

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**Relación entre las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y la
Generación de Valor Financiero de las Empresas del Sector de Energía
Eléctrica en Colombia**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGISTER EN
ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA DE EMPRESAS
OTORGADO POR LA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Carmen Isbelia Anteliz Gelves

Mario Alexander Jaimes Fernández

Iván Darío Jaramillo Suárez

Javier Guillermo Vásquez Buendía

Asesor: Juan O'Brien

Bogotá D. C., noviembre de 2018

Agradecimientos

Nuestro aprecio y gratitud a:

Nuestras familias, por su comprensión, paciencia, y acompañamiento durante el transcurrir del MBA, y por ser el pilar de nuestras vidas y logros en el día a día.

El profesor y asesor de nuestra tesis Juan O'Brien Cáceres, por su apoyo durante el desarrollo la misma.

Todos nuestros compañeros del MBA Gerencial Bogotá VI, quienes con su presencia a lo largo de este proceso formativo nos enriquecieron profesionalmente con sus experiencias y conocimientos.



Dedicatorias

A Dios, por estar presente siempre en mi vida; a mi hijo, por ser mi compañero incondicional en el camino de la vida, mi más grande inspiración y amor; a mis padres y hermanos, por su presencia, su tenacidad, y cariño; y a Blanca Cecilia Muñoz, por ser un ejemplo de mujer y profesional a seguir y quien impulsó mi camino para lograr este objetivo.

Carmen Isbelia Anteliz Gelves.

A Dios, por todas las bendiciones recibidas a lo largo de la maestría; a mi padre y madre, quienes me dieron la vida y me orientaron a superarme cada día más y por el apoyo incondicional recibido por ellos; y a mi hija Mía Antonella y mi hermano David, que son mi adoración y que me impulsaron a finalizar este proyecto y culminar una nueva meta en mi vida.

Mario Alexander Jaimes Fernández.

Un logro más que quiero dedicárselo a mi mamá, mi papá (QEPD), mis hermanos, y toda mi familia, puesto que siempre han estado acompañándome en mi vida profesional. Un agradecimiento especial a mi novia Mireya Sarmiento, por toda su ayuda y apoyo durante este proceso. Sin ustedes, esto no se hubiera podido lograr, gracias por la insistencia y por estar siempre a mi lado; y a Dios, por estar siempre cuando lo necesito.

Iván Darío Jaramillo Suárez.

A Dios, por su infinita bondad; a mi esposa e hijas, por su amor, comprensión, y apoyo; a mi mamá y hermanos, por su incondicional preocupación, ayuda, y constante ánimo; y a mi abuela y padre, porque aunque ya no están presentes, siempre se esmeraron por enseñarnos y transmitirnos los mejores valores, la disciplina, y el deseo de superación.

Javier G. Vásquez Buendía.

Resumen Ejecutivo

Esta investigación se trabajó con base en la Encuesta Código País, la cual fue diseñada y validada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y a la vez es de obligatorio diligenciamiento para todas las empresas que se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y/o vigiladas por esta entidad, siendo al mismo tiempo de libre publicación para las demás empresas que no cumplen alguna de estas condiciones en los diferentes sectores productivos del país.

El presente estudio tuvo un enfoque cuantitativo, con alcance descriptivo, y diseño transversal, con base en las cinco grandes áreas del gobierno corporativo planteadas en la Encuesta Código País en su versión del 2014 con datos al cierre de los años 2015 y 2016. La muestra está compuesta por nueve compañías quienes diligenciaron y publicaron la encuesta para el período de análisis, lo cual permitió valorar el nivel de cumplimiento de las prácticas del gobierno corporativo y su relación con el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia.

El nivel de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo de la Encuesta Código País para el sector mencionado en el 2016 tuvo un promedio de 78.9%, observándose una mejora frente al 2015 que presentó un promedio de 73.3%, siendo el área y/o rubro más valorado la “Transparencia e Información Financiera y No Financiera” con un nivel de cumplimiento del 91.5% frente al más bajo de “Junta Directiva” con un cumplimiento del 74.7%. Considerando solamente el 2016, la empresa que más sobresalió fue Interconexión Eléctrica S. A. (ISA) con 93.9% de cumplimiento, mientras que la que obtuvo el menor desempeño fue Electrificadora de Tuluá con 52.7%.

Los resultados financieros fueron favorables de manera general, considerando los indicadores: (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto, lo cual permitió inferir que la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, puede influenciar positivamente la generación de valor financiero en las empresas del sector analizado.

Abstract

This research had worked based in the Survey "Código País" (Country Code) which was designed and validated by Financial Superintendency of Colombia being mandatory compliance for any enterprise inscribed in Colombia Stock Exchange and/or guarded by Financial. At the same time being free to compliance for enterprises which not comply some of this conditions in the different productive sectors of the country.

This study has a quantitative perspective, descriptive scope and transversal design based on five large areas of corporate governance raised by "Country Code" survey (Código País) in its 2014 version with data at the end of 2015 and 2016. Sample is composed by nine companies whose filled and publish the survey on analysis period, which allowed assessing the level of compliance about corporate governance practices and their relationship with financial value of companies in energy sector in Colombia.

The average level of compliance in Country Code survey for Colombian energy sector is 78.9%, seeing an improvement compared 2015 with 73.3%. Transparency and Financial & Non-Financial Information has the most valuable compliance level (91.5%) and improvement. The lowest was "Board of Directors" with 74.7% of average compliance.

Considering only 2016, ISA has the outstanding development with 93.9% compliance, meanwhile the lowest was Electrificadora de Tulua with 52.7%.

The financial results was in the general of companies good, considering the indicators included in the research. This results allow us establish that the compliance of good practices of corporative governance, could imply a positive influence in the genration of finatial value for the companies and sector analized.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	v
Lista de Figuras.....	vi
Capítulo I: Introducción	1
1.1 Antecedentes.....	1
1.2 Definición del Problema.....	4
1.3 Propósito de la Investigación.....	5
1.4 Preguntas de la Investigación	6
1.5 Importancia de la Investigación.....	6
1.6 Naturaleza de la Investigación.....	7
1.7 Definición de Términos Operacionales	7
1.8 Limitaciones y Viabilidad del Estudio	8
1.9 Delimitaciones	9
1.10 Resumen	9
Capítulo II: Revisión de la Literatura	11
2.1 Gobierno corporativo.....	13
2.1.1 Conceptos y definiciones.....	13
2.1.2 Gobierno corporativo en el mundo.....	15
2.1.3 Entidades y modelos que se promueven en Colombia.....	21
2.1.4 Principios o prácticas de gobierno corporativo-Código País	25
2.2 Valor Financiero	28
2.2.1 Conceptos y definiciones.....	28
2.2.2 Indicadores financieros	31
2.3 Resumen	33
Capítulo III: Metodología	35
3.1 Diseño de la Investigación.....	35

3.2 Población y Selección de la Muestra	36
3.3 Procedimiento de Recolección de Datos	38
3.4 Instrumento	40
3.5 Consentimiento Informado	40
3.6 Análisis e Interpretación de Datos.....	41
3.7 Validez y Confiabilidad.....	41
3.8 Resumen	44
Capítulo IV: Presentación y Análisis de Datos.....	46
4.1 Características de la Muestra	46
4.2 Datos Históricos y Estadísticas.....	48
4.3 Resultados.....	53
4.3.1 Perfil de cumplimiento del instrumento de gobierno corporativo.....	55
4.3.2 Posible relación entre los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas del gobierno corporativo y el valor financiero.....	58
4.3.3 Posible relación entre la Asamblea General de Accionistas del gobierno corporativo y el valor financiero	60
4.3.4 Posible relación entre la Junta Directiva del gobierno corporativo y el valor financiero	62
4.3.5 Posible relación entre la Arquitectura de Control del gobierno corporativo y el valor financiero	63
4.3.6 Posible relación entre la Transparencia e Información Financiera y No Financiera del gobierno corporativo y el valor financiero	64
4.4 Discusión	65
4.5 Resumen	68
Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....	70
5.1 Conclusiones.....	70

5.2 Recomendaciones	72
Referencias.....	73
Apéndice A: Encuesta Código País	79
Apéndice B: Resultados de la Encuesta: Respuestas Empresas de Energía Encuesta Código País.....	105
Apéndice C: Información Financiera (Millones \$ COP).....	106



Lista de Tablas

Tabla 1.	<i>Empresas Seleccionadas dentro de la Muestra de Acuerdo con Criterios Definidos por los Autores</i>	39
Tabla 2.	<i>Generación por Agente en el 2016</i>	52
Tabla 3.	<i>Empresas del Sector de Energía Eléctrica en Colombia dentro del Ranking Portafolio 2017</i>	52
Tabla 4.	<i>Cumplimiento de las Buenas Prácticas de Gobierno corporativo por parte de las Empresas</i>	54
Tabla 5.	<i>Indicadores de Valor Financiero (%)</i>	54
Tabla 6.	<i>Indicadores de Valor Financiero: Variaciones 2015-2016 (%)</i>	67

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i>	Etapas de la revisión de la literatura.	11
<i>Figura 2.</i>	Mapeo de temas y autores.	12
<i>Figura 3.</i>	Iniciativas de gobierno corporativo en Colombia.	23
<i>Figura 4.</i>	Modelos de valoración de empresas.	30
<i>Figura 5.</i>	Esquema institucional del sector de energía eléctrica en Colombia.	47
<i>Figura 6.</i>	Historia de la energía eléctrica en Colombia.	49
<i>Figura 7.</i>	Composición de la generación del SIN en el 2016.	50
<i>Figura 8.</i>	Comportamiento de la demanda de energía eléctrica anual en Colombia.	50
<i>Figura 9.</i>	Intercambios internacionales de energía eléctrica.	51
<i>Figura 10.</i>	Comparativo 2015 vs. 2016 en cumplimiento BPGC-Código País.	56
<i>Figura 11.</i>	Perfil de cumplimiento promedio BPGC-Código País.	57
<i>Figura 12.</i>	Perfil de cumplimiento y nivel de activos.	59
<i>Figura 13.</i>	Cumplimiento de Derechos y Trato Equitativo de Accionistas.	60
<i>Figura 14.</i>	Cumplimiento de Asamblea General de Accionistas.	61
<i>Figura 15.</i>	Cumplimiento de Junta Directiva.	63
<i>Figura 16.</i>	Cumplimiento de Arquitectura de Control.	64
<i>Figura 17.</i>	Cumplimiento de Transparencia de la Información Financiera y No Financiera.	65
<i>Figura 18.</i>	Variación de ingresos, utilidad neta, y Encuesta Código País.	67
<i>Figura 19.</i>	Relación del valor financiero.	68

Capítulo I: Introducción

1.1 Antecedentes

A lo largo de los últimos años, es objeto de debate el rol que cumple el gobierno corporativo, lo cual según Rodríguez (2006), genera amplia discusión el modelo financiero y la relación con los grupos de interés, lo que inherentemente alcanza aristas y aspectos propios de la responsabilidad social corporativa (RSC). Ello que no es un repentino interés, tiene diversas motivaciones, desde la genuina licencia para operar, hasta los grandes cambios que ha traído la globalización de los mercados, pasando de límites físicos geográficos a límites denotados básicamente por la cultura y las tendencias para dar respuesta a las cambiantes necesidades y expectativas de los actores presentes en un determinado entorno o mercado y que no puede quedar limitado a los clientes y accionistas. Este proceso de interacción y los impactos que a nivel positivo o negativo generan la actividad económica y el mismo entorno, conlleva al reconocimiento de diversos riesgos que con potencial de afectar el cumplimiento de los objetivos organizacionales, marca la necesidad de actuar, mitigar el impacto a los recursos, y promover la sostenibilidad de las organizaciones y la orientación a la creación de riqueza y valor neto total.

Para Puentes, Velasco, y Vilar (2009), el gobierno corporativo se ha convertido en los últimos años en un indicador clave de la buena gestión y responsabilidad social de las empresas, siendo resaltado tras la alta cantidad de escándalos financieros presentados que han puesto en entredicho su efectividad y en especial, la del Consejo de Administración, como órgano de supervisión y control, lo que ha llevado a una pérdida de confianza en los mercados financieros. Es alto motivo de preocupación el rol de los dirigentes que cada vez con más participación accionaria, se han preocupado por incrementar el valor accionario de las empresas dejando de lado el bienestar general sobre el particular y acentuando la brecha entre los demás grupos de interés, lo que desvirtúa el fin que alguna vez tuvo la empresa.

Sen (2009) presentó un interesante análisis sobre el rol de la ética empresarial, haciendo un breve recorrido en el tiempo donde se compara el mercado capitalismo lleno de derroche y un alto deseo de lucro, pero desprovisto de la investidura que representa la ética y que se refleja en las recientes crisis económicas; tales como la del petróleo en el 2008 o la de alimentos en África, que denotan la necesidad de un cambio. El autor estableció la economía, como una rama del raciocinio práctico, y contempló durante varios años y en diferentes culturas, el análisis de la ética y por tanto de manera inherente la reflexión sobre lo bueno, lo correcto, y lo obligatorio. Responsabilidad y sostenibilidad son conceptos aún incipientes en diversas empresas. El triple balance social, enmarcado en la generación de resultados económicos y los buenos resultados sociales así como respetar los recursos para las generaciones futuras es imperativo para la sostenibilidad. El gobierno corporativo y los líderes del futuro tienen una importante tarea para que la comunidad (i.e., miembros de la empresa), realmente tenga el rol que merece, entendido que cada día aportan y constituyen en mayor proporción el valor de los activos. No se puede dejar en el vacío el código de ética de las profesiones, que con notable displicencia se olvida, pero que enmarca valores compartidos de importante vivencia en el mundo de los negocios.

Como herramientas y modelos para medir el impacto de las prácticas de buen gobierno, se puede citar a Gutiérrez y Pombo (2007), quienes construyeron un indicador de la calidad de gobierno corporativo para un total de 43 empresas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), a través de la aplicación de una encuesta que buscó relacionar este indicador con el desempeño de cada compañía, logrando encontrar que no resultaba ser estadísticamente significativo. Al mismo tiempo, se resalta que la aplicación de la encuesta presentó inconvenientes como: (a) diferencia en las respuestas dadas por gerentes y administradores vs. otros grupos como los accionistas y (b) sesgos producidos por la no respuesta en empresas que precisamente tienen malas prácticas de gobierno corporativo.

Por su parte, Langebaek y Ortiz (2007) también evaluaron el estado de las prácticas de gobierno corporativo en 57 empresas que negocian acciones en la BVC, mediante la construcción de un Índice de Gobierno Corporativo construido con información pública, considerando: (a) trato equitativo entre accionistas, (b) organización y funcionamiento de las asambleas, (c) la administración y la junta directiva, y (d) revelación de información financiera y no financiera. Por otra parte, se mide el impacto que las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen sobre la relación del valor de mercado al valor en libros de las empresas (i.e., “q” de Tobin), que suele ser calculada con la metodología propuesta por Lang y Stulz (1994), como la razón del valor de mercado de las empresas –valor de mercado de las acciones ordinarias en circulación más el valor del pasivo en libros– sobre el valor en libros de los activos, concluyendo que era necesario continuar la estrategia de promoción de buenas prácticas de gobierno por parte de las empresas que presentaban deficiencias. Con relación al modelo para explicar la “q” de Tobin, se encontró que su comportamiento se podía explicar por: (a) el retorno de los activos, (b) el apalancamiento, (c) el acervo de publicidad, y (d) el grado de concentración accionaria de las empresas. No se obtuvo un resultado significativo para el indicador de gobierno corporativo.

La SFC (2014) emitió una nueva versión de las buenas prácticas del gobierno corporativo, mediante la generación de la circular externa 028 del 30 de setiembre del 2014, resaltando las cinco grandes áreas del Código País: (a) Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, (b) Asamblea General de Accionistas, (c) Junta Directiva, (d) Arquitectura de Control, y (e) Transparencia e Información Financiera y No Financiera.

Lagos y Vecino (2011), aprovechando la Encuesta Código País, construyeron un índice que mide el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas, el cual ha sido denominado Índice de Gobierno Corporativo Código País (IGCCP).

1.2 Definición del Problema

Conscientes de las tendencias gubernamentales y políticas corporativas traducidas en la adopción de diversos estándares y prácticas de gobierno corporativo, persiste la carencia de una absoluta confianza en el beneficio de su implementación y la posible relación entre el gobierno corporativo con el análisis financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, sector que no ha sido ajeno a diversas problemáticas y que según Clavijo (2016), situaciones como la del fenómeno de El Niño, pero adicionalmente por problemas laborales y de abierta corrupción, durante los años 1993 y 1994 generaron un permanente apagón y la consecuente necesidad de establecer un esquema centralizado y un marco regulatorio con base en criterios de eficiencia a través de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG). De manera más reciente y desde finales del año 2015, se ha generado el rumor de vivir un nuevo apagón y aunque de características menores, no deja de sorprender que se pueda repetir la misma situación, más aún cuando los usuarios pagan el servicio bajo un modelo con tarifas más elevadas para garantizar la disponibilidad. Además de la preocupación por la corrupción, que valga la pena decir ha tenido un buen control derivado de las políticas de control y amplia normativa, se cuestiona la falta de planificación y estrategias para asegurar la total disponibilidad y cobertura de este servicio público esencial, con alto impacto en usuarios regulados y no regulados, personas del común, pero también empresas, entidades, e instituciones que requieren de este importante servicio para asegurar aspectos como (a) la calidad de vida; (b) disponibilidad de bienes y servicios que pueden impactar la seguridad, la salud, e inclusive la vida; (c) el derecho al trabajo; y (d) la misma sostenibilidad, que a la postre redundaría en el bienestar social del país y en el mismo producto interno bruto (PIB).

Según Clavijo (2016), el sector de energía eléctrica en Colombia, a pesar de los intensos fenómenos meteorológicos del 2015, que trajeron como consecuencia la disminución

del consumo hasta el mes de abril de 2017, comienza a reaccionar mostrando cifras positivas y continúa siendo un importante contribuidor al PIB del país en el grupo de servicios públicos. Es al mismo tiempo un sector líder que promueve la adopción de altos estándares y prácticas que pueden contribuir ampliamente al objetivo de la nación, consistente en llegar a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), por lo cual es importante conocer en qué medida las empresas del sector, reconocen y llevan a la realidad prácticas del gobierno corporativo, así como la medición de valor en dichas organizaciones enmarcadas en los indicadores financieros, pudiendo describir si existen ventajas y cómo es el perfil de las empresas.

1.3 Propósito de la Investigación

La presente investigación tiene como propósito determinar la posible influencia o relación de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, representada en los indicadores: (a) *return o equity* [rentabilidad financiera] (ROE, por sus siglas en inglés), (b) *return on assets* [rentabilidad económica] (ROA, por sus siglas en inglés), (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto.

Los objetivos específicos de la investigación fueron:

1. Describir si la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, tiene influencia o relación con la generación de valor financiero en las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia;
2. Establecer el perfil de cumplimiento del instrumento de gobierno corporativo por parte de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia;
3. Describir la posible relación entre los Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas del gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia;

4. Describir la posible relación entre la Asamblea General de Accionistas del gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia;
5. Describir la posible relación entre la Junta Directiva del gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia;
6. Describir la posible relación entre la Arquitectura de Control del gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia; y
7. Describir la posible relación entre la Transparencia e Información Financiera y No Financiera del gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia.

1.4 Preguntas de la Investigación

Pregunta principal. ¿Tiene influencia o relación, la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo con la generación de valor financiero en las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, representada en los indicadores: (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto?

Pregunta específica. ¿Cuál es el perfil de cumplimiento del instrumento de gobierno corporativo por parte de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia?

1.5 Importancia de la Investigación

Los valores éticos y prácticas éticas, así como la transparencia y una comunicación abierta con los grupos de interés son relevantes dentro de la toma de decisiones a las que permanentemente se ven enfrentados los gerentes modernos y miembros del gobierno corporativo. Estas conductas son parte de la sostenibilidad que las organizaciones requieren. Para el sector de energía eléctrica en Colombia, es relevante el posicionamiento de sus organizaciones ante accionistas y demás grupos de interés y la consecuente reputación que estos imprimen al brindar un servicio público esencial, pudiendo ser asociado a las buenas prácticas de gobierno corporativo. Es además de un tema de reputación y riesgo, un elemento

fundamental para la generación de valor (Sen, 2009). Por lo anterior, conocer el perfil de gobierno corporativo que actualmente tienen las empresas colombianas del sector de energía eléctrica, genera información de valor en términos de poder establecer no solamente las buenas prácticas, sino también poder describir posibles relaciones que tienen estas con la creación de valor financiero y los propósitos de sostenibilidad.

1.6 Naturaleza de la Investigación

El enfoque del presente estudio es cuantitativo con alcance descriptivo, con base en las cinco grandes áreas del gobierno corporativo planteados por la Encuesta Código País, generada mediante circular externa 028 de 2014 por parte de la SFC. Se determina a través del reporte de implementación, si están o no presentes como prácticas de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia; es decir, se muestran las características y perfiles de las empresas del sector, al igual que los indicadores financieros usados para medir su valor. Finalmente, se observan aquellas con valor financiero positivo y prácticas de gobierno corporativo implementado, como una manera de describir la tendencia en el sector, más no establecer la relación entre estas variables. El diseño de la investigación fue no experimental, considerando que se basa en la medición y análisis de datos. Es al mismo tiempo transversal, toda vez que el estudio se aplica en un único momento (Hernández, Fernández, & Baptista, 2010).

1.7 Definición de Términos Operacionales

El tema central que ocupa la presente investigación, se enfoca en las buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor financiero, donde a través de un enfoque cuantitativo y alcance descriptivo, se muestra el perfil de las organizaciones en el sector de energía eléctrica en Colombia. La literatura analizada muestra una serie de ventajas y beneficios de la incorporación de buenas prácticas en las organizaciones, lo que da lugar a la definición de variables y su operativización.

Buenas prácticas de gobierno corporativo. Se tienen cinco grandes áreas definidas en el reporte de implementación de las prácticas con relación al Código País 2014 para garantizar: (a) Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, (b) Asamblea General de Accionistas, (c) Junta Directiva, (d) Arquitectura de Control, y (e) Transparencia e Información Financiera y No Financiera.

Valor financiero. Se tienen indicadores definidos por las organizaciones para medir su gestión financiera, definidos como: (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto.

1.8 Limitaciones y Viabilidad del Estudio

Las limitaciones del presente estudio son:

- La dificultad al acceso de la información para aquellas empresas que no tienen la obligatoriedad de reportar sus prácticas de gobierno corporativo bajo el enfoque de la Encuesta Código País y que corresponde a empresas que no emiten valores.
- Las diferencias de criterio en modelos o prácticas de gobierno corporativo que ejecuten algunas empresas y que pueden diferir del Código País en cuanto a su contenido y alcance, pudiendo obviar algunos de los índices o subíndices, lo que ha llevado a centrar el análisis en empresas que utilicen el instrumento definido y de esta manera poder hacer comparaciones reales.
- El acceso limitado a información detallada de carácter financiero para las empresas, lo cual imposibilita contemplar indicadores como el valor económico agregado (EVA).
- La restricción a información como consecuencia de políticas de confidencialidad y/o acceso restringido.
- La diferenciación en los resultados de estados financieros para los años 2015 y 2016 presentado en diversas empresas del sector, que imposibilitan hacer un comparativo y estudio de tipo longitudinal, limitando el análisis a transversal para el período 2016

(imposibilidad de contemplar estados financieros de años anteriores, como consecuencia del uso de los principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia diferentes a las Normas Internacionales Financieras [NIF], que entraron en vigencia para el 2015).

1.9 Delimitaciones

Las delimitaciones del presente estudio son:

- El estudio cubre toda la geografía colombiana y de manera particular las empresas del sector de energía eléctrica que han publicado en sus páginas web o en la página de la SFC la Encuesta Código País para los años 2015 y 2016. En estas empresas se limitará el estudio.
- El estudio incluye a las empresas del sector de energía eléctrica que desarrollan su actividad económica en Colombia, pudiendo participar en una o más actividades inherentes y definidas como: (a) generación, (b) transmisión, (c) distribución, y (d) comercialización.
- Se consideran dentro el estudio, las compañías registradas para el sector de energía eléctrica en Colombia que remitieron estados financieros a la SFC de manera permanente durante el año 2016 bajo norma internacional NIF.

1.10 Resumen

El gobierno corporativo se ha convertido en los últimos años en un indicador clave de la buena gestión y responsabilidad social de las empresas, siendo resaltado tras la alta cantidad de los escándalos financieros presentados que han puesto en entredicho su efectividad, en especial, la del Consejo de Administración, como órgano de supervisión y control, lo que ha llevado a una pérdida de confianza en los mercados financieros.

Diversos tratadistas han realizado análisis sobre el rol de la ética empresarial, evaluando el estado de las prácticas de gobierno corporativo en varias empresas que negocian acciones en la BVC, mediante la construcción de un Índice de Gobierno Corporativo,

construido con información pública considerando como pilares importantes: (a) trato equitativo entre accionistas, (b) organización y funcionamiento de las asambleas, (c) la administración y la junta directiva, y (d) revelación de información financiera y no financiera.

El sector de energía eléctrica en Colombia ha sufrido situaciones inherentes a las buenas prácticas de gobierno corporativo, con casos asociados a corrupción o limitaciones graves en la prestación de un servicio público esencial que afecta fuertemente la reputación y a los grupos de interés. Es un importante renglón para la economía colombiana, por tanto el presente trabajo permite identificar el perfil de las empresas con relación a la integración de buenas prácticas de gobierno corporativo y de esta manera potencializar las competencias integrales y elementos diferenciadores que permitan aportar al desarrollo sostenible y su impacto en la generación de valor financiero.

Con el presente trabajo, se pretende realizar un estudio cuantitativo para determinar el perfil de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia con relación a las buenas prácticas de gobierno corporativo y describir la posible relación en la generación de valor financiero.

Capítulo II: Revisión de la Literatura

Este capítulo contiene el desarrollo de las fases: (a) perspectiva teórica y (b) construcción del marco teórico. Sobre la primera fase, se debe mencionar que se realizó la revisión de fuentes: (a) primarias, (b) secundarias, y (c) terciarias, tras las etapas de: (a) revisión, (b) detección, (c) consulta, (d) extracción y recopilación, e (e) integración, siguiendo la metodología (Hernández et al., 2010). En la Figura 1 se pueden apreciar estas etapas.

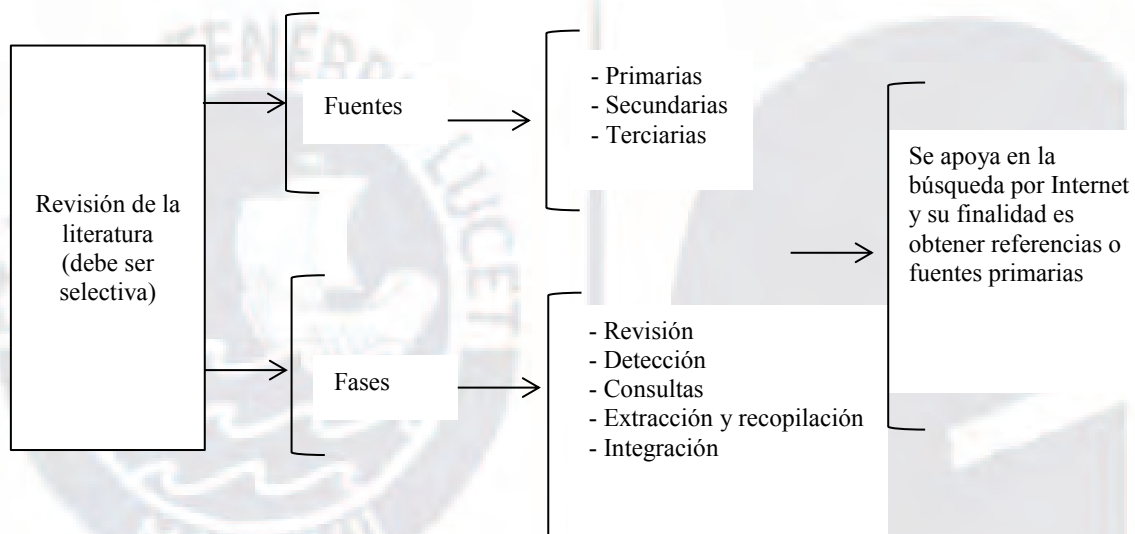


Figura 1. Etapas de la revisión de la literatura.

Adaptado de “Metodología de la Investigación (5a ed.)” por R. Hernández, C. Fernández, y P. Baptista, 2010. México D. F., México: Mc Graw Hill.

