiero, tecnológico e investigativo para que los países que aún permanecen ajenos a esta realidad implementen un sistema consolidado de Gobierno Societario. Entre otros se encuentran:

- La Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo (OECD)
- La Corporación Financiera Internacional (IFC)
- El Foro Global de Gobierno Corporativo - Banco Mundial
- Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE)

- Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

1.3.4 Objetivos del Gobierno Corporativo

- Atraer capitales
- Proteger los derechos de los inversionistas y otros grupos de interés.
- Fomentar la confianza en los mercados financieros
- Promover la competitividad.
- Asegurar el buen manejo y administración de las sociedades,
- Especialmente de aquellas que emiten títulos en el mercado público de valores.

1.3.5 Derechos de los accionistas

- Percibir utilidades
- Votar sobre los asuntos fundamentales de la sociedad.
- Elegir y remover a los miembros de la junta directiva.
- Estar informados
- Asociarse para proteger sus derechos
- Reclamar la reivindicación de sus derechos.
- Exigir el cumplimiento de las buenas prácticas corporativas
- Acudir a mecanismos alternativos y efectivos de solución de Conflictos
- Conocer los derechos que contienen los títulos que se adquieren.

1.3.6 Trato equitativo de los accionistas

- Los accionistas minoritarios y los extranjeros, deberán tener un trato Equitativo en la sociedad.
- Las sociedades facilitarán el voto por representación y el voto a Distancia

- Los acuerdos entre accionistas son un mecanismo para favorecer el Trato equitativo, y deben ser revelados
- El derecho de retiro debe ser respetado
- Las transacciones entre partes relacionadas y otros asuntos relacionados con los conflictos de interés, deben estar bien Administrados y revelados.

1.3.7 Juntas Directivas

- La junta directiva debe actuar en interés y representación de todos los Accionistas.
- La junta directiva debe actuar de buena fe y de forma independiente
- La estructura, composición y funciones deberán estar claramente Definidas
- La junta directiva debe contar con un mínimo de miembros Independientes
- La junta directiva deberá constituir Comités especiales como el Financiero, Auditoria, Compensación y Gobierno Corporativo.

1.3.8 Transparencia, fluidez e integridad de la información

- El mercado, los accionistas y otros grupos de interés, tienen derecho a informarse de manera oportuna y clara sobre los cambios materiales de la sociedad.
- La revelación de información no debe poner en peligro la Competitividad de la sociedad.
- Las sociedades deberán adoptar sistemas de auditoria claros, Independientes y al alcance de todos los accionistas
- Las sociedades deberán adoptar sistemas objetivos de compensación de los ejecutivos.
- Las sociedades deberán adoptar sistemas de administración de Riesgos

1.3.9 Grupos de Interés o stakeholder: Se consideran grupos de interés

- Los empleados de la compañía
- Los tenedores de títulos
- Los órganos de regulación, control y vigilancia
- Los competidores
- Los acreedores

Las sociedades deben adoptar Códigos de Buen Gobierno Corporativo, mediante los cuales regulen de manera específica, los principios de gobierno corporativo. Estos Códigos de Buen Gobierno deben ajustarse a la actividad comercial de cada sociedad y deben arrojar como resultado un marco autorregulatorio que garantice a los clientes, accionistas y otros a portantes de recursos, la transparencia, objetividad y competitividad con que se realiza la gestión empresarial. Los Códigos incluyen políticas sobre el medio ambiente, principios éticos y de conducta, y responsabilidad empresarial, así como políticas para el manejo del riesgo y la compensación de los administradores. Paralelamente, se debe gestionar la aplicación efectiva de éstos principios contenidos en los Códigos, para lo cual se recomiendan los Métodos Alternativos de Solución de Conflictos.

1.3.10 Principios generales de los códigos de buen gobierno. Como resultado de la generalización de informes y códigos de buen gobierno de las sociedades cotizadas en muchos de los países pertenecientes a la OCDE, su Consejo, en la cumbre de Ministros de abril de 1998 pidió a la organización que desarrollara "una serie de normativas y lineamientos en materia de gobierno corporativo". Para ello, se estableció un grupo de trabajo específico que elaboró unos principios basados tanto en experiencias de los países miembros como en trabajos precedentes de la propia OCDE, que fueron

aprobados por los ministros de la organización en su cumbre de 26 y 27 de mayo de 1999.

Estos principios parten de la diversidad de modelos de buen gobierno corporativo, compatible con la existencia de un denominador común consistente en "el alto grado de prioridad en los intereses de los accionistas que confían sus depósitos en corporaciones para que sus fondos de inversión se usen de manera más eficaz y efectiva".

Centrados en las empresas cotizadas, los principios de la OCDE se organizan en los siguientes cinco postulados:

1.3.11 Derechos de los accionistas:

La estructura de buen gobierno corporativo debe proteger los derechos de los accionistas.

Los derechos básicos de los accionistas incluyen:

- Métodos seguros de registro
 - Convertir o transferir sus acciones
 - Obtener información relevante
 - Participar y votar en las asambleas
 - Elegir los miembros de juntas directivas
 - Participar en las utilidades de la compañía
-
- Participar y ser adecuadamente informados acerca de decisiones importantes de la compañía tales como: modificaciones a los estatutos, autorización de emisiones, reorganizaciones empresariales.

- Ser informados con tiempo acerca de las reglas de funcionamiento de las asambleas, procedimientos de voto, poder hacer preguntas en las asambleas y obtener respuestas concretas, votar en ausencia.
- Que les sean reveladas las posiciones de control
- Conocer las reglas y procedimientos para la adquisición o reorganización de la empresa

1.3.12 Tratamiento equitativo. La estructura de buen gobierno corporativo debe asegurar un tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluidos los minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener reparación efectiva por la violación de sus derechos.

