

Gobierno Corporativo y rentabilidad en el Grupo Nutresa*

Mónica Milena Mayor Vera**

mmayorv@eafit.edu.co

Alex Vicente Silva Beltrán***

asilvab@eafit.edu.co

Resumen

El Gobierno Corporativo se debe transformar en un asunto de agenda primaria para las empresas en Colombia. Este trabajo pretende evaluar el impacto financiero del programa de Gobierno Corporativo en el Grupo Nutresa, basándonos en un análisis financiero de los resultados históricos de la compañía, sus reportes anuales, así como en el análisis de la composición de la Junta Directiva, las políticas de su estructura corporativa y el comportamiento a partir del Índice de Gobierno Corporativo. Para ello, se recolectó, en diferentes medios de información y fuentes como la Superintendencia de Sociedades, Superintendencia Financiera y páginas web de las compañías, toda la información pública que se puede obtener por medios legales. El análisis de la información financiera, la conformación de la Junta Directiva y el análisis de la propuesta de valor permite encontrar la relación en la implementación de gobiernos corporativos y los rendimientos financieros.

Palabras clave

Gobierno Corporativo, comportamiento financiero, Junta Directiva, IGB, ROE, EBITDA, ÍNDICE DUPONT, ROIC.

Abstract

Corporate governance should be transformed into a primary agenda issue to companies in Colombia. This work aims to evaluate the financial impact of the corporate governance program in the Grupo Nutresa, based on a financial analysis of the company's historical results, its annual reports, as well as the analysis of the composition of the board of Directors, the policies of its corporate structure and the behavior from the Corporate Governance index. To this end, collect in different media sources such as the Superintendencia de Sociedades and Superintendencia Financiera de Colombia (National Supervision entities), websites of companies and all public information that can be obtained by legal means. The analysis of financial information, the conformation of the Board of Directors and the analysis of the value proposition allows to find the relationship between the implementation of corporate governments and financial returns.

* Trabajo de grado para optar al título de Maestría en Administración Financiera de la Universidad EAFIT, Bogotá, agosto de 2018.

** Profesional en Finanzas y Relaciones Internacionales de la Universidad Externado de Colombia, Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT, candidata a Magíster en Administración Financiera de la Universidad EAFIT.

*** Economista de la Universidad Santo Tomas, Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT, candidato a Magíster en Administración Financiera de la Universidad EAFIT.

Key Words

Corporate Governance, financial behavior, Board of Directors, profitability, IGB, ROE, EBITDA, DUPONT INDEX, ROIC.

1. Introducción

Las crisis financieras han sensibilizado a los accionistas hacia todo lo relacionado con el Gobierno Corporativo, situándolo como punto principal para los expertos en gestión empresarial y generando un gran debate en todo el mundo sobre cuáles son las pautas de un buen gobierno a seguir en las compañías. El tema de Gobierno Corporativo surge con la idea de la empresa moderna, poscrisis financieras; en principio, se identificó el tema con la delegación de poder sobre la toma de decisiones hacia administradores distintos a los dueños. Adam Smith (1996) expresó sus reservas acerca de la viabilidad de este tipo de firmas. Smith, al referirse a las compañías por acciones, describe un típico conflicto de agencia:

De los directores de tales compañías, sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio (s.p.).

Y Berle y Means (1932) apuntan a una estructura de propiedad difusa, para expresar sus dudas acerca de un control efectivo sobre los gerentes.

El Gobierno Corporativo ha evolucionado de un concepto financiero, referente a la inversión esperada por los inversionistas, a uno que incluye aspectos relativos al diseño de la organización misma y que, según la definición de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2016), tiene que ver con los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas buscando promover el equilibrio entre los objetivos económicos y los sociales, así como entre los individuales y los comunitarios. Su

teoría se establece con el fin de incentivar el uso eficiente de los recursos y exigir que los dirigentes de las compañías rindan cuentas de dichos recursos. El propósito del Gobierno Corporativo es lograr la coordinación entre los intereses de los individuos, las empresas y la sociedad.

El Gobierno Corporativo se debe transformar en un asunto de agenda primaria para las compañías en Colombia, debido al impacto directo en los resultados económicos, sociales y reputacionales de ellas mismas. Teniendo en cuenta la importancia de la implementación de prácticas formales e informales que establezcan reglas de juego claras entre la Junta Directiva (quienes definen las metas de la empresa), la Gerencia (quien administra y opera el día a día) y los Accionistas (quienes invierten recursos económicos en la compañía) que permiten en el largo plazo la sostenibilidad y trascendencia en el mercado. De acuerdo con el análisis de las causas de liquidación más frecuentes de las sociedades cerradas en Colombia, los problemas de gobernabilidad tienen una estrecha relación con la sostenibilidad de las empresas. Según el estudio de la Supersociedades, detallado en la Guía de Gobierno Corporativo para Sociedad Cerradas y de Familia (Superintendencia de Sociedades, 2004), en un 51,6 % de los casos de liquidación obligatoria las causas están ligadas a malos manejos administrativos de la sociedad. En el 44,3 % se evidencia la existencia de recursos humanos sin competencias (emplear a familiares sin las habilidades para el cargo) como una de las causales de la crisis empresarial. En el 37,4 % de los casos la liquidación tuvo entre sus causas el impacto de los problemas familiares en la gestión de la compañía y el 32,8 % de los mismos tuvo como motivo la falta de transparencia en la gestión de la compañía. Para 2012, la Supersociedades preparó un artículo investigativo donde comparó las razones de la

insolvencia en las empresas, basados en una encuesta a 121 empresas en proceso de reorganización (Superintendencia de Sociedades, 2012). Se observa que para esta investigación no se usó la misma metodología ni tipo de preguntas, pero se logra identificar que varias causas hacen referencia a malos manejos administrativos de la sociedad, detallados en baja rentabilidad del negocio (65/121), falta de reingeniería del negocio (51/121) y ausencia de medidas de cubrimiento del riesgo (48/121).

En Colombia, el Gobierno Corporativo aún se encuentra en etapa de adopción: el Grupo Nutresa se presenta como un caso de éxito en la implementación y desarrollo del Gobierno Corporativo; desde la perspectiva de los resultados financieros de la compañía y cómo ha beneficiado dicha implementación. Este trabajo pretende evaluar el impacto financiero del programa de Gobierno Corporativo en el Grupo Nutresa, basándose en un análisis financiero de los resultados históricos de la compañía y sus reportes anuales; así como en el análisis de la composición de las juntas directivas. Para ello, se recolectó, en diferentes medios de información y fuentes como la Superintendencia de Sociedades y la página web de la compañía, toda la información pública que se pudo obtener por medios legales.