La revisión de la literatura se enfocó en la búsqueda de palabras y conceptos clave o descriptores que dieron orientación a la búsqueda y, para el presente proyecto se enfocó en las variables: (a) gobierno corporativo y (b) valor financiero; y la subvariable: sector de energía eléctrica. Tras la consulta, se procedió a realizar una revisión y depuración, con base en los aportes al estudio, considerando el sector, el país, y la obtención de información reciente. Este proceso permitió descartar importante volumen de información, para extraer y recopilar finalmente la pertinente al estudio. La fase de construcción del marco teórico se muestra en la Figura 2.

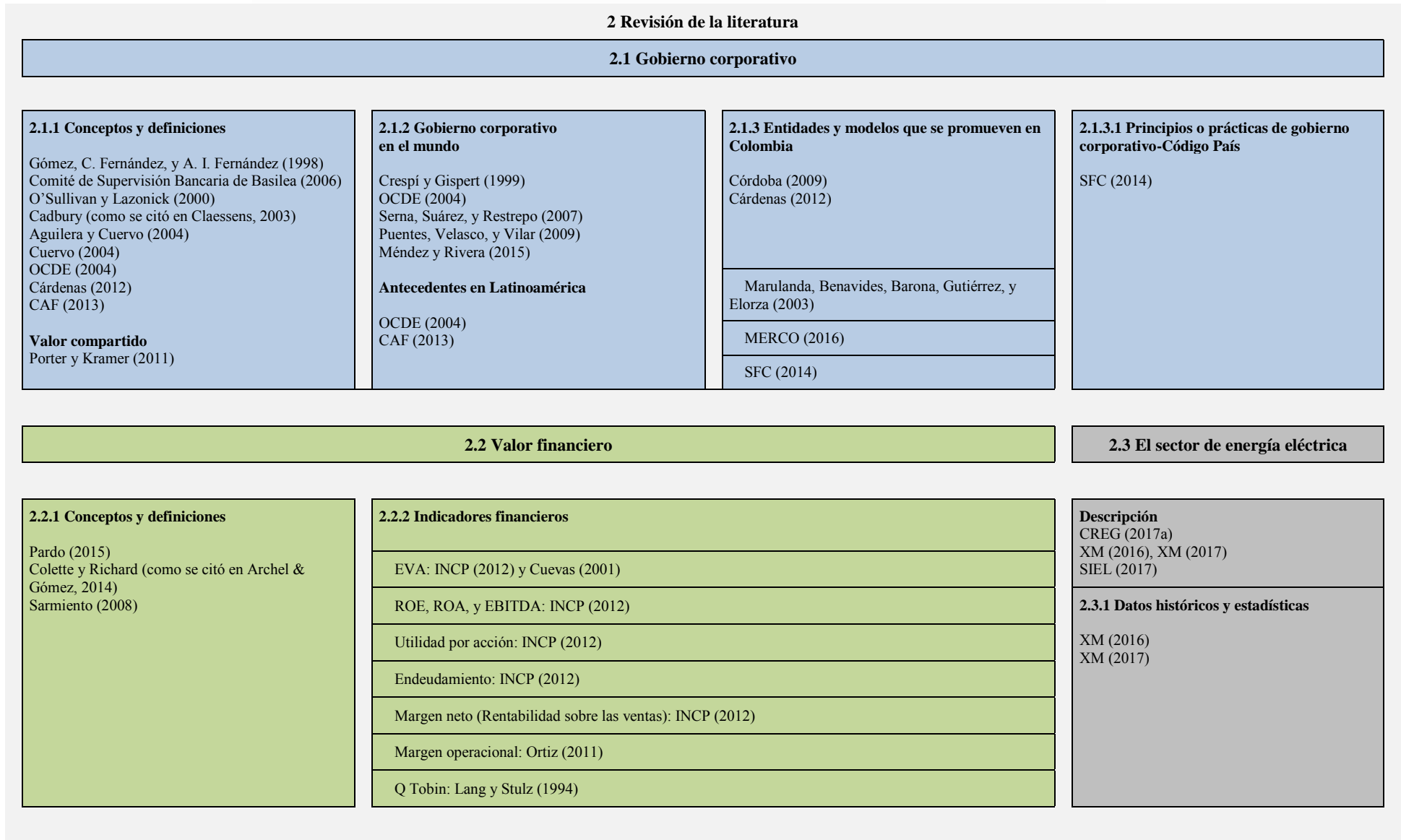


Figura 2. Mapeo de temas y autores.

2.1 Gobierno corporativo

2.1.1 Conceptos y definiciones

Para Gómez, C. Fernández, y A. I. Fernández (1998), “El sistema de Gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y de relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas” (p. 504). Para el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2006):

Desde la perspectiva del sector bancario, el gobierno corporativo hace referencia a la manera en que los negocios de instituciones individuales son gobernados por los consejos de administración y los directivos, afectando concretamente a cómo los bancos: (a) fijan los objetivos corporativos (incluyendo la generación de beneficios para los propietarios); (b) dirigen las operaciones diarias correspondientes al negocio; (c) tienen en consideración los intereses de los *stakeholders* reconocidos; (d) alinean los comportamientos y actividades con la expectativa de que los bancos operen de manera segura, correcta, y de acuerdo con las leyes y regulaciones aplicables; y (e) protegen los intereses de los depositantes. (p. 22)

Para O’Sullivan y Lazonick (2000): “Un sistema de gobierno determina quién toma las decisiones de inversión dentro de las sociedades, los tipos de inversión a emprender, y la manera en la que los beneficios resultantes de esas inversiones se reparten” (p. 4). Para Cuervo (2004): “El gobierno de la empresa tiene por finalidad el logro de la eficiencia en el uso de los activos y en los contratos que la configuran, para asegurar la creación de valor para los propietarios de los recursos financieros” (p. 134).

En su discurso, Sir Adrian Cadbury (como se citó en Claessens, 2003), en el prólogo del *Corporate Governance and Development*, del Foro Mundial sobre Gobierno Forporativo, manifestó:

En su sentido más amplio, el gobierno corporativo consiste en mantener el equilibrio entre los objetivos económicos y los sociales entre los objetivos individuales y los

comunitarios. El marco de gobierno se establece con el fin de promover el uso eficiente de los recursos y en igual medida, exigir que se rindan cuentas por la administración de esos recursos. Su propósito es lograr el mayor grado de coordinación posible entre los intereses de los individuos, las empresas, y la sociedad. El incentivo que tienen las empresas y sus propietarios y administradores para adoptar las normas de gestión aceptadas a nivel internacional es que ellas los ayudarán a alcanzar sus metas y a atraer inversiones. En el caso de los Estados, el incentivo es que esas normas fortalecerán sus economías y fomentarán la probidad de las empresas. (p. 3)

La OCDE (2004) sostuvo:

El Gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas, y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño. El buen gobierno corporativo se puede definir como aquel medio instaurado para apoyar la eficiencia económica, el crecimiento sostenible, y la estabilidad financiera, por cuanto facilita el acceso de las empresas al capital de inversión a largo plazo y ayuda a asegurar que los accionistas y otras partes interesadas que contribuyen al éxito de la empresa, sean tratados de manera justa. (p. 2)

Para Cárdenas (2012): “El gobierno corporativo es un sistema mediante el cual las compañías son dirigidas y controladas” (p. 32). Según la Corporación Andina de Fomento (CAF, 2013), el gobierno corporativo refiere el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores. Es obvio que unas buenas prácticas garantizan un mejor uso de los recursos en las empresas, contribuyen a una mayor

transparencia contable, y mitigan los problemas de información asimétrica que caracterizan a los mercados financieros. En estas circunstancias, unas buenas prácticas son clave para el acceso de las empresas a los mercados de capital. Al mismo tiempo, establece que la falta de dichas prácticas, redundan en problemáticas como: poca oportunidad y transparencia en la información financiera, abuso de los inversionistas, carencia de independencia e integridad en procesos de auditoría, vinculación de personal no idóneo o competente, entre otras. Como respuesta a estas situaciones, se han publicado una serie de códigos de buen gobierno corporativo y que pueden entenderse según Aguilera y Cuervo (2004), como: “un conjunto de recomendaciones acerca de la apropiada estructura de los órganos de Gobierno y del adecuado comportamiento de los miembros de esos órganos” (p. 422).

Valor compartido. La creación de valor económico en las empresas ha cambiado en el tiempo de tal forma que ha permitido unirlo a la creación de valor para la sociedad. Para ello, los nuevos líderes deben desarrollar nuevas aptitudes y conocimientos que los lleven a implementar durante su gestión el concepto del valor compartido de las empresas, para crear un vínculo mayor entre la economía y la sociedad. Según Porter y Kramer (2011): “El concepto de valor compartido puede definirse como una serie de políticas y prácticas operativas que optimicen la competitividad de una empresa y al mismo tiempo mejoren las condiciones sociales y económicas de las comunidades donde operan” (p 44). Desde la Junta Directiva, se pueden impulsar procesos que permitan la creación del valor compartido, de tal forma que las utilidades de las empresas sean mayores, dada la aceptación y reconocimiento por parte de los clientes y comunidad en general, que se traduce en beneficios económicos o reputaciones.

2.1.2 Gobierno corporativo en el mundo

Se ha reconocido como primera publicación de un código de gobierno corporativo, el denominado “Cadbury Report”, que surge en 1992 en el Reino Unido y que según Puentes et

al. (2009), ha repercutido en un ejercicio permanente de publicaciones en el ámbito global, dando paso en España al Código Olivencia, el cual fue publicado en 1998 y al Código Aldama en 2003, unificadas hoy en día en el Código de Gonthé de 2006. Según Crespí y Gispert (1999), las prácticas que son inherentes al buen gobierno corporativo se focalizan en el fortalecimiento de la gestión, el control, y la misma administración en las organizaciones convirtiéndose en una herramienta de gestión entre principal (i.e., accionista) y agente (i.e., directivos).

Según Serna, Suárez, y Restrepo (2007):

Existen varias vertientes o maneras de concebir el gobierno corporativo en cuanto a su organización: quienes consideran el tema desde la estructura orgánica *interna* de las entidades (doctrinantes europeos); y quienes lo observan desde los controles societarios *externos* que se ven reflejados básicamente en el mercado de control societario (angloamericanos). (p. 12)

Con incidencia y amplia evolución, especialmente en Gran Bretaña y EE. UU., este modelo se caracteriza según Méndez y Rivera (2015), por ventajas como que el modelo es altamente reconocido y entrega buenos rendimientos. Se da prioridad al accionista y en economías que se encuentran en auge, el valor de la acción se incrementa rápidamente. Al mismo tiempo, se establecen como aspectos por mejorar o desventajas propias del modelo, una visión a corto plazo, que denota falta de preocupación por su incidencia en el tiempo (i.e., organización y resultados), integra un conjunto de inversionistas desconocidos, que, liderados por la Junta Directiva y el gerente con la consecuente búsqueda de satisfacer sus intereses personales, repercute en potenciales afectaciones. Sus implicaciones en Latinoamérica son ampliamente resaltadas, en términos de la pobre aplicabilidad por los altos costos sociales en economías débiles y la dificultad de transferir los valores y la propia cultura en el entorno latinoamericano.

El modelo alemán o germano, es asociado al sistema de banco principal, donde los empresarios conceden de manera total o parcial el control de la compañía al banco, quien provee financiación, lo que asegura el repago de la deuda. Según Méndez y Rivera (2015), aspectos favorables de este modelo se asocian a la amplia visión estratégica, menos colapsos y alto interés de los mismos trabajadores. Igualmente, a la alta calidad, competitividad, y el consecuente interés de inversionistas extranjeros. Por otro lado, aspectos a mejorar se enfocan a brindar igualdad de colaboradores y potencial de afectación a los mismos mediante situaciones que rayan en la explotación, además de la necesidad de aprovechar potencialidades. Su impacto en Latinoamérica se ve enmarcado en la consecuente necesidad de involucramiento de la administración, el mismo talento humano, y el manejo de sindicatos.

En el modelo japonés, se atribuyen sus inicios hacia el año 1854, dando paso al comienzo de su vida empresarial y al mismo tiempo a su gobierno corporativo, generando aspectos enmarcados en un fuerte feudalismo, el trabajo de por vida, un alto sentido de lealtad de personal, *holdings* empresariales, y amplio poderío en los ámbitos comercial y militar. Para Méndez y Rivera (2015), este modelo integra los mejores aspectos del derecho bajo los modelos enunciados, es decir el angloamericano, el alemán, y el mismo japonés. Todos trabajan por la supervivencia de todos, priman en su orden: (a) la corporación, (b) los clientes, (c) los empleados, (c) los acreedores, y (d) los accionistas. Como crítica, se hace énfasis en que al promover tanta colectividad, no existe efectividad en actividades de bajo funcionamiento. Como implicaciones en Latinoamérica, se destaca el alto interés y atractivo para inversionistas extranjeros y la generación de beneficios en grupos de interés.

Principios del buen gobierno corporativo. Los principios del gobierno corporativo de la OCDE (2004), se convirtieron desde 1999 en referente para responsables políticos, inversores, empresas, y otras partes interesadas en el ámbito global. Han anticipado la agenda del gobierno corporativo, proporcionando una orientación específica para la puesta en

marcha de iniciativas de carácter legislativo y reglamentario tanto en países de la OCDE como en otros no-miembros. Estos principios son revisados continuamente con el fin de incorporar las experiencias de los países miembros o no miembros y de los diferentes sectores productivos del país, para compartir buenas prácticas, procedimientos, y normas que apoyen lo empresarial y la sanidad financiera dentro de un marco legal, institucional, y reglamentario.

A continuación se detallan los principios definidos del OCDE (2004):

- Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo: El marco para el gobierno corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal, y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras, y ejecutoras.
- Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad: El marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.
- Tratamiento equitativo de los accionistas: El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos.
- El rol de las partes interesadas en el ámbito del gobierno corporativo: El marco para el gobierno corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero.
- Divulgación de datos y transparencia: El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la

sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad, y el gobierno de la empresa.

- Las responsabilidades del Consejo: El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo, y la responsabilidad de este frente a la empresa y los accionistas.

Antecedentes en Latinoamérica. La OCDE (2004) ha tenido una marcada influencia en Latinoamérica, donde la oficina con alcance a la región está ubicada en México, que con una presencia de aproximadamente 20 años, promueve el trabajo y las actividades estableciendo un permanente contacto con creadores de políticas, expertos, líderes empresariales, universidades, y representantes de la sociedad civil. Desde su creación, ha facilitado el diálogo de políticas públicas e intercambio de mejores prácticas entre Latinoamérica y el Caribe y los países de la OCDE, basado en cuatro pilares: (a) la inversión, (a) la innovación, (c) la política fiscal, y (d) el acceso a los servicios públicos.

Se han desarrollado dos iniciativas en la región. La primera corresponde a la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, fundada en el 2000, la cual busca promover mejoras en el gobierno corporativo por diálogo de políticas entre los sectores público y privado, a través de: (a) proporcionar un foro para el intercambio de experiencias entre los responsables políticos de alto nivel, reguladores, y los participantes del mercado con experiencia de primera fuente de los acontecimientos actuales; (b) proporcionar aportaciones prácticas sobre políticas al trabajo de la Mesa Redonda; y (c) la promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo en el ámbito de la empresa a través del grupo del círculo de empresas. En el 2012, la Mesa Redonda estableció un grupo de trabajo que emite recomendaciones para mejorar los marcos para la prevención del abuso de las transacciones entre partes vinculadas. La segunda corresponde a la Red Latinoamericana de Gobierno

Corporativo de las Empresas Públicas, que fundada en el 2011 tiene por objetivo mejorar la gobernanza de las empresas públicas de la región debido a un intercambio continuo de experiencias y conocimientos sobre las políticas y prácticas de las empresas públicas, remitiéndose para tal fin a las Directrices de la OCDE sobre el Gobierno Corporativo de las Empresas Públicas como el principal marco conceptual para el debate. La Red apoya las mejoras al gobierno corporativo en la región en los últimos 10 años (OCDE & Corporación Financiera Internacional [IFC], 2010).

Como consecuencia de la problemática propia de aspectos como: (a) la inestabilidad macroeconómica; (b) el pobre o incipiente estado de derecho; (c) trabas en la normativa y regulaciones, así como los actores responsables de la supervisión de los mercados y de manera más acentuada y observada por parte de analistas financieros; (d) la pobre o inexistente transparencia empresarial; y (e) las prácticas de buen gobierno corporativo débiles, según CAF (2013), los mercados de capital en los países de Latinoamérica se caracterizan por un escaso nivel de desarrollo y dificultad al acceso de recursos que a la postre repercute en un obstáculo para incrementar la competitividad en la región. En este sentido, su compromiso con el desarrollo sostenible y la integración regional, han motivado a que CAF desarrolle un programa que promueve las mejores prácticas de gobierno corporativo, actualizando un documento publicado en el 2004, y revisado y actualizado en los años 2006 y 2010, dirigido especialmente a: (a) las empresas de la región, (b) operadores de los mercados de capital, y (c) responsables de políticas públicas. Este se basa en los principales códigos de gobierno, resaltando el de la OCDE. La nueva versión se justifica en tres aspectos principalmente: (a) crisis financiera global, referida a la administración de riesgos y remuneración de gerentes y Directorio; (b) ineficacia de la regulación, que repercute en la pobre sostenibilidad y refiere a derechos de voto e información; y (c) comportamientos de escasa ética ante la crisis financiera, manifestados por acciones en beneficio particular

sobre el general. La estructura del Código presenta cinco secciones, donde para la Sección 2, se reflejan cinco grandes áreas de gobierno corporativo, que agrupan las recomendaciones: (a) Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, (b) Asamblea General de Accionistas, (c) Directorio, (d) Arquitectura de Control, y (e) Revelación de Información Financiera y No financiera. De carácter especial se resalta en este código, la diferenciación que da a sus destinatarios, previendo dos grandes tipos de empresas: (a) empresas listadas y entidades financieras y (b) empresas no listadas; de tal forma que en su Sección 4, genera tres anexos con lineamientos especiales para grupos empresariales o conglomerados, entidades financieras, y empresas familiares, aspecto que permite la integración y diferenciación de requerimientos. CAF es un banco de desarrollo conformado en 1970, el cual está integrado por 19 países: 17 de Latinoamérica y el Caribe (i.e., Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay, y Venezuela), España, y Portugal; además de 13 bancos privados de la región. Su misión se traduce en la promoción de un modelo de desarrollo sostenible, cuyo fin incorpora operaciones de crédito, recursos no reembolsables, y apoyo en la estructuración técnica y financiera de proyectos de los sectores público y privado de Latinoamérica. Cuenta con su sede principal en Caracas (Venezuela) y oficinas en diversos países.

2.1.3 Entidades y modelos que se promueven en Colombia

Es importante mencionar otras iniciativas, que aunque independientes, han sido también influenciados no solamente por principios internacionales, sino también por la alta cantidad de normativa generada, la cual se encuentra dispersa en múltiples normas; sin embargo, los aspectos fundamentales están contemplados en el derecho societario y financiero, principalmente en las siguientes disposiciones: Código de Comercio, Libro Segundo, Títulos I y VI; Ley 222 de 1995, Título I; y Estatuto Orgánico del Sistema

Financiero, Parte III, Capítulo VIII (Córdoba, 2009). En la Figura 3 se muestran los hitos que representan iniciativas y avances en el tema para Colombia.

Según Marulanda, Benavides, Barona, Gutiérrez, y Elorza (2003), se reconoce en el concepto de gobierno corporativo, una de las grandes herramientas para crear confianza y eficiencia en el manejo societario, y por ello ha estado educando y promoviendo los principios de gobierno corporativo en el país, a través de un programa de cooperación internacional en el que han intervenido instituciones como la Corporación Financiera Internacional (IFC) del Banco Mundial, el Foro Global de Gobierno Corporativo y el Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE) de la Cámara de Comercio de EE. UU. Se establece que el 70% de las compañías en Colombia, son empresas de tipo familiar, donde es habitual que la concentración de poder esté en el patriarca y algunos miembros del grupo familiar, donde evidentemente son carentes los procesos para administrar la empresa en términos de lograr su sostenibilidad. Por otro lado, la BVC contaba para el 2003 con 124 empresas listadas, mientras que, en las Cámaras de Comercio aparecen a la misma fecha 184,000 empresas constituidas de manera legal, con lo cual la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (CONFECÁMARAS), ha concluido que el concepto de Gobierno corporativo no se puede limitar a las empresas enlistadas en la BVC y tiene que convertirse en una herramienta integral de competitividad para todo tipo de sociedades.

CONFECÁMARAS convocó un Comité de Principios en el que integró a los principales actores del mercado, para crear el Código Marco de Prácticas Corporativas Colombianas. Adicionalmente a ello, generó un programa de entrenamiento en gobierno corporativo, donde para el 2003 había capacitado más de 4,000 personas entre ejecutivos, directores, y estudiantes. Entre otras iniciativas, ha aportado ampliamente a la generación de nuevas normativas en el tema, como por ejemplo los procesos de insolvencia (Marulanda et al., 2003).

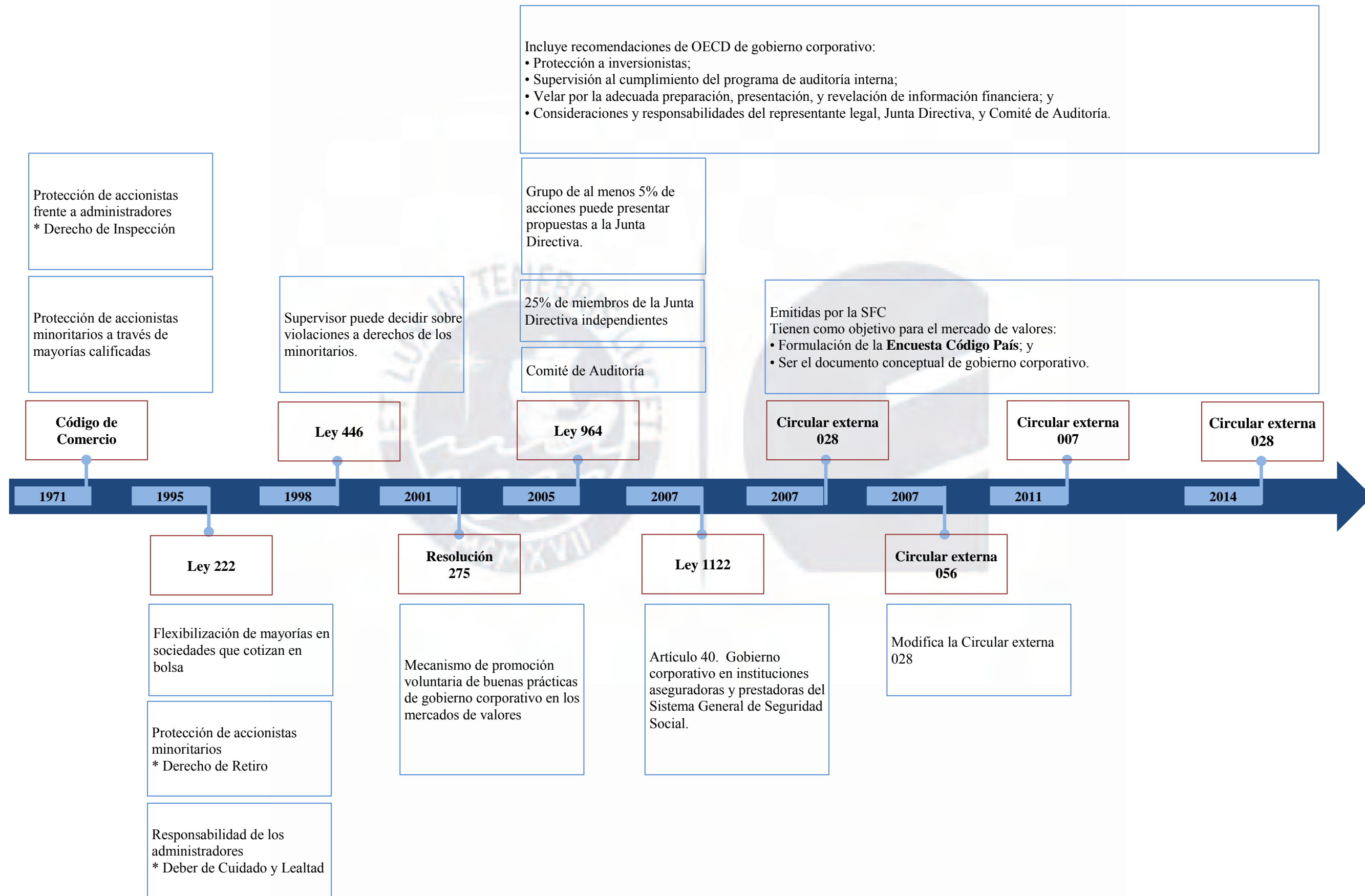


Figura 3. Iniciativas de gobierno corporativo en Colombia.

Adaptado de “Gobierno corporativo en Colombia y Algunas Reflexiones sobre la Crisis Financiera Internacional,” por J. P. Córdoba, 2009. Bogotá D. C., Colombia: Bolsa de Valores de Colombia.

El primer Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCO, 2016), realizó la valoración de responsabilidad y gobierno corporativo en Colombia y durante el 2015 se generó la quinta edición, mediante la valoración de ocho grupos de expertos (i.e., directivos miembros del Comité de Dirección, sindicatos, analistas financieros, periodistas de información económica, expertos en RSC, MERCO Consumo (población general), ONG, y asociaciones de consumidores), y por último una evaluación de méritos reputacionales de las empresas del ranking provisional. La metodología de evaluación *multistakeholder* está compuesta por cinco evaluaciones y 12 fuentes de información, avalada por el Instituto de Análisis e Investigación. Dentro de las cinco primeras empresas, se clasificó en su respectivo orden: (a) Grupo Bancolombia, (b) Grupo Nutresa, (c) Ecopetrol, (d) Grupo EPM, y (e) Cementos Argos. Según directivas de esta iniciativa, explicó Jaime Arteaga, responsable de MERCO en Colombia:

Estamos en un contexto convulsionado para las empresas donde los mercados fluctúan, las tasas de cambio se mueven con una velocidad asombrosa, crece la exposición a sanciones legales por incumplimiento de normas, y la lealtad y estabilidad de los colaboradores ponen a prueba a las compañías. En este mundo de cambios, la reputación ha demostrado ser la única moneda de cambio confiable.

(MERCO, 2015, párr. 2)

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MINHACIENDA, 2015), representado por Mauricio Cárdenas, anunció en abril del 2015 la aprobación 15 de 23 otorgada por la OCDE a Colombia para convertirse en “miembro pleno” de este organismo, con lo cual se destacan los avances del país en materia de gobierno corporativo en las empresas estatales y empresas emisoras de valores.

La SFC y el Código País. Mediante la Circular externa 028, la SFC (2014) realizó la publicación del “Código de Mejores Prácticas Corporativas”, de obligatorio cumplimiento

para los emisores de valores como por todas las empresas, siendo un documento de interés para la SFC y otros actores de la comunidad empresarial de Colombia, que ha motivado el desarrollo del gobierno corporativo en Colombia y Latinoamérica. Este código debe entenderse como el medio que, en el marco de un proceso dinámico y cambiante, dote a las empresas de las herramientas necesarias para una adecuada administración y control y exige a las entidades de control, vigilancia; y a los inversionistas desarrollar los mecanismos para garantizar el cumplimiento de las prácticas implementadas, en un marco de transparencia y equidad para las empresas de los diferentes sectores económicos. Representa un proceso constante de revisión, modificación, e incorporación de recomendaciones que permitan contar con una herramienta vigente en el tiempo, que refleje la situación del mercado y de las entidades obligadas a reportar. Pero debería ser considerada también como un documento guía por todas las empresas colombianas que se encuentran constituidas y permiten mejorar la confiabilidad de los grupos de interés y mejora la posición global del país en los ámbitos local e internacional (SFC, 2014).

2.1.4 Principios o prácticas de gobierno corporativo-Código País

Los términos utilizados en la presente investigación asociados a las buenas prácticas de gobierno corporativo, corresponden a los establecidos dentro del Código País y se citan a continuación (SFC, 2007).