La aplicación de este principio supone que:

- Todos los accionistas de la misma clase deben ser tratados en forma equivalente.
- Se deben prohibir las conductas de insider trading y self dealing abusivo.
- Los administradores deben ser requeridos para revelar su interés en transacciones con títulos emitidos por la compañía.

1.3.13 Papel de los stakeholders. La estructura de buen gobierno corporativo debe reconocer los derechos de los terceros y promover una activa cooperación entre ellos y la compañía en orden a crear riqueza, trabajo y fuentes sostenibles de financiación para los negocios. La aplicación de este principio supone que:

- Se debe asegurar que los derechos de los terceros estén protegidos por las normas y sean respetados.
- Los terceros deben tener la oportunidad de obtener compensación cuando sus derechos sean vulnerados.
- Se debe permitir la promoción de mecanismos para la participación de los terceros.
- Los terceros deben tener acceso a información relevante para ellos.

1.3.14 Revelación de información y transparencia. Una estructura de buen gobierno corporativo debe asegurar que se realice la revelación oportuna de toda la información relevante, incluyendo la situación financiera, desempeño, propiedad y gobierno de la compañía.

La aplicación de este principio supone que:

- La información debe incluir cuando menos:

- . Resultados operacionales y financieros
- . Objetivos de la compañía
- . Participación en la propiedad y en el derecho a voto
- . Conformación de las juntas o consejos directivos y sus políticas de remuneración
- . Factores de riesgo
- . Asuntos relevantes acerca de empleados y otros stakeholders
- . Estructura de gobierno y políticas de la compañía
- . Plan de negocios

- La información debe ser preparada, auditada y revelada de acuerdo con los más altos estándares, incluidos los contables.
- Se debe realizar una auditoria anual por parte de un auditor independiente, con el fin de proveer un concepto objetivo acerca de la situación financiera de la empresa.
- Los canales de divulgación de la información deben proveer a los usuarios información relevante, oportuna, completa y eficiente en costos.

1.3.15 La responsabilidad de la junta directiva. Una estructura de buen gobierno corporativo debe asegurar las directrices estratégicas de la compañía, un control eficaz de la dirección por parte de la junta directiva y la responsabilidad de la junta directiva hacia la empresa y sus accionistas.

La aplicación de este principio supone que:

- Los directores deben actuar sobre bases informadas, de buena fe, con la diligencia y el cuidado debidos y consultando los intereses de la compañía.
- Como las decisiones de la junta directiva pueden afectar a los diferentes grupos en forma distinta, la junta debe tratar a todos los accionistas en forma justa.
- La junta debe asegurar el cumplimiento de las leyes y tener en cuenta los intereses de los accionistas.
- La junta debe cumplir ciertas funciones:

- Revisar y guiar la estrategia de la compañía, su mejor plan de acción, sus políticas de riesgo, su presupuesto anual y plan de negocios, los objetivos de desempeño y su implantación y vigilar las inversiones y adquisiciones, entre otros.

- Seleccionar, compensar, monitorear y cuando sea necesario reemplazar a los ejecutivos y vigilar el éxito de su desempeño.

- Revisar la remuneración de los miembros de junta directiva y ejecutivos y asegurar su nominación en forma transparente.

- Monitorear y manejar los potenciales conflictos de interés de administradores y accionistas, incluyendo el mal uso de activos de la compañía y el abuso en contratos con vinculados.

- Asegurar la integridad de la contabilidad de la compañía y de los sistemas de reporte, incluyendo la auditoria y los apropiados sistemas de control interno, en particular aquellos para hacer seguimiento al riesgo, control financiero y cumplimiento de las normas.

- Monitorear la efectividad de las prácticas de gobierno bajo las cuales se opera y hacer los cambios necesarios.

- Hacer seguimiento a los procesos de revelación de información

- Para el mejor cumplimiento de sus responsabilidades los miembros de la junta directiva no deberían pertenecer al cuerpo ejecutivo de la empresa, deben tener disponibilidad de tiempo suficiente para atender cabalmente las funciones y deben tener acceso a información oportuna, relevante y suficiente.

1.4 ANÁLISIS FINANCIERO DE ALMACENES ÉXITO

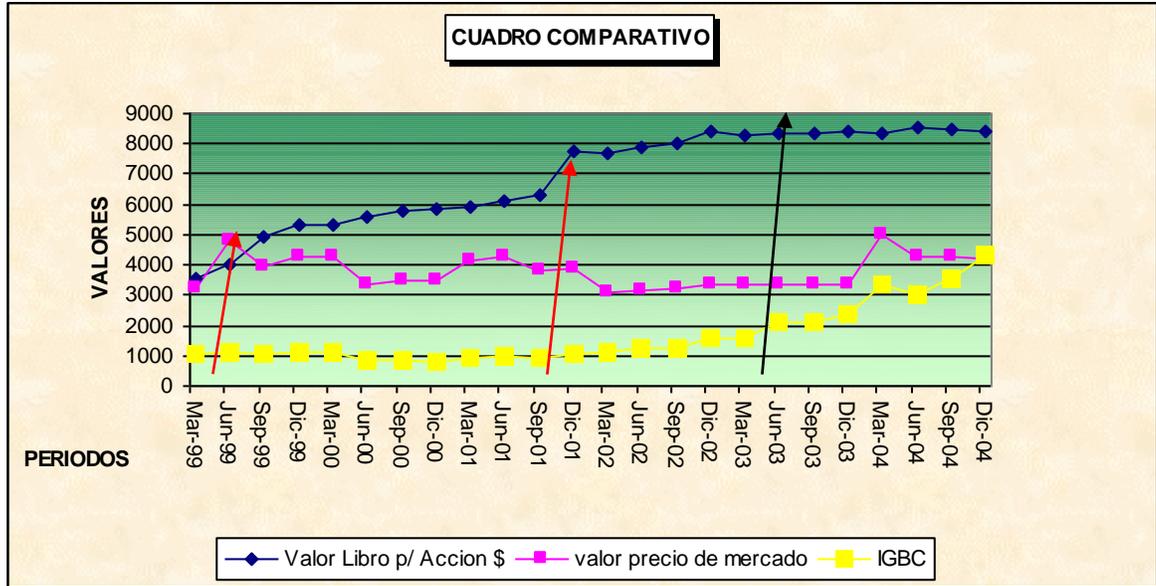
El siguiente estudio en base al desempeño financiero y al análisis de los indicadores de la empresa, ha querido dividir en dos etapas la conformación de la estructura, evolución y resultados tomando el periodo comprendido entre 1999 y 2002 año en que la empresa estructuro el gobierno corporativo y los siguientes años 2003,2004 donde se quiere percibir los beneficios alcanzados.

