



**Universidad Nacional Autónoma de México**  
**Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración**

**Impacto del adecuado manejo de integración cultural en los  
procesos de fusiones y adquisiciones en Colombia**

**El caso de Almacenes Éxito y Carulla Viveros**

**T e s i s**

Que para optar por el grado de:

**Maestra en Finanzas**  
**Campo de conocimiento: Corporativas**

Presenta:  
**María Alejandra Medina Alemán**

Tutor:  
**Mtro. Oscar Sánchez Herrera**  
**Facultad de Contaduría y Administración**

**Ciudad de México, diciembre de 2021.**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## **Dedicatoria**

*A mis padres, Cristina y Anselmo, por estar conmigo en la distancia y creer en mí; por su amor y apoyo incondicional. Me han quitado el miedo y me han puesto un par de alas.*

*¡He cumplido un sueño!*

*Ahora, vuelvo a la realidad con los bolsillos cargados de magia.*

## **Agradecimientos**

Gracias a la Universidad Nacional Autónoma de México por darme la oportunidad de ser parte de ésta gran institución y al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología – CONACYT por su apoyo económico y brindarme la oportunidad de desarrollar habilidades de investigación.

Las personas que transmiten pasión por aprender y amar la búsqueda de un conocimiento en constante evolución, son tan necesarias e imprescindibles. Que nos enseñen cosas nuevas y aporten algo más a nuestra vida, simplemente es maravilloso. Por ello, agradezco a los maestros que me brindaron lo de mejor de ellos; especialmente al Mtro. Oscar Sánchez, quien como tutor me brindó su tiempo y valiosas aportaciones para materializar esta investigación.

A Juan Felipe Montoya Calle, Vicepresidente de Recursos Humanos de Almacenes Éxito, por la disposición y apoyo para concluir esta investigación.

De igual manera, al Mtro. Jorge Arrijoa por inspirarme a ser mejor, a la Dra. Ma. Luisa Saavedra por sus consejos.

A mis compañeros de la maestría que hicieron parte de ésta aventura y que de una u otra forma contribuyeron a que fuese una experiencia única; a Yanderi, Tania y Vero por su amistad, apoyo y complicidad.

A aquellas personas que me acompañaron en esta etapa de mi vida

## Contenido

Resumen.....	3
Introducción.....	4
Justificación de la investigación .....	5
Planteamiento del problema .....	6
Pregunta de la investigación .....	7
Objetivo.....	7
Hipótesis .....	7
Metodología .....	7
Contenido capitular .....	8
Limitaciones .....	9
Capítulo I. Marco teórico .....	10
1. Fusiones y adquisiciones: una perspectiva cultural .....	10
1.1. Importancia del adecuado manejo de integración cultural .....	11
1.2. Cambio de cultura en los procesos de M&A .....	14
1.3. La clave de las M&A: obtención de sinergias.....	19
1.4. Cultura organizacional y desempeño económico.....	26
Capítulo II. Marco contextual.....	30
2. Fusiones y Adquisiciones en Colombia .....	30
2.1. Volumen y valor de las transacciones de M&A en Colombia .....	31
2.1.1. <i>Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2014.....</i>	<i>33</i>
2.1.2. <i>Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2015.....</i>	<i>34</i>
2.1.3. <i>Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2016.....</i>	<i>35</i>
2.1.4. <i>Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2017.....</i>	<i>36</i>
2.1.5. <i>Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2018.....</i>	<i>37</i>

2.1.6. <i>Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2019</i> .....	38
2.2. Participación de Colombia en Latinoamérica en materia de M&A.....	39
Capítulo III. Marco metodológico.....	42
3. Diseño de la investigación .....	42
3.1. Método de caso.....	42
3.1.1. <i>Información requerida</i> .....	42
3.2. Recopilación inicial de datos.....	43
3.3. Recopilación de información sobre la cultura organizacional.....	43
3.3.1. <i>Cuestionario</i> .....	43
3.3.2. <i>Entrevista</i> .....	46
3.4. Metodología para el análisis de la información obtenida.....	46
3.4.1. <i>Medición del desempeño financiero</i> .....	47
3.4.2. <i>Análisis de la información obtenida de la cultura organizacional</i> .....	52
Capítulo IV. caso de estudio: Fusión Almacenes Éxito S.A. y Carulla Vivero S.A.	53
4. Descripción de la fusión .....	53
4.1. Almacenes Éxito S.A. antes de la fusión.....	53
4.2. Carulla Vivero S.A. antes de la fusión.....	55
4.3. Resultado de la fusión.....	57
4.4. La integración.....	59
4.4.1. <i>Proceso de la fusión</i> .....	59
4.4.2. <i>Factores claves de la integración</i> .....	63
4.5. Resultados sobre las similitudes y diferencias culturales de Almacenes Éxito y Carulla Vivero antes de la fusión.....	66
4.5.1. <i>Justificación de la muestra de estudio seleccionada</i> .....	66
4.5.2. <i>Caracterización de los encuestados</i> .....	67

4.5.3. Resultados: análisis de la percepción de los empleados.....	67
4.6. Evaluación del desempeño económico y análisis de sinergias.....	78
4.6.1. Indicadores financieros.....	79
4.6.2. Principales indicadores de rentabilidad.....	84
4.6.3. Valor Económico Agregado (EVA).....	85
4.6.4. Flujo de efectivo libre generado y causas de sinergia.....	95
4.6.5. Valor de la Empresa a Valor en Libros.....	99
4.6.6. Rentabilidad de Almacenes Éxito frente a sus competidores.....	100
4.6.7. Precio de mercado de las acciones.....	105
Conclusiones.....	109
Futuras líneas de investigación.....	112
Bibliografía.....	113
Anexos.....	119
Anexo A. Cuestionario.....	119
Anexo B. Entrevista.....	128
Anexo C. Estados financieros.....	131
Anexo D. Información para el cálculo de la tasa libre de riesgo.....	137
Anexo E. Información para el cálculo del coeficiente beta.....	138
Anexo F. Rendimiento del mercado – Comercio minorista.....	140

## Resumen

Las fusiones y adquisiciones como consecuencia de la globalización y la competitividad en los mercados, forman parte de las estrategias más recurrentes dentro del ámbito organizacional. Sin embargo, el desempeño económico posterior de estas operaciones parece tener implicaciones positivas y negativas relacionadas con el proceso de integración cultural. Para lograr el objetivo de la presente investigación, se realiza el análisis de la fusión entre Almacenes Éxito y Carulla Viveros para conocer el impacto que tuvo la cultura en su desempeño económico, el cual permitió llegar a la conclusión de que el correcto ajuste cultural es primordial para maximizar las sinergias, siendo este caso un referente de éxito.

**Palabras claves:** fusiones y adquisiciones, cultura organizacional, sinergia, desempeño económico



## Introducción

La “cultura organizacional” como elemento fundamental para la obtención de las sinergias estimadas en los procesos de fusiones y adquisiciones (de ahora en adelante “M&A”, por su acrónimo en inglés de *Mergers and Acquisitions*), es la base para el desarrollo de esta investigación. Este concepto surge a partir de la necesidad de buscar un paradigma que permita ampliar la comprensión de la realidad de las organizaciones, basados en que la cultura favorece la operación y desarrollo de las actividades al proveer normas y moldear la conducta de los trabajadores. Por lo tanto, obtener una mejoría en la productividad laboral a través de la cultura, contribuye con el objetivo principal de las organizaciones: maximizar el beneficio económico.

Por otro lado, la globalización y la competitividad en los mercados, ha llevado a que las empresas busquen estrategias que garanticen su permanencia en el tiempo; como consecuencia de ello, las M&A forman parte de las estrategias más recurrentes dentro del ámbito organizacional (McEntire y Bentley, 1996); y en los últimos tiempos la tasa de actividad de estas operaciones sólo parece estar aumentando (Rebner y Yeganeh, 2019). De acuerdo con Thomson Reuters (2018), “la actividad mundial de M&A totalizó US \$ 3,3 billones durante los primeros nueve meses de 2018, un aumento del 37% en comparación con los primeros nueve meses de 2017 y los primeros nueve meses más sólidos para las M&A globales desde que comenzaron los registros en 1980”.

Sin embargo, durante el proceso de las M&A, se producen diferentes impactos, especialmente en la cultura organizacional al tener una repercusión importante en un factor altamente complejo como lo es el “recurso humano”; y aunque el ajuste cultural es primordial al ser un factor potencialmente importante en los fracasos de las M&A (Weber, 2003), la evaluación de la cultura sigue siendo una tarea compleja (Weber y Tarba, 2012). Los estudios que se han realizado, demuestran que una de las causas del fracaso de éstas operaciones son de índole humano, y por ello, la mayor parte de los acuerdos no son capaces de lograr los objetivos y expectativas.

En los últimos años, la compatibilidad cultural se ha convertido en la preocupación principal (Buono & Bowditch, 1989; Cartwright & Cooper, 2001; Weber & Camerer, 2003). Si bien unos estados financieros o línea de productos favorables son la atracción inicial de una M&A, el que ésta funcione parece ser más cuestión de lo bien que armonicen las dos culturas organizacionales (Gale, 2019). Según Forbes, “la mayoría de las investigaciones indican que la actividad de M&A tiene una tasa de éxito general de alrededor del 50%, básicamente un sorteo de monedas” (Rebner y Yeganeh, 2019; citado de Sher, 2012).

Un sondeo realizado por la empresa de consultoría A. T. Kearney reveló que 58% de las fusiones había fallado en lograr los objetivos de valor establecidos por la alta dirección (Gumbel, 2003). La causa principal del fracaso es el conflicto entre las culturas organizacionales, además, “las M&A tienen una tasa de falla inusualmente alta, y siempre se debe a aspectos de las personas”; por ejemplo, la fusión realizada en 2001 por \$183 mil millones de dólares entre America Online (AOL) y Time Warner, fue la más grande en la historia corporativa (Gale, 2019). De ahí la importancia tanto de la habilidad gerencial como el papel que juega el área de recursos humanos, dado que el impacto de las diferencias culturales puede ser positivo o negativo, dependiendo del proceso que se realice en la construcción de la nueva cultura (Ortiz, *et al.*, 2017) y de una gestión inteligente para integrar todos los recursos (Angulo, 2017).

## **Justificación de la investigación**

La presente investigación se realiza con el fin de analizar el impacto del adecuado manejo de la integración cultural en el desempeño financiero de la fusión de dos empresas colombianas, debido a que cada vez son más frecuentes este tipo de operaciones en Colombia y las diferencias culturales sigue siendo un tema poco valorado por los directivos, especialmente cuando se trata de dos empresas de un mismo país de origen, dado que las diferencias culturales no son tan evidentes.

## Planteamiento del problema

La incompatibilidad cultural es una de las principales causas del fracaso de las operaciones de M&A. Sin embargo, el historial de éstas, indica que la mayoría de las empresas se pueden integrar sin problemas y con éxito; aunque en la realidad pocas transacciones pueden considerarse objetivamente exitosas (Rebner y Yeganeh, 2019).

Actualmente, ante la ausencia de atención a la compatibilidad cultural evaluada a través de un *due diligence* en el proceso global de evaluación, el resultado de las M&A se ha visto afectado, y, debido a que los desafíos de integración cultural no parecen ser tan obvios, tiene como resultado que los líderes presten mayor atención a temas de índole comercial, legal, financiero y operacional durante el proceso de combinación.

Desde luego, si los ejecutivos que lideran los procesos de M&A enfocaran todos sus esfuerzos en adoptar una cultura que favorezca el desempeño de la fusión, podrían tener una fuente de ventaja estratégica sostenida; pero no es posible lograr éxito financiero ni maximizar el potencial de sinergias mientras las dinámicas culturales sean disfuncionales (Rebner y Yeganeh, 2019).