2. Marco de referencia conceptual

Desde Adam Smith (1776 [1996]) hasta Berle y Means (1932) se han generado cuestionamientos alrededor de la separación de la propiedad y el control en las compañías, dado que se evidenció la forma como los administradores pueden tomar ventaja sobre los accionistas, por la separación que existe entre administrador y accionista. Este ha sido el punto de partida para estudiar el tema de Gobierno Corporativo, así como los dilemas de selección de directivos, monitoreo y control (Stiglitz, 1991).

La anterior situación ha sido uno de los principales temas de estudio en la teoría de agencia; la teoría tradicional menciona la existencia de conflictos de intereses entre dueños y agentes, lo que podría llevar a los administradores a tomar decisiones no adecuadas para los accionistas (Berle & Means, 1932). Por otro lado, la teoría de agencia multitarea, (Dewatripont & Jewitt, 2000) discute el conflicto de intereses entre un grupo de agentes cuando por lo menos uno de ellos está vinculado a un dueño diferente.

Dentro del tema de Gobierno Corporativo un punto central es el de las juntas directivas, presentándose como mecanismo de control para garantizar un buen Gobierno Corporativo, como lo mencionan Hopt y Leyens (2004); de acuerdo con algunos estudios las juntas directivas independientes aportan, de manera significativa, al desempeño de la compañía. Un estudio realizado por la firma Mckinsey demostró que los inversionistas no solo toman en cuenta el sistema de Gobierno Corporativo en sus decisiones de inversión, sino que también están dispuestos a pagar primas de hasta el 24 % por las compañías latinoamericanas que tienen buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

En estricto sentido, el Gobierno Corporativo es el conjunto de sistemas políticos y criterios de toma de decisiones en las empresas que permiten proyectarla a largo plazo y asegurar su continuidad, supervivencia, y organización. Esto abarca el cumplimiento de las obligaciones legales de la empresa y el cumplimiento de las obligaciones hacia los accionistas (Gaitán, 2010).

El Gobierno Corporativo requiere una actitud emprendedora e innovadora por parte de los órganos de gobierno. Una empresa no puede competir a largo plazo si no es diferente, si su propuesta de valor no es distinta a la de los competidores. Por eso, el Gobierno Corporativo,

entendido únicamente como un sistema de normas legales o un sistema de normas y criterios, nos llevaría a un espacio cerrado dentro de la empresa. La proyección al futuro es lo que la hace diferente. La empresa debe utilizar los mecanismos de Gobierno Corporativo para evitar poner en peligro su continuidad; pero también debe impulsar su crecimiento, su innovación y su inversión, sin los cuales no habrá supervivencia en el largo plazo. El Gobierno Corporativo va más allá de la maximización del valor de mercado de la empresa. La creación del máximo valor económico posible es una condición de eficacia, pero no es una condición suficiente para asegurar que a largo plazo la empresa puede sobrevivir como organización (Guzmán, 2012).

En Colombia no se tenía un marco de referencia para el tema de Gobierno Corporativo hasta que en 2001 la Resolución 275 (Superintendencia de Valores, 2001) consolidó la normativa sobre el tema. Basándose en dicha resolución varias compañías, en el año 2005, empezaron a desarrollar códigos de mejores prácticas corporativas, donde integran temas como la asamblea general de accionistas, la Junta Directiva, la revelación de información, entre otros. Esto contribuyó a apoyar las tendencias mundiales sobre este tema, buscando el desarrollo de buenas prácticas de gobierno que beneficiaran el sistema económico y financiero del país, realizando grandes esfuerzos con la normatividad vigente; sin embargo, se presenta una tendencia lenta para implementarlo por las siguientes razones:

1. Propensión de las empresas colombianas hacia el endeudamiento (Pachón, 2007).
2. Mercado de valores de Colombia orientado con énfasis hacia la renta fija (Pachón, 2007).

3. Alto grado de concentración accionaria (Pachón, 2007).
4. Desconfianza y poca credibilidad en la eficiencia de la justicia (Marulanda, 2003).
5. Inestabilidad jurídica. Modificación en la legislación tributaria e incertidumbre en cuanto a los fallos (Cano y Orduz, 2007).
6. Improvisación en la formulación de las normas y poca o ninguna consulta a las empresas afectadas por las regulaciones (Cano y Orduz, 2007).
7. El tema de corrupción (Cano y Orduz, 2007).

Ortiz y Langebaek (2007) evaluaron las prácticas de Gobierno Corporativo en compañías presentes en la bolsa de valores; se analizaron 57 compañías, concluyendo que, si bien se han adoptado códigos de buen gobierno, los principales problemas se presentan en el trato equitativo de los accionistas, con un cubrimiento del 38 %, el funcionamiento de las juntas directivas, con un 63,4 %, y la revelación de la información, con un 65,5 %.

Las prácticas de Gobierno Corporativo son una condición indispensable para que el mercado de capitales se desarrolle y las compañías encuentren más fácil obtener los recursos que necesitan para su crecimiento. La mayor facilidad para obtener financiación y menor costo de capital se origina no solo en que los dueños de entidades financieras, a medida que mejora el Gobierno Corporativo, verán reducido su nivel de riesgo; sino también que los dueños de los recursos financieros internacionales tendrán menos reticencia y exigirán rendimientos inferiores para comprometerse en inversiones de largo plazo en empresas en Colombia.

Dado todo lo anterior, en la presente investigación se busca evidenciar la eficacia del Gobierno Corporativo en relación con la rentabilidad del Grupo Nutresa, basándose en el

análisis financiero de los principales indicadores históricos de la compañía, sus reportes anuales, así como el análisis de la composición de la Junta Directiva, con una comparación con otras dos compañías. Para ello se recolectó la información a partir de fuentes como la Superintendencia de Sociedades, la Superintendencia Financiera, páginas web de las compañías e información pública que pudo obtenerse por medios legales.

3. Metodología

El Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) es uno de los más diversificados del país y una de las multilatinas colombianas más importantes de la región. En la última década ha tenido una reorganización en sus negocios financieros, de alimentos y, ahora, de infraestructura. Como tal, el GEA no es un *holding* con personería jurídica, tampoco tiene razón social. Sin embargo, es uno de los conglomerados más poderosos del país que antes era llamado el Sindicato Antioqueño, compuesto por empresas enfocadas en tres sectores —financiero, alimentos e infraestructura—, con una propiedad entrecruzada y una filosofía corporativa común (“El Grupo Empresarial Antioqueño es sinónimo del poder paisa”, 2016).