Derechos y Trato Equitativo de Accionistas. El reconocimiento de los derechos de los accionistas y los mecanismos para su ejercicio son uno de los temas más relevantes desde la perspectiva de gobierno corporativo, puesto que estos, independientemente de que sean accionistas controlantes, significativos, o minoritarios, son los verdaderos propietarios de la empresa y quienes aportan el capital para el ejercicio de su actividad. En consecuencia, los accionistas deben tener reconocidos unos derechos de propiedad considerados clave, los cuales se vinculan con (SFC, 2007):

- Influir en la sociedad, fundamentalmente a través de su participación y voto en la Asamblea General de Accionistas;
- Recibir y solicitar información; y
- Participar en los beneficios de la sociedad (o responder ante las pérdidas).

Dado que la administración y la gestión societaria son actividades complejas, que requieren de la toma de decisiones de forma ágil, y exigen unas capacidades determinadas, no deben ser los accionistas directamente quienes ejerzan esas funciones (salvo para empresas pequeñas), por lo que normalmente estos delegan la administración de la empresa en la Junta Directiva, órgano que a su vez delega el giro ordinario en los miembros de la Alta Gerencia de la sociedad, quedando establecidos así los tres niveles clave de gobierno: (a) propiedad (i.e., accionistas); (b) administración (e.g., Junta Directiva, entre otros); y (c) giro ordinario (Alta Gerencia). Los accionistas, por tanto, cuando ejercen única y exclusivamente como tales (sin ser a su vez miembros de la Junta Directiva y/o de la Alta Gerencia), ejercen un conjunto de derechos centrados en determinadas cuestiones clave de la propiedad. Es en el reconocimiento de esos derechos, pero especialmente en los mecanismos para su ejercicio equitativo, donde radica la atención desde la perspectiva de gobierno corporativo (SFC, 2007).

Asamblea General de Accionistas. [Tratándose de emisores de naturaleza no societaria, las referencias contenidas en este Código a la Asamblea General de Accionistas y a la Junta Directiva se entenderán realizadas a los órganos que hagan sus veces]. Es el órgano soberano y supremo de gobierno de las sociedades y, en primera instancia, constituye el principal mecanismo para el suministro de información a los accionistas. Sin embargo, la Asamblea General de Accionistas es algo más que un espacio para obtener información. Desde la óptica de gobierno corporativo, se podría sostener que la competencia

verdaderamente clave de la Asamblea General de Accionistas es la del control efectivo por parte de los accionistas de la marcha de la sociedad y, por consiguiente, de la actuación de la Junta Directiva. Esta situación es aún más crítica cuando se trata de las Asambleas Generales de Accionistas de empresas emisoras listadas en el mercado público de valores, donde la existencia de diversos accionistas como inversionistas individuales pasivos (incluidos en el denominado “capital flotante” o *free float*, solo aportantes de capital), antes que verdaderos accionistas comprometidos con la empresa, ha motivado la progresiva reducción del rol activo de la Asamblea General de Accionistas como órgano clave de control (SFC, 2007).

Junta Directiva. Órgano colegiado de administración que se reúne con mayor periodicidad que la Asamblea General de Accionistas, y que cuenta con funciones suficientemente definidas, y al tiempo con una amplia capacidad de delegación. Con carácter general, es deseable que la conformación de la Junta Directiva a través de sus miembros individuales refleje una cierta simetría con la estructura accionaria de la sociedad, en la que pueden coexistir accionistas de distinto perfil tales como, accionistas controlantes, significativos, institucionales, o minoritarios. En este contexto, las empresas pueden adoptar modelos diversos de organización y actuación de sus Juntas Directivas, especialmente en relación con el giro ordinario de la sociedad, función que normalmente se entiende asumida por la Alta Gerencia (SFC, 2007).

Arquitectura de Control. Concepto integral que aglutina todo lo relacionado con el ambiente de control, gestión de riesgos, sistemas de control interno, información y comunicación, y monitoreo. Permite a la sociedad contar con una estructura, políticas, y procedimientos ejercidos por toda la organización (desde la Junta Directiva y la Alta Gerencia, hasta los propios empleados), que provean una seguridad razonable en relación con el logro de los objetivos de la empresa (SFC, 2007).

Transparencia e Información Financiera y No Financiera. La revelación de información financiera y no financiera es el principal mecanismo de contacto del emisor con sus grupos de interés y con el mercado en su conjunto. Dicha información tiene por objeto permitir un conocimiento apropiado por parte de tales grupos sobre la marcha y situación del emisor y disponer de elementos de juicio suficientes para la toma de decisiones de manera informada. En gobierno corporativo, la transparencia se ha convertido en un principio fundamental que reclaman tanto los accionistas de una sociedad, como el conjunto del mercado, grupos de interés (stakeholders), y otros terceros interesados. En ese sentido, la transparencia ha ido evolucionando desde una demanda o derecho de los accionistas, que las empresas voluntariamente atendían más allá de los mínimos de información recogidos en las leyes mercantiles, hacia un deber de las compañías (SFC, 2007).

El reporte que genera cada una de las empresas permite conocer si cumple o explica los motivos por los cuales, no ha implementado, está en desarrollo, o no puede cumplir con la misma por algún motivo legal. Cuando la empresa cumpla con el principio y emita una respuesta afirmativa, la descripción del mecanismo de cumplimiento como estatuto, reglamento, código, o normativa interna se manifiesta mediante la publicación del documento en la página web de cada una de las empresas. Es valioso para aquellas empresas que estando o sin estar vigiladas por la SFC, consideren importante la incorporación de las recomendaciones y la adecuación de estructuras y procedimientos para hacer de su compañía un lugar más confiable para los inversionistas y público en general (SFC, 2007).

2.2 Valor Financiero

2.2.1 Conceptos y definiciones

De acuerdo con lo expresado por Pardo (2015), las prácticas de gobierno corporativo y las prácticas contables se reconocen como actores partícipes en la modelación de las relaciones contractuales que conforman las organizaciones, lo que da lugar a una interacción

directa entre ambas herramientas de control. De esta manera, la contabilidad y aspectos inherentes como la clasificación, medición, valoración, y revelación han evolucionado en la práctica, caracterizándose por la aproximación a la economía clásica, la teoría financiera, la teoría marginalista del valor, la estadística, y la econometría, donde la contabilidad no solo adquiere utilidad en la toma de decisiones del inversionista, considerando su facultad para representar la realidad tal y como es, sino que además, permite la medición del valor accionario. Hoy en día se tiene alta preferencia por el valor razonable, en la medida que intenta representar la realidad, a partir de flujos de caja proyectados, precios cotizados, mercados activos, o volatilidades implícitas, incidiendo altamente en los mercados financieros y sus actores. El enfoque dinámico, por su parte, busca captar la dinámica productiva de las organizaciones por el “aporte combinado de los activos para la generación del beneficio empresarial mediante el desarrollo de la actividad económica”, según Colette y Richard (como se citó en Archel & Gómez, 2014, p. 105). Aquí, la medición de costos y la determinación del ingreso constituyen los principales temas de interés. El enfoque estático tiene como objetivo “la maximización del valor del stock de inversiones para hacer frente a las expectativas de inversores y acreedores”, según Colette y Richard (como se citó en Archel & Gómez, 2014, p. 107). Aquí se concibe a la empresa como instrumento de valorización del patrimonio, donde los activos son valorados por la liquidez y capacidad de menguar las deudas de la misma. El método más ilustrativo de este enfoque es el valor razonable, que se orienta en el inversor y en la gestión de los rendimientos de los activos. Estos dos últimos enfoques representan los extremos, y buena parte de otros enfoques se mueven del uno al otro, pero hoy en día, la rentabilidad sobre el capital financiero se ha convertido en el principal objetivo de las organizaciones y con ello las técnicas de valoración como el incremento de acumulación de capital a través de mercados financieros adquieren alta notoriedad.

La valoración es un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa. Identificar el impacto del gobierno corporativo en el valor de una empresa puede ser realizado mediante métodos de valoración tradicionales como son los métodos contables o evaluando la rentabilidad futura (Sarmiento, 2008). En la Figura 4 se establecen los diferentes modelos de valoración, de lo cual se resalta que: (a) en los métodos contables es posible identificar en el balance general las variaciones del valor en libros de las cuentas principales, (b) el valor en libros de la compañía corresponde al patrimonio, (c) el valor de liquidación es igual al valor del patrimonio ajustado menos los gastos generados por el cierre, (d) el valor de reposición corresponde a la suma del valor de compra de todos los activos que son necesarios para la operación, y (e) también analizar el valor de la acción en libros versus el valor en el mercado.

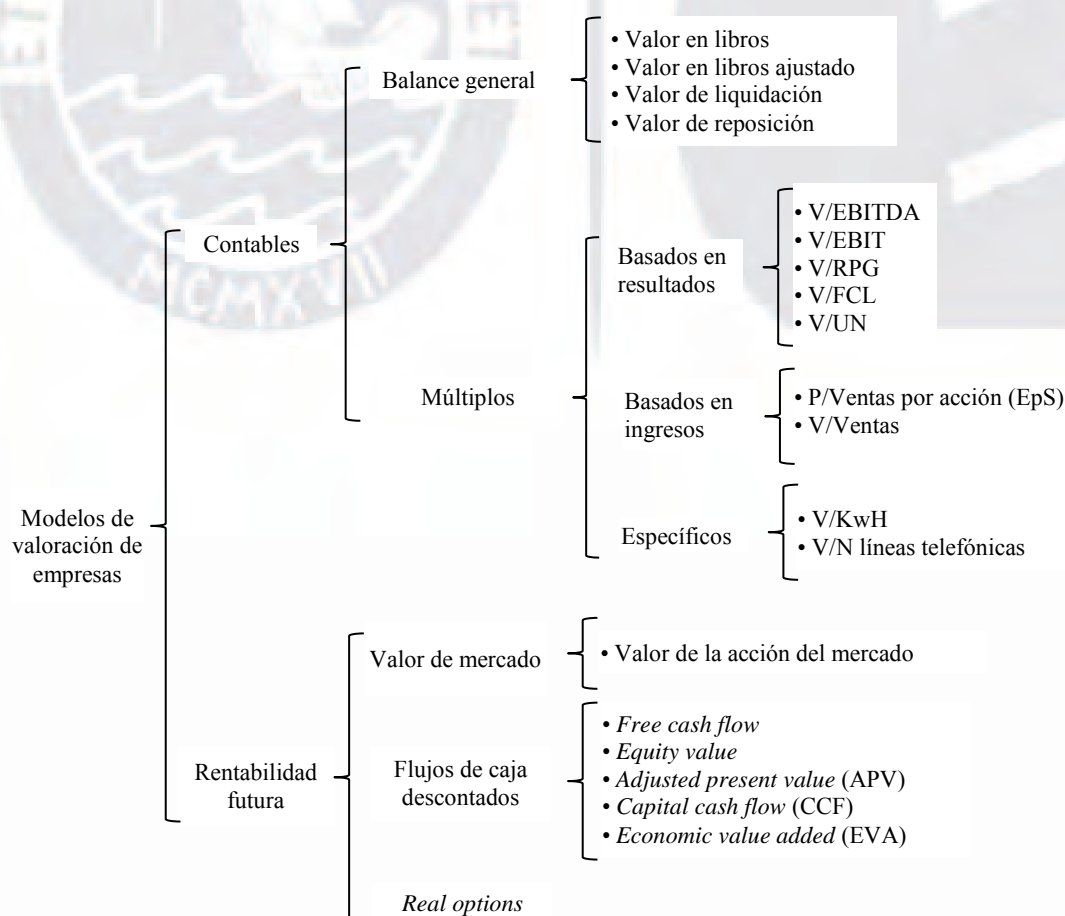


Figura 4. Modelos de valoración de empresas.

Adaptado de “Valoración de Empresas: Métodos Contables para la Valoración,” por J. A. Sarmiento, 2008. Bogotá D. C., Colombia: Pontificia Universidad Javeriana.

Asimismo según Sarmiento (2008), en los métodos contables se puede usar el método de múltiplos que permite comparar resultados de valoración de empresas de sectores similares; el más común es relación precio-ganancia cuyo objetivo es encontrar la cantidad de dinero invertido por cada peso que genera la empresa ($PER = \text{Precio de la acción} / \text{Utilidad por acción}$). Otros que se pueden usar son relación precio sobre ventas ($P/\text{Ventas} = \text{Precio de la acción} / \text{Ventas por acción}$) y relación precio sobre FCL ($P/FCL = \text{Precio de la acción} / \text{Flujo de caja libre}$).

En los métodos de rentabilidad futura es posible usar el indicador de capitalización bursátil (Valor de acción en el mercado x N acciones en el mercado), en el cual se maneja el supuesto que el valor de mercado de la acción refleja las expectativas de generación de valor de la empresa (Sarmiento, 2008).

2.2.2 Indicadores financieros

Los términos utilizados en la presente investigación asociados a los indicadores financieros, corresponden los aceptados por el Instituto Nacional de Contadores Públicos (INCP, 2012), y se citan a continuación:

Valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés). Se puede afirmar que una empresa crea valor solamente cuando el rendimiento de su capital es mayor a su costo de oportunidad o tasa de rendimiento que los accionistas podrían ganar en otro negocio de similar riesgo. De otra manera, una empresa tiene EVA o genera valor si cubre los costos de producción o ventas, gastos operacionales, y costo de capital, y le sobra algo (INCP, 2012).

$$EVA = \text{Utilidad antes de impuestos} - (\text{Activos} \times \text{Costo de capital})$$

Para Cuevas (2001), representa una medida de la utilidad producida sobre el costo de capital. La tasa de retorno objetivo del EVA es aplicada al capital invertido en la división o firma. Debido a que solo las utilidades después de impuestos están disponibles para los accionistas, el EVA es calculado con base en utilidades después de impuestos:

$EVA = \text{Utilidad después de impuestos} - (\text{Capital invertido} \times \text{Costo de capital})$

Si el EVA es positivo, la compañía está creando valor; si el EVA es negativo, la compañía está destruyendo su capital. Sobre el largo plazo solo aquellas compañías que crean valor pueden sobrevivir. El EVA es una cifra en pesos, no un porcentaje o tasa de retorno (Cuevas, 2001).

Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés). Refleja el rendimiento tanto de los aportes como del superávit acumulado, el cual debe compararse con la tasa de oportunidad que cada accionista tiene para evaluar sus inversiones (Cuevas, 2001).

$ROE = \text{Utilidad neta} / \text{Patrimonio}$

Rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés). Mide la rentabilidad de los activos de una empresa, estableciendo para ello una relación entre los beneficios netos y los activos totales de la sociedad (INCP, 2012).

$ROA = \text{Utilidad bruta} / \text{Activo total}$

Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación, y amortización (EBITDA, por sus siglas en inglés). Determina las ganancias o la utilidad obtenida por una empresa o proyecto, sin considerar los gastos financieros, los impuestos, y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones. En otras palabras, determina la capacidad de generar caja en la empresa (INCP, 2012).

$EBITDA = \text{Utilidad operativa} + \text{Depreciación} + \text{Amortización} + \text{Provisiones}$

Endeudamiento. Representa por cada peso invertido en activos, cuánto está financiado por terceros y qué garantía está presentando la empresa a los acreedores (INCP, 2012).

$\text{Endeudamiento} = \text{Pasivo total con terceros} / \text{Activo total}$

Margen neto (Rentabilidad sobre las ventas). Proporciona la utilidad neta obtenida por las ventas netas realizadas. A mayor índice, es más favorable. Considera las utilidades

después de ingresos y egresos no operacionales e impuestos, que pueden contribuir a restar capacidad para producir rentabilidad sobre las ventas (INCP, 2012).

$$\text{Margen neto} = \text{Utilidad neta} / \text{Ventas netas} \times 100$$

Margen operacional. Muestra qué porcentaje de utilidad operacional se generó por las ventas netas. A mayor índice, es más favorable (Ortiz, 2011).

$$\text{Margen operacional} = \text{Utilidad operacional} / \text{Ventas netas}$$

2.3 Resumen

El presente capítulo permitió centrar los esfuerzos sobre los conceptos del gobierno corporativo, y su desarrollo en los ámbitos mundial, Latinoamérica, y Colombia; donde se observó una marcada influencia de los modelos y principios derivados de la OCDE y CAF, los cuales han sido también incluidos en la generación de modelos internos, tal como lo es el Código País. Se realizó un recorrido sobre los esquemas de valoración de empresa y los indicadores más reconocidos y llevados por las organizaciones, lo que ha llevado dentro del presente estudio (con un enfoque cuantitativo y descriptivo), a omitir indicadores como la “q” de Tobin, que tienen alto impacto en la estadística y modelos inferenciales.

Solo las empresas que se encuentran obligadas por los organismos de control como la SFC a presentar el informe anual mediante el “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas en Colombia”, son las que publican los avances en este tema, mientras que para las demás empresas es aún un tema voluntario que no compromete a cumplir con los diferentes apartados de la misma, situación que representa la falta de concientización sobre los beneficios que aporta a la empresa el publicar y cumplir con el gobierno corporativo.

Las empresas que realizan una inversión en la definición y cumplimiento del gobierno corporativo, son aquellas que se destacan en las mediciones realizadas por organizaciones como MERCO, logrando un valor diferencial y alta confianza para sus grupos de interés. Son estas al mismo tiempo las que permiten apoyar el proyecto del Gobierno colombiano,

quien continuamente realiza esfuerzos para ser considerado como un miembro activo de la OCDE, con avances continuos y sostenibles en las empresas oficiales para adoptar los principios del buen gobierno de dicha institución y del Código País.



Capítulo III: Metodología

Este capítulo presenta la descripción del diseño de la investigación; se delimita la población; se detalla el procedimiento para la selección de la muestra, así como la forma en la que se recolectaron y procesaron los datos. Finalmente, se realiza la explicación de la validez del instrumento aplicado.

3.1 Diseño de la Investigación

El enfoque del presente estudio es cuantitativo con alcance descriptivo y transversal, con base en las cinco grandes áreas del gobierno corporativo planteados por la Encuesta Código País en su versión de 2014, donde se determina a través de la encuesta o reporte de implementación, si están o no presentes como prácticas de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia; es decir, se muestran las características y perfiles de las empresas del sector, al igual que los indicadores financieros usados para medir su valor. Finalmente, se observan aquellas con valor financiero positivo y prácticas de gobierno corporativo, como una manera de describir la tendencia en el sector, mas no establecer la relación entre estas variables. El diseño de la investigación es no experimental, considerando que se basa en la medición y análisis de datos derivados de la encuesta. Es al mismo tiempo transversal, toda vez que el estudio se aplica en un único momento (Hernández et al., 2010). Ello se realiza recolectando los datos correspondientes a la vigencia 2015 y 2016. De esta manera, la información se convierte en data secundaria, la cual se obtuvo directamente de las páginas web de cada compañía o de la página de la SFC, lo cual contribuye en la tabulación y mitigación de errores de transcripción.

Las variables del presente estudio están representadas por el valor financiero de las empresas, medida a través de los indicadores: (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto; y las buenas prácticas del gobierno corporativo de

acuerdo con las cinco grandes áreas planteadas por la Encuesta Código País 2014: (a) Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, (b) Asamblea General de Accionistas, (c) Junta Directiva, (d) Arquitectura de Control, y (e) Transparencia e Información Financiera y No Financiera; y como subvariables se tiene a las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia.

3.2 Población y Selección de la Muestra

Con base en el directorio de agentes del Sistema de Información Eléctrico Colombiano (SIEL, 2017), la población está definida por las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, compuesto por 161 compañías que se dedican al conjunto de actividades económicas relacionadas con: (a) generación (52), (b) transmisión (10), (c) distribución (22), y (d) comercialización (77). De igual manera, con base en el “Informe de Operación del Sistema de Interconexión Nacional y Administración del Mercado” (XM, 2017), la generación por agente fue de 65,940 Gigavatio-hora (GWh), posicionando a 14 empresas dentro del 93.43% de participación. Si se sigue el principio de Pareto, solamente siete compañías concentran el 80.32% de participación del mercado, al mismo tiempo que 39 compañías representan solamente el 6.57% de la generación eléctrica del país y participación individual inferior a 1%, aspecto que se puede apreciar en el Capítulo IV con las características de la muestra. Se debe resaltar que varias de estas compañías participan en actividades de generación, transmisión, distribución, y comercialización. En cuanto a demanda de la energía eléctrica, para el 2016 según XM (2017), decreció 0.2% respecto al 2015, con un consumo de 66,315 GWh.

Considerando el informe de las 1,001 compañías del año por ingresos operacionales en Colombia (“1,001 Compañías,” 2017), se logra establecer un ranking con participación de compañías o grupos empresariales de diversos sectores, siendo de interés particular las

compañías que participan en el conjunto de actividades del sector de energía eléctrica y que están categorizadas en esta publicación dentro del sector de servicios públicos. En el Capítulo IV se muestran las características de la muestra con el detalle de esta información, donde 13 compañías se encuentran clasificadas, ocupando EPM el tercer puesto, mientras que GENECELCA ocupa la posición 627. Siete compañías del sector se encuentran dentro de las primeras 50 posiciones de este ranking, lo que denota la buena dinámica del sector frente a otros.

Considerando el carácter cuantitativo de la investigación y enfoque descriptivo del mismo, en donde las herramientas no permiten generar un análisis estadístico ni concluyente, se considera que la delimitación de la muestra representativa de la población se establezca a conveniencia, considerando los siguientes criterios:

- A pesar de encontrar un sector segmentado por las actividades de: (a) generación, (b) transmisión, (c) distribución, y (d) comercialización de energía, buena parte de las compañías participan en una o varias de estas actividades, con lo cual realmente no se establece una estratificación. Se considera contar con empresas representativas de todas las actividades.
- Observando la proporción de oferta y demanda, reportadas durante el 2016, se considera tomar aquellas empresas que se encuentren dentro del 93.43% de participación del mercado de generación y/o que se encuentren clasificadas dentro del ranking de las 1,001 empresas de *Portafolio* (“1,001 compañías,” 2017). De las 39 empresas que representan el 6.57% restante en la participación del mercado de generación en el 2016, solo se elige una compañía que corresponde a la Electrificadora de Tuluá, donde a diferencia de las demás presenta bajo nivel de ingresos.
- Finalmente, se considera contar con las empresas que tengan como buena práctica de gobierno corporativo la aplicación de la Encuesta Código País y que haya sido diligenciado el mismo para la vigencia 2015 y 2016.

Por lo anterior, estas condiciones de características de tamaño, nivel de ingresos, y participación en las diversas actividades dentro del sector de energía eléctrica en Colombia, representan una muestra altamente representativa para el estudio. En la Tabla 1 se pueden visualizar las compañías seleccionadas en la muestra con las condiciones ya validadas.

3.3 Procedimiento de Recolección de Datos

Según Hernández, Fernández, y Baptista (2014), la recolección de los datos implicó elaborar un plan detallado de procedimientos que conduzca a reunir datos con un propósito específico. El plan incluye determinar: (a) ¿Cuáles son las fuentes de las que se obtendrán los datos?; (b) ¿En dónde se localizan tales fuentes?; (c) ¿A través de qué medio o método se va a recolectar los datos?; y (d) ¿De qué forma se va a prepararlos para que puedan analizarse y se responda al planteamiento del problema?

El proceso de recolección de datos concentró las siguientes etapas: (a) definición de la fuente, representada en la Encuesta Código País para las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia que publicaron en su página web o en la página de la SFC el “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas”, para la vigencia 2015 y 2016. En cuanto a la información financiera, procede de publicaciones de las propias organizaciones, del ranking *Portafolio* y de información del sistema SIREM; (b) definición de las fuentes; las cuales se localizan en el territorio colombiano, en las páginas web de las empresas, Superintendencia de Sociedades (Supersociedades), BVC, o en la página de la SFC; (c) se realiza la recolección de información mediante origen secundario tomando la encuesta publicada por las compañías; (d) se tabulan y analizan los datos: se recopilan los datos en una matriz del software Excel, y el análisis se efectúa mediante estadística inferencial y descriptiva para caracterizar los diferentes apartados del gobierno corporativo; y (e) se presentan los resultados.

Tabla 1

Empresas Seleccionadas dentro de la Muestra de Acuerdo con Criterios Definidos por los Autores

Agente generador	Conforma la muestra	Generación			Ingresos operacionales ^a			Actividad que realiza según SIEL			
		Valor (GWh)	Participación (%)	Participación acumulada (%)	Posición ranking	2016 millones \$ COP	BPGC ^b	Generación	Transmisión	Distribución	Comercialización
Emgesa	Sí	15,005.437	22.76	22.76	25	3'514,106	Código País	X	X		X
Empresas Públicas de Medellín (EPM)	Sí	13,408.678	20.33	43.09	3	15'854,211	Código País	X	X	X	X
Isagén	Sí	11,391.737	17.28	60.37	36	2'784,731	Código País	X			X
AES Chivor & CIA. S.C.A.	No	4,370.954	6.63	67.00	75	1'328,549	Código propio	X			X
Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A.	No	3,180.586	4.82	71.82	627	175,726	Código propio	X			X
Empresa de Energía del Pacífico S.A. (EPSA)	Sí	2,849.486	4.32	76.14	No figura	No figura	Código País	X	X	X	X
Termobarranquilla S.A.	No	2,758.471	4.18	80.32	No figura	No figura	No figura	X			
Zona Franca Celsia S.A.	No	2,165.909	3.28	83.60	No figura	No figura	No figura	X			
Gestión Energética S.A. (Gensa)	No	1,883.220	2.86	86.46	162	633,798	No figura	X			X
Empresa Urra S.A.	No	1,250.205	1.90	88.36	No figura	No figura	No figura	X			
Termotasajero S.A.	No	964.397	1.46	89.82	No figura	No figura	No figura	X			X
Termovalle S.A.S.	No	872.288	1.32	91.14	No figura	No figura	No figura	X			
Termotasajero Dos S.A.	No	808.556	1.23	92.37	No figura	No figura	No figura	X			X
Celsia S.A.	Sí	699.903	1.06	93.43	No figura	No figura	Código País	X			
Interconexión Eléctrica S.A. (ISA)	Sí	N/A	N/A	N/A	10	6'610,536	Código País		X	X	
Electricaribe	No	N/A	N/A	N/A	17	4'813,735	No figura			X	X
Codensa	Sí	N/A	N/A	N/A	19	4'189,696	Código País			X	X
Empresa de Energía de Bogotá (EEB)	Sí	No figura	No figura	No figura	29	3'132,827	Código País	X	X	X	X
Centrales Eléctricas de Nariño	No	152.220	0.23		291	366,965	No figura	X		X	X
Empresa de Energía de Pereira (EEP)	No	106.767	0.16		415	262,563	No figura	X		X	X
Empresa de Energía del Casanare (Enerca)	No	N/A	N/A	N/A	564	192,045	No figura		X	X	X
Electrificadora de Tuluá	Sí	No figura	No figura	No figura	No figura	No figura	Código País	X		X	X

Nota. ^aLos ingresos operacionales corresponden al ranking *Portafolio* 2017 y se encuentran consolidados pudiendo incluir resultados de otras unidades de negocio, tal como gas o acueducto. ^{**} Buena práctica de gobierno corporativo. Adaptado de "Comisión Asesora para la Coordinación y Seguimiento del Sector Energético," por el Sistema de Información Eléctrico Colombiano (SIEL), 2017, recuperado de <http://www.siel.gov.co/Inicio/tabid/38/Default.aspx>; y de "1,001 compañías del año en Colombia," 2017, *Portafolio*, pp. 124-163.

3.4 Instrumento

Considerando lo mencionado por Lagos y Vecino (2011), en Colombia existe un código de gobierno corporativo que aplica para todos los emisores de valores; sin embargo, realizar una comparación de resultados no resulta fácil debido a la inexistencia de un índice de medición. Por tal razón y para suplir esta necesidad, se ha aprovechado la Encuesta Código País 2014 delimitando el estudio a aquellas compañías dentro del sector que hacen uso de este modelo y que efectivamente lo aplicaron para los años 2015 y 2016.

Ello es particularmente importante, si se considera que para el presente estudio se incluyen empresas del sector de energía eléctrica en Colombia que no emiten valores y que por lo tanto no tienen la obligatoriedad de presentar este tipo de reportes, con lo cual la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo representa una opción meramente voluntaria y ajustada al tamaño de la organización y a la escala de control que estas posean. En el Apéndice A se muestra la Encuesta Código País 2014, haciendo la agrupación de las diferentes preguntas en los cinco grandes temas, lo que repercute en la conformación de 33 subíndices específicos de gobierno corporativo y 148 preguntas. La cuantificación adoptada establece para cada recomendación o medida el valor de 1 si se cumple la misma, 2 si no se cumple, y 3 si no aplica (NA). Bajo las reglas planteadas para el diligenciamiento de la Encuesta Código País 2014, las empresas tienen la potestad de responder “No aplica”, cuando la situación, medida, o recomendación planteada no es del ámbito de ejecución o supuestos. Estas respuestas se analizan y se omiten de la evaluación final para no impactar negativamente el resultado. Igualmente, los comentarios a los No o NA, no se consideran para el análisis.