En ese sentido, la problemática radica en la percepción de los empresarios, quienes aún desconocen el poder que tiene la cultura organizacional en el desempeño financiero de las M&A, puesto que, a pesar del conocimiento que han aportado diversos investigadores al tema, la gestión de la cultura es a menudo una prioridad baja y le dan mayor importancia a los aspectos financieros y estratégicos del acuerdo (Marks & Mirvis, 2011), ignorando la necesidad de intervenir en el proceso de integración a nivel cultural para que los trabajadores puedan adaptarse a los nuevos cambios dados en la cultura, y que permitan, a su vez, alcanzar altos niveles de confianza, cooperación y productividad laboral, de forma que se pueda garantizar la obtención de sinergias, las cuales son determinantes del éxito de las M&A.

## **Pregunta de la investigación**

¿Cuál es el impacto del adecuado manejo de la integración cultural en el desempeño financiero la M&A?

## **Objetivo**

Analizar el impacto del adecuado manejo de la integración cultural en el desempeño financiero la M&A.

## **Hipótesis**

El adecuado manejo de la integración cultural agiliza el proceso de la M&A y propicia la maximización de sinergias potenciales a través de un mayor nivel de productividad laboral, lo que permite obtener un mejor desempeño financiero.

## **Metodología**

Mediante la metodología de “método de caso”, se estudia la fusión de dos empresas representativas de la industria de retail en Colombia ocurrida en el año 2010: Almacenes Éxito S.A. y Carulla Vivero S.A. Se plantea como una narración descriptiva retrospectiva detallando los acontecimientos más relevantes de la fusión, cómo fue su proceso, los factores clave de la integración, su desempeño económico antes y después de la integración y las sinergias obtenidas.

1. Recolección de datos a través de:
  - a. Estados financieros de las empresas.
  - b. Reportes anuales de gestión.
  - c. Cuestionario aplicado a los empleados que hayan participado de una u otra forma en el proceso de la fusión.
  - d. Entrevista dirigida a personal que ocupe cargos directivos y directamente involucrado en el proceso de integración.

2. Análisis cualitativo de la información obtenida por medio de la entrevista y los datos de los cuestionarios mediante el paquete estadístico para ciencias sociales (SPSS – Statistical Package for the Social Sciences) para realizar el cálculo de las proporciones y de los principales datos estadísticos de las variables o dimensiones evaluadas en el cuestionario.
3. Análisis cuantitativo del desempeño económico de la empresa antes y después de la fusión mediante métodos ampliamente aceptados, tales como Valor Económico Agregado (EVA), flujo de efectivo libre histórico, indicadores de rentabilidad. Asimismo, la comparación del desempeño frente a sus competidores y análisis del precio de mercado de las acciones.

### **Contenido capitular**

En el **capítulo uno** se aborda el tema de las M&A desde una perspectiva cultural. Este apartado tiene por finalidad explicar el porqué es importante el manejo adecuado de la integración cultural en los procesos de M&A. Se presenta el Modelo de Gestión del Cambio como propuesta y supuesto para efectuar un exitoso ajuste cultural y se evite la pérdida de productividad dadas las reacciones de comportamiento improductivas, dado la influencia de la cultura organizacional en el desempeño económico de éstas. En el **capítulo dos** se resume el contexto colombiano frente al volumen y las operaciones más importantes durante los últimos años en materia de M&A. Para efectos de este apartado, se realiza una recopilación de aquellas empresas más representativas de Colombia que se han involucrado en procesos de M&A. En el **capítulo tres**, se detalla la metodología utilizada para el análisis del caso de estudio seleccionado, en la que se considera tanto la medición de las diferencias y similitudes culturales como la evaluación del desempeño económico. Por último, en el **capítulo cuatro**, se realiza el análisis cualitativo y cuantitativo de la fusión Almacenes Éxito y Carulla Vivero, con el propósito de comprobar la hipótesis planteada a partir del marco teórico de esta tesis.

## **Limitaciones**

1. La tesis se desarrolla por medio de un caso de estudio, por lo tanto, no representa una muestra significativa del fenómeno que constituye el objeto de estudio, lo que imposibilita la generalización de los resultados obtenidos.
2. Para la revisión bibliográfica se usaron SCOPUS y google escolar como herramientas de búsqueda, por lo tanto, no se considera exhaustiva. Además, se seleccionaron los trabajos académicos con mayor influencia en el autor durante el periodo 2000 – 2019, con propuestas teóricas principalmente sobre la integración cultural y desempeño económico de las M&A, la teoría de las relaciones humanas y, la teoría de recursos y capacidades.
3. Los datos obtenidos de las encuestas son proporciones, es decir, las correlaciones presentadas no son puras, sino predominantes.

# Capítulo I. Marco teórico

## 1. Fusiones y adquisiciones: una perspectiva cultural

Las M&A forman parte de las estrategias más recurrentes durante los últimos años, las cuales se basan en la creencia de que "la compañía combinada tendrá un valor mayor que las dos compañías solas" (Marks y Mirvis, 1992). Históricamente, las compañías se han combinado por razones como el aumento de la base de clientes, las sinergias operativas, la expansión geográfica, la adquisición de productos y/o propiedad intelectual, y la eliminación del exceso de capacidad del mercado. (Rebner y Yeganeh, 2019).

Sin embargo, las M&A se han visto afectadas por el inadecuado manejo de la integración cultural ya que muchas operaciones fracasan debido a la falta de medición metódica y exhaustiva de las diferencias culturales (Weber y Tarba, 2012) y por la consideración insuficiente de los factores humanos durante la fase de pre-combinación (Rebner y Yeganeh, 2019); cuando los valores compartidos no están de acuerdo con los que persigue la eficacia de la organización, la cultura es un obstáculo (Robbins, 2009).

Con todos los beneficios presumibles y el historial generalizado de las transacciones de M&A, se puede suponer razonablemente que la mayoría de las organizaciones pueden integrarse sin problemas y con éxito; pero la realidad es que pocas transacciones de M&A se consideran objetivamente exitosas (Rebner y Yeganeh, 2019), y por ello, se han efectuado diversos estudios sobre lo que ha ocurrido en los procesos de M&A, y en muchos de ellos se ha observado que los fracasos -mayores o menores- de estos procesos se deben a causas de índole humano como: pobre comunicación durante el proceso, mala gestión del proceso, diferencias culturales significativas entre las compañías, deficiencia en la definición de la integración de las políticas, falta de compromiso de los empleados, pérdida de los mejores profesionales, luchas y controversias en la dirección, etc. (Jiménez, 2013).

## 1.1. Importancia del adecuado manejo de integración cultural

Existen muchas razones por las que una fusión podría fallar; los dos factores más relevantes son la sobrestimación de sinergias y una mala planeación y ejecución de la integración. La mayoría de las veces involucran desafíos de factor humano que deben abordarse en cada fase del proceso para lograr una implementación exitosa, ya que las empresas están compuestas por seres humanos con emociones y expectativas complejas, en particular con respecto a eventos significativos de cambio de vida, como las M&A (Rebner y Yeganeh, 2019).

Weber y Tarba (2012), establecieron la relación existente entre la alta tasa de fracaso de M&A frente al incremento en la actividad de fusiones, la cual se debe a la falta de actividades sincronizadas en todas las etapas de la fusión, y así como no se le presta la debida atención durante las etapas previas, tampoco se hace en las etapas posteriores. Por lo tanto, es probable que los problemas de gestión intercultural les impida el cumplimiento de sus objetivos y expectativas. También otros investigadores como Fralicx y Bolster (1997), Cartwright y Cooper (1993), Daniel y Metcalf (2001) y; Evans y Mendenhall (2004) afirman que las culturas incompatibles son las causas principales del fracaso de las fusiones y adquisiciones.

Mientras tanto, Roger (2016) asegura que, por lo general, entre el 70% y el 90% de las adquisiciones son fallas abismales, debido a que las empresas que se enfocan en lo que obtendrán de una adquisición tienen menos probabilidades de éxito que aquellas que se enfocan en lo que tienen que dar. Por ejemplo, cuando una empresa utiliza una adquisición para ingresar a un mercado atractivo, generalmente está en modo de "toma". Ese fue el caso en todos los siguientes fracasos<sup>1</sup>: Microsoft y Google querían ingresar al hardware de los teléfonos inteligentes, HP quería ingresar a la búsqueda empresarial y análisis de datos, News Corp. quería ingresar a las redes sociales. Cuando un comprador está en modo de

---

<sup>1</sup> Publicación con alto reconocimiento: Roger (2016). M&A: The one thing you need to get right, *Harvard Business Review*, (94), p. 42-48.



toma, el vendedor puede elevar su precio para extraer todo el valor futuro acumulativo de la transacción, especialmente ante la existencia de otro comprador potencial. Microsoft, Google, HP y News Corp. pagaron el mejor precio por sus adquisiciones, lo que en sí mismo habría dificultado la obtención de un retorno sobre el capital. Además, ninguno de ellos entendió sus nuevos mercados, lo que contribuyó al fracaso final de esos acuerdos.

No obstante, los primeros en adoptar innovaciones organizacionales (como lo son las M&A) suelen estar motivados por el deseo de mejorar el rendimiento (Dimaggio & Powell, 1983). Sin embargo, aun cuando existen diversas investigaciones donde aseguran que el alto índice de fracaso de las M&A es a causa de la ausencia de un análisis de diferencias culturales, es sorprendente como no se han convertido en un factor importante la cultura organizacional en la toma de decisiones de la alta dirección (Weber y Tarba, 2012).

Las M&A no producirán los niveles de éxito financiero y operacional concebidos inicialmente cuando las dinámicas culturales y de comportamiento son disfuncionales (Rebner y Yeganeh, 2019). Cuando las diferencias culturales entre las organizaciones se vuelven claras, será posible definir una cultura compartida deseada. Esto significa que es más fácil para hacer frente a los retos planteados por el factor humano: la salida de los administradores y personal clave, el compromiso, la cooperación y la motivación; todos los factores que son importantes en el período posterior al acuerdo (Weber y Tarba, 2010).

También se ha evidenciado que no existe una integración plena de dos culturas totalmente diferentes como lo explicó Peterson (2015) en su investigación (el caso de Exxon y Mobil en 1999); es más seguro una integración cuando estas tienen características similares que les permiten adaptarse fácilmente sin que existan cambios significativos en la cultura organizacional, debido a las diferencias en la "forma de hacer las cosas". La similitud cultural, por lo tanto, sirve como una fuerza que une a los miembros de las organizaciones que se fusionan creando un sentido de cohesión y consecuentemente lograr sinergia (Nahavandi y Malekzadeh, 1988; Very y Schweiger, 2001). En consecuencia, cuanto mayor sea el ajuste cultural entre

dos empresas, menos propenso a la aversión será el proceso de integración cultural (Bijlsma-Frankema, 2001).

Un aspecto relevante a considerar es que las M&A implican en la mayoría de los casos la duplicidad en los puestos de trabajo y al integrarse dos empresas una de las mayores preocupaciones entre los empleados es saber qué va a suceder con ellos, con sus condiciones de trabajo y cuáles serán las decisiones de la nueva dirección (Galpin, Timothy y Herndon, Mark, 2000). Por esta razón, las M&A pueden presentar serios problemas que deben manejarse con anticipación por parte de la dirección, considerando la complejidad de las relaciones humanas y trabajar fuertemente en la integración, de forma que se pueda contrarrestar los efectos negativos que conduzcan a la empresa al fracaso y romper las barreras que impiden la obtención de sinergias, mediante la creación de una cultura superior, donde el *significado compartido* provisto pueda garantizar que todos los miembros vayan en la misma dirección (Robbins, 2009).