El GEA nació a finales de los años setenta, cuando en Colombia se empezaron a registrar procesos hostiles, y se decidió proteger a empresas como la Nacional de Chocolates, Suramericana y Argos. Para ello montaron un esquema de enroque donde se defendía la propiedad comprando acciones una de la otra. Tras la desaceleración del consumo, a finales de los noventa, el GEA inició un proceso de internacionalización, enfoque estratégico y renuncia de algunos negocios. Para 2015, los ingresos del GEA se acercaron a los \$50 billones —más del 5 % del Producto Interno Bruto (PIB) colombiano—. Sus empresas son

protagonistas de la Bolsa de Valores y en su expansión internacional ha invertido cerca de US\$12.000 millones (“El Grupo Empresarial Antioqueño es sinónimo del poder paisa”, 2016).

En 1912, por iniciativa de un grupo de empresarios locales, se constituye en Medellín la Fábrica de Galletas y Confites que en 1925 pasó a llamarse Fábrica de Galletas Noel. El Grupo Nutresa, antes llamado Grupo Nacional de Chocolates, se fundó el 12 de abril de 1920 en Sonsón, Antioquia, Colombia, bajo el nombre de Chocolates Cruz Roja. Tuvo su origen a principios del siglo XX cuando se da en Colombia el desarrollo industrial con la fundación de empresas que hoy son símbolo de su economía. En 1933, la Compañía Nacional de Chocolates se convierte en accionista de la empresa galletera y a partir del año 1999 se denomina Compañía de Galletas Noel S. A.; este es el primer paso de una relación empresarial que sería más adelante base para la construcción del Grupo de Alimentos. En este período histórico nace la Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja que, años más tarde, se convertiría en Compañía Nacional de Chocolates S. A.

En los noventa primaron las alianzas. En los años siguientes empezó un proceso de consolidación local en la línea de alimentos —como en el negocio de carnes con la compra de Rica Rondo o el de Meals para el negocio de helados— e internacionalización, llegando a países como Chile y Estados Unidos, entre otros. En sus adquisiciones sobresalen: Galletas Pozuelo, empresa líder en Centro América; la empresa de galletas Fehr Holdings, LLC, en Estados Unidos; el 44 % de Dan Kaffé (DKM) de café en Malasia y Tresmontes Lucchetti, de Chile. En el año 2003, Nacional de Chocolates separó su actividad inversionista de las actividades industriales y comerciales correspondientes al negocio de chocolate,

configurándose como una sociedad matriz. Fue así como la Compañía se constituyó en una filial de la sociedad matriz Grupo Nacional de Chocolates S. A. (Grupo Nutresa, 2018).

El Grupo Nutresa nace en 2011 así: Nacional de Chocolates S. A. absorbió a InverAlimenticias Noel S. A., luego cambió de denominación por la de Grupo Nacional de Chocolates S. A. que, en 2011, se convirtió en Grupo Nutresa. El Grupo Nutresa está llegando a nuevos negocios en su portafolio como el de servicios directos al consumidor con la compra de Hamburguesas El Corral, la participación de la llegada de Starbucks a Colombia y la compra de AFC, propietaria de las heladerías Pops de Costa Rica.

La información para el desarrollo del estudio se obtuvo de fuentes públicas, como informes integrados de resultados anuales, informes de sostenibilidad, análisis de comportamiento accionario y análisis de juntas directivas.

Se estableció un período de análisis del 2011 al 2017 (Grupo Nutresa, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017), siendo el punto de partida el año 2011 como año de inicio del Grupo.

El análisis de la información financiera, la conformación de la Junta Directiva del Grupo Nutresa y el análisis de la propuesta de valor permiten encontrar la relación entre la implementación de gobiernos corporativos y los rendimientos financieros.

4. Presentación y análisis de resultados

4.1 Relación del Gobierno Corporativo y los resultados financieros

El Gobierno Corporativo requiere una visión a largo plazo. Una empresa no puede competir si no es diferente y no mantiene una propuesta de valor diferenciadora que trace el camino a seguir y que, apoyada en su estrategia de Gobierno Corporativo no ponga en peligro su continuidad, buscando impulsar el crecimiento, la innovación y la inversión para garantizar el largo plazo.

Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo del Grupo Nutresa se respaldan con instrumentos como el Código de Buen Gobierno, el Código de Ética, el Manual para la Prevención del Lavado de Activos, los Sistemas de Control Interno, la Línea Ética y los Comités de Apoyo de la Junta Directiva. En el año 2011 (Grupo Nutresa, 2011) la Junta Directiva creó el Comité de Planeación Estrategia buscando fortalecer la propuesta a largo plazo y las prácticas de Buen Gobierno de la compañía.

Como resultado de lo anterior, en el año 2012 (Grupo Nutresa, 2012) la compañía estableció su estrategia a largo plazo creando los objetivos estratégicos para 2020, apoyados en su Propuesta de Valor.

Cada uno de los puntos de la Propuesta de Valor (Grupo Nutresa, 2013), año a año, son evaluados en busca de mantener el cumplimiento y los objetivos para el 2020; objetivos que al año 2016 muestran resultados totalmente favorables.



Figura 1. Estructura propuesta de valor. Fuente: informe integrado, 2012 (Grupo Nutresa, 2013).

Uno de los objetivos principales, en términos de resultados financieros, se constituyó en duplicar las ventas 2013 para el año 2020, con margen EBITDA entre el 12 % y el 14 %, logrando en el año 2017 en ventas el 74 % de la meta y posicionando el Margen EBITDA en el 2017 en 12 %.

Otro de los pilares de un Buen Gobierno Corporativo es la composición independiente de la Junta Directiva, objetivo que se ha llevado a cabo y que, en párrafos más adelante, se analiza como un objetivo esencial dentro del Marco de un Buen Gobierno Corporativo.

El Gobierno Corporativo va más allá de la maximización del valor de mercado de la empresa; no obstante, tener una condición óptima de rentabilidad asegura que a largo plazo la empresa pueda continuar su marcha.