Para ello se evaluará los estados financieros de la empresa para determinar si esta herramienta ayudo a maximizar la rentabilidad y en base a esto alcanzo su objetivo básico financiero. Se calculara el costo de capital, y se efectuará un paralelo mediante indicadores bursátiles como la Q-TOBIN, El PER, DIVIDENDO YIELD, valorización del precio de mercado, todo comparado con la tendencia del IGBC de cada periodo.

Gráficamente se analizara cada indicador por periodos trimestrales para resaltar el comportamiento con mas claridad y poder percibir los cambios de una manera mas objetiva, identificando los posibles sucesos que incidieron en las tendencias durante los periodos que se han seleccionado.

A continuación se analizara la tendencia del valor en libros, el valor de mercado y la correlación respecto al IGBC. En base a su calculo y los posibles factores que incidieron en su comportamiento.

Figura 1. Gráfica comparativa Valor en libros vs Valor precio de mercado y la correlación respecto al IGBC.



Se aprecian tres indicadores que reflejan el comportamiento del valor de la acción de almacenes éxito, las cuales muestran las variaciones que se dieron a partir de los sucesos o acciones tomadas por la empresa.

El valor en libros en base a su calculo. Patrimonio de los accionistas dividido sobre el numero de acciones en circulación. Percibe cambios a partir del aumento del patrimonio vía aumento de utilidades o aumento del capital, se menciona las situaciones que ocurrieron En el año de 1999, Almacenes EXITO celebró sus 50 años de historia, y en julio de este mismo año, el grupo francés CASINO adquirió un 25% de sus acciones, con lo cual se fundan las bases para un crecimiento acelerado y para establecer importantes alianzas estratégicas.

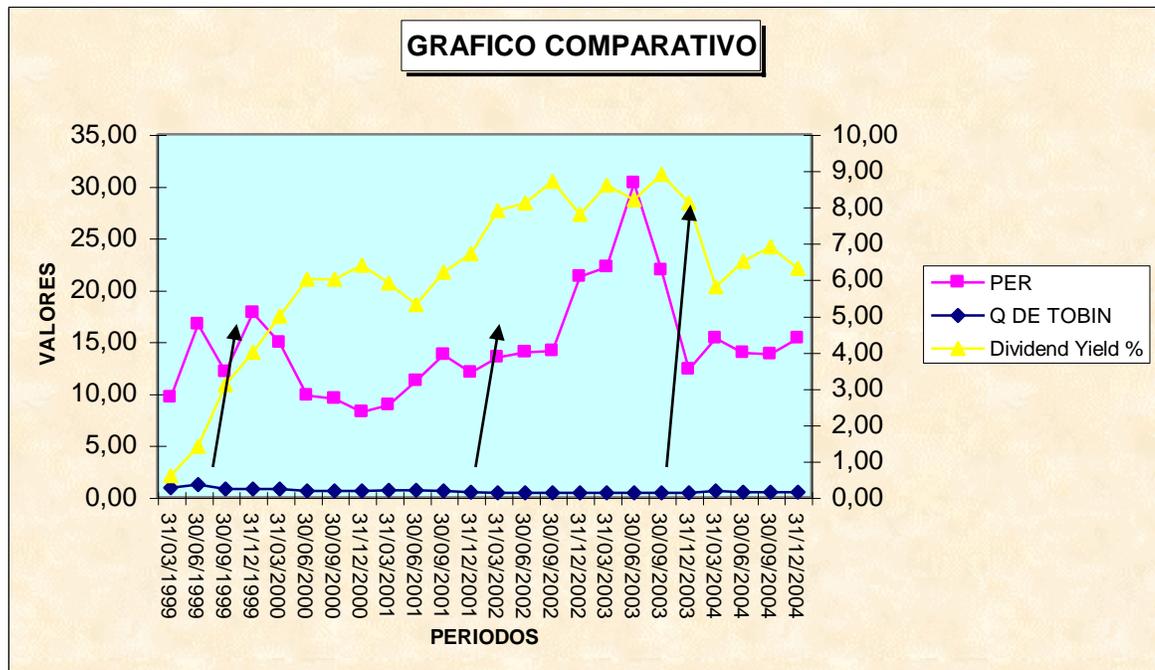
Otro cambio aunque pequeño fue significativo para la empresa el de la fusión éxito-cadenalco, Las Asambleas Extraordinarias de Accionistas de ambas compañías, reunidas en agosto 31 de 2001, dan su aprobación al compromiso de fusión elaborado por los directivos de las mismas y el 1 de noviembre del mismo año, la Superintendencia de Valores de Colombia otorgó mediante resolución, la aprobación requerida para completar la fusión de las compañías GRAN CADENA DE ALMACENES COLOMBIANOS S.A. CADENALCO S.A. y Almacenes ÉXITO S.A. disolviéndose la primera, para ser absorbida por la segunda.