La nueva cultura debe vincular de manera efectiva los recursos humanos de la organización junto con sus estrategias de negocio. Los directivos deben recordar que todos los miembros de la organización influyen en su cultura. Es decir, los líderes, los miembros, y la cultura son fenómenos sistémicos. (Shearer, Hames y Runge, 2001). Sin embargo, la gestión de la cultura es a menudo una prioridad baja cuando los ejecutivos se consumen con los aspectos financieros y estratégicos del acuerdo (Marks & Mirvis, 2011). Una cultura fuerte da estabilidad a una organización, pero para ciertas empresas también llega a ser una barrera importante para el cambio (Robbins, 2009), lo que hace indispensable el diagnóstico oportuno de los choques que surgen en el proceso de integración, que permita manejar de manera productiva y aumentar sus posibilidades de lograr la armonía cultural.

Además, Gelfand, *et al.* (2018), asegura que cuando los choques que surgen en las M&A se diagnostican temprano, se pueden manejar de manera productiva. Desde luego, para aumentar sus posibilidades de lograr la armonía cultural, las empresas deben realizar una evaluación cultural para comprender cómo las personas, las prácticas y la administración reflejan la estrechez o la soltura en ambas compañías,

así como determinar los pros y los contras de sus niveles actuales de estrechez, las oportunidades y amenazas planteadas por la fusión de culturas. Una vez que las organizaciones se unan para comprender mejor las fortalezas y debilidades de las culturas de sus compañías, deben desarrollar un plan de integración cultural que articule qué dominios se perderán y cuáles serán ajustados. Además, todos los miembros de ambas organizaciones deben estar informados sobre el plan de integración. Simplemente explicar cuáles serán los cambios no es suficiente; las personas necesitan saber por qué se implementarán y el rol que cumplen en el proceso integrativo. Comunicarse abiertamente y obtener una amplia aceptación de los cambios ayudará a minimizar la amenaza que sienten las personas por las nuevas formas de hacer negocios. Y, por último, las empresas deben estar preparadas para reevaluar su estrategia de integración original; no importa cuán infalible pueda parecer el plan, es probable que surjan problemas.

## **1.2. Cambio de cultura en los procesos de M&A**

El cambio estructural en las organizaciones parece cada vez más impulsado por la competencia o por la necesidad de eficiencia (Dimaggio & Powell, 1983), lo que incide en un cambio de cultura organizacional o forma de hacer las cosas. En las empresas los cambios ocurren a cada instante y cuando se hace correctamente, el cambio las prepara para seguir siendo viable y competitiva en un entorno cambiante e incierto (Chiavenato, 2009). Los cambios constantes de las empresas obedecen a que éstas tienden a modelarse a sí mismas según empresas similares en su campo que perciben como legítimas o exitosas (Dimaggio & Powell, 1983).

Desde luego, ante la necesidad de realizar cambios dentro de la organización, los miembros a menudo experimentan dificultades para adaptarse a los nuevos procedimientos y estándares de desempeño (Marks y Mirvis, 1992), y las diferencias en los estilos de gestión y las prácticas contables también pueden contribuir a la tensión en el proceso de integración (Cartwright y Cooper, 1993). Según Hofstede (1994), la cultura organizacional puede modificarse, lo cual deben tener en cuenta en la gestión los directivos de una organización. Por ello, el reto al que se enfrentan

las empresas fusionadas y adquiridas es poseer líderes con la capacidad de gestionar el cambio y la resistencia innata de sus empleados, ya que no se trata de diferencias culturales en sí mismas, sino de la “*percepción*” de los problemas debidos a estas diferencias, que es problemática para las M&A (Rottig, 2013).; además, el contexto y el tipo de operación influye en la receptividad y la reacción de los empleados y que el enfoque elegido tendrá un gran impacto en las percepciones de los empleados (Weber y Tarba 2012).

Las adquisiciones hostiles, por ejemplo, representan una amenaza importante para la integridad y la identidad de una organización (Schneider y Dunbar, 1992). De acuerdo con Saunders y Thornhill (2003), las M&A presentan los cambios más extremos, que a menudo se perciben como amenazas para los individuos; al estar asociado con efectos más intensos de eliminación de la autonomía, la cual provoca tensiones y negativas actitudes hacia la fusión (Weber, 2003).

En ese sentido, la teoría de la identidad social (Tajfel, 1981; Turner, 1982) sostiene que los miembros de la organización muestran un sesgo positivo hacia los miembros de su propio grupo y tienden a mantener una visión negativa sobre los miembros de un grupo externo para mejorar la posición relativa de sus miembros de su clase. Este sesgo en el grupo y las comparaciones de "nosotros contra ellos" son mayores cuando se percibe una amenaza externa. Además, cuando se forma una nueva empresa, al menos para una parte de los empleados, habrá un cambio en la estructura y en los procesos de trabajo que tienen que adaptarse. Los cambios culturales provocan fricciones (temporales) entre las (sub) culturas y la estructura de la nueva organización que adopta improductivas reacciones de comportamiento de los miembros y grupos de organización, dando lugar a la pérdida de productividad (Bijlsma y Frankema, 2001).

De acuerdo con Marks y Mirvis (2011), en las M&A los gerentes adquirientes o la empresa más grande, son propensos a adoptar una actitud de superioridad y tratar a los miembros de la empresa objetivo como inferiores, y tales conflictos y las actitudes negativas relacionadas de los altos directivos clave hacia la M&A pueden ser un obstáculo importante para la integración exitosa de las dos empresas (Weber,

2003), porque esta situación puede conllevar que los mismos empleados tomen la iniciativa de renunciar a su trabajo durante los primeros años luego de una integración.

Según un estudio hecho por la empresa de reclutamiento de ejecutivos Lamalie Associates para el año 1984, casi la mitad de los altos ejecutivos de empresas adquiridas empiezan a buscarse nuevos puestos antes de un año, y Mitchell & Company, consultores de gestión especializados en la reestructuración post-fusión corroboran estos datos: en las empresas adquiridas, un 47% de los ejecutivos abandonan la compañía durante el primer año y un 75% de ellos lo hacen durante los primeros tres años y entre los primeros cuatro y ocho meses siguientes a un acuerdo, la productividad puede verse reducida hasta en un 50% (McCan y Gilkey, 1990). Los resultados reflejados en estas estadísticas pueden ser atribuibles a diversos factores: un desajuste con la estrategia empresarial, un proceso de *due diligence* incompleto o no bien planificado (si ha existido) o unas iniciativas de integración ineficaces (Roquet, 2009).

Tal es el caso de Fiat y Chrysler (Bovone, Charini y Couretot, 2017): los resultados fueron negativos debido a que no todos los factores culturales fueron trasladados y se generó malestar entre el personal, porque no hubo la intención de integrar adecuadamente las dos culturas, simplemente se trató de imponer la cultura de Fiat sobre la de Chrysler, lo que presentó resistencia al cambio por parte de los empleados de Chrysler y desencadenó masivos retiros voluntarios. Desde luego, la gerencia tiene el compromiso de tomar decisiones que beneficien la operación de una fusión, al evaluar previamente todos los factores que generan impacto en la cultura organizacional; además de tener presente que todo cambio trae resistencia, por lo que las empresas deben implementar prácticas acordes a los resultados que desean obtener y establecer una adecuada comunicación como parte fundamental del proceso de integración.

Además, al otorgar a cada una de las empresas cierto grado de autonomía en la toma de decisiones, negociando y acordando colectivamente los cambios necesarios, probablemente genere buena voluntad entre los empleados adquiridos

y cree una atmósfera que sea más propicia para la colaboración durante la integración posterior mejorando el efecto positivo de la efectividad de la integración en el rendimiento general de la M&A (Tarba, *et al.*, 2017).

Por lo general, se teme a la reorganización, porque significa perturbar el *status quo*, una amenaza para los intereses creados de las personas en sus trabajos y una molestia a las formas establecidas de hacer las cosas. Dado esto, la respuesta de los empleados frente a los cambios varía (Kotter y Schlesinger, 2008) y también el tiempo requerido para adaptarse a los cambios inherentes a la integración de las culturas de dos empresas (Marks y Mirvis 1992).

"Debe considerarse que no hay nada más difícil de llevar a cabo, ni más dudoso de éxito, ni más peligroso de manejar, que iniciar un nuevo orden de las cosas" (Maquiavelo, 1532). Tanto el *Modelo de Gestión del Cambio* propuesto por Lewin (1946) como el de Kotter y Dan (2001), hacen énfasis en las etapas concernientes para abordar los cambios organizacionales de manera efectiva y se evite la pérdida de productividad dadas las reacciones de comportamiento improductivas, tanto de los miembros como de los grupos de la empresa.

**Figura 1. Modelo de Gestión del Cambio: Kurt Lewin y John Kotter.**

JOHN KOTTER		KURT LEWIN	
<b>ETAPAS DEL CAMBIO</b>	<b>Eliminación del Status quo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aumentar la sensación de urgencia.</li> <li>Formar a un equipo guía para el cambio.</li> <li>Tener la visión correcta.</li> <li>Comunicar para fidelizar.</li> </ul>	<b>Descongelado</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Determinar qué se debe cambiar.</li> <li>Asegurar el apoyo de personas influyentes.</li> <li>Crear la necesidad del cambio.</li> <li>Gestionar la comunicación.</li> </ul>
	<b>Introducción de nuevas prácticas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Remover barreras para empoderar la acción</li> <li>Establecer objetivos de corto plazo.</li> <li>Mantener el foco en el objetivo final.</li> </ul>	<b>Cambio</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Informar: ¡Adiós rumores!</li> <li>Dotar de poder de decisión.</li> <li>Involucrar a las personas en el proceso.</li> </ul>
	<b>Consolidación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Institucionalizar los nuevos comportamientos.</li> </ul>	<b>Re congelado</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fijar y mantener el cambio cultural.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia de acuerdo con el Modelo de Gestión del Cambio propuesto por Lewin y Kotter

Como se identifica el Modelo de Gestión del Cambio de Kurt Lewin, se debe descongelar, mover y volver a congelar, asociado con las etapas de John Kotter: descongelar la mentalidad de los empleados, usar intervenciones apropiadas para avanzar en la dirección deseada y volver a congelar las normas y valores culturales.

Según Marks y Mirvis (2011), hay muchos niveles posibles de aculturación en una fusión o adquisición, cuatro son los más destacados: 1) *Pluralismo cultural*, en el que conviven los socios; 2) *Integración cultural*, en la cual las empresas asociadas mezclan las culturas actuales; 3) *Asimilación cultural*, en la cual una compañía absorbe a la otra; y *Transformación cultural*, en la que las empresas asociadas abandonan elementos clave de sus culturas actuales y adoptan nuevos valores y normas.

Desde luego, cada operación tiene su propia dinámica y para aprovechar el poder de la cultura que permita lograr los objetivos financieros y estratégicos de una combinación, minimizar el potencial choque cultural y la resistencia a la iniciativa de cambio, se debe definir un estado final cultural deseado, profundizar el aprendizaje intercultural, conducir la combinación hacia el final deseado y reforzar la cultura emergente a través de la sustancia y el simbolismo (Marks y Mirvis, 2011).

De igual forma, se debe tener en cuenta que todo cambio presenta determinado nivel de resistencia. No obstante, las intervenciones de recursos humanos no pueden eliminar el choque cultural, pero pueden disminuir su potencial para impactar negativamente los resultados de las M&A (Marks y Mirvis, 2011). Según Kotter y Schlesinger (2008), una de las formas más comunes de superar la resistencia al cambio es educar a las personas sobre esto de antemano, porque ayuda a sensibilizar a las personas sobre las fuentes y los síntomas de choque cultural, ayuda a comprender que estas dinámicas prevalecen en cualquier combinación, pero si no se manejan, pueden crear fisuras (Marks y Mirvis, 2011).