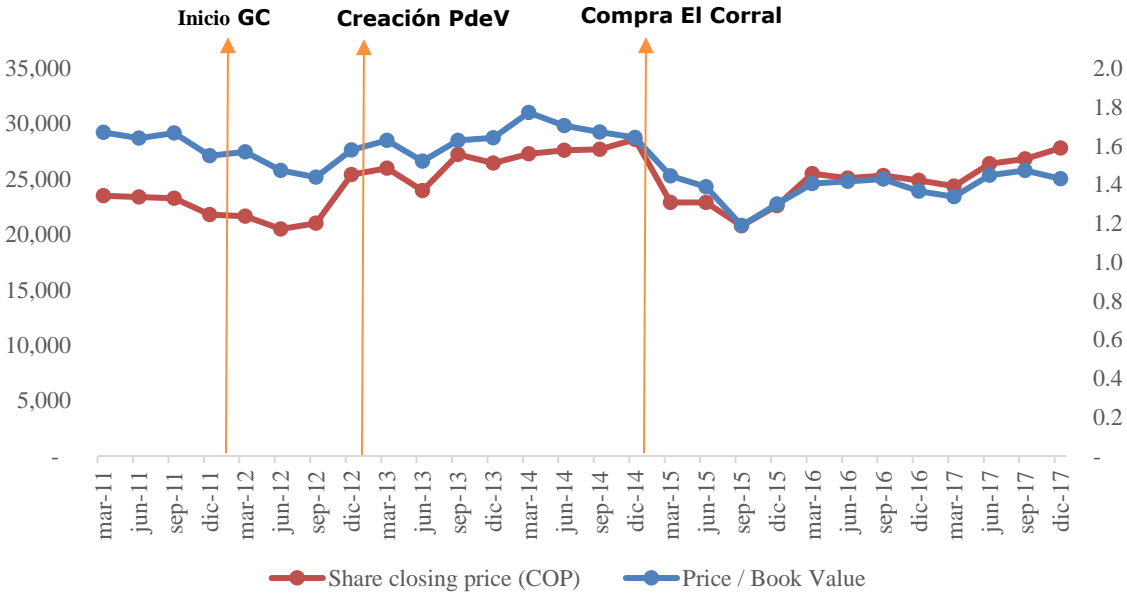


Figura 2. Evolución accionaria. Fuente: elaboración propia.

En la figura 2 se observa la evolución en el precio de la acción del Grupo Nutresa, la cual presenta un crecimiento del 28,4 % de enero 2012 a diciembre de 2017, siendo el año 2012 el año donde se instauró en firme el Buen Gobierno Corporativo en la compañía, presentando una evolución positiva.

Sin embargo, en el año 2015, momento en el cual se realizó la compra de Hamburguesas El Corral, se presentó una caída en el valor del mercado, volviendo a niveles del 2014 en marzo de 2016.

Gracias a la Propuesta de Valor se ha buscado mantener y fortalecer el desempeño financiero; a nivel de ventas se presenta una evolución CAGR de 9,5 % de 2011 a 2017, mostrando el mayor crecimiento en el año 2015 por la adquisición de Hamburguesas El Corral y Starbucks en Colombia con un crecimiento de 23 %.

Las ventas consolidadas en el 2017 llegan a COP 8,7B con un crecimiento de 2,4 %, luego de excluir, para efectos de comparabilidad, las ventas de Venezuela *versus* el año inmediatamente anterior, en siete unidades de negocio: cárnicos, galletas, chocolates, Tresmontes Luchetti (pastas), café, alimentos al consumidor y helados. La composición de las ventas corresponde al 63 % de ventas a nivel nacional y un 37% en exportaciones.

La evolución en ventas demuestra una ejecución impecable de la Propuesta de Valor 2020.

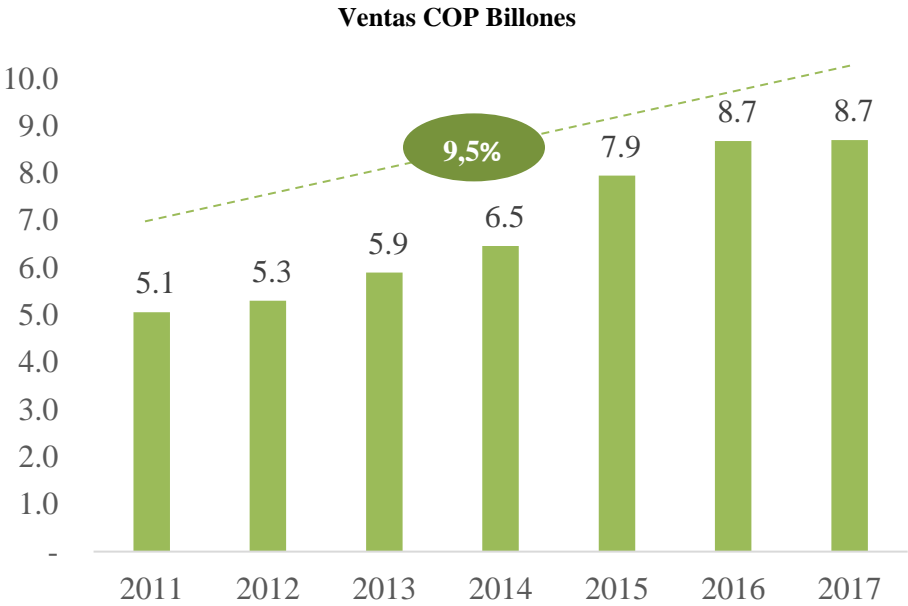


Figura 3. Evolución ventas. Fuente: elaboración propia.

A nivel de rentabilidad, la compañía a lo largo de los años, desde el momento de la constitución del Gobierno Corporativo, ha mostrado una rentabilidad estable dentro de un 10 % a 12 % de Margen EBITDA; esto gracias a una dinámica comercial moderada en el mercado nacional y al efecto positivo de los proyectos de eficiencia y productividad, acompañado de una gestión de precios conservadora en aras de proteger el volumen y *market share* de la compañía, pero que no muestra un impacto directo de haber implementado el Gobierno Corporativo. Si bien los resultados son positivos encontramos que el establecimiento del Gobierno Corporativo no representa un incremento significativo en la rentabilidad de la compañía.