Anteriormente describimos las causas de las variaciones mas notorias que se reflejan en la grafica, respecto al valor en libros.

En cuanto al valor de mercado esta se determina de acuerdo a la oferta y demanda de la acción, y a las noticias buenas y malas que se puedan generar entorno a la empresa o al sector económico al que pertenezca aquí es donde entra a ser clave el gobierno corporativo para transmitir la confianza necesaria al inversionista para adquirir una mejor valoración y que esta se vea reflejada en el incremento del valor para el accionista.

La tendencia de la acción es muy estable, pues esta catalogada como de media bursatilidad, de ahí que la divulgación. de la adopción del código de gobierno corporativo en marzo del 2003, no llenó las expectativas que se tenían en cuanto a la respuesta positiva de la acción, por el contrario conservó la tendencia de los últimos periodos, por lo menos en el corto plazo, esto comparado con la tendencia del IGBC vemos que no hay mucha correlación con el índice que resume el comportamiento del mercado en general y la evolución en los periodos que se analizaron por parte del mercado de capitales.

Figura 2. Gráfica Comparativa PER, Q de Tobin, dividendos Yield %



En esta grafica están involucrados tres indicadores bursátiles muy importantes los cuales dan suficientes indicios del desempeño de la acción y cómo estos absorben los cambios que se hubieran podido dar en los periodos que se escogieron para medir el impacto del valor de la acción, con respecto a la implementación del gobierno corporativo.

En primer lugar se analizara el PER(price earnings ratio).

El PER es uno de los ratios mas utilizados para valorar y comparar empresas que cotizan en bolsa.

El PER mide la relación entre el valor de mercado de una empresa y el beneficio de la misma, también puede definirse en términos por acción, como la relación entre el valor de mercado de una acción, es decir su cotización, y el beneficio por acción, esta es su forma más habitual. El valor de mercado de una empresa que cotiza en bolsa es su capitalización bursátil, es decir el número de acciones por la cotización actual de dichas acciones. Nos indica el número de veces que la ganancia está contemplada en el precio y nos da una medida de lo que el mercado bursátil paga por cada peso de beneficio de la empresa considerada.

Una empresa estará más barata que otra si cotiza a un PER inferior, ya que para el mismo beneficio cotiza a un menor precio.

Este indicador a tenido un comportamiento muy similar al precio de mercado de la acción, ya que el aumento o la disminución de este afecta positiva o negativamente el comportamiento en los períodos donde tubo incrementos debido a los acontecimientos que mencionamos en la Figura 1. La disminución o el incremento de la utilidad por acción pudiera incidir en esas variaciones, pero según el análisis fue el valor de mercado el que marco las variaciones que comprenden el año 1999, septiembre del año 2001 y marzo del 2003 donde se aprecia la mayor variación, la cual se podría atribuir a la implementación del gobierno corporativo. El PER promedio de almacenes éxito es de 14,68 lo cual es bueno en términos normales de estabilidad.

En cuanto a la Q-TOBIN. es la relación existente entre el precio de la acción en el mercado(cotización) y el valor contable con el que se presenta en el balance de la empresa, si el ratio es superior a la unidad , el mercado esta pagando por una acción mas de lo que contablemente vale, por lo que la acción estará sobre-valorada. En este caso la acción tendrá dificultades para

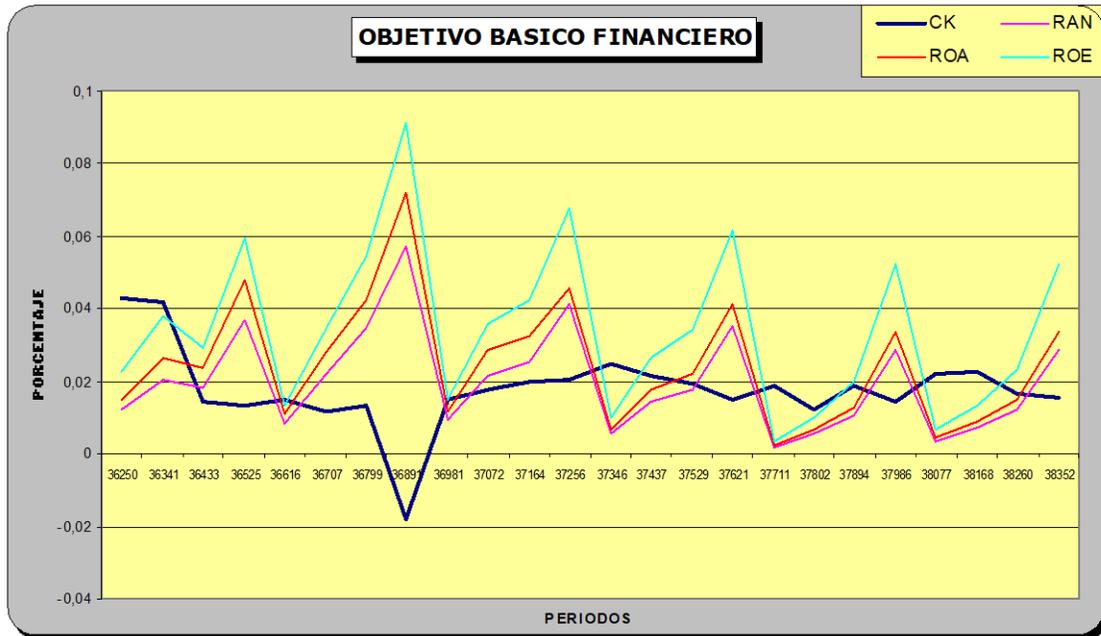
seguir subiendo. Si el valor del ratio es inferior a 1 entonces sucede lo contrario. Como criterio , se establece que para invertir en determinadas acciones, estas deben estar mínimo a nivel de su valor contable. lo que ocurre con la acción de almacenes éxito pues el índice tiene una estabilidad, lo cual no logra incidir como variación significativa que pudieran atribuir algún cambio a los sucesos que se habían analizado en los puntos anteriores.