Las diferencias culturales tienen un impacto positivo o negativo en el desempeño de las M&A, el cual depende de (1) la naturaleza y el alcance de esas diferencias, (2) las intervenciones utilizadas para gestionarlas y (3) el enfoque de integración adoptado (Evans y Mendhall, 2004). Por lo tanto, la respuesta a la pregunta de cómo

manejar mejor los aspectos culturales de las M&A no es necesariamente encontrar un socio con una cultura similar o compatible, sino de gestionar las diferencias culturales a través de un enfoque integral que construye la comprensión cultural y promueve sinergias creativas (Marks y Mirvis, 2011).

Principalmente, la finalidad de las M&A ante importantes diferencias culturales, es romper las rigideces en la adquisición de empresas, ayudarlas a desarrollar un conocimiento más rico del mercado y la gestión, fomentar la innovación (Schreyögg, 2005) y proporcionar a las empresas una ventaja competitiva al darles acceso a capacidades únicas y potencialmente valiosas que están integradas en una cultura diferente (Olie y Verwaal, 2004). Obtener la participación de las personas y crear un ambiente que pueda apoyar la transferencia de dichas capacidades, es lo que representa el verdadero desafío (Weber, 2003)

### **1.3. La clave de las M&A: obtención de sinergias**

Muchas adquisiciones y algunas grandes inversiones estratégicas a menudo se justifican con el argumento de que crearán sinergia (Damodaran, 2005). Existen múltiples beneficios tanto estratégicos como financieros al combinar las fortalezas de dos o más organizaciones y esto se conoce comúnmente como "sinergia", por lo que el todo es mayor que la suma de las partes (Rebner y Yeganeh, 2019) y a lo que Ansoff (1965) le denomina como el "efecto 2+2=5", es decir, el efecto por el cual en la integración de varios elementos se produce una maximización de las cualidades de cada uno de los elementos con un resultado superior que el que se deriva de la simple suma de dichos elementos.

De acuerdo con Damodaran (2005), la sinergia es el valor adicional que se genera al combinar dos empresas, creando oportunidades que no estarían disponibles para estas empresas que operan independientemente, y Ross, et al. (2012), agregan que sinergia es aquella diferencia entre el valor de la empresa combinada ( $V_{AB}$ ) y la suma de los valores de las empresas como entidades independientes es la sinergia de la M&A.



$$\text{Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

En efecto, los flujos de efectivo crean valor y el cambio en éstos es la diferencia entre los flujos de efectivo en la fecha  $t$  de la empresa combinada y la suma de los flujos de efectivo de las dos firmas independientes (Ross, et al., 2012)

$$\Delta FE_t = \Delta \text{Ingresos}_t - \Delta \text{Costos}_t - \Delta \text{Impuestos}_t - \Delta \text{Requerimientos de capital}_t$$

El incremento de los flujos de efectivo depende de las posibles causas de sinergia: aumento de los ingresos, reducción de los costos, reducción de impuestos y menor requerimiento de capital.

- Aumento de los ingresos: una empresa combinada podría generar más ingresos que dos compañías por separado, dado las ganancias de marketing (mejores campañas de publicidad, fortalecimiento de la red de distribución, mezcla de productos equilibrada), beneficios estratégicos (mejor posicionamiento) y poder de mercado (reducción de competencia).
- Reducción de costos: una empresa combinada puede operar con mayor eficiencia que dos independientes a través de economías de escala dado su tamaño óptimo, uso de instalaciones, oficinas y sistemas informáticos compartidos.
- Ganancias fiscales: una reducción de impuestos puede ser un fuerte incentivo para algunas M&A. Esta disminución puede tener determinadas fuentes (el uso de pérdidas fiscales, la utilización de la capacidad de endeudamiento no aplicada y el empleo de fondos excedentes).
- Reducción de requerimientos de capital: debido a las economías de escala, las fusiones pueden reducir los costos de operación. De esto se desprende que también pueden reducir las necesidades de capital. Cuando dos empresas se fusionan es probable que los administradores descubran que hay instalaciones duplicadas, algunas plantas también podrían ser redundantes por lo que podrían consolidar algunas de sus áreas y esto permite reducir el capital de trabajo requerido para su operación.

Por consiguiente, la clave de las M&A es la obtención de sinergias, pero éstas pueden ponerse en peligro debido al fracaso en la integración cultural. La adecuada integración cultural de dos empresas fusionadas favorece la obtención de sinergias, por lo tanto, el aumento de la productividad de sus trabajadores, y dado el esfuerzo conjunto, mejorar el desempeño global y obtener resultados superiores a los que podrían conseguir si trabajaran por separado.

De acuerdo con Damodaran (2005), las sinergias se pueden clasificar en sinergias operativas y sinergias financieras. Las sinergias operativas afectan las operaciones de la empresa combinada e incluyen economías de escala, aumentando el poder de fijación de precios y un mayor potencial de crecimiento. En general, aparecen como flujos de efectivo esperados más altos. Las sinergias financieras, por otro lado, están más enfocadas e incluyen beneficios fiscales, diversificación, una mayor capacidad de endeudamiento y usos para el exceso de efectivo. Algunas veces aparecen como flujos de efectivo más altos y otras veces toman la forma de tasas de descuento más bajas.

### **Sinergias Operativas**

Para Damodaran (2005), las sinergias operativas son aquellas sinergias que permiten a las empresas aumentar sus ingresos operativos de los activos existentes, aumentar el crecimiento o ambos. Las sinergias operativas se clasifican en cuatro tipos.

1. Economías de escala que pueden surgir de la fusión, permitiendo que la empresa combinada sea más rentable. En general, se espera ver economías de escala en las fusiones de empresas en el mismo negocio (fusiones horizontales): dos bancos se unen para crear un banco más grande o dos empresas siderúrgicas que se combinan para crear una empresa siderúrgica más grande.
2. Mayor poder de fijación de precios debido a la menor competencia y mayor participación en el mercado, lo que debería dar como resultado mayores márgenes e ingresos operativos. Esta sinergia también es más probable que aparezca en las fusiones de empresas en el mismo negocio y debería ser

más probable que produzca beneficios cuando hay relativamente pocas empresas en el negocio.

3. Combinación de diferentes fortalezas funcionales, como sería el caso cuando una empresa con fuertes habilidades de marketing adquiere una empresa con una buena línea de productos. Esto puede aplicarse a una amplia variedad de fusiones, ya que las fortalezas funcionales pueden ser transferibles entre empresas.
4. Mayor crecimiento en mercados nuevos o existentes, derivado de la combinación de las dos empresas. Este sería el caso, por ejemplo, cuando una empresa estadounidense de productos de consumo adquiere una empresa de mercado emergente, con una red de distribución establecida y reconocimiento de marca, y utiliza estas fortalezas para aumentar las ventas de sus productos.

Las sinergias operativas pueden afectar los márgenes, los rendimientos y el crecimiento y, a través de ellos, el valor de las empresas involucradas en la fusión o adquisición.

### **Sinergias financieras**

Con sinergias financieras, la recompensa puede tomar la forma de flujos de efectivo más altos o un menor costo de capital (tasa de descuento) o ambos. Las sinergias financieras incluyen las siguientes (Damodaran, 2005):

1. Una combinación de una empresa con exceso de efectivo o falta de efectivo (y oportunidades limitadas de proyectos) y una empresa con proyectos de alto rendimiento (y efectivo limitado) puede generar una recompensa en términos de mayor valor para la empresa combinada. El aumento en el valor proviene de los proyectos que se pueden tomar con el exceso de efectivo que de otro modo no se habría tomado. Es probable que esta sinergia aparezca con mayor frecuencia cuando las grandes empresas adquieren empresas más pequeñas o cuando las empresas que cotizan en bolsa adquieren empresas privadas.

2. La capacidad de endeudamiento puede aumentar, porque cuando dos empresas se combinan, sus ganancias y flujos de efectivo pueden volverse más estables y predecibles. Esto, a su vez, les permite pedir prestado más de lo que podrían tener como entidades individuales, lo que crea un beneficio fiscal para la empresa combinada. Este beneficio fiscal generalmente se manifiesta como un menor costo de capital para la empresa combinada.
3. Los beneficios fiscales pueden derivarse de la adquisición aprovechando las leyes fiscales para reportar los activos de la empresa objetivo o del uso de pérdidas operativas netas para proteger los ingresos. Por lo tanto, una empresa rentable que adquiere una empresa que pierde dinero puede utilizar las pérdidas operativas netas de esta última para reducir su carga fiscal. Alternativamente, una empresa que puede aumentar sus cargos de depreciación después de una adquisición ahorrará impuestos y aumentará su valor.
4. La diversificación es la fuente más controvertida de sinergia financiera. En la mayoría de las empresas que cotizan en bolsa, los inversores pueden diversificarse a un costo mucho más bajo y con mayor facilidad que la propia empresa. Para las empresas privadas o las empresas estrechamente vinculadas, puede haber beneficios potenciales de la diversificación.

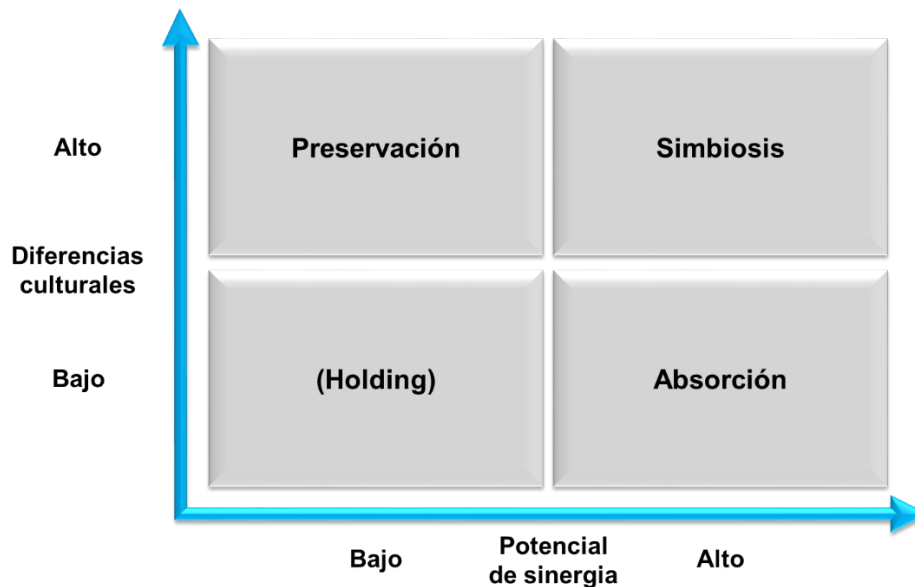
No obstante, para lograr dichas sinergias en los procesos de M&A, un elemento clave es que los miembros de las organizaciones anteriormente independientes deben aprender a comprender los supuestos culturales de cada uno y encontrar maneras de cerrar las brechas entre ellos, evitando choques que conduzcan a la desintegración (Bijlsma-Frankema, 1997). Y esto puede ser posible, si la alta dirección está comprometida con el cambio en cuestión. Marks y Mirvis (1992) sugieren que los gerentes tienen que lidiar con las necesidades de los empleados después de una fusión; además, la confianza de los empleados puede ser reforzada a través de gerentes que modelan nuevos comportamientos, lideran con visión y administran el desempeño, por lo que se hace necesario que tengan un sentido de

urgencia para tratar las inquietudes y preguntas de los empleados lo antes posible en el proceso de integración.