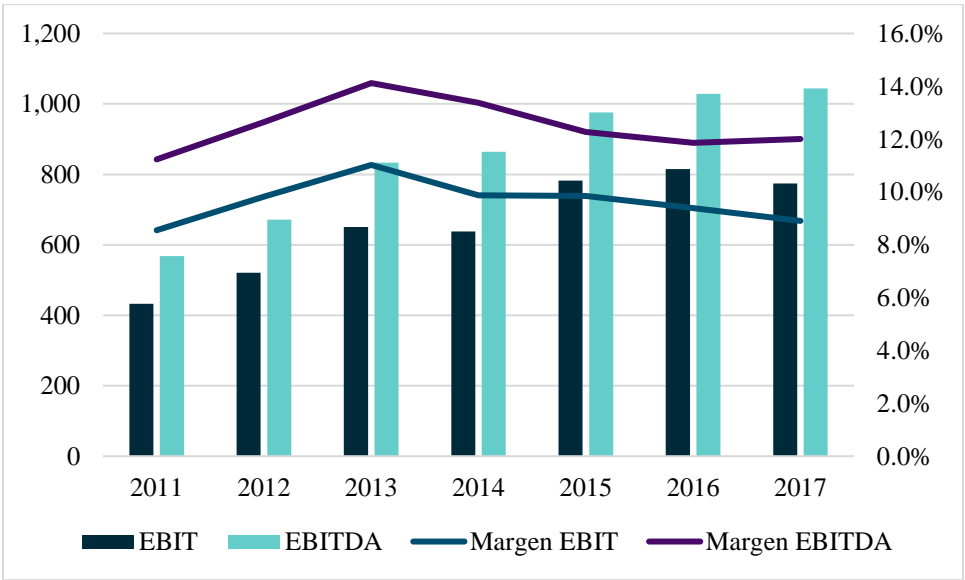
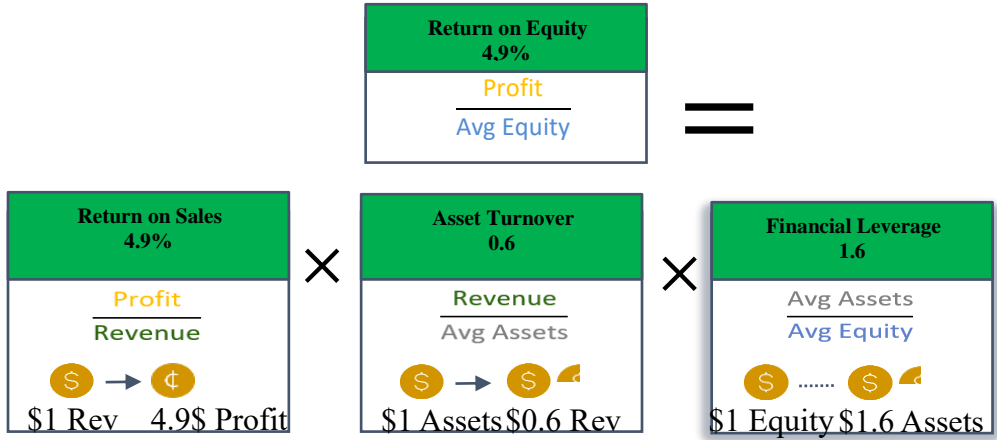


Figura 4. Evolución EBIT-EBITDA. Fuente: elaboración propia.

Continuando con el análisis de rentabilidad, y apoyándonos en el sistema Dupont, podemos ver que la rentabilidad de Nutresa se ha logrado gracias a su Asset Turnover que, sumado a su profit/ventas, nos muestra cómo ha buscado maximizar los beneficios a los accionistas,

donde por cada PESO invertido los accionistas están obteniendo un 4,9% de retorno sobre sus inversiones.

Figura 5. Fórmula Dupont. Fuente: elaboración propia.



Si bien los indicadores financieros del Grupo Nutresa se han mostrado estables en los últimos seis años, podemos ver que la relación directa del establecimiento del Gobierno Corporativo, en los resultados financieros, es marginal y no evidencia un gran impacto o cambio de tendencia en el resultado financiero.

El sistema Dupont detalla que la rentabilidad de la compañía se ha mantenido entre el 4 % y 5 %; el Profit Margin nos muestra que si bien las ventas de la compañía han crecido, a una tasa compuesta anual de 9,5 %, las utilidades no lo han hecho al mismo ritmo, esto debido a la entrada de nuevos negocios donde se han incrementado los gastos operacionales de la

compañía, pero que, producto de estas nuevas adquisiciones y sumado a la eficiencia del capital de trabajo y de utilización de activos, se ha aumentado pasando de un 0,5 en 2014 a 0,6 en el 2017.

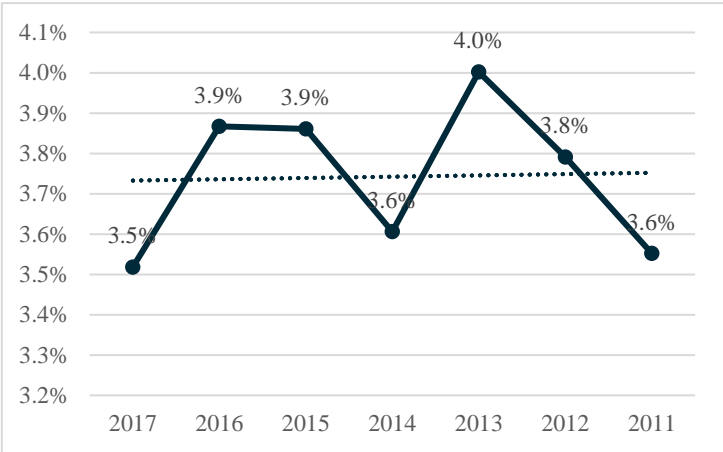


Figura 6. ROIC. Fuente: elaboración propia.

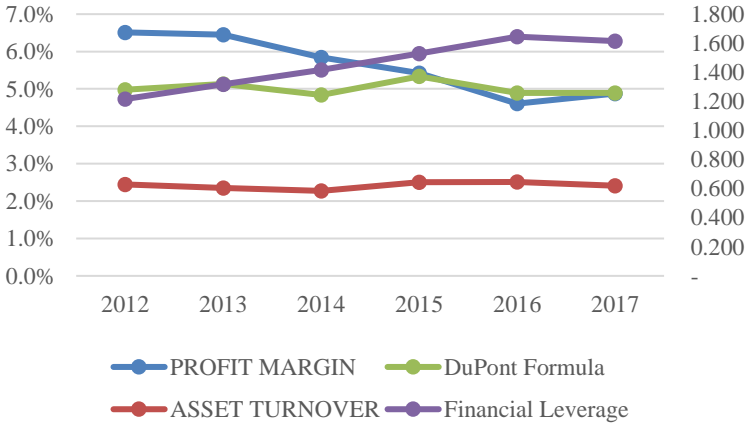


Figura 7. Evolución Dupont. Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, a través de un análisis de rentabilidad medida en el ROIC, podemos concluir que el Gobierno Corporativo no ha generado un impacto directo con la rentabilidad, donde el ROIC se ha mantenido estable en promedio en 3,7 %. Si bien no presenta mayores fluctuaciones se puede concluir que los indicadores de rentabilidad se muestran positivos y estables en la compañía, apoyados en la continuidad de la propuesta de valor.

En la siguiente tabla podemos observar la evolución de los principales indicadores financieros, donde se aprecia la evolución y sostenimiento de la Propuesta de Valor de la compañía. El Grupo Nutresa, ante un entorno económico difícil en el país, protege sus márgenes de rentabilidad por medio de estrategias de precios e innovación de productos.

Tabla 1.

Evolución principales indicadores financieros

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Operación							
EBITDA \$MM	568	671	833	864	976	1,029	1,044
Margen Bruto	40 %	42 %	45 %	44 %	43 %	43 %	44 %
Margen Operacional	9 %	10 %	11 %	10 %	10 %	9 %	9 %
Margen Neto	5 %	7 %	6 %	6 %	5 %	5 %	5 %
Margen EBITDA	11 %	13 %	14 %	13 %	12 %	12 %	12 %
Rentabilidad							
ROA		3,9 %	3,6 %	3,3 %	3,3 %	2,9 %	3,0 %
ROE		5,0 %	5,1 %	4,8 %	5,3 %	4,9 %	4,9 %

Fuente: elaboración propia.