Ratio de rentabilidad por dividendo yield: refleja la parte de la rentabilidad de una acción que es obtenida por concepto del dividendo. Este factor es un indicador muy importante que el inversionista observa al momento de determinar en cual o cuales acciones invertir.

Un indicador alto puede ser el resultado de dos diferentes situaciones un alto dividendo o un bajo precio de mercado.

Lo que significa que en los periodos que comprenden el año 1999 al 2000 se obtuvo un muy buen desempeño, luego hubo una variación a la baja a comienzos del 2001, y después una recuperación en base al resultado como consecuencia de las Decisiones tomadas alrededor de la fusión de cadenalco-éxito, Para tener una recuperación muy favorable para la empresa y sus accionistas en los siguientes periodos. Seguidamente sufrió un descenso en el 2004, a causa de la disminución del dividendo recibido por los accionistas, debido a nuevas políticas de reinmersión ocasionada por la apertura de nuevos almacenes de acuerdo a su política de expansión para explorar nuevos mercados.

Figura 3. Objetivo básico financiero

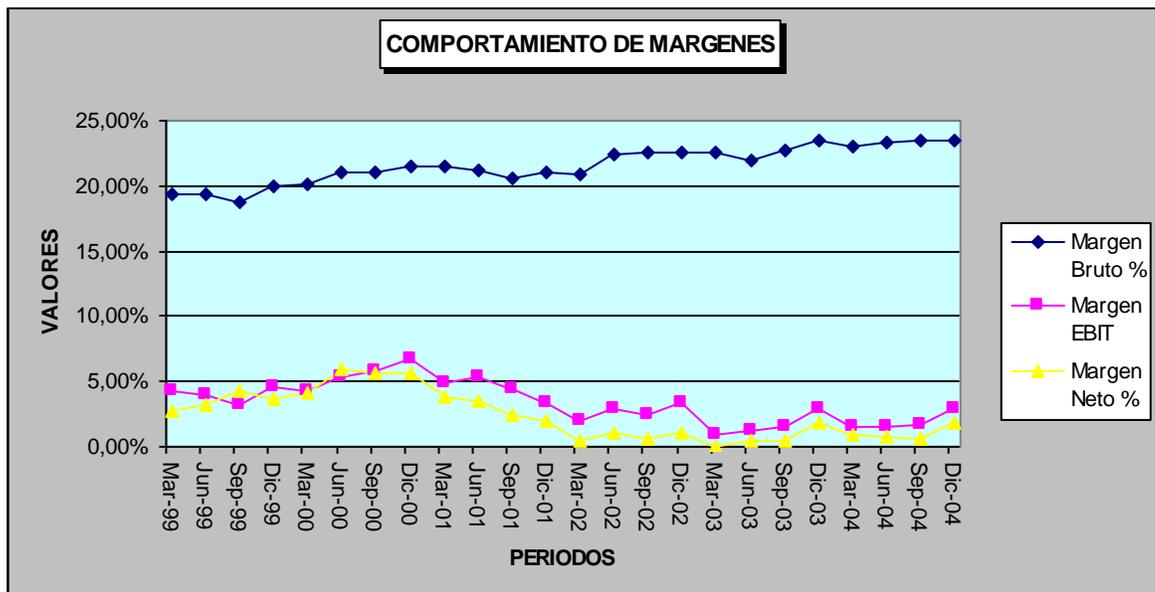


Para el análisis del indicador de rentabilidad de los activos netos de operación, del activo y del patrimonio es importante, precisar que almacenes éxito es una de las empresas colombianas que ha logrado mantenerse en el mercado de grandes almacenes de cadena al detal, a pesar de la de la dura competencia que se ha dado en los últimos años en ese sector, debido al auge de empresas extranjeras que han incursionado en el mercado local con agresivas estrategias de mercadeo esto conlleva a la reducción de los márgenes de ganancia debido a las estrategias utilizadas por los almacenes para mantenerse en la competencia lo cual reduce de manera significativa las ventas y por ende mantenerse implica nuevas estrategias que han llevado a sacrificar rentabilidad de sus productos.

Como se puede observar en el grafico es muy claro como ha variado el RAN en periodos en los cuales las sinergias y las fusiones han dado paso a fortalecer la estructura que en determinado ciclos ha mejorado estos

indicadores, pero a su vez esto se precisa en una clara volatilidad de las variables de las ventas y costos que llevan a variar bruscamente las utilidades de un periodo a otro. Lo cual crea inestabilidad en los rendimientos lo que genera en muchos casos el cumplimiento del objetivo básico financiero, que la rentabilidad de los activos sean menor que el costo de capital. Ahora bien esto a su vez se refleja en el ROE y en la ROA teniendo una tendencia a la disminución de estos indicadores, lo cual corrobora la difícil situación que se presentó en esos periodos y que solo en el 2003 hubo una leve recuperación, después para los siguientes periodos se sigue la tendencia negativa que se venía dando. El leve repunte se dio en el periodo donde la empresa estructuro el buen gobierno eso puede ser una luz que pueda al largo plazo favorecer a la empresa, en sus objetivos.