La sinergia es un ingrediente esencial para la creación de valor. Sin embargo, Larsson y Finkelstein (1999) propusieron que el grado en que se realiza esta sinergia depende de la similitud y complementariedad de las empresas adquirientes y adquiridas; es decir, tienen un mayor potencial de sinergia debido a departamentos y funciones similares (Weber, 2003), o bien, lo que define el concepto de “ajuste estratégico”.

Por otra parte, las altas diferencias culturales pueden estar asociadas con un mejor desempeño de M&A cuando el nivel de sinergia es muy alto, pero depende de la elección del enfoque de integración, el cual es uno de los puntos más críticos de las decisiones que afectan el éxito de la M&A (Weber, Tarba, y Rozen Bachar, 2011).

**Figura 2.** *Matriz para los enfoques de integración posteriores a la adquisición*



Fuente: Weber, Tarba, y Rozen Bachar (2011).

En la figura 2, se presenta los enfoques de integración recomendados por Weber, Tarba, y Rozen Bachar (2011), en donde se muestra la relación entre el potencial de sinergia y las diferencias culturales. Asimismo, la propuesta realizada por estos autores, utiliza la terminología de Haspeslagh y Jemison (1991) porque describe

claramente las diferencias entre estos enfoques, se ha recibido apoyo empírico por parte de Ellis, Weber y Raveh (2003) y que ha sido ampliamente utilizado (Graebner, 2004; Schweizer, 2006; Weber, Tarba, y Reichel, 2011).

Haspeslagh y Jemison (1991), reconocieron la importancia de las diferencias culturales al elegir un enfoque de integración. Los enfoques de integración, como se muestran en la figura anterior, son absorción, preservación y simbiosis. La *absorción* implica un alto nivel de integración y el nivel más bajo de autonomía para la gestión adquirida, por lo que se recomienda para el logro de un alto nivel de sinergia cuando el nivel de diferencias culturales es baja; la *preservación* implica el nivel más bajo de integración y el más alto nivel de autonomía para la gestión de la adquirida, la cual se recomienda para la baja sinergia potencial y altas diferencias culturales; y la *simbiosis* con altos niveles de ambos sinergia y culturales diferencias, implica un sofisticado nivel de integración para ser considerado en desafiar situaciones. Por lo tanto, depende de los administradores que eligen la adecuada integración de enfoque, para aprovechar la sinergia potencial y al mismo tiempo mitigar el efecto negativo de las diferencias culturales (Weber, Tarba, y Rozen Bachar, 2011).

Mezclar culturas es un arte y hacerlo exitosamente significa el logro de sinergias. Durante el proceso de integración, cada tarea que apunta a capturar la sinergia puede generar su propio desempeño y, en conjunto, producir una alta efectividad de integración. (Weber, Tarba, y Rozen Bachar, 2011). Por eso, uno de los objetivos del proceso de integración posterior a la adquisición es capitalizar el potencial de sinergia a través de la transferencia de capacidades y el intercambio de recursos que pueden resultar en ahorros de costos y mejores ingresos (Almor, Tarba y Benjamini, 2009; Gomes et al., 2011). Por lo tanto, cuanto mayor sea el nivel de potencial de sinergia, mayor será la efectividad de integración esperada (Tarba, et al., 2017).

#### **1.4. Cultura organizacional y desempeño económico**

Una empresa que tiene una cultura valiosa, única e imperfectamente imitable disfruta de una ventaja competitiva sostenida (Barney, 1986). La cultura organizacional tiene efectos generalizados en una empresa porque su cultura no sólo define quiénes son sus empleados, clientes, proveedores y competidores relevantes, sino que también define cómo interactuará una empresa con estos actores clave (Louis, 1983). En ese sentido, las M&A cuando logran establecer una cultura fuerte, sería un claro ejemplo de una gestión excelente (Peters y Waterman, 1982), considerando que la integración efectiva puede producir un desempeño general positivo de M&A (Weber, 1996; Larsson y Finkelstein, 1999)

Algunas empresas pueden obtener un rendimiento financiero superior sostenido de sus culturas organizacionales, es decir, una tasa de rendimiento mayor que un rendimiento normal e indica que una empresa está prosperando (Barney, 1986). Sin embargo, otras empresas al observar esto, generalmente buscarán obtener este mismo nivel de desempeño al duplicar lo que sea exitoso para una empresa exitosa (Hirshleifer, 1980) y algunas culturas organizacionales, probablemente terminen siendo bastante comunes entre cualquier conjunto de empresas (DiMaggio y Powell, 1983).

La imitación aumenta la competencia que enfrenta la empresa inicialmente exitosa, reduce los márgenes y disminuye el nivel de desempeño financiero, hasta que todas las empresas obtengan rendimientos económicos aproximadamente normales; pero, ciertas empresas pueden disfrutar de ventajas competitivas que no están sujetas a imitaciones y, por lo tanto, éstas pueden ser la fuente de un rendimiento superior sostenido (Barney, 1986), y de esa forma, podrían disfrutar de un rendimiento financiero superior incluso después de que cesen los intentos de imitación de otras empresas (Lippman y Rumelt, 1982), aunque no se puede esperar que el desempeño financiero superior sostenido dure para siempre (Hirshleifer, 1980).

Para que la cultura de una empresa brinde ventajas competitivas sostenidas y, por lo tanto, sea una fuente de desempeño financiero superior sostenido, se deben cumplir tres condiciones (Barney, 1985). Primero, la cultura debe ser valiosa; debe permitir que una empresa haga cosas y se desarrolle de manera que conduzca a altas ventas, bajos costos, altos márgenes, o de otra manera agregue valor financiero a la empresa (debido a que el desempeño financiero superior es un concepto económico, la cultura, para generar dicho desempeño, debe tener consecuencias económicas positivas). Segundo, la cultura debe ser única; debe tener atributos y características que no sean comunes a las culturas de un gran número de otras empresas. Finalmente, tal cultura debe ser imperfectamente imitable; las empresas sin estas culturas no pueden participar en actividades que cambien sus culturas para incluir las características requeridas, y si intentan imitar estas culturas, estarán en desventaja (reputación, experiencia, etc.) en comparación con la empresa que están tratando de imitar (Barney, 1986)

Como consecuencia del éxito cultural de una empresa, se crea un incentivo para que otras firmas modifiquen sus culturas para duplicar ese éxito (Barney, 1986). No obstante, el desempeño financiero general de una empresa con tales ventajas puede reducirse a la normalidad, o incluso por debajo de los niveles normales, si una empresa no logra administrar otras funciones estratégicamente relevantes con éxito (Peters y Waterman, 1982), como las características financieras y analíticas del negocio de la empresa (Barney, 1986). Además, debido a que otros atributos de una empresa también pueden generar un desempeño sostenido por encima de lo normal, es posible que varias empresas en una industria puedan obtener un desempeño financiero superior sostenido basado en diferentes ventajas competitivas (Lippman y Rumelt, 1982).

Es importante recalcar que la cultura organizacional no es una fuente de ventaja competitiva para todas empresas (Barney, 1986). Desde luego, en las empresas que estén simultáneamente unidas de manera flexible y estrecha tienen una cultura organizacional con un conjunto sólido de valores centrales, uno de los cuales fomenta la creatividad y la innovación (Peters y Waterman, 1982). De manera



similar, las empresas que tienen éxito en obtener productividad a través de su gente generalmente tienen una cultura organizacional que apoya y aprecia el valor del empleado (Barney, 1986).

Por ejemplo, Google y Facebook, son dos empresas que tienen una cultura organizacional extraordinaria, ya que cuentan con grandes ventajas y beneficios para sus empleados, tienen espacios para fomentar el trabajo en equipo, se preocupan por mantener una atmósfera propicia y evitar el estrés que se genera en las grandes compañías con ambiente competitivo. Si bien es cierto que tienen ciertas similitudes, pero cada una ha evolucionado de manera diferente y tienen objetivos opuestos. La cultura de Google se renueva constantemente para adaptarse a su gran número de empleados y busca calidad de servicio e innovación a través de la creatividad; mientras que la cultura de Facebook parte de una cultura dirigida a la persona: fomenta la igualdad y para que todos los empleados se sientan que se forman parte de la organización, tanto los empleados como los altos directivos comparten el lugar de trabajo.

Las empresas que permanecen cerca de sus clientes generalmente están obsesionadas con el servicio al cliente y la satisfacción, lo cual se refleja en algunos de los valores centrales de la cultura de una organización, y cada uno de estos rasgos culturales puede generar ganancias económicas positivas para las empresas (Barney, 1986), al generar información oportuna sobre el mercado, actividades conjuntas de desarrollo de productos e intensas lealtades de marca (Peters y Waterman, 1982; Porter, 1980), lo que se traduce en ventas y mayores márgenes y, por lo tanto, tienen un impacto financiero positivo directo en una empresa.

Los componentes de la cultura organizacional (incluidos valores, símbolos y creencias) son tan difíciles de cambiar como de describir (Smircich, 1983). Si bien algunos autores han descrito formas en que se puede gestionar la cultura de una organización (Lewin, 1946; Kotter y Dan, 2001), se debe admitir que al menos algunas culturas organizacionales resisten el cambio planificado. Pero si se logra adoptar una cultura que favorezca el desempeño financiero de las M&A, es decir,

que sea ésta valiosa y única, pueden ser una fuente de ventaja estratégica sostenida (Barney, 1986). Por ejemplo, cuando una M&A, ante un entorno tan competitivo busca apegarse a estrategias de producción a escala y de bajo costo, entonces deberá desarrollar el valor de la eficiencia en la cultura de trabajo.

Entonces, una M&A podría tener una cultura organizacional modificada y a su vez, que ésta sea fuente de una ventaja competitiva sostenida, siempre y cuando no se esté imitando la cultura valiosa de una empresa competidora, porque la imitación exitosa no le da a una empresa una ventaja competitiva (Barney, 1986), y por otro lado, es necesario considerar que algunas culturas organizacionales pueden ser más susceptibles al cambio que otras y considerando el tamaño y la trayectoria que tienen, por ejemplo, las empresas jóvenes y pequeñas, a menudo tienen culturas organizacionales más flexibles que las empresas más grandes y antiguas (Tichy, 1983).

Finalmente, las empresas tienen estos atributos en su cultura (valiosa, rara e imperfectamente imitable), dotan a una empresa de un rendimiento superior sostenido (Barney, 1986). En consecuencia, las M&A al modificar su cultura, los gerentes deben tener habilidades de gestión de cultura para que esta sea flexible y pueda adaptarse a los cambios dados por el ambiente donde desarrolla su operación. Asimismo, las empresas deberían tratar de comprender de qué se trata su cultura que les brinda ventajas competitivas, y luego fomentar y desarrollar estos atributos culturales, aumentando así la probabilidad de que su ventaja competitiva no se disipe mediante una mala gestión (Lenz, 1980; Stevenson, 1976).