3.5 Consentimiento Informado

Para el presente estudio no se utilizó consentimiento informado, toda vez que la información obtenida es secundaria y de carácter público, pudiendo encontrarse en las

páginas web de las compañías del sector de energía eléctrica en Colombia, en la página web de Supersociedades o en la página web de la SFC.

3.6 Análisis e Interpretación de Datos

El análisis de los datos parte de la información recolectada en las encuestas Código País para los años 2015 y 2016, así como de los estados financieros de las empresas para la vigencia 2016, considerando los indicadores: (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto, para comparar los resultados financieros de la empresa versus el perfil del gobierno corporativo y determinar la posible relación entre los indicadores financieros y las buenas prácticas de gobierno corporativo implementadas.

Según Hernández et al. (2014), el análisis de los datos depende de tres factores: (a) el nivel de medición de las variables, (b) la manera cómo se hayan formulado las preguntas, y (c) el interés analítico del investigador. Se realizó primero una descripción de los datos y luego se efectuó un análisis que permitió describir el perfil y tendencia del sector, mediante estadística descriptiva para cada una de las variables definidas, y finalmente se realizaron las apreciaciones y observaciones sin pretender analizar la relación entre variables.

Una vez realizados los pasos anteriores, se procedió a presentar los resultados mediante tablas y figuras, siendo necesaria la aplicación de las siguientes actividades: (a) revisión de cada cálculo, (b) organización de los resultados, (c) cotejamiento de los diferentes resultados, (d) priorización de la información más valiosa, (e) generación de comentarios sobre lo esencial de los análisis, (f) relación de valores, (g) integración de tablas y otros elementos de apoyo descriptivo, y (i) realización de una nueva revisión de los resultados y elaboración del reporte de investigación.

3.7 Validez y Confiabilidad

La validez y confiabilidad del modelo descriptivo, objeto del presente estudio, es entendida como la validez teórica de la evaluación de buenas prácticas de gobierno

corporativo, derivadas de la Encuesta Código País 2014 que es inherente a su índices y subíndices. Asimismo, se entiende la confiabilidad y validez de los estados financieros publicados por las mismas empresas como modelos previamente desarrollados y ajustados bajo normas internacionales, caso de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Se ha determinado como no necesario la construcción de un Índice de Gobierno Corporativo, considerando que el modelo es único; es decir, las buenas prácticas de la Encuesta Código País 2014 aplicables a los períodos analizados (2015 y 2016).

La generación de un coeficiente es un esfuerzo para unificar criterios en torno a la cuantificación del grado de aplicación o cumplimiento de una determinada cantidad de prácticas, recomendaciones, o buenas costumbres que ha fijado un autor sobre un tema en particular o un objeto de interés y que podría considerarse como modelo ejemplar. Para el caso particular del gobierno corporativo, han sido diversos los autores que han fijado de una u otra forma un índice; sin embargo, no se puede afirmar que son soluciones perfectas y que independientemente de su estructuración, contendrán inevitablemente algún grado de subjetividad y tal como lo mencionaron Lagos y Vecino (2011), son asociados al menos tres elementos como crítica reflejada en dudas sobre la verdadera medición y coherencia con la realidad de las organizaciones:

- Aspectos relacionados con las medidas incluidas: Ello debido a la variación que sobre los aspectos de gobierno corporativo tienen las diferentes empresas, al igual que muchos de estos aspectos pueden ser sustitutivos y no complementarios. Nuevamente se debe resaltar aquí, que estándares como el Código País o los propios de la OCDE, contienen elementos de aplicación voluntaria, con lo cual cada empresa tendrá una inclinación o preferencia. Igualmente, otro aspecto es que el presente trabajo incluye empresas que no son emisoras de valores y que por tanto ni siquiera miden sus avances bajo el modelo

propuesto. Que el índice omita o no abarque los temas que debe contener, es otra situación verificable, si se comparan las diversas encuestas que promueve cada país, donde muchos de los aspectos a medir tienen raíces en fundamentos normativos o legales. Por otro lado, se deben mencionar los análisis que de manera parcializada enfocan algunos autores, omitiendo algunas variables por considerarse no apropiadas o irrelevantes.

- Aspectos relacionados con la recolección de información: Destacando como problemática, la construcción de índices y que pueden agruparse en tres subgrupos: (a) Los generados a partir de encuestas diligenciadas por las propias empresas, que por un lado pueden estar viciadas y carecer de veracidad o que por considerarse elementos poco relevantes para ciertas empresas que no tienen buenas prácticas, limiten el interés en su información; (b) Los generados con base en encuestas alimentadas con información pública de las empresas y que pueden ser por ejemplo las entrevistas a miembros de la junta o el acceso a actas y estados financieros; aspecto que al mismo tiempo representa una ventaja al considerar fuentes primarias e información trazable; y (c) los generados de manera mixta, es decir a partir de encuestas diligenciadas por las propias empresas e información complementaria derivada de investigaciones.
- Aspectos derivados de la ponderación asignada a cada medida o pregunta: Siendo representativo el peso asignado que influye en el resultado final y el cual puede ser proporcional; es decir que todas las preguntas, medidas, o recomendaciones analizadas tienen igual peso y por otro lado, los índices con ponderaciones, que asignan diferentes valores a cada pregunta considerando la relevancia para el autor, propio del estándar CAF.

La Encuesta Código País ha sido ampliamente difundida y aplicada en Colombia, especialmente por entidades del sector financiero y del mercado de valores. Ha tenido un

proceso de maduración desde el 2007 cuando se implementó por parte de la SFC. La versión 2014 contó con alta motivación para mejorar el gobierno corporativo en el país y Latinoamérica, fijando una mesa de trabajo que contó con el aporte y participación de entidades de importante reconocimiento en los ámbitos nacional e internacional, lo cual garantiza la calidad del nuevo documento generado. Fueron participantes la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (ASOBANCARIA), la Asociación de Fiduciarias (ASOFIDUCIARIAS), la Asociación Colombiana de Administración de Fondos de Pensiones y Cesantías (ASOFONDOS), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (CONFECÁMARAS), la Federación de Aseguradores Colombianos (FASECOLDA), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

3.8 Resumen

Se definió el presente estudio con un enfoque cuantitativo y alcance descriptivo. Mediante la Encuesta Código País 2014 y las cinco grandes áreas planteadas en esta herramienta, se establecerá el grado de cumplimiento que las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, tienen con relación a las recomendaciones y buenas prácticas de gobierno corporativo, al mismo tiempo que se podrán identificar los indicadores de valor financiero: (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto. El tamaño de la muestra, que corresponde a nueve compañías, se ha calculado con base en la población que representan las 161 empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, considerando criterios de participación representativa en la generación, posicionamiento en el ranking de las 1,001 compañías del 2017 en Colombia, su nivel de ingresos, y contar con el Código País como buena práctica del gobierno corporativo, habiéndose diligenciado para la vigencia 2015 y 2016. La validez y confiabilidad se dan mediante la aplicación y amplia

difusión, que desde el 2007 se está realizando por parte de la SFC y diversas agremiaciones de carácter nacional e internacional, siendo conocedores y críticos de las recomendaciones allí expresadas, dando lugar a la versión 2014.



Capítulo IV: Presentación y Análisis de Datos

Este capítulo concentra los esfuerzos de la investigación en la presentación de características de la muestra y resultados, donde adquiere interés la respuesta a las preguntas de investigación, considerando la información y data secundaria obtenida y la consecuente comparación de los diferentes resultados para las variables: “buenas prácticas del gobierno corporativo” según la Encuesta Código País, y “el valor financiero” considerando los indicadores (a) ROE, (b) ROA, (c) margen operacional, (d) endeudamiento, y (e) margen neto. El posible relacionamiento de las variables, grandes áreas de la encuesta, y los ratios financieros se consignan, al mismo tiempo que la comparación y búsqueda de la existencia o no de una correlación entre las empresas de la muestra respecto de su valor financiero y las buenas prácticas de gobierno corporativo.

4.1 Características de la Muestra

El sector de energía eléctrica en Colombia es importante para el país, considerando la función de suministro de los diversos productos energéticos que consume la población, al mismo tiempo por su impacto económico. La energía eléctrica es un insumo muy usado en la industria, el comercio, y los mismos hogares, encontrándose dentro de la clasificación de un servicio público. Colombia ha tenido a lo largo de los últimos años, un esquema institucional que según CREG (2017a), se ha acondicionado con el fin de que el sector funcione y se desarrolle de la mejor forma posible, involucrando a diversos actores como: (a) las entidades que producen la energía, (b) las que la transportan, (c) las que la venden, (d) las que coordinan a todas las anteriores, (e) las que establecen las políticas generales, (f) las que hacen las normas para entregar productos de buena calidad a un precio razonable, y (g) las que vigilan que todos cumplan las normas existentes. En la Figura 5 se muestra la estructura del sector.

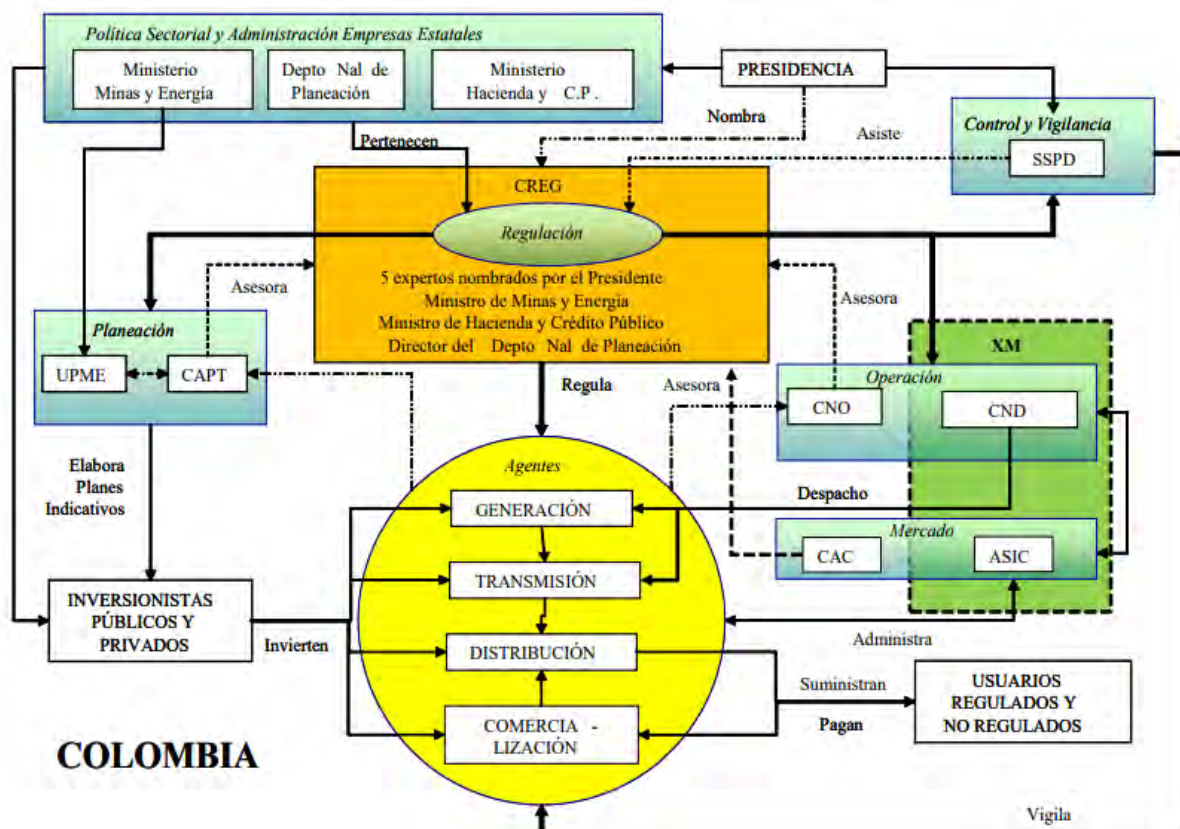


Figura 5. Esquema institucional del sector de energía eléctrica en Colombia. Tomado de “El Mercado Eléctrico Colombiano,” por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), 2018, p. 4. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

De particular interés para el presente estudio, son los denominados agentes, es decir las empresas que se dedican a las actividades de (CREG, 2018):

- **Generación:** Consistente en la producción de energía eléctrica mediante una planta hidráulica o una unidad térmica conectada al Sistema Interconectado Nacional (SIN). Las empresas que participan se clasifican como generadores, plantas menores, autogeneradores, y cogeneradores.
- **Transmisión:** Se realiza a través del conjunto de líneas y módulos de conexión, que operan a tensiones iguales o superiores a 220 kilovoltios (kV), o a través de redes regionales o interregionales de transmisión a tensiones inferiores.
- **Distribución:** Transporte de energía eléctrica a través de un conjunto de líneas y subestaciones, con sus equipos asociados, que operan a tensiones menores de 220 kV, que

no pertenecen a un sistema de transmisión regional por estar dedicadas al servicio de un sistema de distribución municipal, distrital, o local.

- Comercialización: Actividad consistente en la compra de energía eléctrica en el mercado mayorista y su venta a los usuarios finales, regulados o no regulados.

El mercado por su parte está compuesto por (CREG, 2018):

- Regulados: Se encuentran personas naturales o jurídicas cuyas compras de electricidad están sujetas a tarifas establecidas por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG). Se encuentran en esta clasificación los usuarios comerciales, oficiales, y residenciales clasificados por estratos socioeconómicos, y algunos industriales.
- No regulados: Lo conforman personas naturales o jurídicas que realizan una demanda de energía superior a 2 megavatios (Mw), los cuales pueden negociar libremente los costos de las actividades relacionadas con la generación y comercialización de energía (i.e., industriales y comerciales que son grandes consumidores).

En la Figura 6 se muestran los hitos más importantes y representativos que se han presentado en el país, con relación al avance del sector de energía eléctrica, donde a partir de 1991, el Gobierno ejerce más una función de regulación y control, que de administración, lo que ha dado lugar a la venta de buena parte de los activos que anteriormente concentraba, lo cual representa una libre competencia.

4.2 Datos Históricos y Estadísticas

El 2016 quedará en la memoria del sector de energía eléctrica en Colombia como uno donde se puso a prueba la robustez del mismo y de sus instituciones (XM, 2017). La razón se basa en que bien puede llamarse éxito del sector, ante uno de los mayores déficits hídricos, como consecuencia del fenómeno de El Niño, además de la alta cantidad de eventos de confiabilidad que intempestivamente dieron lugar a la falta de infraestructura, ocasionando la salida de generación hidráulica y térmica cuando más se requería de su disponibilidad.

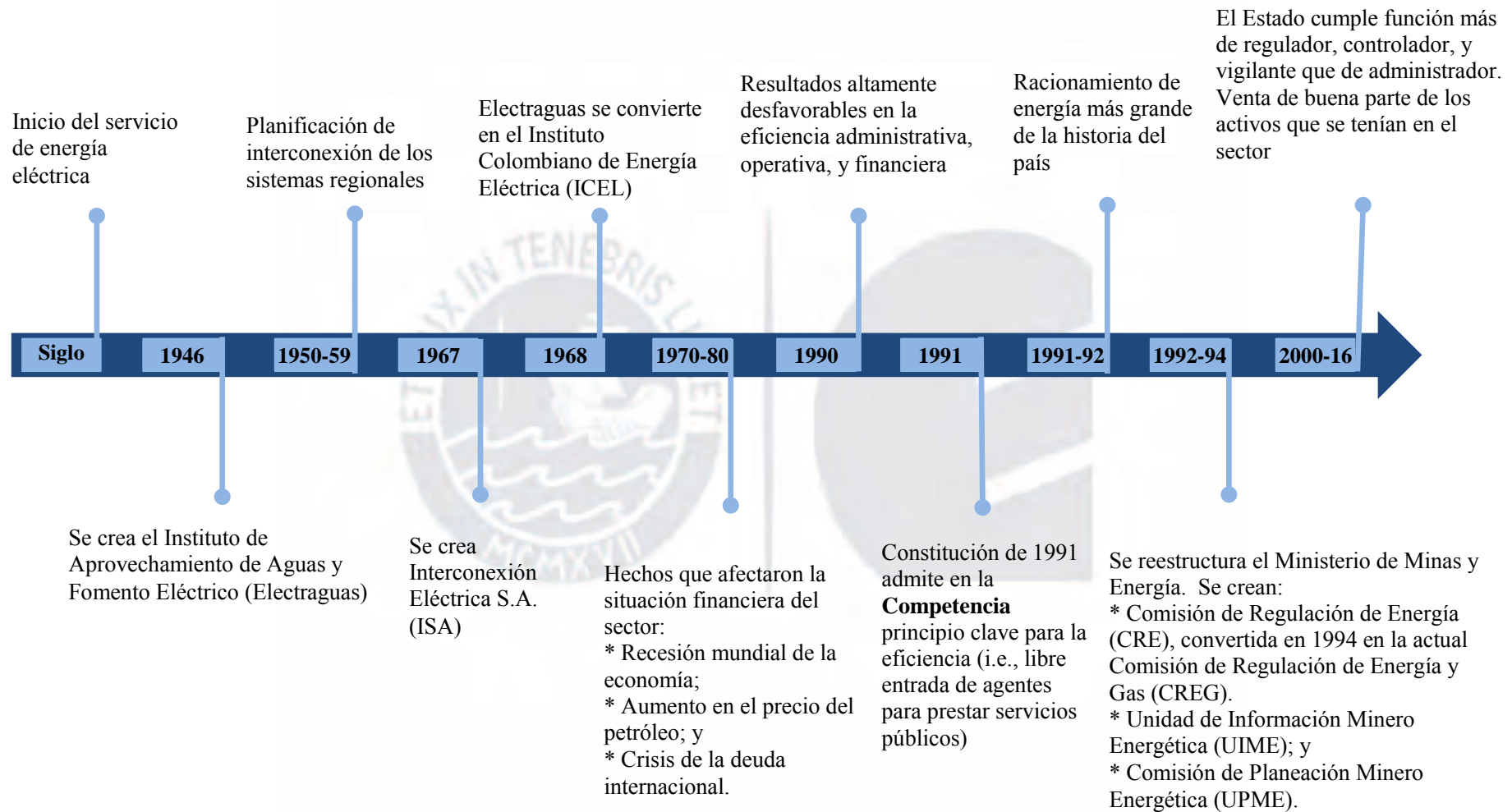


Figura 6. Historia de la energía eléctrica en Colombia.

Adaptado de “Historia en Colombia,” por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), 2017b. Recuperado de <http://www.creg.gov.co/index.php/es/sectores/energia/historia-energia>

De acuerdo con información de XM (2017), al 31 de diciembre de 2016, la generación anual de energía eléctrica en Colombia fue de 65,940.3 GWh, 0.9% por debajo de la registrada en el 2015 para este mismo período (66,548.5 GWh). Este decrecimiento está asociado principalmente con la disminución de la demanda del SIN (-0.2%) y con el incremento de las importaciones desde Ecuador durante el primer trimestre del 2016, debido al evento de El Niño. Este hecho se muestra en la Figura 7.

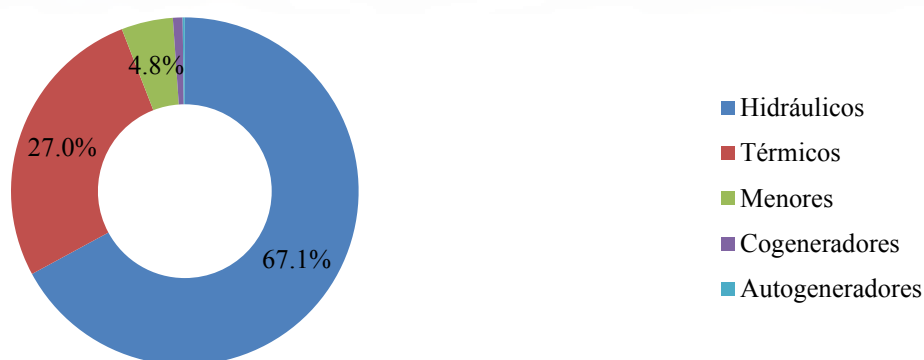


Figura 7. Composición de la generación del SIN en el 2016. Adaptado de “Informe de Operación del SIN y Administración del Mercado 2016,” por XM, 2017, p. 25. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

En la Figura 8 se muestra la tendencia de demanda de la energía eléctrica en Colombia.

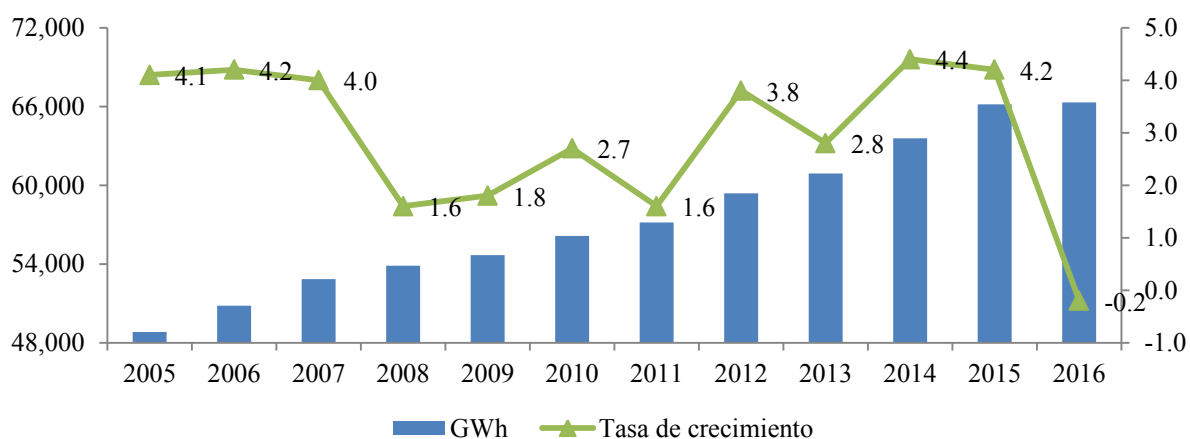


Figura 8. Comportamiento de la demanda de energía eléctrica anual en Colombia. Adaptado de “Informe de Operación del SIN y Administración del Mercado 2016,” por XM, 2017, p. 28. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

Según XM (2017), la demanda de energía eléctrica decreció 0.2% en el 2016 con relación al 2015, con un consumo de 66,315 GWh. Por tipos de días, los días comerciales y

sábados presentaron un decrecimiento de 0.2% con un consumo promedio de 187.9 GWh-día y 177.6 GWh-día respectivamente, mientras que los domingos y festivos presentaron un consumo promedio de 159.4 GWh-día no evidenciándose crecimiento. Un aspecto fundamental en este comportamiento, se dio tras la campaña “Ahorrar paga”, que buscó promover el ahorro voluntario de energía y que fue promovida por el Gobierno nacional con el ánimo de evitar un nuevo esquema de apagones y racionamiento eléctrico.

En la Figura 9 se muestra el intercambio internacional de energía eléctrica durante los años 2014 y 2015.

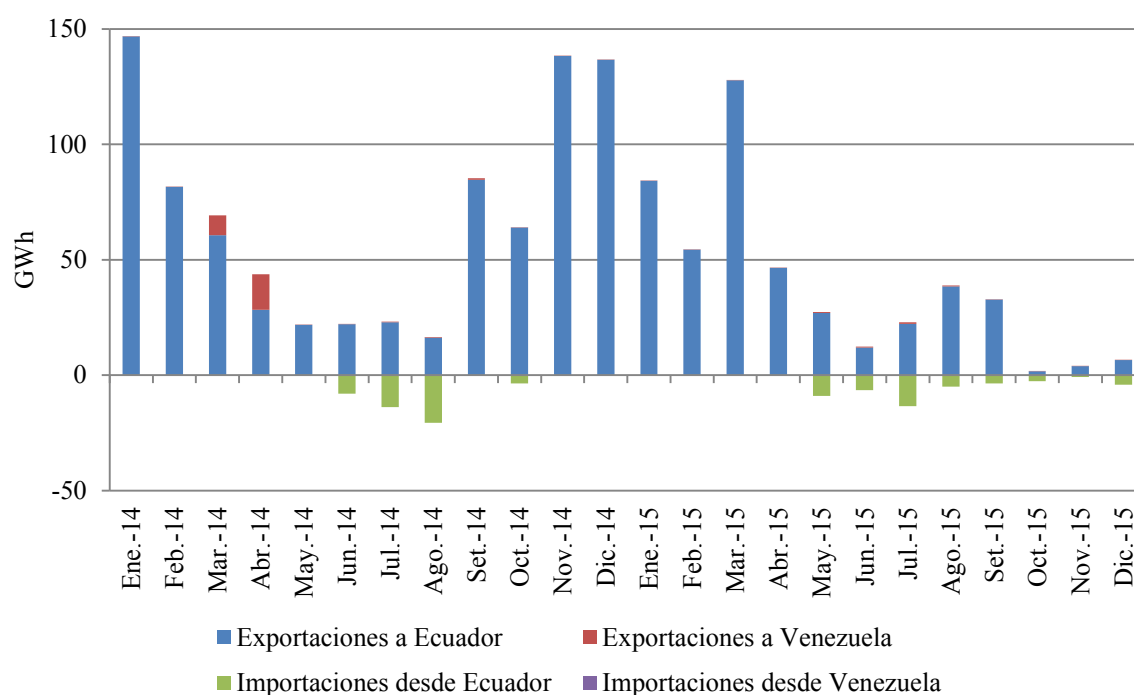


Figura 9. Intercambios internacionales de energía eléctrica.

Adaptado de “Informe de Operación del SIN y Administración del Mercado 2015,” por XM, 2016, p. 140. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

Tal como se expuso en el Capítulo III, el tamaño de la muestra para el presente estudio ha sido influenciado principalmente por los aspectos de generación de energía eléctrica, los cuales se muestran en la Tabla 2, donde las primeras siete empresas de la lista, concentran el 80.32% de la participación acumulada. Igualmente, influenciado por el ranking de *Portafolio* (“1,001 Compañías,” 2017), que corresponde a las 1,001 compañías del año en

Colombia clasificadas por sus ingresos operacionales; contrastando los años 2015 y 2016.

Esta información se muestra en la Tabla 3, donde aparecen 14 compañías del sector de energía eléctrica en Colombia, siendo la más representativa Empresas Públicas de Medellín (EPM), ocupando la posición 3 dentro del ranking.

Tabla 2

Generación por Agente en el 2016

Agente generador	Generación (GWh)	Participación (%)	Participación acumulada (%)
Emgesa	15,005.437	22.76	22.76
EPM	13,408.678	20.33	43.09
Isagén	11,391.737	17.28	60.37
AES Chivor & CIA. S.C.A.	4,370.954	6.63	67.00
Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A.	3,180.586	4.82	71.82
Empresa de Energía del Pacífico S.A. (EPSA)	2,849.486	4.32	76.14
Termobarranquilla S.A.	2,758.471	4.18	80.32
Zona Franca Celsia S.A.	2,165.909	3.28	83.60
Gestión Energética S.A. (Gensa)	1,883.220	2.86	86.46
Empresa Urrea S.A.	1,250.205	1.90	88.36
Termotasajero S.A.	964.397	1.46	89.82
Termovalle S.A.S.	872.288	1.32	91.14
Termotasajero Dos S.A.	808.556	1.23	92.37
Celsia S.A.	699.903	1.06	93.43
Otros (39 compañías)	6,496.820	6.57	100.00
Total	65,940.000		

Nota. Adaptado de "Informe de Operación del SIN y Administración del Mercado 2016," por XM, 2017, p. 35. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

Tabla 3

Empresas del Sector de Energía Eléctrica en Colombia dentro del Ranking Portafolio 2017

Posición en el ranking	Razón social	Ingresos operacionales (millones \$ COP)		
		2016	2015	Var. 16/15 (%)
3	EPM	15'854,211	13'925,471	13.85
10	ISA	6'610,536	5'270,649	25.42
17	Electricaribe	4'813,735	4'285,653	12.32
19	Codensa	4'189,696	3'711,866	12.87
25	Emgesa	3'514,106	3'268,277	7.52
29	EEB	3'132,827	3'419,610	-8.39
36	Isagén	2'784,731	2'871,006	-3.01
75	AES Chivor & CIA. S.C.A.	1'328,549	1'568,758	-15.31
162	Gestión Energética S.A. (Gensa)	633,798	620,605	2.13
291	Centrales Eléctricas de Nariño S.A.	366,965	280,897	30.64
415	Empresa de Energía de Pereira (EEP)	262,563	211,032	24.42
564	Empresa de Energía del Casanare (Enerca)	192,045	171,465	12
627	Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A. (Gecelca)	175,726	66,746	163.28

Nota. Adaptado de "1,001 Compañías del Año en Colombia," 2017, *Portafolio*, pp. 124-163.