4.2 Relación del Gobierno Corporativo y las juntas directivas

Luego de la conformación del Grupo Nutresa en 2011, su Junta Directiva estaba compuesta por 14 miembros, siete de ellos principales y el restante suplente hasta el cierre de 2014. En el 2015 se modificó el Código de Buen Gobierno. Actualmente, la Junta Directiva está compuesta por siete miembros, cuatro de ellos independientes y los restantes tres miembros patrimoniales y de nivel ejecutivo de la compañía.

Tabla 2.

Análisis Junta Directiva Grupo Nutresa

Año	Principales	Suplentes	Total	Hombres	Mujeres	Patrimoniales	Independientes	Hombres en JD Principal	Mujeres en JD Principal	Comités de Apoyo
2013	7	7	14	11	3	3	4	6	1	4
2014	7	7	14	10	4	3	4	6	1	4
2015	6	0	7	5	1	3	3			4
2016	7	0	7	6	1	3	4			4
2017	7	0	7	6	1	3	4			4

Fuente: elaboración propia con base en informes de sostenibilidad del Grupo Nutresa.

Se puede apreciar, en la tabla 2, que con la modificación del Código de Buen Gobierno, aprobado en abril de 2015, se redujo a la mitad la Junta Directiva, aboliéndose los suplentes y teniendo en cuenta la tendencia en Gobiernos Corporativos a nivel mundial. Así se ha mantenido la proporción de género en un 14 % de total de la junta con una sola mujer. Los miembros de la junta cumplen con los requisitos detallados en el Código de Buen Gobierno

y están debidamente remunerados. El Grupo Nutresa cuenta con cuatro comités que apoyan la gestión de la Junta Directiva, estos son: Comité de Finanzas, Auditoría y Riesgos, Comité de Nombramientos y Retribuciones, Comité de Gobierno Corporativo y Asuntos de Junta, y Comité de Planeación Financiera.

Haciendo un comparativo con compañías similares, que operan en la industria alimenticia y que tienen algunos procesos de Gobierno Corporativo, podemos ver, en la tabla 3, el análisis de la Junta Directiva de la compañía Productos Naturales de la Sabana S. A. Alquería.

Tabla 3.

Análisis Junta Directiva Alquería

Año	Principales	Suplentes	Total	Hombres	Mujeres	Patrimoniales	Independientes	Hombres en JD Principal	Mujeres en JD Principal	Comités de Apoyo
2013	5	5	10	7	3	5	5	5	0	2
2014	5	5	10	8	2	5	5	5	0	2
2015	5	5	10	8	2	5	5	4	1	2
2016	5	5	10	8	2	6	4	5	0	2

Fuente: elaboración propia con base en informes de sostenibilidad de Productos Naturales de la Sabana S. A. Alquería.

Alquería es una compañía que se dedica al procesamiento y comercialización de productos lácteos, entre otras nuevas líneas. También ha implementado un Gobierno Corporativo cerrado desde 2006 con la adopción de un Código de Gobierno Corporativo, pues no cotiza en bolsa pero sí tiene inversionistas de bonos y una alianza estratégica con Danone. La

composición de esta Junta Directiva ha sido estable, aunque en sus reportes no hay claridad sobre la independencia de los miembros de la junta. Sin embargo, por los apellidos podemos determinar la participación familiar dentro del negocio, aun no cumpliendo con las recomendaciones de formación de juntas directivas. Su Junta Directiva está compuesta por ejecutivos especialistas en áreas de producción, finanzas y administración. No hay representación femenina actualmente. Cuenta con tres comités que apoyan la gestión de la Junta Directiva, estos son: Comité Asesor CASE, Comité de Auditoría y Finanzas COFA y Comité de Ética.

Para el caso de Alpina hemos identificado el siguiente reporte:

Tabla 4.

Análisis Junta Directiva Alpina

Año	Principales	Suplentes	Total	Hombres	Mujeres	Patrimoniales	Independientes	Hombres en JD Principal	Mujeres en JD Principal	Comités de Apoyo
2013	5	5	10	8	2	2	3	4	1	1
2014	5	5	10	8	2	2	3	4	1	1
2015	5	5	10	7	3	2	3	4	1	1
2016	5	4	9	7	3	2	3	3	2	1
2017	5	4	9	6	3	2	3	3	2	1

Fuente: elaboración propia con base en reportes de “Información relevante” (2016).

Alpina Productos Alimenticios S. A. es una compañía del sector real, que tiene por objeto principal la fabricación, transformación, desarrollo, explotación, compraventa, distribución, importación y exportación de toda clase de productos alimenticios, particularmente derivados lácteos. En el 2012 hicieron una actualización de su Código de Buen Gobierno junto con su

segunda emisión de bonos por \$200.000 millones. Es una compañía con Gobierno Corporativo cerrado pues no cotiza en la Bolsa pero sí tiene inversionistas de bonos a largo plazo. La composición de esta Junta Directiva ha sido estable, con clara notoriedad de sus miembros independientes y patrimoniales de junta. Su Junta Directiva está compuesta por ejecutivos especialistas en áreas de producción, finanzas y administración. Actualmente está conformada casi equitativamente entre mujeres y hombres. Cuenta con un comité que apoya la gestión de la Junta Directiva y la Asamblea de Accionistas; este es el Comité de Auditoría y Presidencia.

El Grupo Nutresa es la única empresa del sector de alimentos que cotiza en el mercado colombiano de acciones y hace parte del cálculo del índice de la Bolsa de Valores de Colombia (Banco de la República, s. f.). Existen otras compañías importantes que no cotizan y se han lanzado al mercado de bonos de largo plazo, como es el caso de Alquería, Alpina o Colombina. En este sentido, sus informes de gestión y entrega de información al público son más limitados y dispares. Para analizar únicamente las juntas directivas, concluimos que se alinean a las condiciones generalmente aceptadas de miembros independientes y patrimoniales. También se hace evidente que solo lo hacen cuando las empresas se financian con acciones o bonos y deben cumplir con la reglamentación establecida por la Superfinanciera en Colombia, Código País (Código de Mejores Prácticas, 2007).