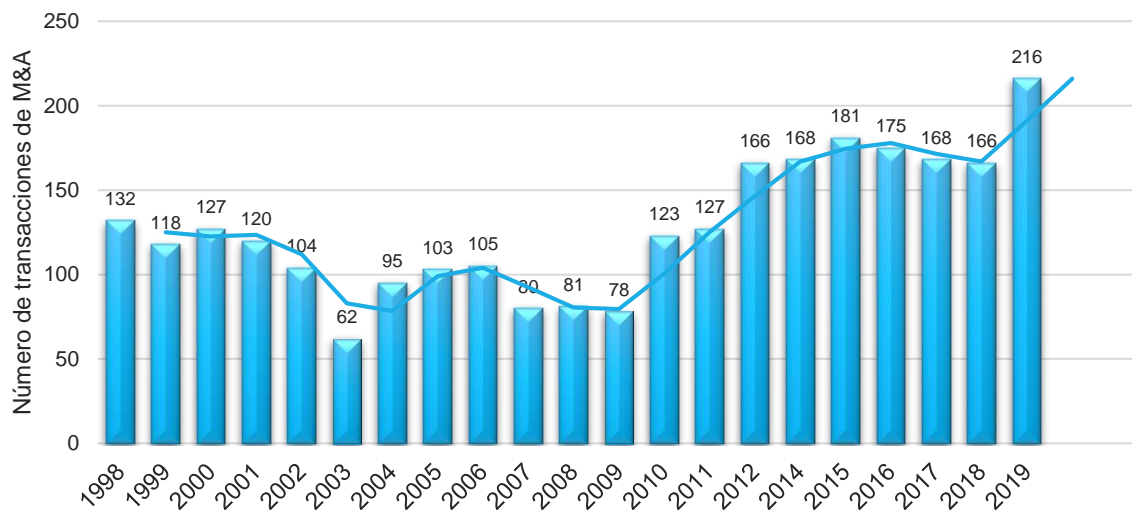
## Capítulo II. Marco contextual

### 2. Fusiones y Adquisiciones en Colombia

Desde 1998 en Colombia se ha registrado que muchas empresas han estado involucradas en M&A, tanto a nivel nacional como internacional. Este tipo de estrategias expansivas, han sido consideradas por muchos empresarios como la fórmula para el crecimiento económico empresarial y generación de valor para los accionistas.

La fiebre de las fusiones y adquisiciones en Colombia inició a mediados de la década de los 90, a pesar de que estaba contenida en el Código de Comercio desde 1971, ha evolucionado hasta tal punto que existen empresas intermediarias dedicadas a la asesoría, e incluso a realizar los estudios necesarios y ultimar detalles de fusiones y adquisiciones, como bancos de inversión. Como fórmula de crecimiento económico, las empresas colombianas han optado por integrarse a otras, o simplemente realizar alianzas estratégicas, considerando que tener el poder para competir en mercados nacionales e internacionales, es tener una ventaja crucial para asegurar la solidez de una empresa.

**Figura 3. Volumen de M&A en Colombia 1998 – 2019**



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de la Superintendencia de Industria y Comercio

Las M&A en Colombia tienen un papel protagónico en el sector económico, lo cual obedece al grado de apertura que tiene el país y los tratados de libre comercio vigentes. Sin embargo, no todas las fusiones son exitosas, ni todas traen beneficios para todos los grupos que interactúan con las empresas que realizan dicho proceso (Bernal, 2005). Los sectores donde mayor número se han registrado son telecomunicaciones, energía, industria, financiero, farmacéuticos, turismo, transporte aéreo y terrestre, textil, comercio, entre otros, logrando prosperar en el mercado a través de procesos más eficientes, mayor capacidad financiera, reducción de costos e impuestos y mejoramiento de productos y servicios.

### **2.1. Volumen y valor de las transacciones de M&A en Colombia**

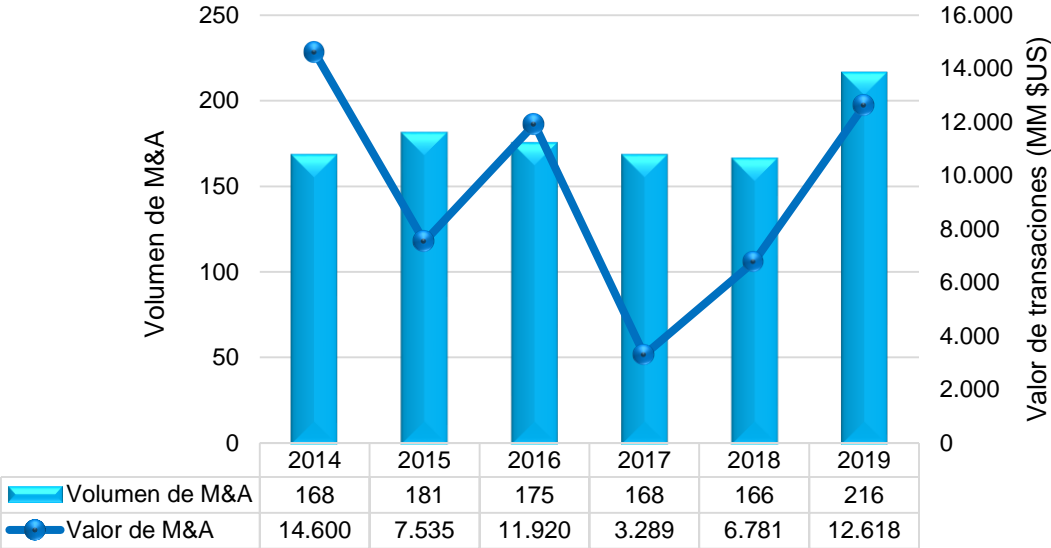
Para efectos de este apartado, se realiza una recopilación de aquellas empresas más representativas de Colombia que se han involucrado en procesos de M&A, pero es oportuno señalar que, a pesar de que esta estrategia se ha puesto en práctica con mayor frecuencia en el país, es un tema que aún sigue siendo por estudiado y las investigaciones son escasas. Por lo tanto, la mayoría de los datos e información que se ha encontrado, está incompleta y dispersa. No obstante, se ha logrado obtener información de algunas fuentes oficiales y entidades reconocidas, para revisar de forma general el comportamiento de las transacciones de M&A.

En los últimos años se han venido incrementando significativamente el número de fusiones y adquisiciones, y dentro de las razones para efectuar este tipo de transacciones en el país y el resto del mundo está la búsqueda de sinergias, la complementariedad de productos y servicios, la ampliación de la cobertura de áreas geográficas, el mejoramiento de la capacidad de competir local y externamente y, en algunos casos, mayor liquidez a las acciones, cuando éstas se encuentran listadas en una bolsa de valores.

Sin embargo, todos estos objetivos apuntan a una única meta, que es generarles valor a sus accionistas en el largo plazo, al tiempo que se garantice la viabilidad de la empresa (Bernal, 2005). Por ello, cada vez más son los sectores que participan de este tipo de estrategias empresariales, debido a que la economía del país no

favorece el progreso individual de las empresas, y debido a esto recurren a negociaciones con otras empresas para mantenerse obtener mayores sinergias y ganar mayor participación en el mercado.

**Figura 4.** *Volumen y valor anual de M&A en Colombia 2014 – 2019*

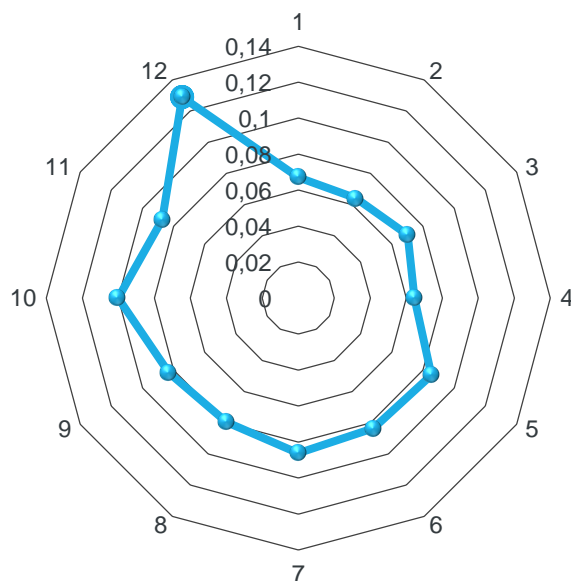


Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de la Superintendencia de Industria y Comercio (volumen), y los informes de TTR - Transactional Track Record (valor de transacciones anuales).

Como se observa en la figura 4, ha tenido baja variabilidad en el volumen de M&A, en comparación con los valores de cada una de las M&A, considerando que éstos últimos datos, se han registrado –en algunos casos– por un menor número de transacciones debido a que algunas se catalogaron como confidencial o de información privada. Sin embargo, el año más representativo en cuestión de volumen y en monto total de transacciones, han sido el año 2019 y 2015 respectivamente. También, es importante destacar que el número de estas operaciones depende en gran medida, de la estabilidad económica del país.

Por otro lado, se identifica mediante el método de medias móviles la estacionalidad que presenta la serie (figura 5), en la cual se determina que el periodo del año donde más se efectúan operaciones de M&A es en diciembre, considerando la información de obtenida de la SIC 2010 a 2019, lo cual obedece al cierre contable y fiscal. Sin embargo, en los demás periodos también se efectúan M&A, que en la mayoría depende de la estrategia de los dueños de las empresas.

**Figura 5. Normalización del Índice de Estacionalidad de M&A**



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de la Superintendencia de Industria y Comercio

### **2.1.1. Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2014**

De acuerdo con el informe de Transactional Track Record – TTR, el año 2014 ha dejado cifras positivas en el mercado transaccional colombiano y el número de M&A ha ascendido un 18% respecto al año anterior, pasando de las 142 transacciones de 2013 a las 168 de este año. Por su parte, el volumen de inversión también ha mostrado números positivos y el crecimiento interanual ha sido del 34,3% hasta alcanzar una cifra de USD 14,600m.

Entre las transacciones de mayor importe destaca la fusión por parte de UNE EPM Telecomunicaciones y Tigo Colombia por unos USD 3,900m; así como la compra por parte de Banco Itaú Unibanco y Corpbanca de una participación de CorpBanca Colombia (ex. Banco Santander Colombia) por un importe de unos USD 894m.

A continuación, se presentan las empresas más importantes que formaron parte de las M&A en el periodo 2014:

**Tabla 1. M&A en Colombia más representativas del 2014**

	Target	Sector	Comprador	Vendedor	Valor (USDm)
1	Tigo Colombia; UNE EPM Telecomunicaciones	Telecomunicaciones	Millicom Internationall Celular	Empresas Públicas de Medellín (EPM)	3.900
2	Corpbanca Colombia	Financiero y de seguros	Banco Itaú Unibanco Corpbanca		894
3	Transportadora de Gas Internacional S.A. E.S.P.	Petróleo y gas	Inversiones en Energía Latino Americana Holdings	Citi Venture Capital	890
4	Activos cementeros portuarios	Construcción	Cementos Argos	Vulcan Materials	720
5	Corporación Financiera Colombiana S.A	Financiero y de seguros	Grupo Aval Acciones y Valores S.A.	Banco de Occidente S.A	334

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Capital IQ y Transactional Track Record – TTR

### **2.1.2. Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2015**

El mercado transaccional en Colombia sigue dando muestras de su vitalidad en el año 2015, con un total de 181 operaciones por importe de USD 7,534.92m, lo que le coloca como el cuarto país más activo de Latinoamérica. Por su parte, en el segundo semestre de 2015 se han registrado un total de 89 operaciones en Colombia, lo que supone un incremento interanual del 8,54%, con un importe agregado de USD 4,564.49m. En términos sectoriales, el financiero y de seguros ha destacado en el año, con un total de 32 transacciones, seguido del sector de distribución y retail, con 16 operaciones.