4.3 Resultados

Una vez realizada la verificación de data secundaria, derivada de las páginas web de las empresas seleccionadas dentro de la muestra y de la página web de la SFC, se pudo acceder a la información pertinente y relativa al cumplimiento de la Encuesta Código País, pudiendo confrontar, no solamente los resultados entre las diferentes empresas, sino el grado de avance entre los períodos 2015 y 2016 para cada compañía. En la Tabla 4 se muestra el resultado obtenido pertinente al cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

La obtención de datos y ratios financieros, derivada de cada una de las páginas web de las empresas, la página de Supersociedades, y otra data secundaria tal como los resultados de la revista *Portafolio*, permitieron validar los indicadores que habitualmente se consideran dentro del sector y las diferentes compañías seleccionadas para el 2016. La muestra elegida estuvo representada por empresas que transan en bolsa y que por lo tanto se preocupan por mejorar sus estándares correspondientes. En la Tabla 5 se muestran los indicadores financieros.

Consecuentemente, a partir de la información que se deriva de la Tabla 4, se puede hacer una comparación adicional, tomando como línea base el promedio de cada una de las grandes áreas o departamentos y el estado actual de las empresas, pudiendo diferenciar aquellas que se encuentran por debajo de esta línea base (en color naranja) y aquellas que igualan o superan la misma (color azul), donde más allá de establecer un posible incumplimiento, permite la posibilidad a cada organización de comparar el nivel de desarrollo de cada práctica y la posible orientación que cada compañía realiza seguramente ajustada a sus políticas, valores, intereses, y otros elementos derivados del mismo direccionamiento estratégico.

Tabla 4

Cumplimiento de las Buenas Prácticas de Gobierno corporativo por parte de las Empresas

Grandes áreas aPBGB Código País	Empresa																		Promedio	
	Celsia		Codensa		Electrificadora de Tuluá		Emgesa		EEB		EPSA		EPM		ISA		Isagén			
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas	85.7	100.0	78.6	78.6	42.9	57.1	78.6	78.6	71.4	85.7	57.1	64.3	42.9	50.0	92.9	92.9	85.7	100.0	70.6	78.6
Asamblea General de Accionistas	100.0	100.0	68.4	68.4	52.6	52.6	68.4	68.4	47.4	73.7	100.0	100.0	36.8	36.8	89.5	94.7	52.6	78.9	68.4	74.9
Junta Directiva	75.3	79.5	61.6	61.6	45.2	54.8	61.6	61.6	47.9	79.5	74.0	68.5	89.0	89.0	89.0	93.2	84.9	84.9	69.9	74.7
Arquitectura de Control	79.3	89.7	75.9	75.9	69.0	79.3	75.9	79.3	82.8	86.2	72.4	82.8	93.1	93.1	89.7	93.1	82.8	100.0	80.1	86.6
Transparencia e Información Financiera y No Financiera	84.6	100.0	92.3	92.3	69.2	76.9	92.3	92.3	92.3	84.6	69.2	76.9	100.0	100.0	100.0	100.0	92.3	100.0	88.0	91.5
Total	81.1	87.8	69.6	69.6	52.7	61.5	69.6	70.3	60.8	81.1	75.0	75.7	79.7	80.4	90.5	93.9	81.1	89.9	73.3	78.9

Nota. aPrácticas de buen gobierno corporativo. Adaptado de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Celsia, 2017, Bogotá D. C., Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Codensa, 2017, Bogotá D. C., Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Electricidad de Tuluá, 2017, Valle del Cauca, Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Emgesa, 2017, Bogotá D. C., Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Empresa de Energía de Bogotá (EEB), 2017, Bogotá D. C., Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Empresa de Energía del Pacífico (EPSA), 2017, Valle del Cauca, Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Empresas Públicas de Medellín (EPM), 2017, Medellín, Colombia: Autor; de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por ISA, 2017, Medellín, Colombia: Autor; y de “Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas,” por Isagén, 2017, Medellín, Colombia: Autor.

Tabla 5

Indicadores de Valor Financiero (%)

Indicador de valor financiero en el 2016 (%)	Empresa								
	Celsia	Codensa	Electrificadora de Tuluá	Emgesa	EEB	EPSA	EPM	ISA	Isagén
Margen operacional	17.23	43.08	31.63	62.87	54.18	37.28	24.05	74.69	29.68
Margen neto	5.90	13.08	16.18	21.63	533.50	16.05	26.21	242.67	5.13
Endeudamiento	29.01	55.60	29.35	61.32	24.26	37.14	43.50	28.63	56.71
ROA	0.74	9.47	8.53	8.34	8.38	5.38	5.11	15.47	1.70
ROE	1.05	21.32	12.07	21.56	11.06	8.56	9.05	21.68	3.92

Nota. Adaptado de “Estado de Situación Financiera de las Empresas de la Muestra al 2015 y 2016 y Estado de Resultados al 31 de Diciembre de 2015 y 2016,” por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), 2017. Recuperado de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

Si se comparan los resultados de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo presentados en el sector, se puede observar que la tendencia media de cumplimiento en el mismo mejora entre los años 2015 y 2016, donde se presenta un incremento del cumplimiento en ocho respuestas promedio (sí cumple) y una disminución de aquellos ítems que no se cumplen en seis respuestas promedio (no cumple); dichas variaciones se muestran en la Figura 10. La razón se presume en que todas las empresas de la muestra se encuentran inscritas en la BVC, donde pueden verse comprometidas a mejorar el cumplimiento como una herramienta para influir positivamente en las valoraciones hechas por las calificadoras de riesgo con el fin de contar con un perfil más fuerte, competitivo, y atractivo para inversión en el sector. Por otro lado, este sector es muy regulado y la implementación de buenas prácticas contribuye a la mitigación de potenciales riesgos asociados a corrupción y otras faltas a la ética, situaciones que tuvieron alto impacto en el pasado.

4.3.1 Perfil de cumplimiento del instrumento de gobierno corporativo

Considerando las empresas del sector de energía eléctrica analizadas, se muestra en la Figura 11 el perfil de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo, expresado como la media del sector para el año 2016. El nivel de cumplimiento muestra la Transparencia e Información Financiera y no Financiera, como la materia o área con mayor desarrollo con 91.5%, mientras que la materia Junta Directiva, es la de menor desarrollo con 74.7%.

Los resultados mencionados, aunque con avance parcial, muestran la encomiable labor desarrollada y el liderazgo del sector, que logra posicionar a las empresas dentro de buenos rangos de avance, seguramente como consecuencia del control que ha venido incorporando el sector desde la década de los noventa.

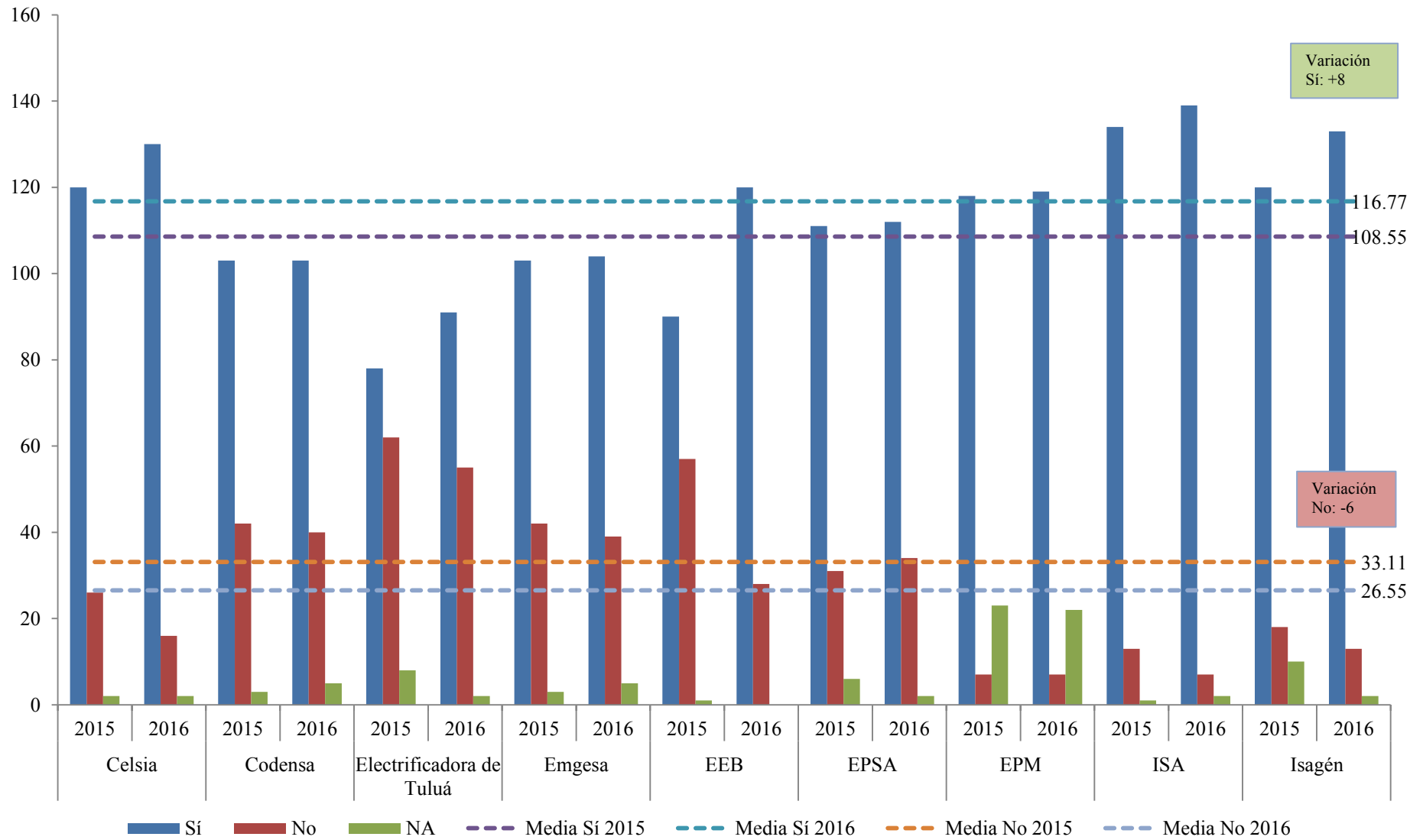


Figura 10. Comparativo 2015 vs. 2016 en cumplimiento BPGC-Código País.

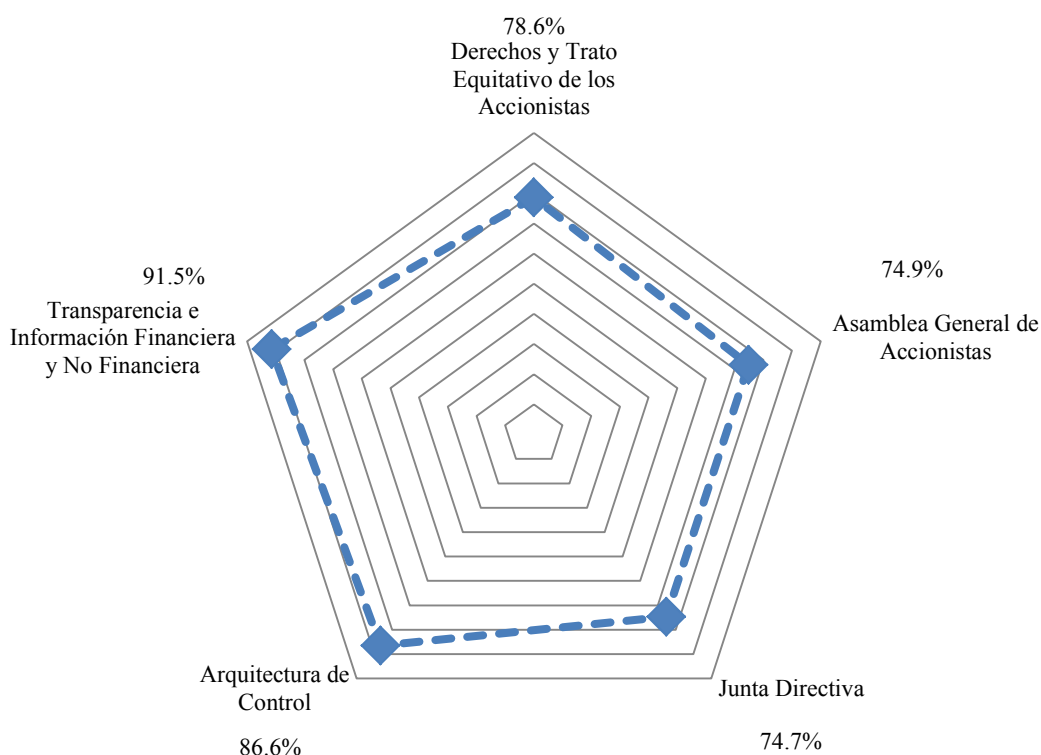


Figura 11. Perfil de cumplimiento promedio BPGC-Código País.

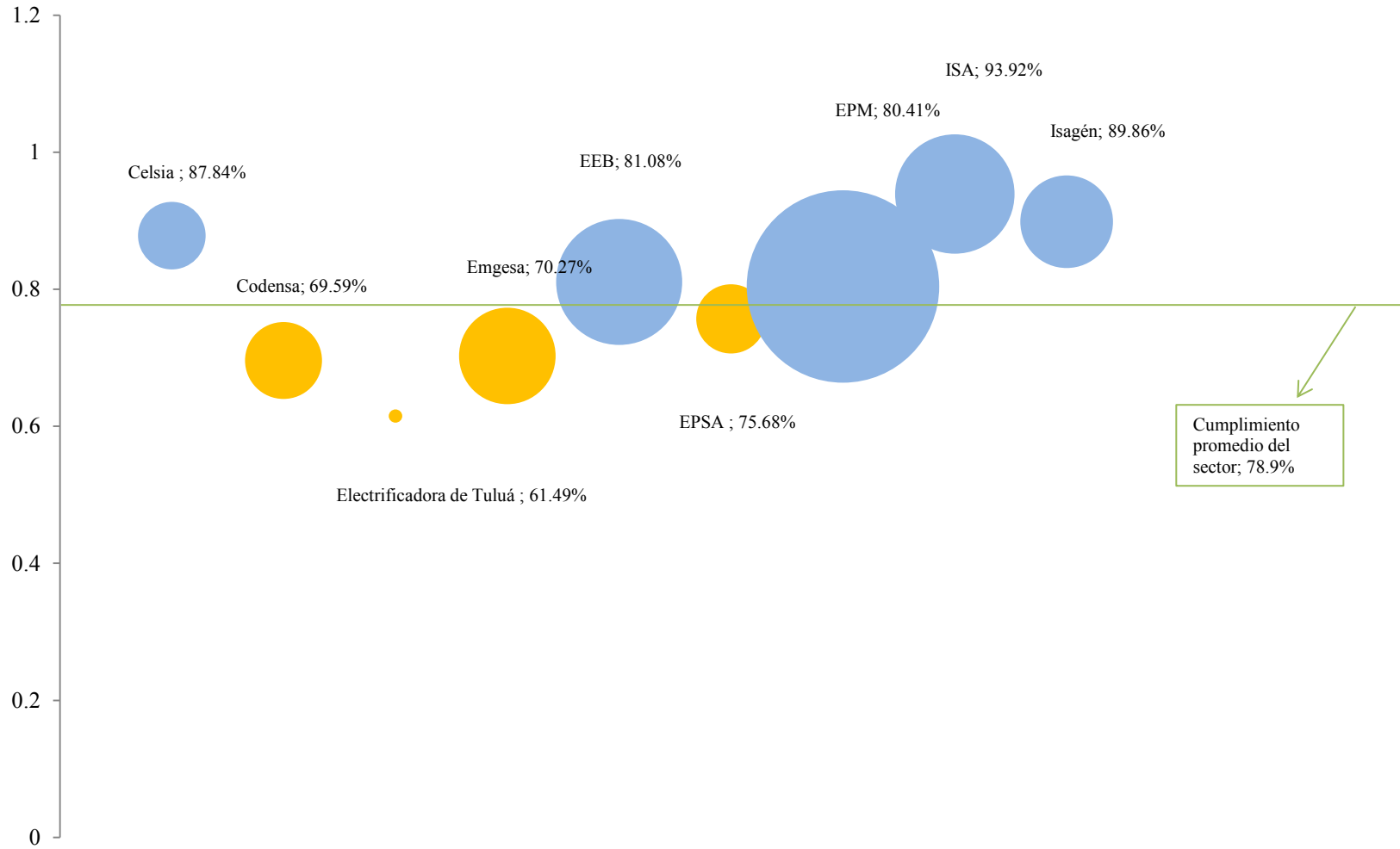
Se debe resaltar que la década de los noventa, trajo consigo la implementación de una robusta normativa y entidades de control y monitoreo, donde la transparencia e información financiera y no financiera logró el mayor desarrollo, recordando que este sector concentra un servicio público dirigido a usuarios regulados y no regulados, donde los costos para quien goza del servicio son ampliamente conocidos y constantemente regulados. En la Figura 12 se muestra el valor total de cumplimiento de cada empresa con relación a la Encuesta Código País, pudiendo diferenciar aquellas que se encuentran por debajo de la línea base o promedio del sector (en color naranja) y aquellas que igualan o superan el mismo (color azul). Además, se relaciona el valor de los activos de cada organización, pudiendo establecer que la empresa Electrificadora de Tuluá; siendo la de menor número de activos, es también la de menor desarrollo en el cumplimiento general de la encuesta. Para el resto de compañías, no podría concluirse que su desarrollo pueda tener asociación con relación al nivel de activos. Del total

de nueve empresas, Codensa, la ya mencionada Electricadora de Tuluá, Emgesa, y EPSA, se encuentran por debajo del promedio del sector. Haciendo la misma asociación, se puede observar que la compañía Empresas Públicas de Medellín, con la mayor cantidad de activos (\$35,900'110,000 COP), no precisamente ocupa el mejor puntaje. De hecho, es la empresa que más se acerca al promedio del sector con 80.41%. Con relación a cada práctica, se considera que resultados por debajo de 50%, representan incumplimiento.

4.3.2 Posible relación entre los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas del gobierno corporativo y el valor financiero

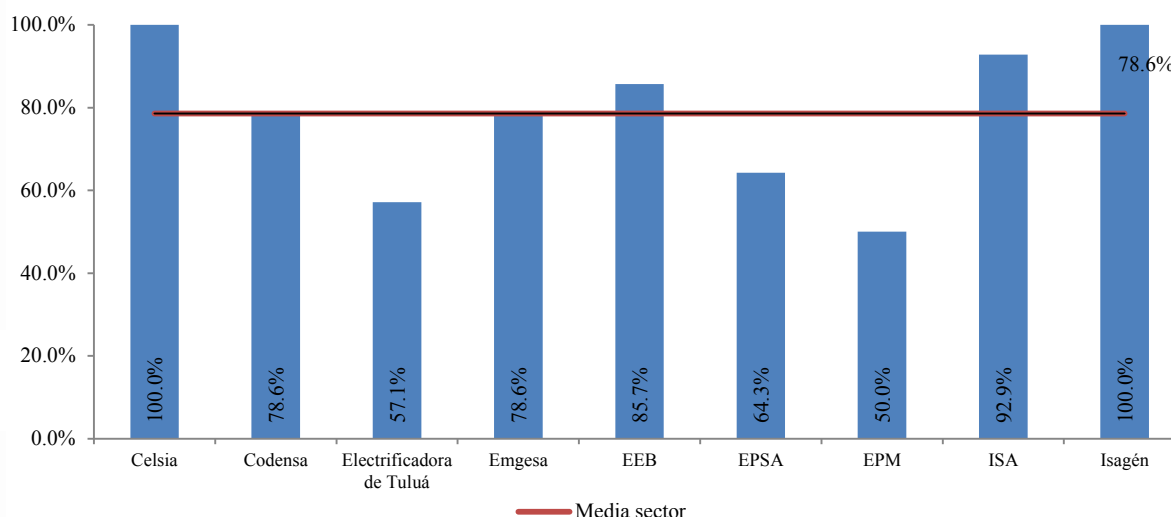
Esta área obtuvo una media en el sector de 78.6%, como se muestra en la Figura 13, donde las empresas Celsia e Isagén obtuvieron un cumplimiento perfecto del 100%, dejando en claro su labor de trato igualitario a través de procedimientos y políticas transparentes por parte de la Junta Directiva para relacionarse con los accionistas sin privilegiar información, haciéndola pública a través de su página web o eventos que incluyan entre otros la presentación de resultados con la periodicidad establecida legalmente. Asimismo, empresas como ISA con 92.9%, EEB con 85.7%, Emgesa con 78.6%, y Codensa con 78.6% encuentran oportunidades de mejora, aunque EPM se encuentra por debajo de la media, el rango de resultado del 50% se encuentra de acuerdo con los criterios definidos como cumplimiento de la práctica en el último lugar de las empresas observadas, pero debido a su naturaleza jurídica de empresa industrial y comercial del Estado, no le aplican algunos ítems evaluados en la encuesta y por este motivo no se da su cumplimiento.

En cuanto a los indicadores financieros, las compañías presentan un comportamiento similar de manera que sus resultados arrojan que tanto para los indicadores de rentabilidad como para los de actividad y endeudamiento, los valores son positivos y obedecen a la hipótesis de la posible relación entre el cumplimiento de los derechos y trato equitativo de los accionistas en la generación de valor empresarial.



Empresa	Celsia	Codensa	Electricadora de Tuluá	Emgesa	EEB	EPSA	EPM	ISA	Isagén
Activos (Miles \$ COP)	4,445,397	5,734,399	170,838	9,037,237	15,385,703	4,662,878	35,900,110	13,840,630	8,298,980

Figura 12. Perfil de cumplimiento y nivel de activos.



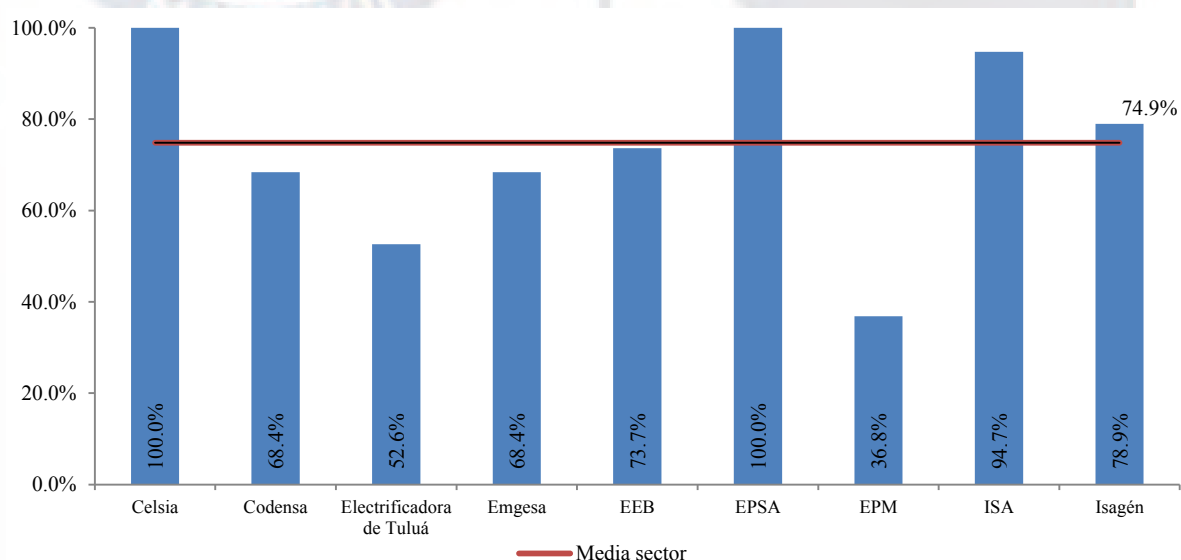
Margen operacional	17.2	43.1	31.6	62.9	54.2	37.3	24.0	74.7	29.7
Margen neto	5.9	13.1	16.2	21.6	533.5	16.0	26.2	242.7	5.1
Endeudamiento	29.0	55.6	29.3	61.3	24.3	37.1	43.5	28.6	56.7
ROA	0.7	9.5	8.5	8.3	8.4	5.4	5.1	15.5	1.7
ROE	1.0	21.3	12.1	21.6	11.1	8.6	9.0	21.7	3.9

Figura 13. Cumplimiento de Derechos y Trato Equitativo de Accionistas.

4.3.3 Posible relación entre la Asamblea General de Accionistas del gobierno corporativo y el valor financiero

Con relación a esta área, como se muestra en la Figura 14, la media del sector se ubica en 74.9%, siendo la dimensión que se ubica en el nivel 4 de cumplimiento. Se encuentran cuatro empresas de la muestra por arriba de la media de las cuales Celsia e Isagén tienen un cumplimiento del 100%, reflejando el compromiso y transparencia con los accionistas, permitiendo que estos puedan ejercer sus derechos, solicitar las aclaraciones que consideren convenientes a la Junta Directiva, y tengan acceso a información en condiciones de igualdad. EPM es la empresa con el menor grado de cumplimiento con el 36.8% en este ítem, por lo cual se considera como incumplida. Se podría considerar que tiene un margen de mejora con relación al sector del 50%, el cual no va a evolucionar en el tiempo dado que su único propietario es el municipio de Medellín, por lo cual se considera una empresa social del Estado. Ante este hecho, la empresa con menor cumplimiento es la Electrificadora de Tuluá con el 52.6%, pero sin llegar al grado de incumplimiento.

El valor empresarial medido a través de indicadores financieros demuestra que no solo la rentabilidad de las compañías evaluadas está siendo relacionada de manera directa, indicadores como la rotación del activo donde se mide el nivel de eficiencia con el que las empresas usan sus activos para generar ingresos, demuestran que se encuentra posiblemente una relación directa con este tipo de indicador puesto que en ninguno de los escenarios el indicador es negativo, lo que demuestra que las empresas cuentan con la capacidad y eficiencia para usar sus activos como recursos generadores de valor, del mismo modo que los demás indicadores objeto de estudio indican un comportamiento similar y por lo tanto dicha relación es directa y positiva. Se debe aclarar que esta relación se presenta por la medida en promedio puesto que aunque en algunas empresas se presentan desviaciones en este comportamiento, la media demuestra que aquellas empresas donde el perfil de cumplimiento de la Asamblea General de Accionistas es alto, su valoración empresarial es positiva de manera que igualmente que para el ítem anterior, en este caso se relaciona el cumplimiento frente a la creación de valor empresarial.



Margen operacional	17.2	43.1	31.6	62.9	54.2	37.3	24.0	74.7	29.7
Margen neto	5.9	13.1	16.2	21.6	533.5	16.0	26.2	242.7	5.1
Endeudamiento	29.0	55.6	29.3	61.3	24.3	37.1	43.5	28.6	56.7
ROA	0.7	9.5	8.5	8.3	8.4	5.4	5.1	15.5	1.7
ROE	1.0	21.3	12.1	21.6	11.1	8.6	9.0	21.7	3.9

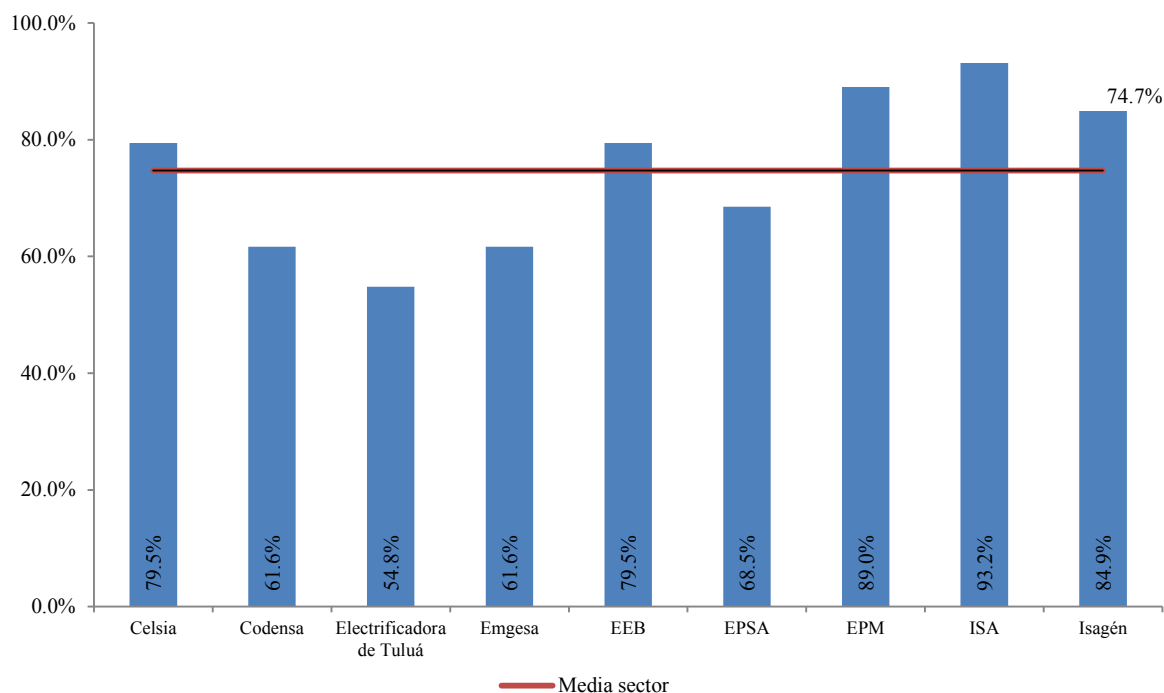
Figura 14. Cumplimiento de Asamblea General de Accionistas.