Figura 4. Comportamiento de márgenes

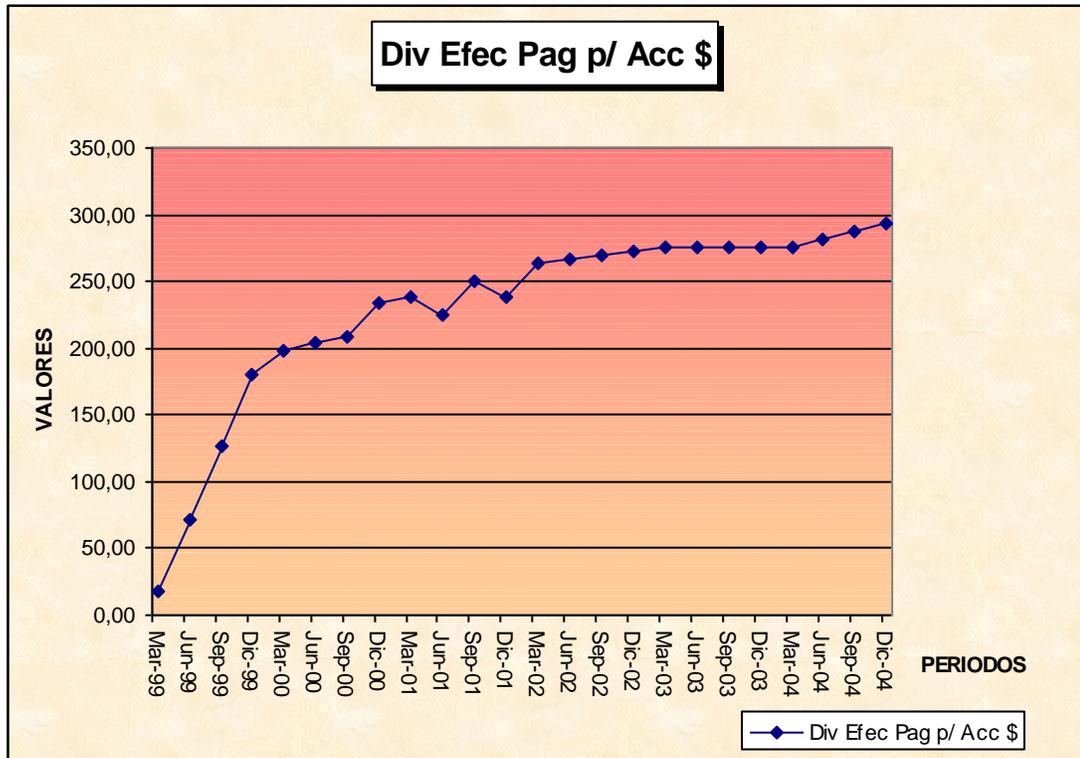


El margen bruto tiene una tendencia a la estabilidad lo que significa la proporción que se ha mantenido de los costos respecto a las ventas, esto le ha dado de cierta forma un equilibrio en lo que concierne a la capacidad de negociación con los proveedores de tener una estructura de los costos de venta muy controlada , pues si las ventas no han tenido un incremento significativo se entraría a no aumentar esos costos si no a disminuirlos o por lo menos mantenerlos.

El margen operacional indica que tanto porcentaje de las ventas se convierte en utilidad operacional, y según la grafica este margen aunque a tenido un leve aumento en algunos periodos la tendencia va a la disminución pero en una proporción muy pequeña, lo que significa que no hay variaciones importantes en el costo de ventas y en la estructura de gastos operacionales. Este margen tiene gran importancia dentro del estudio de la rentabilidad puesto que indica si el negocio es lucrativo o no, en sí mismo, con independencia de la forma como ha sido financiado.

El margen neto este indicador a tenido un comportamiento muy similar al margen operacional, y básicamente ha planteado la relación de variables como el costo de ventas, gastos operacionales, otros ingresos y egresos no operacionales y las respectivas provisiones, de acuerdo con lo anterior, todo lo que afecta al margen bruto y el margen operacional afecta por igual al margen neto, pero este último está condicionado , además, por el monto de ingresos y egresos no operacionales se ven contrarestados exactamente en igual cuantía por los gastos financieros y el impuesto.

Figura 5. Tendencia de la empresa para manejar el reparto de dividendos



Esta grafica determina como ha sido la tendencia de la empresa para manejar el reparto de dividendos, y la política respecto al porcentaje de reinversión adecuado para desarrollar nuevos proyectos de expansión. En 1999 la empresa tubo un cambio significativo en el aumento de reparto de utilidades, y el cual a conservado según la grafica en los siguientes periodos. Solo en el 2001 se presentaron unas variaciones significativas en el cambio del reparto y en la asignación del porcentaje de reinmersión por parte de la empresa, pues a partir del 2002 esta política según la junta directiva y en consecuencia de la fuerte competencia que disminuyo las ventas y por consecuencia la utilidad, de ahí se determinó un porcentaje menor de reparto y mas inversión en activos que ayudaran al desarrollo de estrategias de posicionarse en nuevos mercados.