A continuación, se presentan las empresas más importantes que formaron parte de las M&A en el periodo 2015:

**Tabla 2. M&A en Colombia más representativas del 2015**

	Target	Sector	Comprador	Vendedor	Valor (USDm)
1	Ségisor	Distribución y venta minorista	Almacénes Éxito	Grupo Casino	1.826
2	Odinsa S.A	Construcción	Grupo Argos	-	536
3	LifeMiles	Transporte, aviación y logística	Advent International Colombia	Avianca Holdings	344
4	Sura Asset Management S.A	Financiero y de seguros	Grupo de inversiones Suramericana S.A.	General Atlantic Cooperatief U.A.	267
5	Ferrasa S.A.S.	Siderúrgico	Ternium S.A.	-	74
6	Compañía de Financiamiento Tuya S.A.	Financiero y de seguros	Almacénes Éxito	Bancolombia S.A.	32
7	Empresa de Energía de Cundinamarca S.A.	Petróleo y gas	Condensa S.A.	Distribuidora Eléctrica de Cundinamarca S.A.	-

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Capital IQ Transaction Screening Report y Transactional Track Record – TTR

### **2.1.3. Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2016**

El importe de transacciones del mercado M&A colombiano en 2016 ha superado en un 72,17% el valor de todo 2015, en el que se destacan a los sectores inmobiliario y financiero como los más activos por número de transacciones. En concreto, el mercado M&A colombiano ha registrado en el año un total de 175 operaciones, de las cuales 90 suman un importe no confidencial de USD 11,920m. Estos datos se diferencian a los de 2015, en los que se contabilizaron 179 operaciones con un importe no confidencial de USD 6,924m (de 98 operaciones), lo cual supone un descenso del 2,23% en el número de transacciones respecto a lo registrado en el mismo periodo de 2015.

A continuación, se presentan las empresas más importantes que formaron parte de las M&A en el periodo 2016:



**Tabla 3. M&A en Colombia más representativas del 2016**

	Target	Sector	Comprador	Vendedor	Valor (USDm)
1	Isagen E.S.P.	Petróleo y gas	Brookfield Colombia Investments LP	-	3.170
2	Sura Asset Management S.A	Financiero y de seguros	Grupo de inversiones Suramericana S.A	General Atlantic Cooperatief U.A	538
3	Odinsa S.A.	Construcción	Grupo Argos	-	278
4	Biomax Biocombustibles S.A.	Petróleo y gas	Uno Colombia S.A.	-	15
5	Coltejer S.A.	Textil	Grupo MCM Colombia S.A.S.	-	-
6	Edatel S.A.E.S.P.	Telecomunicaciones	Almacenes Éxito	-	0,006

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Capital IQ Transaction Screening Report y Transactional Track Record – TTR

#### **2.1.4. Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2017**

El mercado transaccional colombiano cierra 2017 con un total de 168 transacciones, de las cuales 68 registran un importe conjunto de USD 3.289m, lo que implica una disminución del 1,75% en el número de operaciones y del 85,90% en el importe de las mismas con respecto a 2016. Por su parte, el cuarto trimestre de 2017 con un total de 46 operaciones, de las cuales 26 tienen un importe no confidencial que suman aproximadamente USD 433m. Estas cifras suponen una disminución del 16,36% en el número de operaciones y del 97,31% en el importe de las mismas con respecto al cuarto trimestre de 2016.

A continuación, se presentan las empresas más importantes que formaron parte de las M&A en el periodo 2017:

**Tabla 4. M&A en Colombia más representativas del 2017**

	Target	Sector	Comprador	Vendedor	Valor (USDm)
1	Compañía de Electricidad de Tulua S.A.	Electricidad	Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P.	Celsia S.A.	1.244
2	Deceval S.A.	Financiero y de seguros	Bolsa de Valores de Colombia S.A.	-	96,07
3	Biomax Biocombustibles S.A.	Petróleo y gas	Belalp Partners International SL	-	23,21
4	Alpina S.A.	Alimentos y bebidas	Grupo MCM Colombia S.A.S.	Snowhill Enterprises Ltd. Kass Investment Ltd.	-
5	Coltejer S.A.	Textil	Grupo MCM Colombia S.A.S.	-	-

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Capital IQ Transaction Screening Report

### **2.1.5. Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2018**

El mercado de M&A en Colombia concluyó el cuarto trimestre de 2018 con una ligera disminución del número de transacciones registradas y un considerable incremento en el capital movilizado en comparación con 2017. El informe presenta además un análisis completo y correlacional de los sectores más activos del mercado, así como las transacciones más destacadas del ámbito Cross-Border, lo que permite concluir que las empresas estadounidenses siguen siendo las que más adquisiciones realizan en empresas colombianas. En el panorama del mercado colombiano, el informe presenta un análisis de los últimos dos años, en el que se puede analizar la dinámica del segmento M&A, Private Equity y Venture Capital desde 2016.

A continuación, se presentan las empresas más importantes que formaron parte de las M&A en el periodo 2018:

**Tabla 5. M&A en Colombia más representativas del 2018**

	Target	Sector	Comprador	Vendedor	Valor (USDm)
1	Gas Natural S.A.	Petróleo y gas	Brookfield Infrastructure Partners L.P. (NYSE:BIP)	Gas Natural Distribución Latinoamericana, Protección S.A., Grupo Energis Bogotá, Porvenir S.A., Gases Unidos de Colombia Ltd.	698
2	Sura Asset Management S.A. de C.V.	Financiero y de seguros	Caisse de dépôt et placement du Québec	Organización Terpel S.A.	247
3	ExxonMobil Exploration Colombia Ltd.	Petróleo y gas	Corporación Primax S.A.	-	232
4	Promotora Médica Las Américas S.A.	Salud	Grupo AUNA		193
5	Valorem S.A.	Entretenimiento, comercio, logística, transporte	Invernac Y Cia. S.C.A.	-	62

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Capital IQ Transaction Screening Report

### **2.1.6. Fusiones y adquisiciones más representativas: periodo 2019**

El mercado de fusiones y adquisiciones en Colombia ha cerrado el año 2019 con 216 transacciones y con USD 12.618m en capital movilizado. El informe presenta un análisis mes a mes del panorama colombiano en el que se puede evaluar la dinámica del mercado de este territorio. Además, recoge un análisis completo y correlacional de los sectores más activos del mercado, así como las transacciones más destacadas del ámbito Cross-Border, lo que permite concluir que las empresas estadounidenses siguen siendo las que más inversiones realizan en empresas colombianas.

A continuación, se presentan las empresas más importantes que formaron parte de las M&A en el periodo 2019:

**Tabla 6. M&A en Colombia más representativas del 2019**

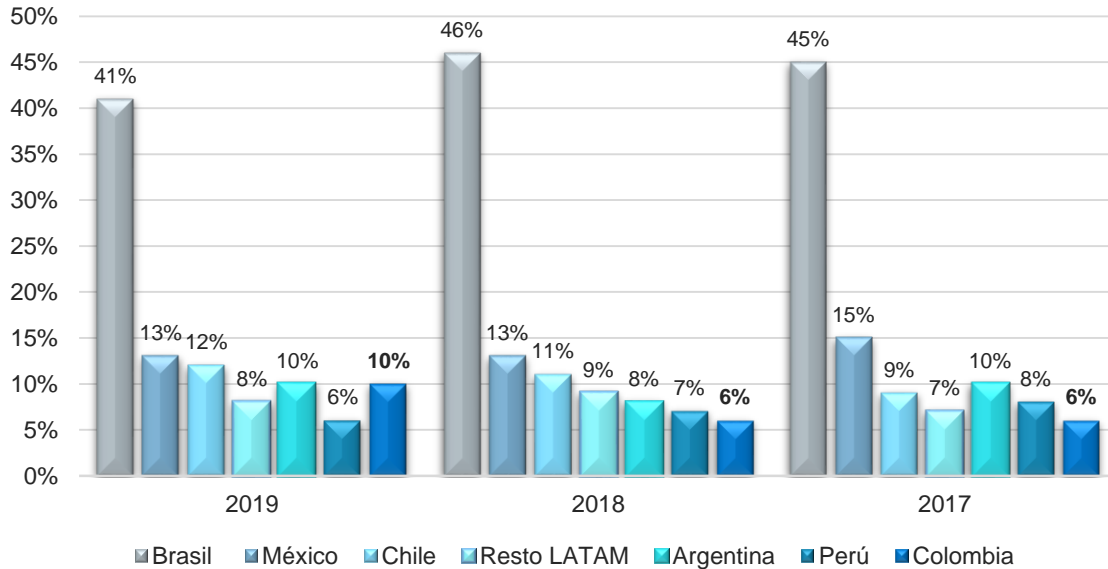
	Target	Sector	Comprador	Vendedor	Valor (USDm)
1	Almacenes Éxito S.A. (BVC:EXITO)	Distribución y venta minorista	Sendas Distribuidora S.A.	Casino, Guichard - Perrachom Société Anonyme	6.746
2	Empresa de Energía de Boyacá E.S.P.	Petróleo y gas	Northland Power Inc. (TSX:NPI)	Bookfield Aseet Management Inc.	717
3	Prime Termoflores S.A. E.S.P.	Electricidad	Prime Colombia Barranquilla, S.A.S.; Prime Energía Colombia S.A.S.	Celsia S.A.	420
4	Itau CorpBanca Colombia S.A.	Financiero y de seguros	Itaú CorpBanca (SNSE:ITAUCORP)	Helm Corporation; Kresger Stock Holding Company Inc	334
5	Colfondos S.A. Pensiones y Cesantias	Financiero y de seguros	Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A. (SNSE:HABITAT)	The Bank of Nova Scotia; Mercantil Colpatrial S.A.	172
6	Banco Davivienda S.A. (BVC:PFDAWNDA)	Financiero y de seguros	Grupo Bolívar S.A.	International Finance Corporation	144
7	BioCann Pharma S.A.S.	Farmacéutica	GNCC Capital, Inc. (OTCPK:GNCP)	-	120
8	Banco GNB Sudameris S.A.	Financiero y de seguros	Glenoaks Investments S.A.	Banco de Sabadell S.A.	60,35
9	Avianca-CAE Flight Training S.A.S.	Transporte aéreo y servicios	CAE International Holdings Ltd.	Avianca Holdings S.A.	37,95

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Capital IQ Transaction Screening Report

## 2.2. Participación de Colombia en Latinoamérica en materia de M&A

Los principales mercados de Latinoamérica según cantidad de acuerdos realizados son: Brasil, México, Chile, Argentina, Colombia y Perú.

**Figura 6. Participación de F&A en Latinoamérica 2017 – 2019**



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de Transactional Track Record

En Latinoamérica, en el año 2019 Colombia representó el 10% de todas las operaciones de fusiones y adquisiciones realizadas, lo que representa un crecimiento de 4% de su participación en el mercado latinoamericano respecto a los años anteriores (2018 y 2017) de acuerdo al informe publicado por Transactional Track Record – TTR.

### **2.3. Evidencia sobre diferencias culturales en los procesos de M&A en Colombia**

Muchas investigaciones a nivel internacional aseguran que existe un alto índice de fracaso frente a la creciente actividad, el cual es derivado del deficiente manejo de las diferencias culturales. La cultura organizacional generalmente no es uno de los pilares de la negociación en los procesos de M&A y es un tema poco estudiado en Colombia, ya que aún siguen siendo escasas las investigaciones que se han realizado sobre este tema. Sin embargo, existe evidencia.

Por ejemplo, para el caso de Colombia, cuando el Banco Comercial Antioqueño absorbió al Santander en 1992 (con lo cual aumentó sus activos en 35 %), según el

presidente de Bancoquía, Jorge Julián Trujillo, el primer año fue traumático, pero con el tiempo se ha ganado en eficiencia. Posteriormente el Banco de Bogotá hizo lo mismo con el del Comercio. “Esta primera experiencia fue traumática en un comienzo ya que se presentaron problemas de carácter laboral por las diferencias existentes en el clima organizacional y las convenciones colectivas de estas empresas” (El Tiempo, 1994), lo cual a su vez reafirma que, independientemente que se trate de dos empresas de un mismo país, pueden existir diferencias a nivel cultural, como las diferencias en los protocolos y procesos de trabajo, normas y políticas que regulan la actuación del personal, horarios laborales y tipo de estructura organizacional. Estos aspectos se identificarían con mayor facilidad si se tratase de culturas completamente ajenas, por ejemplo, la fusión de una empresa colombiana con una japonesa, donde las diferencias culturales están muy marcadas, tanto por el idioma como por formas de trabajo, y que, si no se manejan oportunamente, no lograrán satisfacer sus expectativas de crecimiento.