4.3.4 Posible relación entre la Junta Directiva del gobierno corporativo y el valor financiero

En esta sección de la encuesta, los resultados de los análisis indican que cinco empresas de la muestra están ubicadas por encima de la media del sector. Esta última se encuentra en 74.7%, como se muestra en la Figura 15, donde ISA es la de mayor porcentaje de cumplimiento con un 93.2%, seguida de EPM con 89%, Isagén con 84.9%, y Celsia y EBB con 79.5%.

La Junta Directiva se puede definir como un órgano administrativo de suma importancia en las empresas y más aún para aquellas en las que su composición accionaria es representativa, donde el rol fundamental de esta es determinante en la toma de decisiones y la gestión de políticas, por este motivo empresas como Electrificadora de Tuluá con 54.8%, Emgesa con 61.8%, y Codensa con el mismo porcentaje de cumplimiento que se encuentran por debajo del promedio del sector debido a falencias en las medidas de funciones, dimensión, conformación, y estructura funcional de la Junta Directiva, deben prestar atención.

La relación de los indicadores de margen neto, margen operativo, endeudamiento, ROE, y ROA es directa, y tomando en consideración que en todas las empresas se presenta buen nivel de cumplimiento de la Junta Directiva, se presume la posible relación positiva en la generación de valor financiero para las empresas del sector. Como lo muestra el indicador ROE, la capacidad de remuneración al accionista en las nueve empresas de la muestra es positiva de manera que demuestra que la gestión eficiente de los recursos expresado en la rentabilidad producida, resulta de manera directa relacionada a la creación de valor y considerando ello, uno de los órganos que influye en esta administración es precisamente la Junta Directiva.



Margen operacional	17.2	43.1	31.6	62.9	54.2	37.3	24.0	74.7	29.7
Margen neto	5.9	13.1	16.2	21.6	533.5	16.0	26.2	242.7	5.1
Endeudamiento	29.0	55.6	29.3	61.3	24.3	37.1	43.5	28.6	56.7
ROA	0.7	9.5	8.5	8.3	8.4	5.4	5.1	15.5	1.7
ROE	1.0	21.3	12.1	21.6	11.1	8.6	9.0	21.7	3.9

Figura 15. Cumplimiento de Junta Directiva.

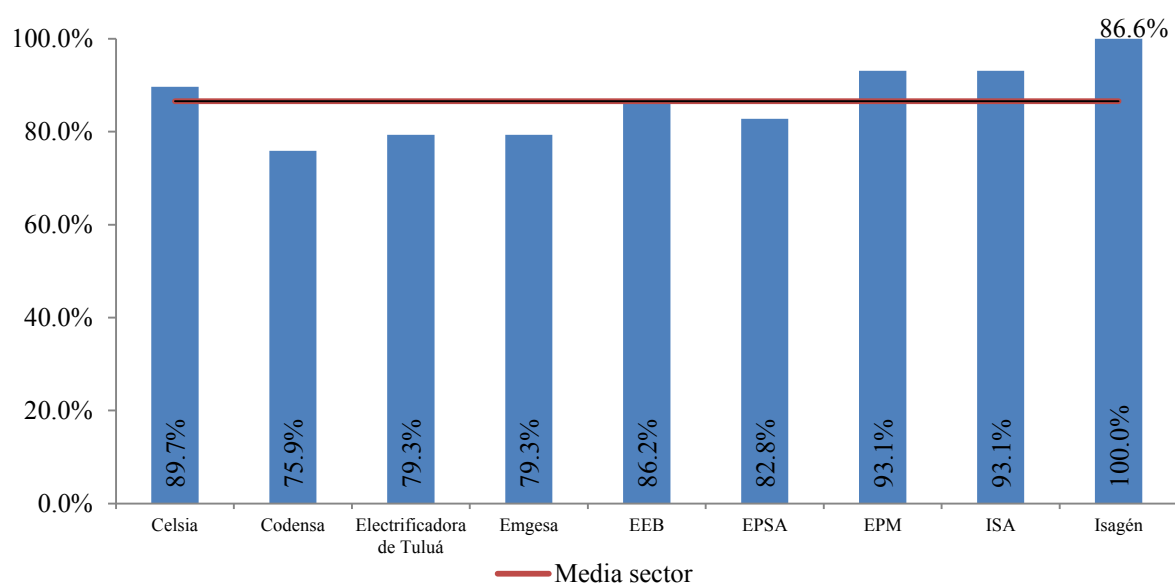
4.3.5 Posible relación entre la Arquitectura de Control del gobierno corporativo y el valor financiero

Con respecto a la media, como se muestra en la Figura 16, las empresas del sector de energía eléctrica presentan un cumplimiento de la Arquitectura de Control del 86.6%, donde Celsia, EPM, ISA, e Isagén se encuentran por encima de dicho promedio con 89.7%, 82.8%, 93.1%, y 100% respectivamente; sin embargo, Codensa, Electricificadora de Tuluá, Emgesa, EEB, y EPSA se encuentran por debajo del promedio con 75.9%, 79.3%, 79.3%, y 86.2%.

Considerando la relevancia de esta variable para las partes interesadas debido a los crecientes casos de corrupción y sistemas de prevención de riesgos débiles, denota alta importancia debido a que la Arquitectura de Control logra una comprensión de los distintos principios y guías que hacen parte de la gestión de riesgos y estructuras de auditoría vinculadas, donde se destaca el desempeño en el cumplimiento de esta variable para seguridad de todas las partes

interesadas, resaltando que las empresas objeto de estudio de la muestra alcanzan el perfil de cumplimiento y obedecen en su totalidad a ubicarse por encima del 50% con más del 20%.

Si se comparan los resultados de los diferentes indicadores y ratios financieros, se puede observar que la totalidad de las empresas obtuvieron valores positivos. Por lo anterior, para la totalidad de las compañías, se observa una posible relación positiva o directa en los resultados financieros y en el área de Arquitectura de Control.



Margen operacional	17.2	43.1	31.6	62.9	54.2	37.3	24.0	74.7	29.7
Margen neto	5.9	13.1	16.2	21.6	533.5	16.0	26.2	242.7	5.1
Endeudamiento	29.0	55.6	29.3	61.3	24.3	37.1	43.5	28.6	56.7
ROA	0.7	9.5	8.5	8.3	8.4	5.4	5.1	15.5	1.7
ROE	1.0	21.3	12.1	21.6	11.1	8.6	9.0	21.7	3.9

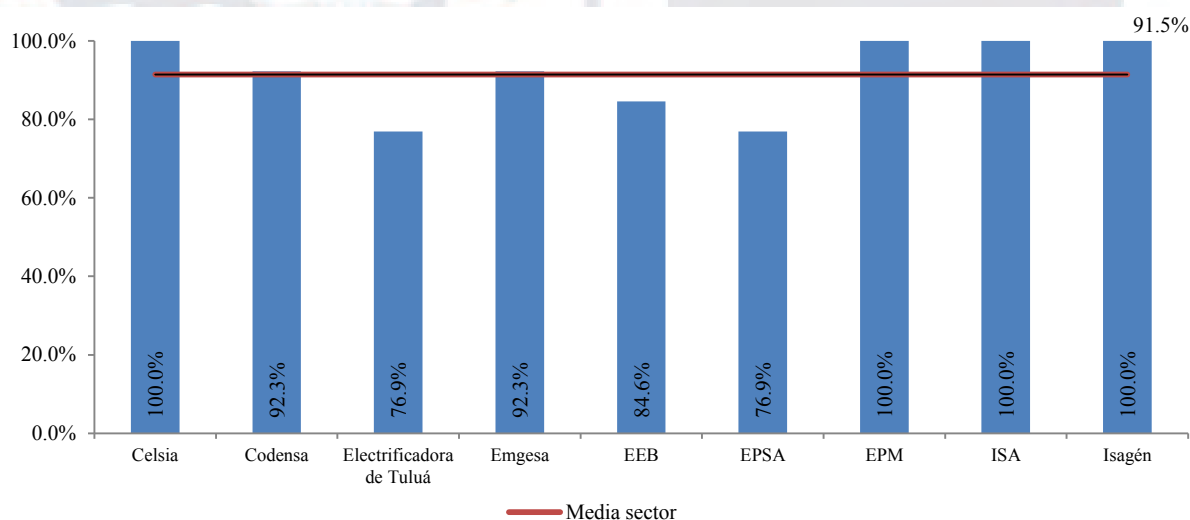
Figura 16. Cumplimiento de Arquitectura de Control.

4.3.6 Posible relación entre la Transparencia e Información Financiera y No Financiera del gobierno corporativo y el valor financiero

Velar por la Transparencia en la Información Financiera y No Financiera es una de las mayores preocupaciones en las empresas y en consecuencia es el perfil de cumplimiento más alto en las distintas empresas del sector de energía eléctrica, considerado como un pilar de cumplimiento. Se muestra en la Figura 17 que la media se ubica en 91.5%, y la Encuesta Código País indaga sobre aspectos relevantes como estados financieros, donde se deben considerar políticas de revelación e información de mercados que cumplan recomendaciones

instauradas por las autoridades pertinentes. ISA, Isagén, Celsia, y EPM cumplen por completo los requerimientos evaluados en la Encuesta Código país. Por otro lado, Codensa y Emgesa presentan un nivel de cumplimiento del 92.3%, mientras que EEB con 84.6%, Electrificadora de Tuluá con 76.9% al igual que EPSA con 76.9% son las de menor cumplimiento en esta categoría y en consecuencia se ubican por debajo de la media.

Los indicadores ROE, ROA, margen operacional, endeudamiento, y margen neto permiten medir y registrar la situación financiera de las compañías. Considerando que el perfil de cumplimiento de Transparencia e Información Financiera y No Financiera es el más alto, se evaluaron dichos indicadores y se muestra que la relación directa entre estas dos variables existe debido a los resultados positivos en todos los casos y todas las empresas evaluadas dejando claro que la labor financiera eficiente permite crear valor y es tal vez no de los ítems de la encuesta que de manera descriptiva hace más evidente dicha relación.



Margen operacional	17.2	43.1	31.6	62.9	54.2	37.3	24.0	74.7	29.7
Margen neto	5.9	13.1	16.2	21.6	533.5	16.0	26.2	242.7	5.1
Endeudamiento	29.0	55.6	29.3	61.3	24.3	37.1	43.5	28.6	56.7
ROA	0.7	9.5	8.5	8.3	8.4	5.4	5.1	15.5	1.7
ROE	1.0	21.3	12.1	21.6	11.1	8.6	9.0	21.7	3.9

Figura 17. Cumplimiento de Transparencia de la Información Financiera y No Financiera.

4.4 Discusión

Los resultados derivados de la comparación de las buenas prácticas de gobierno corporativo permiten inferir una posible relación entre el nivel de cumplimiento del

instrumento de gobierno corporativo y la generación de valor financiero. Se hacen uso de los indicadores financieros comparados con el promedio de los resultados de la tabulación consignados en la encuesta reportada a la SFC Código País en las distintas empresas del sector donde se analiza cada variable. Con base en los resultados y comparación del cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo vs. el valor económico medido a través de la utilidad y los ingresos, se puede resaltar que la variación 2015-2016 en su Indicador de Mejores Prácticas Corporativas para las nueve compañías objeto de estudio ha sido positiva, lo que demuestra el compromiso de estas empresas por su mejora. Del mismo modo, en la Figura 18 se puede visualizar el comportamiento que tienen los ingresos y la utilidad neta de estas compañías en dichos años, para permitir un primer acercamiento a la comparación entre el cumplimiento y el valor económico, donde ISA, EEB, y Electrificadora de Tuluá muestran que al aumentar el perfil de cumplimiento de la Encuesta Código País también aumentan los ingresos y la utilidad neta; sin embargo compañías como EPM, aunque presenta una disminución en sus ingresos a nivel de la utilidad neta, relaciona el indicador promedio de la encuesta con su buen desempeño financiero; situación inversa sucede con Celsia y Emgesa puesto que sus ingresos aumentan pero sus utilidades netas disminuyen. Codensa presenta la particularidad de mantener su nivel de cumplimiento en las buenas prácticas aumentando su nivel de ingresos y utilidad neta. Finalmente, se ubica a Isagén, que a pesar de mejorar sus prácticas de gobierno corporativo, no cuenta con una relación positiva en sus ingresos ni en su utilidad siendo la única compañía que no logra la relación descrita entre el cumplimiento y el valor financiero. Adicionalmente, es importante destacar que la compañía con mayor variación de cumplimiento (28%) es EEB y también es la de mayor aumento de un año a otro de sus ingresos (31%) y de su utilidad neta (27%), como se muestra en la Tabla 6.

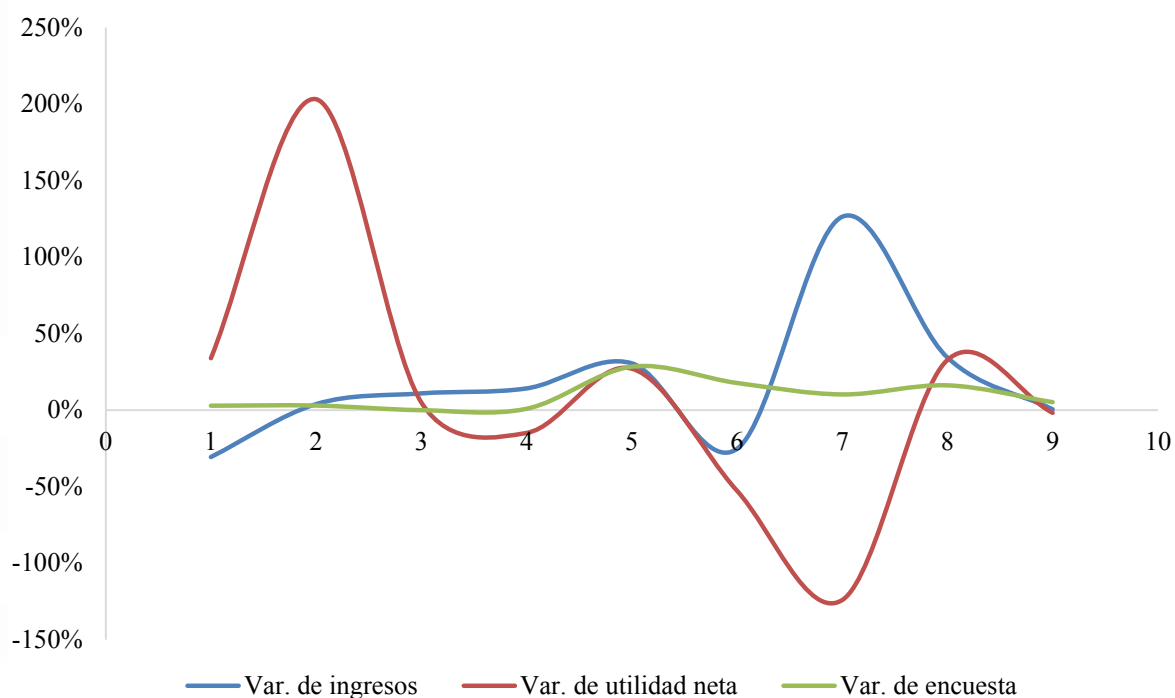


Figura 18. Variación de ingresos, utilidad neta, y Encuesta Código País.

Tabla 6

Indicadores de Valor Financiero: Variaciones 2015-2016 (%)

Empresa evaluada	Variación de		
	Ingresos	Utilidad neta	Encuesta
EPM	-30.61	33.96	2.92
ISA	3.96	203.19	3.01
Codensa	10.96	5.02	0.00
Emgesa	14.22	-14.88	0.92
EEB	30.62	27.14	28.41
Isagén	-25.29	-52.62	17.78
Celsia	126.40	-124.08	10.28
Electrificadora de Tuluá	34.40	32.80	16.22
EPSA	0.56	-1.74	5.23

Ahora bien, en la Figura 19 se muestra la línea de tendencia promedio con los resultados de los indicadores financieros usados para este estudio junto con la media de cumplimiento de la Encuesta Código País en las nueve empresas.

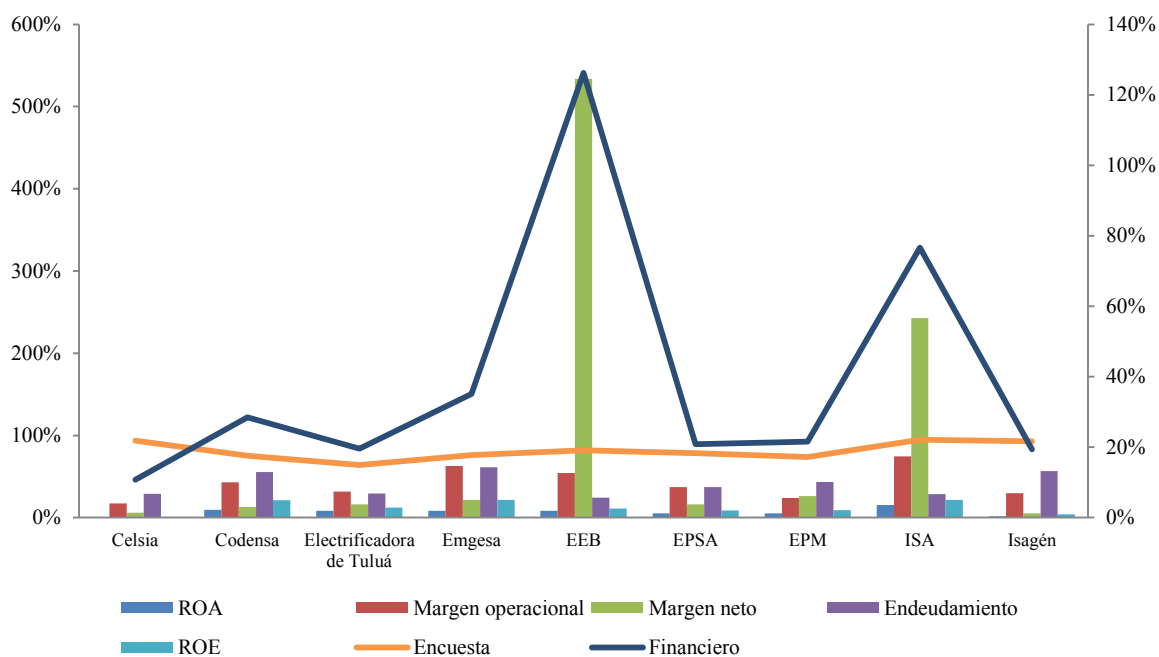


Figura 19. Relación del valor financiero.

Se observa de manera general que los resultados responden de manera positiva la pregunta objetivo sobre la existencia de una posible relación positiva o de influencia en la creación de valor financiero a través de buenas prácticas de gobierno corporativo; sin embargo EEB e ISA tienen una particularidad en su estructura organizacional, por lo cual se muestran los valores más altos que desvían la tendencia que podría tener. Ello se debe a que por ser holdings, las empresas reportan menos ingresos operacionales frente a las utilidades netas puesto que en sus estados financieros se reconocen ingresos por otras actividades como el método de participación que hace que el indicador en apariencia parezca desviado pero como se ha revisado y ha arrojado los análisis desde otras perspectivas, se corrobora el valor financiero positivo a través de dichas prácticas.

4.5 Resumen

El sector de energía eléctrica en Colombia ha estado trascendiendo en los últimos 30 años, como consecuencia de situaciones climáticas, pero al mismo tiempo de comportamientos al margen de la ética y visible corrupción, situaciones que promovieron mejores esquemas normativos, de control, y seguimiento, principalmente mediante la

adopción de una nueva infraestructura en la que el Gobierno ha dejado de lado su rol administrativo. La energía eléctrica es un servicio público que, orientado a un mercado regulado y no regulado, tiene alta aportación a la sostenibilidad de los diversos sectores y del mismo país.

Las buenas prácticas de gobierno corporativo consignadas en la Encuesta Código País junto con información financiera de las empresas del sector de energía eléctrica, puntualmente los indicadores ROA, ROE, margen operacional, margen neto, y endeudamiento, que pertenecen al grupo de empresas colombianas que cotizan en la bolsa de valores, se comparan para evaluar la existencia de la relación entre estas variables para definir la creación de valor financiero a través de gobiernos corporativos eficientes que generen sostenibilidad empresarial.

Los resultados se evalúan a través del perfil de cumplimiento del instrumento de gobierno corporativo ponderado de las empresas de la muestra, donde se destaca la Transparencia e Información Financiera y No Financiera por ser la de mayor cumplimiento, por el contrario la Junta Directiva tiene el menor nivel de cumplimiento.

Dichos perfiles de cumplimiento son relacionados con los indicadores financieros mencionados anteriormente, observando que para todas las empresas seleccionadas se presenta un nivel por encima del 50%, demostrando que tienen buena situación financiera. Del mismo modo, se realizan análisis para comparar el cumplimiento con el valor económico de las utilidades y los ingresos ponderando los resultados de las variaciones 2015-2016 de la encuesta junto con los de los indicadores financieros para estos mismos años y de esta manera poder inferir la posible relación positiva de creación de valor a través de buenas prácticas de gobierno corporativo.

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

Las necesidades inminentes que ocurren a través de procesos como la globalización, donde las empresas buscan intervenir en entornos dinámicos; además de los múltiples escándalos financieros y nuevas responsabilidades empresariales medidas no solo a través de la gestión eficiente y resultados de utilidad, han estado evolucionando la forma en que las partes interesadas quieren evaluar el valor empresarial y asimismo cómo las diferentes entidades de regulación buscan intervenir en esa labor. Lo anterior ha generado que se establezcan iniciativas como el gobierno corporativo que en los últimos años se ha convertido en un indicador puntual para evaluar la responsabilidad y gestión de las compañías, tras la materialización de buenas prácticas definidas en códigos como lo es el Código País en su versión 2014. A lo largo del presente estudio se abordó literatura que describe la posible existencia de la relación en distintas compañías entre sus resultados de las mejores prácticas del gobierno corporativo frente a la valoración financiera.

5.1 Conclusiones

El sector de energía eléctrica evaluado enmarca el objetivo fundamental del presente trabajo, definido como: Describir si la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, repercute en un posible impacto en la generación de valor financiero en las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, y que tras el desarrollo del presente trabajo, permite inferir que existe una posible relación positiva, donde a través de la descripción de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, se tiene un impacto positivo en la generación de valor financiero en las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia. Al mismo tiempo, el propósito del presente trabajo dio lugar al planteamiento de una serie de preguntas, cuyos resultados se expresan a continuación:

1. A través de la construcción de un perfil de cumplimiento del instrumento de gobierno corporativo Encuesta de Código País, se muestra que con base en las nueve empresas analizadas y con alta representatividad del sector; considerando su aporte a la generación,

ingresos, y adopción del código, el promedio del nivel de cumplimiento de buenas prácticas en todos los ítems evaluados es superior al 50%. Se evidenció que para el 2016 como promedio del sector, se obtuvo 78.9%, al mismo tiempo que se evidenció su mejora con relación al período 2015, donde se alcanzó 73.3% en promedio. Considerando solamente el 2016, la empresa que más sobresalió fue ISA con 93.9% de cumplimiento, mientras que la que obtuvo el menor desempeño fue Electrificadora de Tuluá con 52.7%.

2. Se infiere una posible relación positiva entre la práctica de los Derechos y Trato Equitativo de Accionistas y el valor financiero de las empresas del sector de energía eléctrica en Colombia, encontrando indicadores financieros positivos para todas las empresas, al mismo tiempo que la implementación de la práctica se encontró por encima del 50% y un valor promedio de 78.6%.
3. Se infiere una posible relación positiva entre la práctica de la Asamblea General de Accionistas y el valor financiero de las empresas del sector, donde la práctica en el promedio se encontró en 74.9% para el 2016. De las empresas estudiadas, solamente EPM tuvo un valor por debajo de 50%, que corresponde a 36%.
4. Entre la práctica definida como la Junta Directiva y el valor financiero de las empresas del sector, se puede inferir una posible relación positiva, con un valor promedio de 74.7% y la totalidad de compañías analizadas por encima de 50%. Nuevamente ISA obtuvo la mejor evaluación con 93.2%.
5. Entre la Arquitectura de Control del gobierno corporativo y el valor financiero de las empresas, se puede inferir una posible relación positiva, encontrando como promedio 86.6%. Isagén obtuvo un perfecto cumplimiento con 100%, mientras que la empresa con menor puntaje correspondió a Codensa con 75.9%.
6. Entre la Transparencia e Información Financiera y No Financiera y el valor financiero de las empresas, se puede inferir una posible relación positiva, donde la evaluación llegó a 91.5% (área que presenta el mayor cumplimiento en el sector). Aquí se encuentran cuatro

compañías con perfecto cumplimiento (100%): Celsia, EPM, ISA, e Isagén; y las de menor desempeño: Electrificadora de Tuluá y EPSA con 76%.

7. En cuanto al nivel de activos en relación con los resultados de la encuesta, se encuentra que la única empresa que muestra un comportamiento de menor nivel de activos frente a un menor nivel de cumplimiento es la empresa Electrificadora de Tuluá. Para las demás empresas de la muestra, no puede concluirse existencia de relación.
8. Se puede mencionar que a pesar de las diferencias existentes en ingresos de algunas compañías que afectan indicadores financieros usados para el estudio objetivo, la investigación arroja una posible relación positiva pero no determinante debido a las desviaciones mencionadas entre la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor financiero.

5.2 Recomendaciones

1. La recomendación general se origina en la búsqueda de mejoras concretas por parte de las compañías evaluadas con el fin de una búsqueda de cumplimiento mayor en las compañías en que se pudo evidenciar un cumplimiento por debajo del promedio o no muy por encima de este, y así garantizar un mayor grado de confianza, prestando suma atención a los requerimientos de las autoridades.
2. Se recomienda hacer un análisis de la posible existencia de relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor en las empresas del sector de energía eléctrica a través de un acercamiento profundo en los datos relacionados que permitan establecer una tendencia a través de métodos como la regresión lineal, que dé lugar a encontrar las correlaciones existentes que corroboren las conclusiones a las que se llegaron en este estudio.
3. Dicho lo anterior, se contempla el uso de un rango de datos en años más amplio para que la tendencia mencionada sea más asertiva para los análisis estadísticos sugeridos que se puedan realizar.