Cuadro 5. Cuadro almacenes Éxito Vs Sector

Indicador	PromSector	ÉXITO	SECTOR	ÉXITO	SECTOR	ÉXITO	SECTOR	ÉXITO	SECTOR	ÉXITO	SECTOR
		2003		2002		2001		2000		1999	
Ventas	106.535	3.143.319	103.709	3.179.039	139.364	3.101.038	73.558	1.497.243	66.200	1.297.713	60.118
Activos	72.839	2.670.113	69.237	2.546.680	91.299	2.334.484	51.029	1.402.635	48.471	1.246.656	38.175
Utilidad	1.173	56.207	1.391	33.254	1.849	60.006	1.465	85.346	264	48.218	879
Patrimonio	38.986	1.704.955	38.439	1.704.557	51.027	1.568.725	32.438	1.107.423	30.555	1.008.772	22.581
Crecimiento en Ventas	2,7	-1,1	-25,6	2,5	89,5	107,1	11,1	15,4	10,1	7,1	21,1
Crecimiento en Activos	5,2	4,8	-24,2	9,1	78,9	66,4	5,3	12,5	27,0	66,5	21,1
Crecimiento en Utilidades	-15,6	69,0	-24,8	-44,6	26,2	-29,7	455,4	77,0	-70,0	12,5	33,1
Crecimiento del Patrimonio	1,4	0,0	-24,7	8,7	57,3	41,7	6,2	9,8	35,3	100,3	22,5
Rentabilidad sobre Ventas	1,1	1,8	1,3	1,0	1,3	1,9	2,0	5,7	0,4	3,7	1,5
Rentabilidad sobre Activos	1,6	2,1	2,0	1,3	2,0	2,6	2,9	6,1	0,5	3,9	2,3
Rentabilidad sobre Patri	3,0	3,3	3,6	2,0	3,6	3,8	4,5	7,7	0,9	4,8	3,9
Rentabilidad operativa	1,0	2,8	1,7	3,3	1,5	3,4	2,2	6,7	0,7	4,6	-0,1
Endeudamiento	46,5	36,1	44,5	33,1	44,1	32,8	36,4	21,0	37,0	19,1	40,8
Apalancamiento	86,8	56,6	80,1	49,4	78,9	48,8	57,3	26,7	58,6	23,6	69,1
Pasivo Total / Ventas	31,8	30,7	29,7	26,5	28,9	24,7	25,3	19,7	27,1	18,3	25,9
Rotación de Cartera	10,2	1,7	9,4	1,7	9,4	1,4	9,8	0,4	10,8	0,2	12,8
Rotación de Inventarios	56,5	64,8	58,6	57,5	59,6	64,8	53,9	53,6	54,2	48,3	54,0
Rotación de Proveedores	63,3	58,0	62,5	48,8	67,8	66,8	62,2	49,1	63,4	50,2	55,1
Ciclo Operativo	3,3	8,5	5,6	10,4	1,2	-0,5	1,5	5,0	1,6	-1,7	11,7
Razón Corriente	0,8	0,6	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	1,6	1,2	2,6	1,0
Prueba Acida	0,3	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,5	0,9	0,7	1,8	0,4
Capital de Trabajo	-6.756,0	-323.512,1	-4.321,4	-253.779,4	-2.565,4	-37.539,1	1.638,7	146.389,3	3.625,2	293.338,8	78,7
Rentabilidad Bruta	19,7	23,5	19,9	22,6	19,1	21,1	19,7	21,5	19,4	20,0	17,9
Otros Ingre/UtilidNeta	320,9	220,1	198,0	46,8	193,3	69,5	166,5	85,8	960,0	111,1	265,8
CorrecMonet/UtiliNeta	105,2	65,2	24,6	24,4	9,7	-5,4	-2,9	-16,1	46,9	5,6	106,3
Pasivo Corrie/Pasivo Tot	87,6	92,3	89,0	96,1	83,7	84,3	85,4	81,7	82,1	79,2	83,2

ANALISIS ALMACENES ÉXITO Vs SECTOR

Los resultados que se dieron en la investigación y la verdadera efectividad del gobierno corporativo en economías emergentes como la colombiana puede de cierta forma tener sus causas y efectos en el comportamiento del sector y de la economía del país; en este caso el sector comercio, almacenes de cadena al por menor, donde almacenes éxito esta ubicada. Se podría deducir que estos resultados desfavorables en el que se logro percibir que la estructuración del gobierno corporativo no tiene una correlación muy fuerte con los indicadores negativos que arrojó el análisis que se le realizo a los periodos de 1999 al 2004 y por el contrario es un problema de fondo y de evolución en el sector por efectos de políticas económicas ajenas a dicha herramienta.

En este análisis se tomaron en cuenta las ventas de éxito frente a las del sector en los periodos de 1999 al 2003 para determinar el comportamiento de la empresa Vs el sector. Se logro determinar que la participación de las ventas de éxito respecto al sector equivalen en 1999 al 2.2% en el 2000 al 2.3%, en el 2001 el 4.2%, en el 2002 al 2.3% y en el 2003 al 3.3%, partiendo de esta relación se determino que la empresa tiene un comportamiento muy similar al del sector pues en los periodos como el del año 2003 se ve claramente que si el sector se encuentra en crisis y si las ventas disminuyen en conjunto ese efecto se refleja de inmediato en la empresa, así de la misma forma en los anteriores períodos cuando se aumenta esta proporción en el sector , también lo hizo almacenes éxito.

El análisis de los indicadores ROA, ROE y el rendimiento sobre las ventas se comportan de igual forma además en los periodos donde la proporción no es muy similar por lo menos la diferencia entre los indicadores no es relevante y la tendencia es a tener un comportamiento muy similar a la del

sector. Una arrastra a la otra dependiendo de las causas como la entrada de mas competidores empresas transnacionales que han logrado apoderarse de una buena porción del mercado y de las ventas lo cual hizo que los resultados de estos indicadores no fueran positivos.