4.3 Índice de Gobierno Corporativo

Basados en el *Borrador de Economía* número 477 del Banco de la República “Q de Tobin y Gobierno Corporativo de las empresas listadas en bolsa” (Ortiz y Langebaek, 2007) ejecutamos el ejercicio de calcular el Índice de Gobierno Corporativo (IGC) según la

metodología planteada para la construcción de un IGC que contempla recomendaciones que, sobre el tema, han realizado organismos internacionales como Libro Blanco de Gobierno Corporativo para América Latina de la OECD (Oman, Fries & Buitter, 2004) y los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo desarrollado por la CAF (Langebaek, 2005). El índice pretende medir el grado de cumplimiento de veinte criterios o mejores prácticas. La información se obtiene a partir de la lectura de documentos societarios de carácter público (estatutos, códigos de gobierno, actas de asamblea e informes de sostenibilidad disponibles en la página web del Grupo Nutresa y en la Superfinanciera). Esta forma de construir el índice además de evitar los problemas de sesgo de selección y la subjetividad de quien responde un cuestionario tiene la ventaja que el índice refleja lo que el mercado conoce sobre las sociedades. Esto es importante porque el segundo objetivo es medir qué tanto impacto tienen las mejores prácticas sobre la valoración que de las empresas hacen los inversionistas.

El indicador analiza el cumplimiento de las siguientes cuatro áreas críticas del Gobierno Corporativo de las sociedades: 1) trato equitativo entre los accionistas, 2) organización y funcionamiento de las asambleas, 3) la Administración y la Junta Directiva y 4) revelación de información financiera y no financiera.

Según la metodología, la mayor parte de los criterios constituyen variables dicótomas (se cumple o no el criterio) que son codificadas como cero si no se cumple o uno si se cumple. En los casos en que la respuesta no es dicótoma, como el tamaño de las juntas directivas o el tiempo de antelación para citar a una asamblea, las respuestas se codifican como uno (1) si entran en el rango recomendado y cero (0) en caso contrario. El IGC se obtiene de la suma

simple de los puntajes obtenidos en los diferentes criterios. En consecuencia, un número mayor del índice sugiere que la empresa tiene mejores prácticas de gobierno.

El cuestionario es el que sigue (Ortiz y Langebaek, 2007):

1 Asamblea General de Accionistas

1.1 ¿Existe dentro de los estatutos un reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas, de carácter vinculante, y cuya trasgresión acarree responsabilidad?

1.2 ¿Con qué tiempo de anticipación se citó a la última Asamblea de Accionistas?

1.3 ¿Contempla los estatutos quórum reforzados o mayoría calificada para ciertas operaciones?

2. Junta Directiva

2.1 ¿Se contempla, dentro de los estatutos o el Código de Gobierno Corporativo, un reglamento de organización y función de la Junta Directiva?

2.2 ¿Cuántos son los miembros de la Junta Directiva?

2.3 ¿Es el número de miembros de la Junta Directiva impar?

2.4 ¿Existen directores o miembros de Junta independientes?

2.5 ¿Está dentro de los estatutos la fijación de reglas para la retribución de los miembros de la Junta Directiva?

2.6 ¿Son el presidente de la Junta Directiva y el Presidente Ejecutivo la misma persona?

2.7 ¿Posee la empresa un Comité de Auditoría?

3. Revelación de información

3.1 ¿Se encuentran publicadas en el informe anual las remuneraciones de los miembros de la Junta?

3.2 ¿Existe una página en Internet que publique información sobre el Gobierno Corporativo?

3.3 ¿Existe un informe anual de Gobierno Corporativo o en el informe anual se encuentra publicado un capítulo sobre Gobierno Corporativo?

3.4 ¿Incluyen los documentos societarios la revelación y gestión de conflictos de interés o incluye el reporte anual de la compañía divulgado públicamente, información sustancial y de hecho de potenciales conflictos de intereses, tales como transacciones con empresas relacionadas?

3.5 ¿Ha impuesto la Superintendencia Financiera alguna sanción a la empresa por malas prácticas de Gobierno Corporativo?

3.6 ¿Usa la compañía alguna de las firmas líderes en auditoría?

4. Trato equitativo

4.1 ¿Otorga la empresa derechos de coventa?

4.2 ¿Presenta la compañía obstáculos a la libre transmisión de acciones?

4.3 ¿Es la estructura de propiedad de la empresa piramidal?

5. Otros

5.1 ¿Existe en los estatutos la cláusula compromisoria? (cláusula por la cual los conflictos de interés no se llevan a la justicia ordinaria sino que son solucionados por reconciliación o arbitraje).

El detalle de los resultados de la encuesta se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 5.

Consolidado Índice de Gobierno Corporativo

Índice de Gobierno Corporativo Acumulado para Grupo Nutresa, Alpina y Alquería	2012	2013	2014	2015	2016
1. Asamblea General de Accionistas	3	3	3	3	3
2. Junta Directiva	3	3	3	3	3
3. Revelación de información	3	2	2	2	2
4. Trato equitativo	3	0	0	0	0
5. Otros	3	2	2	2	2

Fuente: elaboración propia.

Analizamos al Grupo Nutresa desde el año 2011 hasta 2017 y encontramos los siguientes resultados. En general, la compañía muestra un resultado general de 15,42 sobre 20 puntos, según la metodología explicada anteriormente. Esto nos demuestra un claro compromiso en la compañía para cumplir con los indicadores del Gobierno Corporativo y su relevancia para

la organización para lograr los objetivos estratégicos. A partir del 2013 se estableció la estrategia Mega 2020 (Grupo Nutresa, 2013) que pretende duplicar al año 2020 (celebración del centenario) las ventas del año 2013, con un Margen EBITDA entre el 12 % y 14 %; es decir, llegar a los \$11,8 billones en ventas.

Desde 2011 se hicieron ajustes al Gobierno Corporativo, ampliando la información pública en concordancia con la emisión de acciones del 2011 cuando se transformó la compañía a lo que conocemos hoy como Grupo Nutresa; actualizando el Código de Buen Gobierno en 2012, presentando una nueva de estrategia de negocio, ajustando la matriz de riesgo en 2013 y eliminando los suplentes de junta en 2015. Hemos notado en el estudio que no hay información de coventa de acciones, por lo que deducimos que no hay una política sobre accionistas minoritarios por la naturaleza de la organización.

Para comparar este IGC con otras compañías colombianas de la industria de alimentos, hicimos un paralelo con el mismo cuestionario del 2012 al 2016 con Alpina (Alpina Productos Alimenticios S. A., 2012) y Alquería (Productos Naturales de la Sabana S. A. Alquería, 2016), y con la información de la Superfinanciera (“Información relevante”, 2016), que son compañías que, aunque no cotizan en Bolsa sí se han financiado con emisión de bonos a largo plazo y tienen una estructura similar, aunque más delgada en Gobierno Corporativo y revelación de información, con lo que tienen publicado durante el período de análisis. El análisis demostró que, efectivamente, las tres compañías tienen claras políticas en la estructura de la Asamblea General de Accionistas y su Junta Directiva, con variaciones mínimas, y están acorde con el Código País de la Superfinanciera (Código de Mejores Prácticas, 2007). Todas cumplen con juntas directivas compuestas por miembros

independientes y patrimoniales. En cuanto a la revelación de información el Grupo Nutresa tiene un protocolo más claro y abierto que Alpina y Alquería, dado que el Grupo Nutresa cotiza en Bolsa y las otras dos compañías no lo hacen, solo revelan información obligatoria para sus acreedores. Todas tienen una oficina de atención al inversionista y una línea ética para denunciar actos impropios de los grupos de interés. Las ventas de acciones están cerradas y no están abiertas democráticamente para el público en el caso de Alpina y Alquería. Las del Grupo Nutresa están cotizadas en grandes inversores.