Referencias

- 1,001 compañías del año en Colombia. (2017). *Portafolio*, 2017, 124-163.
- Aguilera, R. V., & Cuervo, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What is the trigger? [Códigos de buen Gobierno a nivel mundial: ¿Cuál es el disparador?]. *Organizations Studies*, 25(3), 417-446. doi: 10.1177/0170840604040669
- Archel, P., & Gómez, M. (2014). Crisis de la valoración contable en el capitalismo cognitivo. *Innovar*, 24(52), 103-116. doi: 10.15446/innovar.v24n52.42526
- Cárdenas, J. H. (2012). *Algunos avances del Gobierno corporativo en Colombia*. Recuperado de <https://docplayer.es/22550269-Algunos-avances-del-gobierno-corporativo-en-colombia.html>
- Celsia. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- Claessens, S. (2003). *Corporate governance and development: Focus 1* [Gobierno corporativo y desarrollo]. Washington DC: Banco Mundial.
- Clavijo, S. (2016, 9 de abril). La crisis energética de Colombia (2015-2016). *Diario del Huila*. Recuperado de [https://www.diariodelhuila.com/opinion/la-crisis-energetica-de-colombia-\(2015-2016\)-cdgint20160409225432193](https://www.diariodelhuila.com/opinion/la-crisis-energetica-de-colombia-(2015-2016)-cdgint20160409225432193)
- Codensa. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- Comisión de Regulación de Energía y Gas [CREG]. (2017a). *Estructura del sector*. Recuperado de <http://www.creg.gov.co/index.php/es/sectores/energia/estructura-energia>
- Comisión de Regulación de Energía y Gas [CREG]. (2017b). *Historia en Colombia*. Recuperado de <http://www.creg.gov.co/index.php/es/sectores/energia/historia-energia>

- Comisión de Regulación de Energía y Gas [CREG]. (2018). *El mercado eléctrico colombiano*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2006). *La mejora del Gobierno corporativo en organizaciones bancarias*. Basilea, Suiza: Banco de Pagos Internacionales.
- Córdoba, J. P. (2009). *Gobierno corporativo en Colombia y algunas reflexiones sobre la crisis financiera internacional*. Bogotá D. C., Colombia: Bolsa de Valores de Colombia.
- Corporación Andina de Fomento [CAF]. (2013). *Lineamientos para un código latinoamericano de Gobierno corporativo*. Caracas, Venezuela: Autor.
- Crespí, R., & Gispert, C. (1999). *Block transfer: Implications of the governance of Spanish companies* [Bloqueo de transferencias: implicaciones de la gobernanza de las empresas españolas.]. Segovia, España: Asociación Española de Finanzas.
- Cuervo, A. (2004). El Gobierno de la empresa: Un problema de conflicto de intereses. En E. Bueno, M. Alonso, & C. Seoane (Eds.). *El Gobierno de la empresa: En busca de la transparencia y la confianza* (pp. 115-135). Madrid, España: Pirámide.
- Cuevas, C. F. (2001). Medición del desempeño: Retorno sobre inversión, ROI; ingreso residual, IR; valor económico agregado, EVA; análisis comparado. *Estudios Gerenciales*, 17(79), 13-22.
- Electrificadora de Tuluá. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Valle del Cauca, Colombia: Autor.
- Emgesa. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- Empresa de Energía de Bogotá [EEB]. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- Empresa de Energía del Pacífico [EPSA]. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Valle del Cauca, Colombia: Autor.

- Empresas Públicas de Medellín [EPM]. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Medellín, Colombia: Autor.
- Gómez, S., Fernández, C., & Fernández, A. I. (1998). El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: Evidencia para el caso español. *Investigaciones Económicas*, 22(3), 501-516.
- Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2007). Corporate governance and firm valuation in Colombia [Gobierno corporativo y valoración de empresas en Colombia]. En A. Chong y F. López de Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm level evidence across Latin America* [Protección del inversionista y gobierno corporativo: Evidencia a nivel de empresa en América Latina] (pp. 353-396). Washington, DC: Stanford University Press.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación* (5a ed.). México D. F., México: Mc Graw Hill.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación* (6a ed.). México D. F., México: Mc Graw Hill.
- Instituto Nacional de Contadores Públicos [INCP]. (2012). *Agenda 2012*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- ISA. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Medellín, Colombia: Autor.
- Isagén. (2017). *Reporte de implementación de mejores prácticas corporativas*. Medellín, Colombia: Autor.
- Lagos, D., & Vecino, C. E. (2011). Medición de la aplicación de prácticas de Gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*, 12(2), 230-253.
- Lang, L., & Stulz, R. (1994). Tobin's q, Corporate diversification, and firm performance [La q de Tobin, la diversificación corporativa, y el desempeño de la empresa]. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1280. doi: 10.1086/261970

- Langebaek, A., & Ortiz, J. E. (2007). *Q de Tobin y Gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa (Borradores de Economía No 447)*. Bogotá D. C., Colombia: Banco de la República.
- Marulanda, E., Benavides, J., Barona, B., Gutiérrez, P., & Elorza, L. F. (2003). *Libro blanco de gobierno corporativo*. Bogotá D. C., Colombia: Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio.
- Méndez, J. A., & Rivera, H. A. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: Instituciones de educación superior en América Latina. *Educación y Educadores*, 18(3), 435-455. doi: 10.5294/edu.2015.18.3.4
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público [MINHACIENDA]. (2015, 6 de abril). *Comité de Gobierno corporativo de la OCDE aprueba acceso de Colombia (Comunicado No 36)*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.
- Monitor Empresarial de Reputación Corporativa [MERCO]. (2015, 30 de octubre). *Publicados los resultados MERCO de empresas y líderes Colombia 2015* [Nota de prensa]. Recuperado de <http://www.merco.info/co/actualidad/publicados-los-resultados-merco-empresas-y-lideres-colombia-2015>
- Monitor Empresarial de Reputación Corporativa [MERCO]. (2016, 4 de marzo). *Grupo Bancolombia, Nutresa y Ecopetrol, las tres empresas más responsables y con mejor gobierno corporativo de Colombia* [Nota de prensa]. Recuperado de <http://merco.info/co/actualidad/grupo-bancolombia-nutresa-y-ecopetrol-las-tres-empresas-mas-responsables-y-con-mejor-gobierno-corpo>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE]. (2004). *Principios de Gobierno corporativo de la OCDE*. Paris, Francia: Autor.

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] & Corporación Financiera Internacional [IFC]. (2010). *Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo: Capitalizando sobre una década de progreso*. Washington, DC: Autor.
- Ortiz, H. (2011). *Análisis financiero aplicado y principios de administración financiera*. Bogotá D. C., Colombia: Universidad Externado de Colombia.
- O'Sullivan, M., & Lazonick, W. (2000). *Perspectives on corporate governance, innovation and economic performance (Working paper)*. Paris, Francia: The European Institute of Business Administration.
- Pardo, S. (2015). Prácticas de valoración y Gobierno corporativo: Medios para la resignificación del control en las organizaciones colombianas. *Cuadernos de Contabilidad*, 16(40), 205-231. doi: 10.11144/Javeriana.cc16-40.pvgc
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). *La creación de valor compartido*. Boston, MA: Harvard Business School Publishing.
- Puentes, R., Velasco, M., & Vilar, J. (2009). El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas. *Revista de Estudios Cooperativos*, 98, 118-140.
- Rodríguez, J. M. (2006). Valor accionarial y orientación stakeholder: Bases para un nuevo gobierno corporativo. *Papeles de Economía Española*, 2006(108), 10-24.
- Sarmiento, J. A. (2008). *Valoración de empresas: Métodos contables para la valoración*. Bogotá D. C., Colombia: Pontificia Universidad Javeriana.
- Sen, A. (2009). *El papel de la ética empresarial en el mundo contemporáneo*. Documento presentando en la Conferencia Especial desde la Universidad de Harvard en la Inauguración del II Programa Iberoamericano de Formación de Formadores en Responsabilidad Social Empresarial, organizado por el Fondo España-PNUD, creado por la Dirección Regional para América Latina del PNUD y la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID).

Serna, H., Suárez, E., & Restrepo, M. (2007). *Prácticas de buen Gobierno corporativo en el sector financiero latinoamericano*. Bogotá D. C., Colombia: Federación Latinoamericana de Bancos.

Sistema de Información Eléctrico Colombiano [SIEL]. (2017). *Comisión Asesora para la Coordinación y Seguimiento del Sector Energético*. Recuperado de: <http://www.siel.gov.co/Inicio/tabid/38/Default.aspx>

Superintendencia Financiera de Colombia [SFC]. (2007). *Código de mejores prácticas corporativas: Colombia (Código país)*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

Superintendencia Financiera de Colombia [SFC]. (2014). *Nuevo código país 2014*. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/nuevo-codigo-pais--10083770>

Superintendencia Financiera de Colombia [SFC]. (2017). *Estado de situación financiera de las empresas de la muestra al 2015 y 2016 y estado de resultados al 31 de diciembre de 2015 y 2016*. Recuperado de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

XM. (2016). *Informe de operación del SIN y administración del mercado 2015*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

XM. (2017). *Informe de operación del SIN y administración del mercado 2016*. Bogotá D. C., Colombia: Autor.

Apéndice A: Encuesta Código País

Derechos y trato equitativo de los accionistas.

- 1.1. La Sociedad proporciona un trato igualitario a todos los accionistas que, dentro de una misma clase de acciones, se encuentren en las mismas condiciones, sin que ello suponga el acceso a información privilegiada de unos accionistas respecto de otros.
- 1.2. La Junta Directiva ha aprobado un procedimiento concreto que define las prácticas de la sociedad para relacionarse con los accionistas de distintas condiciones, en materias como, por ejemplo, el acceso a la información, la resolución de solicitudes de información, los canales de comunicación, las formas de interacción entre los accionistas y la sociedad, su Junta Directiva y demás Administradores.
- 2.1. A través de su página web, la sociedad da a conocer al público con claridad, exactitud e integridad las distintas clases de acciones emitidas por la sociedad, la cantidad de acciones emitidas para cada clase y la cantidad de acciones en reserva, así como los derechos y obligaciones inherentes a cada clase de acciones.
- 3.1. En operaciones que puedan derivar en la dilución del capital de los accionistas minoritarios (caso de un aumento de capital con renuncia al derecho de preferencia en la suscripción de acciones, una fusión, escisión o segregación, entre otras), la sociedad las explica detalladamente a los accionistas en un informe previo de la Junta Directiva, y con la opinión, sobre los términos de la transacción, de un asesor externo independiente de reconocida solvencia (fairness opinion), designado por la Junta Directiva. Estos informes se ponen a disposición de los accionistas con antelación a la Asamblea dentro de los términos para el ejercicio del derecho de inspección.
- 4.1. La sociedad cuenta con una página web corporativa, en español e inglés, con un vínculo de Gobierno corporativo o de relación con accionistas e inversionistas o equivalente, en el que se incluye información financiera y no financiera en los términos propuestos en las recomendaciones 32.3 y 33.3 y que, en ningún caso, podrá

- incluir información confidencial de la sociedad o relativa a secretos industriales, o aquella cuya divulgación pueda ser utilizada en detrimento de la sociedad.
- 4.2. La sociedad cuenta con mecanismos de acceso permanente y uso dirigido exclusivamente a los accionistas, tales como un vínculo en la página web de acceso exclusivo a accionistas, o una oficina de atención o relaciones con accionistas e Inversionistas, reuniones informativas periódicas, entre otros, para que puedan expresar sus opiniones o plantear inquietudes o sugerencias sobre el desarrollo de la sociedad o aquellas asociadas a su condición de accionistas.
 - 4.3. La sociedad organiza eventos de presentación de resultados trimestrales, dirigidos a sus accionistas y analistas del mercado, que pueden ser presenciales o a través de medios de comunicación a distancia (conferencia, videoconferencia, etc.).
 - 4.4. La sociedad organiza o participa en presentaciones, eventos o foros de renta fija, principalmente destinados a inversionistas en instrumentos de deuda y analistas del mercado, en los que se actualizan los indicadores de negocio del emisor, la gestión de sus pasivos, su política financiera, calificaciones, comportamiento del emisor respecto de covenants, etc.
 - 4.5. Los Estatutos de la sociedad prevén que un accionista o grupo de accionistas que representen al menos un cinco por ciento (5%) del capital pueda solicitar la realización de Auditorías Especializadas sobre materias distintas a las auditadas por el Revisor Fiscal de la sociedad. En función de su estructura de capital, la sociedad podrá determinar un porcentaje inferior al cinco por ciento (5%).
 - 4.6. Para el ejercicio de este derecho, la sociedad cuenta con un procedimiento escrito con las precisiones que contempla la recomendación 4.6.
 - 5.1. Los miembros de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia han aceptado expresamente en sus Cartas de Aceptación o contratos, que desde el conocimiento de la presentación de una OPA u otras operaciones relevantes, tales como fusiones o escisiones, existirán

períodos durante los cuales se comprometen a no negociar, directa o indirectamente a través de interpuesta persona, acciones de la sociedad.

- 6.1. Sin perjuicio de la independencia de cada empresa individual integrada en el Conglomerado y las responsabilidades de sus órganos de administración, existe una estructura organizacional del Conglomerado que define para los tres (3) niveles de gobierno - asamblea de accionistas, Junta Directiva y Alta Gerencia - los órganos y posiciones individuales clave, así como las relaciones entre ellos, la cual es pública, clara y transparente, y permite determinar líneas claras de responsabilidad y comunicación, y facilita la orientación estratégica, supervisión, control y administración efectiva del Conglomerado.
- 6.2. La sociedad Matriz y sus Subordinadas más importantes han definido un marco de referencia de relaciones institucionales a través de la suscripción de un acuerdo, de carácter público y aprobado por la Junta Directiva de cada una de dichas empresas, que regula los temas indicados en la recomendación 6.2.
- 7.1. Salvo para aquellas disputas entre accionistas, o entre accionistas y la sociedad o su Junta Directiva, que por atribución legal expresa deban dirimirse necesariamente ante la jurisdicción ordinaria, los Estatutos de la sociedad incluyen mecanismos para la resolución de controversias tales como el acuerdo directo, la amigable composición, la conciliación o el arbitraje.

Asamblea General de Accionistas.

- 8.1. Además de otras funciones atribuidas a la Asamblea General de Accionistas por el marco legal, los Estatutos recogen expresamente las funciones de la Asamblea General de Accionistas que se indican en la recomendación 8.1., y enfatizan su carácter de exclusivas e indelegables.
- 9.1. La sociedad cuenta con un Reglamento de la Asamblea General de Accionistas que regula todas aquellas materias que atañen a ésta, desde su convocatoria, a la

preparación de la información que deben recibir los accionistas, asistencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos de los accionistas, de forma que éstos estén perfectamente informados de todo el régimen de desarrollo de las sesiones de la Asamblea.

- 10.1. Para facilitar el ejercicio del derecho de información de los accionistas, los Estatutos establecen que la Asamblea General de Accionistas ordinaria debe convocarse con no menos de treinta (30) días comunes de anticipación y para las reuniones extraordinarias deberán convocarse con no menos de quince (15) días comunes de anticipación. Lo anterior sin perjuicio de los términos legales establecidos para reorganizaciones empresariales (por ejemplo fusión, escisión o transformación).
- 10.2. Además de los medios tradicionales y obligatorios previstos en el marco legal, la sociedad asegura la máxima difusión y publicidad de la convocatoria mediante la utilización de medios electrónicos, tales como la Web corporativa, mensajes de alerta a través de correo electrónico individualizado e, incluso, si lo estima pertinente, por medio de las redes sociales.
- 10.3. Con el fin de aumentar la transparencia del proceso de toma de decisiones durante la Asamblea General, además del Orden del Día de la reunión con el enunciado punto por punto de los temas que serán objeto de debate, la sociedad ha previsto que simultáneamente con la convocatoria o, al menos, con una antelación de quince (15) días comunes a la reunión, se pongan a disposición de los accionistas las Propuestas de Acuerdo que para cada punto del Orden del Día la Junta Directiva elevará a la Asamblea General de Accionistas.
- 10.4. La escisión impropia solo puede ser analizada y aprobada por la Asamblea General de Accionistas cuando este punto haya sido incluido expresamente en la convocatoria de la reunión respectiva.

- 10.5. El Orden del Día propuesto por la Junta Directiva contiene con precisión el contenido de los temas a tratar, evitando que los temas de trascendencia se oculten o enmascaren bajo menciones imprecisas, genéricas, demasiado generales o amplias como "otros" o "proposiciones y varios".
- 10.6. En el caso de modificaciones de los Estatutos, se vota separadamente cada artículo o grupo de artículos que sean sustancialmente independientes. En todo caso se vota de forma separada un artículo si algún accionista o grupo de accionistas, que represente al menos el cinco por ciento (5%) del capital social, así lo solicita durante la Asamblea, derecho que se le da a conocer previamente a los accionistas.
- 10.7. Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 182 del Código de Comercio, con el objetivo de reforzar y garantizar el derecho de inspección e información de los accionistas con antelación a la reunión de la Asamblea, los Estatutos reconocen el derecho de los accionistas, independientemente del tamaño de su participación accionaria, a proponer la introducción de uno o más puntos a debatir en el Orden del Día de la Asamblea General de Accionistas, dentro de un límite razonable y siempre que la solicitud de los nuevos puntos se acompañe de una justificación. La solicitud por parte de los accionistas debe hacerse dentro de los cinco (5) días comunes siguientes a la publicación de la convocatoria.
- 10.8. Si la solicitud se desestima por la Junta Directiva, ésta se obliga a responder por escrito aquellas solicitudes apoyadas, como mínimo por un porcentaje del cinco por ciento (5%) del capital social, o un porcentaje inferior establecido por la sociedad atendiendo al grado de concentración de la propiedad, explicando las razones que motivan su decisión e informando a los accionistas del derecho que tienen de plantear sus propuestas durante la celebración de la Asamblea de acuerdo con lo previsto en el citado artículo 182 del Código de Comercio.

- 10.9. En el caso de que la Junta Directiva acepte la solicitud, agotado el tiempo de los accionistas para proponer temas conforme a las recomendaciones precedentes, se publica un complemento a la convocatoria de la Asamblea General de Accionistas, mínimo con quince (15) días comunes de antelación a la reunión.
- 10.10. En el mismo plazo señalado en el numeral 10.7. los accionistas también pueden presentar de forma fundamentada nuevas Propuestas de Acuerdo sobre asuntos ya incluidos previamente en el Orden del Día. Para estas solicitudes, la Junta Directiva actúa de forma similar a lo previsto en los numerales 10.8 y 10.9 anteriores.
- 10.11. La sociedad se obliga a utilizar los medios electrónicos de comunicación, principalmente la web corporativa con acceso exclusivo a los accionistas, para hacer llegar a éstos los documentos y la información asociada a cada uno de los puntos del Orden del Día de la reunión.
- 10.12. Los Estatutos de la sociedad reconocen a los accionistas el derecho a solicitar con antelación suficiente la información o aclaraciones que estime pertinentes, a través de los canales tradicionales y/o, cuando proceda, de las nuevas tecnologías, o a formular por escrito las preguntas que estimen necesarias en relación con los asuntos comprendidos en el Orden del Día, la documentación recibida o sobre la información pública facilitada por la sociedad. En función del plazo elegido por la sociedad para convocar la Asamblea General de Accionistas, la sociedad determina el periodo dentro del cual los accionistas pueden ejercer este derecho.
- 10.13. La sociedad ha previsto que la información solicitada pueda denegarse si, de acuerdo con los procedimientos internos, puede calificarse como: i) irrazonable; ii) irrelevante para conocer la marcha o los intereses de la sociedad; iii) confidencial, lo que incluirá la información privilegiada en el ámbito del mercado de valores, los secretos industriales, las operaciones en curso cuyo buen fin para la compañía dependa

sustancialmente del secreto de su negociación; y iv) otras cuya divulgación pongan en inminente y grave peligro la competitividad de la misma.

10.14. Cuando la respuesta facilitada a un accionista pueda ponerlo en ventaja, la sociedad garantiza el acceso a dicha respuesta a los demás accionistas de manera concomitante, de acuerdo con los mecanismos establecidos para el efecto, y en las mismas condiciones.

11.1. Sin perjuicio de los límites previstos en el artículo 185 del Código de Comercio, la Circular Externa 24 de 2010 y las normas que las modifiquen, adicionen o sustituyan, la sociedad no limita el derecho del accionista a hacerse representar en la Asamblea General de Accionistas, pudiendo delegar su voto en cualquier persona, sea ésta accionista o no.

11.2. La sociedad minimiza el uso de delegaciones de voto en blanco, sin instrucciones de voto, promoviendo de manera activa el uso de un modelo estándar de carta de representación que la propia sociedad hace llegar a los accionistas o publica en su página web. En el modelo se incluyen los puntos del Orden del Día y las correspondientes Propuestas de Acuerdo determinados conforme al procedimiento establecido con anterioridad y que serán sometidas a la consideración de los accionistas, con el objetivo de que el accionista, si así lo estima conveniente, indique, en cada caso, el sentido de su voto a su representante.

12.1. Con el objetivo de revitalizar el papel de la Asamblea General en la conformación de la voluntad societaria, y hacer de ella un órgano mucho más participativo, el Reglamento de la Asamblea de la sociedad exige que los miembros de la Junta Directiva y, muy especialmente, los Presidentes de los Comités de la Junta Directiva, así como el Presidente de la sociedad, asistan a la Asamblea para responder a las inquietudes de los accionistas.

Junta Directiva.

- 13.1. Los Estatutos señalan expresamente aquellas funciones que no podrán ser objeto de delegación a la Alta Gerencia, entre las que figuran las establecidas en la recomendación 13.1.
- 13.2. Sin perjuicio de la autonomía de los órganos de gobierno de las Empresas Subordinadas, cuando la sociedad actúa como matriz de un Conglomerado, estas funciones de la Junta Directiva tienen enfoque de grupo y se desarrollan a través de políticas generales, lineamientos o solicitudes de información que respetan el equilibrio entre los intereses de la matriz y de las subordinadas, y del Conglomerado en su conjunto.
- 14.1. La Junta Directiva ha aprobado el reglamento interno que regula su organización y funcionamiento, así como las funciones y responsabilidades de sus miembros, del Presidente y del Secretario de la Junta Directiva, y sus deberes y derechos. El cual es difundido entre los accionistas, y cuyo carácter es vinculante para los miembros de la Junta Directiva.
- 15.1. La sociedad ha optado estatutariamente por no designar Miembros Suplentes de la Junta Directiva.
- 16.1. A partir de la premisa de que una vez elegidos todos los miembros de la Junta Directiva actúan en beneficio de la sociedad, en un ejercicio de máxima transparencia, la sociedad identifica el origen de los distintos miembros de la Junta Directiva de acuerdo con el esquema definido en la recomendación 16.1.
- 16.2. La sociedad cuenta con un procedimiento, articulado a través del Comité de Nombramientos y Retribuciones u otro que cumpla sus funciones, que permite a la Junta Directiva, a través de su propia dinámica y las conclusiones de las evaluaciones anuales, alcanzar los objetivos señalados en la recomendación 16.2.

- 16.3. Los perfiles profesionales identificados como necesarios se informan por la Junta Directiva a los accionistas, de tal forma que los distintos actores, principalmente accionistas controlantes, significativos, familias, agrupaciones de accionistas y accionistas institucionales, si existen, y la propia Junta Directiva, estén en condiciones de identificar los candidatos más idóneos.
- 16.4. La sociedad considera que la sola evaluación de las hojas de vida por parte de los accionistas es un recurso insuficiente para determinar la idoneidad de los candidatos, por lo que cuenta con un procedimiento interno para evaluar las incompatibilidades e inhabilidades de carácter legal y la adecuación del candidato a las necesidades de la Junta Directiva, a través de la evaluación de un conjunto de criterios que deben cumplir los perfiles funcionales y personales de los candidatos, y la verificación del cumplimiento de unos requisitos objetivos para ser miembro de Junta Directiva y otros adicionales para ser Miembro Independiente.
- 16.5. Además de los requisitos de independencia ya previstos en la Ley 964 de 2005, la sociedad voluntariamente ha adoptado una definición de independencia más rigurosa a la establecida en la citada ley. Esta definición ha sido adoptada como marco de referencia a través de su Reglamento de Junta Directiva, e incluye, entre otros requisitos que deben ser evaluados, las relaciones o vínculos de cualquier naturaleza del candidato a Miembro Independiente con accionistas controlantes o significativos y sus Partes Vinculadas, nacionales y del exterior, y exige una doble declaración de independencia: (i) del candidato ante la sociedad, sus accionistas y miembros de la Alta Gerencia, instrumentada a través de su Carta de Aceptación y, (ii) de la Junta Directiva, respecto a la independencia del candidato.
- 16.6. La sociedad, a través de su normativa interna, considera que la Junta Directiva, por medio de su Presidente y con el apoyo del Comité de Nombramientos y Retribuciones

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

- 16.7. El Reglamento de la Junta Directiva prevé que la evaluación de la idoneidad de los candidatos es una actividad cuya ejecución es anterior a la realización de la Asamblea General de Accionistas, de tal forma que los accionistas dispongan de información suficiente (calidades personales, idoneidad, trayectoria, experiencia, integridad, etc.) sobre los candidatos propuestos para integrarla, con la antelación que permita su adecuada evaluación.
- 17.1. El Reglamento de la Junta Directiva, estipula que los Miembros Independientes y Patrimoniales son siempre mayoría respecto a los Miembros Ejecutivos, cuyo número, en el supuesto de integrarse en la Junta Directiva, es el mínimo necesario para atender las necesidades de información y coordinación entre la Junta Directiva y la Alta Gerencia de la sociedad.
- 17.2. A partir del porcentaje mínimo del veinticinco por ciento (25%) de Miembros Independientes fijado en la Ley 964 de 2005, la sociedad analiza y voluntariamente ajusta, al alza, el número de Miembros Independientes, teniendo en cuenta, entre otros, que el número de miembros independientes guarde relación con el Capital Flotante.
- 18.1. Las funciones del Presidente de la Junta Directiva se señalan en el Estatuto y sus responsabilidades principales son las que establece la recomendación 18.1

- 18.2. La normativa interna de la sociedad, prevé la posibilidad de que el Presidente de la Junta Directiva pueda contar con un tratamiento diferenciado respecto de los demás miembros tanto en sus obligaciones como en su remuneración, como consecuencia del alcance de sus funciones específicas y su mayor dedicación de tiempo.
- 18.3. Los Estatutos recogen las reglas para el nombramiento del Secretario de la Junta Directiva entre las que destacan las indicadas en la recomendación 18.3.
- 18.4. En el Reglamento de la Junta Directiva se establecen las funciones del Secretario, entre las que figuran las señaladas en la recomendación 18.4.
- 18.5. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Nombramientos y Remuneraciones
- 18.6. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Riesgos.
- 18.7. La Junta Directiva ha constituido un Comité de Gobierno corporativo.
- 18.8. Si la sociedad ha considerado que no es necesario constituir la totalidad de estos Comités, sus funciones se han distribuido entre los que existen o las ha asumido la Junta Directiva en pleno.
- 18.9. Cada uno de los Comités de la Junta Directiva cuenta con un Reglamento Interno que regula los detalles de su conformación, las materias, funciones sobre las que debe trabajar el Comité, y su operativa, prestando especial atención a los canales de comunicación entre los Comités y la Junta Directiva y, en el caso de los Conglomerados, a los mecanismos de relacionamiento y coordinación entre los Comités de la Junta Directiva de la Matriz y los de las empresas Subordinadas, si existen.
- 18.10. Los Comités de la Junta Directiva están conformados exclusivamente por Miembros Independientes o Patrimoniales, con un mínimo de tres (3) integrantes y presididos por un Miembro Independiente. En el caso del Comité de Nombramientos y Remuneraciones, los Miembros Independientes, son siempre la mayoría.

- 18.11. Los Comités de la Junta Directiva pueden obtener el apoyo, puntual o de forma permanente, de miembros de la Alta Gerencia con experiencia sobre las materias de su competencia y/o de expertos externos.
- 18.12. Para la integración de sus Comités, la Junta Directiva toma en consideración los perfiles, conocimientos y experiencia profesional de los miembros en relación con la materia objeto del Comité.
- 18.13. De las reuniones de los Comités se levanta acta, cuya copia se remite a todos los miembros de la Junta Directiva de la sociedad. Si los Comités cuentan con facultades delegadas para la toma de decisiones, las actas se ajustan a lo exigido en los artículos 189 y 431 del Código de Comercio.
- 18.14. Salvo que el marco legal o regulatorio aplicable exija su constitución, en el caso de los Conglomerados la normativa interna prevé que las Juntas Directivas de las Empresas Subordinadas pueden optar por no constituir Comités específicos para el tratamiento de ciertas materias y ser éstas tareas asumidas por los Comités de la Junta Directiva de la Matriz, sin que esto suponga una transferencia hacia la matriz de la responsabilidad de las Juntas Directivas de las empresas subordinadas.
- 18.15. La principal tarea del Comité de Auditoría es asistir a la Junta Directiva en su función de supervisión mediante la evaluación de los procedimientos contables, el relacionamiento con el Revisor Fiscal y, en general, la revisión de la Arquitectura de Control de la Sociedad, incluida la auditoría del sistema de gestión de riesgos implementado por la sociedad.
- 18.16. Los miembros del Comité de Auditoría cuentan con conocimientos contables, financieros y otras materias asociadas, lo que les permite pronunciarse con rigor sobre los temas competencia del Comité con un nivel suficiente para entender su alcance y complejidad.