De ahí que el gobiernos corporativo como herramienta para mejorar procesos internos puede ser muy importante pero no definitivo para que las empresas mejore los indicadores de eficiencia operativa.

2. CONCLUSIONES

Sin duda todos los estudios que sirvieron de base para corroborar la teoría de los beneficios que se alcanzan cuando una empresa implementa para su organización el código de buen gobierno; dan claridad y confirman que el hecho de que se cuente con una herramienta que ayuda a la recuperación de la confianza por parte de los inversionistas y que sirva al mismo tiempo para el desarrollo y profundidad de los mercados de capitales, difieren del país y de la economía donde se plantee este tema, puesto que los resultados a nivel internacional concluyen que existe una fuerte correlación entre el desempeño de indicadores de rentabilidad y los estándares de buen gobierno.

Pero, según el estudio que se realizó, a Almacenes éxito se pudo determinar que en economías emergentes es más difícil que los beneficios se obtengan en el corto plazo. En la evaluación de Almacenes éxito no se pudo obtener el resultado esperado pues al evaluar su desempeño, se determinó que antes de la implementación los resultados que la empresa arrojaba en cuanto a los márgenes e indicadores de rentabilidad y de bursatilidad presentaban mejores beneficios; después del 2003 cuando se estructuró el Gobierno Corporativo no tubo una mayor incidencia en los resultados como se esperaba y por el contrario la empresa debido a los factores que inciden en la economía y en el sector específicamente sufrió una notable reducción en cuanto a la evolución que se pretendía. Lo importante del caso es que todo esto es un proceso que solo con el tiempo tendrá unos resultados de acuerdo con el fin y los objetivos que se plantearon en el inicio.

Puesto que es necesario crear en principio, una cultura corporativa, que conlleve al desarrollo del mercado de capitales en el país, para hacer mas significativo los cambios que las empresas quieran conseguir adoptando herramientas que logren el alcance de la maximización del valor para la empresa y los accionistas.

Todo lo anterior no se puede quedar en el papel, por el contrario debería tener una importancia mas acorde con la trascendencia que se podría alcanzar para la economía del país.

Ha llegado el momento de la recapitulación. Sabemos que el entramado institucional de gobierno corporativo de que disponga una nación afecta de manera notable al desarrollo de su sistema financiero., proporciona evidencia incontestable de que los países que disponen de mejores infraestructuras jurídicas tanto en términos doctrina sustantiva como de mecanismos de enforcement efectivos, tienen mercados de capitales más grandes y líquidos, mayor dispersión de propiedad mejor valoración de sus empresas, Sabemos también que, en este plano, Colombia no sobresale en el concierto internacional. Un reto importante para todos aquéllos que están comprometidos con la modernización de su sistema financiero consiste, por tanto, en promover reformas para perfeccionar los instrumentos de protección que brinda la legislación societaria y del mercado valores e imaginar vías para incrementar la efectividad de los dispositivos públicos de gobierno (autoridades de supervisión, instancias judiciales, etc.). La experiencia de algunos países vecinos que han adoptado medidas de esta naturaleza parece digna de emulación. Sirva como botón de muestra la reforma brasileña de finales de los 90 y principios del 2000, que pronto ha dado resultados tangibles. Es cierto que esta clase de reformas requiere inversiones notables, tiempo de maduración y oportunidad política. Colombia

las emprenderá también tarde o temprano, y de hecho alguna ya está en marcha: me refiero al Proyecto de Ley del Mercado de Valores, actualmente objeto de tramitación parlamentaria.

Es cierto asimismo que las reformas institucionales no están en manos de las empresas y de otros agentes del mercado, pero esto no significa que hayan de cruzarse de brazos y esperar. Existe un amplio recorrido para las reformas contractuales, que pueden servir de apoyo a las primeras y, en muchos aspectos, sustituirlas con provecho. El objetivo de mi exposición ha sido sistematizar la evidencia más relevante disponible al día de hoy sobre la rentabilidad de estas estrategias privadas de gobierno corporativo y probar no sólo que es mucho lo que pueden hacer en este terreno las propias empresas para crear valor, atraer la inversión y reducir su coste de capital, sino también que los frutos relativos que pueden esperar de ello son mayores en contextos institucionales débiles como el colombiano que en contextos institucionales fuertes. “Nuestro resultado tiene implicaciones políticas: Aunque la tarea de reformar los derechos de protección del inversor y la calidad del sistema judicial es difícil.

Por ello se necesita de esfuerzos adicionales para poder tener resultados más positivos en materia de control y que a su vez estos repercutan en el sistema financiero del país.

BIBLIOGRAFIA

FERNÁNDEZ Pablo (2001). Valoración de Empresas, Gestión 2000.com. 2 ed. Cap 1, 9 y 10

Foro Confecamaras 2002, "Código De Marco De Buen Gobierno"

Foundations Of Economic Value Added 1997, James Grant

LEON GARCIA Oscar, Gerencia Del Valor, Valoración De Empresas

Libro De Oscar León García, Gerencia Del Valor, Valoración De Empresas.

MARTÍN MARÍN José L y Antonio T Ponce (2000), Manual de Valoración de Empresas, Ariel S.A., pags 47 - 171

OCDE (Organización Para La Cooperación Y Desarrollo 9, 1999, Principles Of Corporate Governance.

Pagina De Internet De La Súper Valores "Gobierno Corporativo"

Pagina Súper Valores, Gobierno Corporativo Normatividad.

Revista Dinero 2003_06_24.

Valoración de Empresas de Pablo Fernández, Editorial

Value Based Management, James L. Knight, Mcgraw Hill 1998, 2.