Respecto a las acciones de responsabilidad social, el Grupo Nutresa tiene, dentro de su filosofía y actuación corporativa (Grupo Nutresa, 2013), planes con grupos como Ciudadanía Corporativa Responsable, Desarrollo de Nuestra Gente, entre otras estrategias, y Alquería (Productos Naturales de la Sabana S. A. Alquería, 2016) tiene un robusto plan enmarcado en un estrategia de desarrollo social como el Programa de Nutrición, Diversidad y Equidad de Género y la Fundación Alquería, que apoya la asuntos educativos. Por su parte, Alpina (Alpina Productos Alimenticios, 2016) viene desarrollando actividades enfocadas al bienestar de sus grupos de interés, buscando la sostenibilidad a largo plazo y apoyando la industria agropecuaria de sus proveedores lecheros y planes nutricionales.

5. Conclusiones

Si bien el Grupo Nutresa, desde el año 2013, ha implementado una Política de Gobierno Corporativo, el análisis de esta implementación no está relacionada con el resultado financiero directamente.

A nivel financiero se puede concluir que la implementación de estas estrategias reduce el riesgo y aumenta las posibilidades de crecimiento y retorno de inversión a los socios de las compañías, trayendo transparencia, buenas prácticas y resultados financieros sostenidos en el tiempo, pero que, en estricto sentido, el Gobierno Corporativo es un conjunto de sistemas políticos y criterios de toma de decisiones en las empresas que permite proyectarla a largo plazo y asegurar su continuidad y supervivencia. Esto abarca el cumplimiento de las obligaciones legales de la empresa y el cumplimiento de las obligaciones hacia los accionistas.

El retorno de la inversión podría considerarse marginal en el corto plazo dado que los inversionistas esperarían tener mayores ganancias. Sin embargo, se nota, en el largo plazo, una tendencia sostenida de crecimiento en ventas y EBITDA generando estabilidad y continuidad. Una empresa no puede competir a largo plazo si no es diferente, si su propuesta de valor no es distinta a la de los competidores

Podemos concluir que el Grupo Nutresa se ha caracterizado por tener una alta transparencia en sus transacciones, y ha integrado el Gobierno Corporativo dentro de su filosofía y actuación corporativa como el eje fundamental de ejecución y seguimiento de la estrategia empresarial; no obstante, se identifica la implementación del Gobierno Corporativo como algo meramente reputacional que, a futuro, podría generar un incremento de la rentabilidad, atrayendo inversionistas nacionales o extranjeros, que vean esta implementación como un ejercicio de transparencia para la inversión y sostenibilidad en el largo plazo.

Referencias

- Alpina Productos Alimenticios (2012). Código de Buen Gobierno Corporativo Alpina Colombia S. A. Recuperado de <https://www.alpina.com.co/sites/default/files/Reglamento%20Asamblea%20General%20de%20Accionistas.pdf>
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan.
- Cano, M. A., y Orduz, A. C. (2007). *Gobierno corporativo. Principales desarrollos en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia*. Medellín: Fondo Editorial Universidad de Medellín.
- Código de Mejores Prácticas (2007). *Superintendencia Financiera de Colombia*. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>
- Dewatripont, M., & Jewitt, L. &. (2000). Multitask Agency Problems: Focus and Task Clustering European. *Economic Review*, (44), 869-877.
- El Grupo Empresarial Antioqueño es sinónimo del poder paisa (2016). Recuperado de <https://www.dinero.com/edicion-impresal/caratula/articulo/el-grupo-empresarial-antioqueno-y-su-reestructuracion-en-sus-negocios/228942>

Gaitán, S. (2010). Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales. *Ad-minister*, (15), 137-153.

Grupo Nutresa (2018). Recuperado de <https://www.gruponutresa.com/>

Grupo Nutresa (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016). *Informe Anual y de Sostenibilidad*.

Recuperado de <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/informe-anual/>

Guzmán, A. T. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: CESA.

Hopt, K. J. & Leyens, P. C. (2004). Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, The United Kingdom, France and Italy. *European Company and Financial Law Review*, (18), 135-168.

Información relevante (2016). Recuperado de

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/informacion-relevante-61446>

Langebaek, A. (2005). *Gobierno corporativo: mejores prácticas y evidencia*. Caracas: CAF.

Mackinsey & Company et al. (2002). *Prácticas de Gobierno Corporativo en las sociedades colombianas*. Bogotá: Mackinsey & Company.

Marulanda, G. E. (2003). *Libro Blanco de Gobierno Corporativo*. Bogotá: Comfecámaras.

Norma expedida: resolución 275 del 23 de mayo de 2002 (2001). Recuperado de

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

OCDE (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. París: Editions OCDE.

- Oman, C., Fries, S. & Buitier, W. (2004). Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-Market Economies. *OECD Development Centre. Policy Briefs*, (23).
- Ortiz, J. E., y Langebaek, A. (2007). Q de Tobin y Gobierno Corporativo de las empresas listadas en bolsa. *Borradores de Economía* (447). Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/borrador-447>
- Pachón, F. V. (2007). Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales. *Criterio Jurídico*, (7), 367-402.
- Productos Naturales de la Sabana S. A. Alquería (2016). *Informe de sostenibilidad*. Recuperado de <http://www.alqueria.com.co/InformeAlqueria2016/files/assets/basic-html/page3.html>
- Smith, A. (1996). *The Wealth of Nations*. Londres: Putterman Louis y Randall S. Korszner.
- Stiglitz, J. E. (1991). Symposium on Organizations and Economics. *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), 15-24.
- Superintendencia de Sociedades (2004). Causas de la liquidación obligatoria de sociedades en Colombia. Estrategias para prevenir la crisis. Bogotá. Recuperado de https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_aec/estudios_financieros/Documents/Otros%20Documentos%20de%20Interés/4-Causas%20de%20
- Superintendencia de Sociedades (2012). Causas de la insolvencia empresarial. *Revista Supersociedades*, (2), 27-31. Recuperado de https://www.supersociedades.gov.co/prensa/Documentos_publicaciones/4-Causas-de-la-Insolvencia-en-Colombia.pdf