- 18.17. A solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Auditoría, informa a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, como por ejemplo, el análisis del alcance y contenido del Informe del Revisor Fiscal.
- 18.18. El Reglamento Interno del Comité de Auditoría le atribuye las funciones que señala la recomendación 18.18.
- 18.19. El principal objetivo del Comité de Nombramientos y Retribuciones es apoyar a la Junta Directiva en el ejercicio de sus funciones de carácter decisorio o de asesoramiento asociadas a las materias de nombramientos y remuneración de los miembros de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia y vigilar la observancia de las reglas de Gobierno corporativo, revisando periódicamente su cumplimiento, recomendaciones y principios (en aquellos casos en que esta función no está atribuida expresamente a otro comité de la sociedad).
- 18.20. Algunos miembros del Comité de Nombramientos y Retribuciones poseen conocimientos en estrategia, recursos humanos (reclutamiento y selección, contratación, capacitación, administración o gestión del personal), política salarial y materias afines, con un nivel suficiente para entender el alcance y la complejidad que estas materias presenten en la sociedad.
- 18.21. A solicitud del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Nombramientos y Retribuciones, puede informar a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité, como por ejemplo el seguimiento de las políticas de remuneración de la Junta Directiva y Alta Gerencia.
- 18.22. El Reglamento Interno del Comité de Nombramientos y Retribuciones le atribuye las funciones que señala la recomendación 18.22.

- 18.23. El principal objetivo del Comité de Riesgos es asistir a la Junta Directiva en el cumplimiento de sus responsabilidades de supervisión en relación con la gestión de riesgos.
- 18.24. A petición del Presidente de la Asamblea, el Presidente del Comité de Riesgos puede informar a la Asamblea General de Accionistas sobre aspectos concretos del trabajo realizado por el Comité.
- 18.25. Con los ajustes que sean necesarios para distinguir entre sociedades que pertenecen al sector financiero o al sector real de la economía, y sin perjuicio de las funciones asignadas a este comité por las normas vigentes, el Reglamento Interno del Comité de Riesgos le atribuye las funciones establecidas en la recomendación 18.25.
- 18.26. El principal cometido del Comité de Gobierno corporativo es asistir a la Junta Directiva en sus funciones de propuestas y de supervisión de las medidas de Gobierno corporativo adoptadas por la sociedad.
- 18.27. El Reglamento Interno del Comité de Gobierno corporativo le atribuye las funciones que señala la recomendación 18.27.
- 19.1 El Presidente de la Junta Directiva con la asistencia del Secretario y del Presidente de la sociedad prepara un plan de trabajo de la Junta Directiva para el periodo evaluado, herramienta que facilita determinar el número razonable de reuniones ordinarias por año y su duración estimada.
- 19.2. Salvo las entidades sometidas a vigilancia que por su régimen están obligadas mínimo a una (1) reunión por mes, la Junta Directiva de la sociedad celebra entre ocho (8) y doce (12) reuniones ordinarias por año.
- 19.3. Una (1) o dos (2) reuniones por año de la Junta Directiva tienen un foco claramente orientado a la definición y seguimiento de la estrategia de la sociedad.
- 19.4. La Junta Directiva aprueba un calendario concreto de sesiones ordinarias, sin perjuicio de que, con carácter extraordinario, pueda reunirse cuantas veces sea necesario.

- 19.5. Junto con la convocatoria de la reunión y, como mínimo, con una antelación de cinco (5) días comunes, se entregan a los miembros de la Junta Directiva los documentos o la información asociada a cada punto del Orden del Día, para que sus miembros puedan participar activamente y tomen las decisiones de forma razonada.
- 19.6. El Presidente de la Junta Directiva asume, con el concurso del Secretario de la Junta Directiva, la responsabilidad última de que los miembros reciban la información con antelación suficiente y que la información sea útil, por lo que en el conjunto de documentos que se entrega (dashboard de la Junta Directiva) debe primar la calidad frente a la cantidad.
- 19.7. La responsabilidad última de la preparación del Orden del Día de las reuniones de la Junta Directiva corresponde al Presidente de la Junta Directiva y no al Presidente de la sociedad, y se estructura de acuerdo con ciertos parámetros que permitan seguir un orden lógico de la presentación de los temas y los debates.
- 19.8. En el Informe Anual de Gobierno corporativo y en la página Web corporativa, la sociedad hace pública la asistencia de los miembros a las reuniones de la Junta Directiva y sus Comités.
- 19.9. Anualmente la Junta Directiva evalúa la eficacia de su trabajo como órgano colegiado, la de sus Comités y la de los miembros individualmente considerados, incluyendo la evaluación por pares, así como la razonabilidad de sus normas internas y la dedicación y rendimiento de sus miembros, proponiendo, en su caso, las modificaciones a su organización y funcionamiento que considere pertinentes. En el caso de Conglomerados, la Junta Directiva de la matriz exige que el proceso de evaluación se lleve a cabo también en las Juntas Directivas de las Empresas Subordinadas.
- 19.10. La Junta Directiva alterna la técnica de la autoevaluación interna con la evaluación externa realizada por asesores independientes.

- 20.1. El Reglamento de la Junta Directiva complementa lo dispuesto en el marco normativo, en relación con los deberes y derechos de los miembros de la Junta Directiva.
- 20.2. El Reglamento de la Junta Directiva desarrolla el entendimiento de la sociedad respecto a los deberes de los miembros de la Junta Directiva a que se refiere la recomendación 20.2.
- 20.3. El Reglamento de la Junta Directiva desarrolla el contenido de los derechos de los miembros de la Junta Directiva que establece la recomendación 20.3.
- 21.1. La sociedad cuenta con una política y un procedimiento definido y formalizado en la normativa interna para el conocimiento, administración y resolución de las situaciones de conflicto de interés, ya sean directos o indirectos a través de Partes Vinculadas, que pueden afectar a los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores.
- 21.2. El procedimiento para la gestión de los conflictos de interés distingue la naturaleza de los mismos, diferenciando entre conflicto de interés esporádico o permanente. Si el conflicto de interés es esporádico, el procedimiento aplicable indica las reglas y pasos a seguir, que deben ser relativamente fáciles de administrar y difícil de eludir para el afectado. Para el caso de conflictos de interés de carácter permanente, el procedimiento considera que si esta situación afecta al conjunto de las operaciones de la sociedad, debe entenderse como una causal de renuncia obligatoria por parte del afectado ya que le imposibilita para ejercer el cargo.
- 21.3. Los miembros de la Junta Directiva, Representantes Legales, miembros de la Alta Gerencia y demás Administradores de la sociedad informan periódicamente a la Junta Directiva de las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, o con otras entidades o estructuras pertenecientes al Conglomerado del que hace parte el emisor, o con el emisor, o con proveedores, o con clientes o con cualquier otro Grupo de Interés, de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en

la dirección de su opinión o voto, construyendo así un "mapa de Partes Vinculadas" de los Administradores.

- 21.4. Las situaciones de conflicto de interés relevantes entendidos como aquellos que obligarían al afectado a abstenerse de una reunión y/o votación, en que se encuentren los miembros de la Junta Directiva y demás Administradores, son recogidas en la información pública que con carácter anual publica la sociedad en su página Web.
- 21.5. Para estos efectos, la definición de Parte Vinculada que aplica la sociedad es consistente con la Norma Internacional de Contabilidad nº 24 (NIC 24).
- 22.1. La sociedad cuenta con una política que define el procedimiento concreto para la valoración, aprobación y revelación de las operaciones con Partes Vinculadas, incluidos los saldos pendientes y relaciones entre ellas, salvo para aquellas operaciones que cuenten con una regulación específica,
- 22.2. La política de la sociedad sobre operaciones con vinculadas aborda los aspectos de que trata la recomendación 22.2.
- 22.3. La política prevé que no requieren de autorización expresa por parte de la Junta Directiva, las operaciones vinculadas recurrentes propias del giro ordinario realizadas en virtud de contratos de adhesión, o contratos marco generales, cuyas condiciones están perfectamente estandarizadas, se aplican de forma masiva, y son realizadas a precios de mercado, fijados con carácter general por quien actúa como suministrador del bien o servicio del que se trate, y cuya cuantía individual no sea relevante para la sociedad.
- 23.1. La sociedad cuenta con una política de remuneración de la Junta Directiva, aprobada por la Asamblea General de Accionistas y revisada cada año, que identifica todos los componentes retributivos que efectivamente se pueden satisfacer. Estos componentes pueden ser fijos o variables. Pueden incluir honorarios fijos por ser miembro de la

Junta Directiva, honorarios por asistencia a las reuniones de la Junta y/o sus Comités y otros emolumentos de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio, cualquiera que sea su causa, en dinero o en especie, así como las obligaciones contraídas por la sociedad en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida, u otros conceptos, respecto tanto de los miembros antiguos como actuales, así como aquellas primas de seguro por responsabilidad civil (pólizas D&O) contratadas por la compañía a favor de los miembros de la Junta Directiva.

- 23.2. Si la sociedad adopta sistemas de remuneración mediante el reconocimiento de un componente variable vinculado a la buena marcha de la sociedad en el medio y largo plazo, la política de remuneración incorpora límites a la cuantía que se puede distribuir la Junta Directiva y, si el componente variable está relacionado con los beneficios de la sociedad u otros indicadores de gestión al cierre del periodo evaluado, debe tomar en cuenta las eventuales salvedades que figuren en el informe del Revisor Fiscal y que podrían minorar los resultados del periodo.
- 23.3. Los Miembros Patrimoniales e Independientes de la Junta Directiva quedan expresamente excluidos de sistemas retributivos que incorporan opciones sobre acciones o una retribución variable vinculada a la variación absoluta de la cotización de la acción.
- 23.4. Para cada periodo evaluado, en el marco de la política de remuneración, la Asamblea General de Accionistas aprueba un costo máximo de la Junta Directiva por todos los componentes retributivos aprobados.
- 23.5. El costo efectivo total de la Junta Directiva durante el periodo evaluado, que incluye todos los componentes retributivos satisfechos a los miembros de la Junta Directiva así como el reembolso de gastos es conocido por los accionistas y publicado en la página web de la sociedad, con el nivel de desagregación y detalle que apruebe la Junta Directiva.

- 24.1. El modelo de gobierno de la sociedad establece una separación efectiva entre la administración o gobierno de la sociedad (representada por la Junta Directiva) y el Giro Ordinario de los negocios (a cargo de la Alta Gerencia con el liderazgo del Presidente de la sociedad).
- 24.2. Con carácter general, la política de la Junta Directiva consiste en delegar el Giro Ordinario de los negocios en el equipo de Alta Gerencia, concentrando su actividad en las funciones generales de estrategia, supervisión, gobierno y control.
- 24.3. Como norma general los miembros de la Alta Gerencia son identificados, evaluados y designados directamente por el Presidente de la sociedad ya que son sus colaboradores directos. Alternativamente, la sociedad puede optar porque los miembros de la Alta Gerencia sean designados por la Junta Directiva a propuesta del Presidente de la sociedad. Independientemente de quién haga la designación final, los candidatos a ocupar puestos ejecutivos clave de la sociedad son conocidos y evaluados por el Comité de Nombramientos y Remuneraciones de la Junta Directiva, quien deberá emitir su opinión.
- 24.4. La sociedad cuenta con una política clara de delegación de funciones aprobada por la Junta Directiva y/o un esquema de poderes que permite conocer el nivel de empoderamiento del Presidente de la sociedad y de los demás miembros de la Alta Gerencia.
- 24.5. La Junta Directiva, por medio del Comité de Nombramientos y Retribuciones, o quien cumpla sus funciones, lidera anualmente la evaluación del desempeño del Presidente de la sociedad y conoce las evaluaciones de los demás miembros de la Alta Gerencia.
- 4.6. La sociedad cuenta con una política de remuneración del Presidente de la sociedad y de los demás miembros de la Alta Gerencia, aprobada por la Junta Directiva, que identifica todos los componentes retributivos que efectivamente se pueden satisfacer, atados al cumplimiento de objetivos a largo plazo y los niveles de riesgo.

- 24.7. Si la retribución del Presidente de la sociedad incluye un componente fijo y uno variable, su diseño técnico y forma de cálculo impide que el componente variable pueda llegar a superar el límite máximo establecido por la Junta Directiva.

Arquitectura de Control.

- 25.1. La Junta Directiva es la responsable última, de la existencia de un sólido ambiente de control dentro de la sociedad, adaptado a su naturaleza, tamaño, complejidad y riesgos, de forma que cumpla con los presupuestos señalados en la recomendación 25.1.
- 25.2. En el caso de los Conglomerados, la Junta Directiva de la Matriz propenderá por la existencia de una Arquitectura de Control con alcance consolidado, formal, y que abarque a todas las empresas Subordinadas, estableciendo responsabilidades respecto a las políticas y lineamientos sobre esta materia a nivel de conglomerado y definiendo líneas de reporte claras que permitan una visión consolidada de los riesgos a los que está expuesto el Conglomerado y la toma de medidas de control.
- 26.1. En la sociedad, los objetivos de la gestión de riesgos son los que contempla la recomendación 26.1.
- 26.2. La sociedad cuenta con un mapa de riesgos entendido como una herramienta para la identificación y seguimiento de los riesgos financieros y no financieros a los que está expuesta.
- 26.3. La Junta Directiva es responsable de definir una política de administración de riesgos, así como de fijar unos límites máximos de exposición a cada riesgo identificado.
- 26.4. La Junta Directiva conoce y supervisa periódicamente la exposición efectiva de la sociedad a los límites máximos de riesgo definidos, y plantea acciones de corrección y seguimiento en caso de desviaciones.
- 26.5. En el marco de la política de administración riesgos, la Alta Gerencia es la dueña de los procesos y responsable de la administración de riesgos, es decir, de identificar,

- evaluar, medir, controlar, monitorear y reportar los riesgos, definiendo metodologías, y asegurando que la administración de riesgos es consistente con la estrategia, la política de riesgos definida, y los límites máximos aprobados.
- 26.6. La sociedad cuenta con una política de delegación de riesgos, aprobada por la Junta Directiva, que establece los límites de riesgo que pueden ser administrados directamente por cada nivel en la sociedad.
- 26.7. En los Conglomerados, la administración de riesgos debe hacerse a nivel consolidado de tal forma que contribuya a la cohesión y al control de las empresas que lo conforman.
- 26.8. Si la sociedad cuenta con una estructura compleja y diversa de negocios y operaciones, existe la posición del Gerente de Riesgos (CRO Chief Risk Officer) con competencia a nivel del Conglomerado si se trata de empresas integradas en situaciones de control y/o grupo empresarial.
- 27.1. La Junta Directiva es responsable de velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno, adaptado a la sociedad y su complejidad, y consistente con la gestión de riesgos en vigor.
- 27.2. La Junta Directiva es responsable de supervisar la eficacia e idoneidad del sistema de control interno, que podrá delegarse en el Comité de Auditoría, sin que por ello la Junta pierda su responsabilidad de supervisión.
- 27.3. En la sociedad se aplica y exige el principio de autocontrol, entendido como la "capacidad de las personas que participan en los distintos procesos de considerar el control como parte inherente de sus responsabilidades, campos de acción y toma de decisiones".
- 28.1. En la sociedad se comunican hacia abajo y en horizontal la cultura, filosofía y políticas de riesgos, así como los límites de exposición aprobados, de forma que el

conjunto de la organización considere los riesgos y las actividades de control en su actividad.

28.2. En la sociedad existe un mecanismo de reporte de información hacia arriba (hacia la Junta Directiva y la Alta Gerencia), que es veraz, comprensible y completo, de forma que apoya y permite la toma informada de decisiones y la administración de riesgos y control.

28.3. El mecanismo de comunicación y de reporte de información de la sociedad permite que: i. la Alta Gerencia involucre al conjunto de la sociedad resaltando su responsabilidad ante la gestión de riesgos y la definición de controles y ii. el personal de la sociedad entienda su papel en la gestión de riesgos y la identificación de controles, así como su contribución individual en relación con el trabajo de otros.

28.4. Existen líneas internas de denuncias anónimas o "whistleblowers", que permiten a los empleados poder comunicar de forma anónima comportamientos ilegales o antiéticos o que puedan contravenir la cultura de administración de riesgos y controles en la sociedad. Un informe sobre estas denuncias es conocido por la Junta Directiva de la sociedad.

29.1. En la sociedad, la Junta Directiva, a través del Comité de Auditoría, es responsable de supervisar la efectividad de los distintos componentes de la Arquitectura de Control.

29.2. En la sociedad, la labor de monitoreo dirigida a proveer aseguramiento sobre la eficacia de la Arquitectura de Control, involucra de forma principal a la auditoría interna en colaboración con el Revisor Fiscal en las materias propias de su competencia y en particular lo referido a la información financiera generada por la sociedad.

29.3. La función de auditoría interna de la sociedad cuenta con un Estatuto de Auditoría Interna, aprobado por el Comité de Auditoría, en el que figure expresamente el

- alcance de sus funciones en esta materia, que debería comprender los temas señalados en la recomendación 29.3.
- 29.4. El máximo responsable de la auditoría interna mantiene una relación de independencia profesional respecto a la Alta Gerencia de la sociedad o Conglomerado que lo contrata, mediante su dependencia funcional exclusiva del Comité de Auditoría.
- 29.5. En la sociedad el nombramiento y la remoción del responsable de auditoría interna es una responsabilidad de la Junta Directiva, a propuesta del Comité de Auditoría, y su remoción o renuncia es comunicada al mercado.
- 29.6. El Revisor Fiscal de la sociedad o Conglomerado mantiene una clara independencia respecto de éstos, calidad que debe ser declarada en el respectivo informe de auditoría.
- 29.7. Si la sociedad actúa como Matriz de un Conglomerado, el Revisor Fiscal es el mismo para todas las empresas, incluidas las Empresas off-shore.
- 29.8. La sociedad cuenta con una política para la designación del Revisor Fiscal, aprobada por la Junta Directiva y divulgada entre los Accionistas, en la que figuran las previsiones establecidas en la recomendación 29.8.
- 29.9. Con el fin de evitar un exceso de vinculación entre la sociedad y la firma de Revisoría Fiscal y/o sus equipos y mantener su independencia, la sociedad establece un plazo máximo de contratación que oscila entre cinco (5) y diez (10) años. Para el caso de la Revisoría Fiscal, persona natural no vinculada a una firma, el plazo máximo de contratación es de cinco (5) años
- 29.10. Dentro del plazo máximo de contratación, la sociedad promueve la rotación del socio de la firma de Revisoría Fiscal asignado a la sociedad y sus equipos de trabajo a la mitad del periodo, a cuya finalización debe producirse obligatoriamente la rotación de la firma.
- 29.11. En adición a la prohibición vigente de no contratar con el Revisor Fiscal servicios profesionales distintos a los de la propia auditoría financiera y demás funciones

reconocidas en la normativa vigente, la sociedad extiende esta limitación a las personas o entidades vinculadas con la firma de Revisoría Fiscal, entre las que se incluyen las empresas de su grupo, así como las empresas en las que haya una amplia coincidencia de sus socios y/o administradores con los de la firma de Revisoría Fiscal.

29.12. En su información pública, la sociedad revela el monto total del contrato con el Revisor Fiscal así como la proporción que representan los honorarios pagados por la sociedad frente al total de ingresos de la firma relacionados con su actividad de revisoría fiscal.

Transparencia e información financiera y no financiera.

30.1. La Junta Directiva ha aprobado una política de revelación de información, en la que se identifica, como mínimo, la información de que trata la recomendación.

30.2. En el caso de Conglomerados, la revelación a terceros de información es integral y transversal, referente al conjunto de empresas, que permita a los terceros externos formarse una opinión fundada sobre la realidad, organización, complejidad, actividad, tamaño y modelo de gobierno del Conglomerado.

31.1. De existir salvedades en el informe del Revisor Fiscal éstas y las acciones que la sociedad plantea para solventar la situación, serán objeto de pronunciamiento ante los accionistas reunidos en Asamblea General, por parte del presidente del Comité de Auditoría.

31.2. Cuando ante las salvedades y/o párrafos de énfasis del Revisor Fiscal, la Junta Directiva considera que debe mantener su criterio, esta posición es adecuadamente explicada y justificada mediante informe escrito a la Asamblea General, concretando el contenido y el alcance de la discrepancia.

31.3. Las operaciones con o entre Partes Vinculadas, incluidas las operaciones entre empresas del Conglomerado que, por medio de parámetros objetivos tales como volumen de la operación, porcentaje sobre activos, ventas u otros indicadores, sean

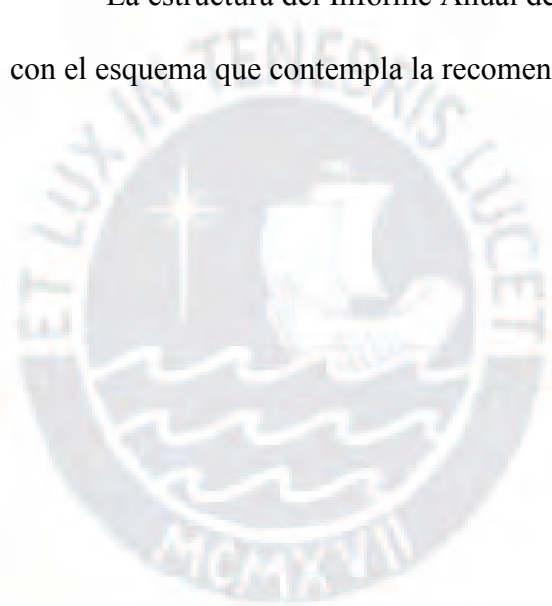
calificadas como materiales por la sociedad, se incluyen con detalle en la información financiera pública así como la mención a la realización de operaciones off-shore.

- 32.1. En el marco de la política de revelación de información, la Junta Directiva (o el Comité de Auditoría), adopta las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera sobre la sociedad exigida por la legislación vigente, además de toda aquella que considere relevante para inversionistas y clientes.
- 32.2. La página web de la sociedad está organizada de forma amigable, de tal forma que resulta sencillo para el usuario acceder a la información asociada o relacionada con el Gobierno corporativo.
- 32.3. La página web de la sociedad incluye, al menos, los vínculos de que trata la recomendación 32.3.
- 32.4. Los soportes para comunicar información a los mercados que utiliza la sociedad en general, son documentos que se pueden imprimir, descargar y compartir.
- 32.5. Si la sociedad es una empresa de gran tamaño y complejidad, anualmente publica en la página web un informe explicativo sobre la organización, métodos y procedimientos de la Arquitectura de Control implementada con el objetivo de proveer una información financiera y no financiera correcta y segura, salvaguardar los activos de la entidad y la eficiencia y seguridad de sus operaciones. La información sobre la Arquitectura de Control, se complementa con un informe de gestión del riesgo.
- 33.1. La sociedad prepara anualmente un Informe de Gobierno corporativo, de cuyo contenido es responsable la Junta Directiva, previa revisión e informe favorable del Comité Auditoría, que se presenta junto con el resto de documentos de cierre de ejercicio.
- 33.2. El Informe Anual de Gobierno corporativo de la sociedad, no es una mera transcripción de las normas de Gobierno corporativo, incluidas en los Estatutos, reglamentos

internos, códigos de buen gobierno u otros documentos societarios. No tiene por objetivo describir el modelo de gobierno de la sociedad, sino explicar la realidad de su funcionamiento y los cambios relevantes durante el ejercicio.

- 33.3. El Informe Anual de Gobierno corporativo de la sociedad, contiene información al cierre del ejercicio que describe la manera en la que durante el año se dio cumplimiento a las recomendaciones de Gobierno corporativo adoptadas por la sociedad y los principales cambios producidos.

La estructura del Informe Anual de Gobierno corporativo de la sociedad está alineada con el esquema que contempla la recomendación 33.3.



Apéndice B: Resultados de la Encuesta: Respuestas Empresas de Energía Encuesta Código País

Empresa de energía	Dimensión	No. / Año	Celsia		Codensa		Electrificadora de Tulúa		Emgesa		EEB		EPSA		EPM		ISA		Isagen			
			2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas	1.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	1.2.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	2.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	3.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	4.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	4.2.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	4.3.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	4.4.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	4.5.	Si	Si	Si	Si	No	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	4.6.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	5.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	6.1.	No	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	6.2.	No	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si
7.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Asamblea General de Accionistas	8.1.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	9.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.1.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si
	10.2.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.3.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.4.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.5.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.6.	Si	Si	Si	Si	No	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.7.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si
	10.8.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.9.	Si	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si
	10.10.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	10.11.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
10.12.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
12.1.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	No	Si	
Junta Directiva	13.1.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	13.2.	NA	NA	No	NA	NA	NA	NA	NA	NA	Si	NA	NA	NA	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	14.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	15.1.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si
	16.1.	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	16.2.	No	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	16.3.	No	Si	Si	Si	No	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	16.4.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	16.5.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
	16.6.	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	16.7.	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	17.1.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	NA	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	17.2.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.1.	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.2.	No	No	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si
	18.3.	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	No
	18.4.	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.5.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si
	18.6.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.7.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.8.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	NA	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.9.	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.10.	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.11.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.12.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.13.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.14.	No	No	No	No	NA	No	No	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	NA	Si
	18.15.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.16.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.17.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.18.	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
	18.19.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
	18.20.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
18.21.	Si	Si	No	No	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	
18.22.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	
18.23.	Si	Si	No	No	No	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
18.24.	Si	Si	No	No	No	Si	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
18.25.	Si	Si	No	No	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
18.26.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	
18.27.	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	
19.1.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
19.2.	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
19.3.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
19.4.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	
19.5.	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No											

Apéndice C: Información Financiera (Millones \$ COP)

Empresa	Ingresos operacionales (margen operacional)			Activos			Utilidad neta			Patrimonio			2016		Margen operacional (%)	Margen neto (%)	Endeudamiento (%)	ROA (%)	ROE (%)
	2016	2015	Var. (%)	2016	2015	Var. (%)	2016	2015	Var. (%)	2016	2015	Var. (%)	Ingresos	Pasivo					
EPM	1,683,350	2,426,028	-30.61	35,900,110	34,985,371	2.61	1,834,792	1,369,673	33.96	20,284,182	19,218,154	5.55	7,000,077	15,615,928	24.05	26.21	43.50	5.11	9.05
ISA	659,132	634,002	3.96	13,840,630	11,393,622	21.48	2,141,460	706,321	203.19	9,878,234	7,849,771	25.84	882,446	3,962,396	74.69	242.67	28.63	15.47	21.68
Codensa	1,787,741	1,611,108	10.96	5,734,399	4,692,346	22.21	542,880	516,935	5.02	2,546,178	2,323,269	9.59	4,150,153	3,188,221	43.08	13.08	55.60	9.47	21.32
Emgesa	2,191,209	1,918,338	14.22	9,037,237	8,839,876	2.23	753,725	885,455	-14.88	3,495,962	3,558,112	-1.75	3,485,206	5,541,275	62.87	21.63	61.32	8.34	21.56
EEB	130,903	100,216	30.62	15,385,703	16,372,423	-6.03	1,288,984	1,013,867	27.14	11,652,923	12,362,629	-5.74	241,609	3,732,780	54.18	533.50	24.26	8.38	11.06
Isagén	815,386	1,091,429	-25.29	8,298,980	8,368,775	-0.83	140,887	297,381	-52.62	3,593,026	3,460,299	3.84	2,747,422	4,705,954	29.68	5.13	56.71	1.70	3.92
Celsia	96,409	42,583	126.40	4,445,397	4,549,401	-2.29	32,997	-137,007	-124.08	3,155,591	3,188,177	-1.02	559,645	1,289,806	17.23	5.90	29.01	0.74	1.05
Electrificadora de Tuluá	28,483	21,192	34.40	170,838	156,390	9.24	14,573	10,974	32.80	120,701	112,287	7.49	90,042	50,137	31.63	16.18	29.35	8.53	12.07
EPSA	582,828	579,561	0.56	4,662,878	4,638,321	0.53	250,837	255,275	-1.74	2,931,153	2,863,972	2.35	1,563,194	1,731,725	37.28	16.05	37.14	5.38	8.56

Nota. La información correspondiente a estados financieros puede contener variaciones que limitan la comparación, toda vez que para algunas empresas corresponden a diferentes metodologías de registro, siendo la del año 2016 correspondiente a las NIF. Adaptado de “Estado de Situación Financiera de las Empresas de la Muestra al 2015 y 2016 y Estado de Resultados al 31 de Diciembre de 2015 y 2016,” por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), 2017. Recuperado de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>