## Capítulo III. Marco metodológico

### 3. Diseño de la investigación

#### 3.1. Método de caso

El estudio de caso es una estrategia de investigación que permite comprender situaciones, circunstancias o fenómenos dentro de un contexto particular, la cual podría tratarse del estudio de un único caso o de varios casos, combinando distintos métodos para la recogida de evidencia cualitativa y/o cuantitativa con el fin de describir, verificar o generar teoría (Eisenhardt, 1989). En esta investigación, se entiende por esta metodología el análisis de una situación ocurrida en el pasado sobre una estrategia de crecimiento implementada por una empresa para su mantenimiento y sostenibilidad en el futuro.

Para una mejor comprensión de la problemática presente, se considera el estudio y evaluación de los temas específicos sobre el impacto de la cultura organizacional en el desempeño de una M&A en el contexto colombiano, recopilando datos de los informes anuales e información financiera presentada por la empresa, además de la aplicación de entrevistas y cuestionarios a las personas implicadas en el proceso de M&A.

Con la finalidad de aplicar la metodología propuesta, se mide las sinergias operativas y financieras obtenidas a partir del desempeño financiero, mediante la tendencia de los principales indicadores de rentabilidad como el beneficio neto, ROA, ROE, EVA y flujos de efectivo libre históricos. Adicionalmente, se analiza el comportamiento del precio de mercado de la acción. Todo lo anterior, se estudia junto a los resultados obtenidos mediante entrevistas y cuestionarios sobre las características culturales de las empresas fusionadas.

##### **3.1.1. Información requerida**

- Estados financieros de la empresa

- Información de la cultura organizacional antes y después de la fusión.
  - Características de la cultura organizacional de las empresas antes de la fusión.
  - Factores relevantes del proceso de integración cultural.
  - Diferencias en la cultura de las empresas fusionadas.
  - Personas clave en el proceso de integración cultural.
  - Cultura organizacional objetivo post-fusión.

### **3.2. Recopilación inicial de datos**

Inicialmente, para la elección de las dos empresas fusionadas, se realiza la búsqueda en las listas exhaustivas de fusiones colombianas publicadas en los informes de la Superintendencia de Industria y Comercio (Colombia), durante un período de diez años (2005-2015). Asimismo, se establece que serán objeto de estudio las empresas que cumplan con los siguientes criterios:

- Las dos empresas fusionadas son de origen colombiano.
- Las dos empresas fusionadas pertenecen al mismo sector industrial o que presenten información relativamente homogénea.
- La fusión ha sido efectuada entre el año 2005 y 2015.
- Las empresas deben ser de gran tamaño, superando cada una los 5.000 empleados.
- Accesibilidad a la información financiera de ambas empresas.
- Autorización para realizar entrevistas y cuestionarios; o en su caso, acceso a información pública sobre su integración cultural.

### **3.3. Recopilación de información sobre la cultura organizacional**

#### **3.3.1. Cuestionario**

Las diferencias culturales antes de la fusión, se comparan con los datos recopilados después de la fusión. La obtención de dichos datos resulta ser algo complejo, debido a que la fusión objeto de estudio ya fue consolidada algunos años atrás y no es



viable elegir una transacción en curso para fines de esta investigación porque se requiere analizar y evaluar el desempeño financiero y las sinergias capturadas en los años posteriores a la fusión.

Los datos retrospectivos son de utilidad para el estudio de las diferencias culturales y las actitudes de las personas en el pasado, tanto de los ejecutivos como de los demás miembros frente al proceso de integración. Desde luego, la dificultad asociada al estudio de la cultura corporativa está dada de acuerdo con los elementos que componen a ésta y algunos no son tan obvios. No obstante, algunos aspectos sobresalen en situaciones de conflicto. De igual forma, en la recopilación de la información respecto de las diferencias culturales, los resultados están determinados por la percepción de cada uno de los miembros partícipes de la fusión y existe la posibilidad de desviarse de la realidad sobre las situaciones pasadas, pero determinar la eficacia de la integración de procesos, es útil en la medida que proporciona un vínculo directo con el adecuado manejo de las diferencias culturales.

En ese sentido, es necesario el requerimiento de la objetividad, y a su vez, garantizar el anonimato del grupo de los encuestados, los cuales son miembros que han participado de una u otra forma en el proceso de la fusión. También, es importante contar con la percepción de la alta gerencia por las siguientes razones: la subcultura de cada uno de los equipos puede ser una representación de la cultura general; el rol de los altos directivos es importante en la configuración de la cultura organizacional; la alta dirección tiene mayor posibilidad de influir y reconocer la sinergia potencial de la fusión; la alta dirección tiene mayor nivel de contacto e información de primera mano con la negociación y transición de la fusión; y finalmente, la alta dirección es quien está directamente involucrada en la integración y posee conocimientos sobre la estrategia y la eficacia del proceso de integración.

### ***Medidas***

En la aplicación del cuestionario se busca minimizar las falsas relaciones por medio de algunas medidas usadas por Weber, Tarba, y Rozen Bachar (2011):

- *Diferencias culturales.* Se basa en la suposición de que las percepciones de los miembros están adecuadas para realizar la comparación entre culturas. A los encuestados se les pide indicar el grado de similitud previa a la fusión para cada dimensión la cual consta de 1 a 2 preguntas, en una escala de “muy similar” a “muy diferente”, para un total de 10 elementos. Las dimensiones que se evalúan son: motivación, autonomía y toma de decisiones, innovación, participación de la alta gerencia, orientación a la acción, orientación al rendimiento y orientación a la recompensa.
- *Similitudes sinérgicas.* La sinergia se puede lograr mediante la acumulación de operaciones similares (Larsson y Finkelstein, 1999). La similitud sinérgica se mide en 10 elementos sobre la similitud de varias funciones operativas, tales como las operaciones de marketing (mercados geográficos, clientes e industria) y operaciones de producción (tipos de insumos, procesos y productos).
- *Sinergia de complementariedades.* Las sinergias se pueden lograr por la combinación de diferentes operaciones o actividades complementarias (Larsson y Finkelstein, 1999), la cual se mide por 6 elementos sobre la complementariedad de varias funciones a nivel operativo, como comercialización (posible transferencia de capacidades de comercialización a nuevos mercados y productos) y de producción (posible transferencia de capacidades de producción).
- *Eficacia de integración.* Para tener conocimiento de la efectividad del proceso de integración, se considera la percepción de los miembros de la empresa sobre 6 elementos que corresponden a las áreas o dimensiones organizacionales, como: mercadeo, personal, tecnología, investigación y desarrollo, servicio al cliente y finanzas.

(Ver Anexo A)

### **Procedimiento**

Una vez se cuente con la información de las personas que hicieron parte del proceso de la fusión, por medio de correo electrónico se envía la solicitud de respuesta del

cuestionario *online*. Una vez se obtenga la respuesta por parte de los encuestados, se realiza el análisis correspondiente.

### **3.3.2. Entrevista**

Se realiza entrevistas a diferentes personas que ocupan los cargos directivos y directamente involucradas en el proceso de integración, quienes tienen mayor información de primera mano con la negociación, la transición de la fusión y la eficacia del proceso de integración.

#### ***Dimensiones***

La entrevista consta de 10 preguntas para determinar si hubo un plan estratégico enfocado a la integración cultural, las características de la cultura de las empresas antes de la fusión, si se presentó duplicidad de puestos de trabajo, el ambiente laboral durante el proceso de integración y si éste afectó el desempeño individual y/o general de la empresa, los cambios que se presentaron, cómo fue el proceso de integración de culturas, si fue favorable y si tuvo un impacto positivo en el desempeño económico de la empresa. (Ver anexo B)

#### ***Procedimiento***

Se realiza una entrevista semiestructurada, es decir, se preparan las preguntas previamente, pero con cierto nivel de flexibilidad que permita mantener las directrices de la investigación y la obtención de datos cualitativos fiables. Ésta se aplica por medio de alguna herramienta que se adapte a las circunstancias actuales (pandemia “Coronavirus”), tales como Whatsapp, Skype, Zoom.

### **3.4. Metodología para el análisis de la información obtenida**

En este estudio se optó por analizar y evaluar una medida tardía, debido a que en los procesos de integración posteriores a la fusión, generalmente continúan durante meses e incluso años. También se considera que, al ser un proceso costoso en los primeros años, se puede tardar de tres a más años para obtener beneficios. Además, para obtener información sobre la integración, especialmente sobre las diferencias culturales, requiere tiempo para entenderlas y evaluarlas por parte de

los directivos. Por último, la información cualitativa (diferencias culturales) y cuantitativa (estados financieros) de este estudio en las diferentes etapas (antes, durante y después) a la integración, permite establecer la relación entre el desempeño financiero y la cultura organizacional; y desde luego, el impacto del adecuado manejo de las diferencias culturales en el desempeño global de la empresa.

### **3.4.1. Medición del desempeño financiero**

A continuación, se describen las medidas para determinar la rentabilidad anual y conocer el comportamiento de éstas durante las tres etapas del proceso de integración: antes, durante y después.

#### ***Beneficio neto***

El beneficio neto de la empresa permite medir la rentabilidad total de la empresa, e incluso se puede medir por formato de negocio. Sin embargo, uno de los inconvenientes que se puede presentar es que éste sea manipulado y varía dependiendo de las normas contables de cada país, generando poca credibilidad.

#### ***Rendimiento sobre los activos (ROA, por sus siglas en inglés)***

El desempeño financiero se mide por el incremento de la tasa Rendimiento sobre Activos (ROA, por sus siglas en inglés), ya que es una adecuada medida en relación a otras medidas de rentabilidad porque indica la rentabilidad de la empresa en relación con su activo total (el rendimiento que se está obteniendo de los activos).

$$ROA = Utilidad Neta / Activo Total$$

#### ***Rendimiento sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés)***

Este indicador permite medir la rentabilidad sobre la inversión de los accionistas de la empresa, en otras palabras, la rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus propios fondos. Además, considera el costo de financiamiento.

$$ROE = Utilidad Neta / Capital contable$$

#### ***Valor Económico Agregado (EVA, por sus siglas en inglés)***

El EVA se define como “el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos” (Amat, 2001) y es considerado como una herramienta de medición que evalúa la utilidad generada por la empresa, además que asigna la forma en que se aplican los recursos derivados de las diferentes líneas de negocio directamente relacionados con la operación de la empresa (Stewart, 2009).

El EVA se mide a través de la diferencia entre el ingreso operativo neto ajustado después de impuestos de una empresa y su costo de capital (medido tradicionalmente a través del costo de capital promedio ponderado (CCPP) o WACC por su sigla en inglés (González, 2005). Entonces, para calcular el EVA, se han definido dos métodos para su cálculo (Saavedra 2002):

*Método Spread:* El cual se ha definido como la diferencia entre la tasa de rendimiento sobre el capital invertido, menos el costo de capital promedio ponderado, multiplicado por el capital invertido.

$$EVA = (r - CCPP) \times \text{Capital Invertido}$$

Donde:

r = Tasa de rendimiento sobre capital invertido (ROIC)

CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado

Capital Invertido = Capital Invertido al Inicio.

*Método Residual:* Se define como la diferencia que existe entre la Utilidad Operativa después de Impuestos menos el Capital Invertido multiplicado por el Costo de Capital Promedio Ponderado.

$$EVA = NOPAT - (\text{Capital Invertido} \times CCPP)$$

Donde:

NOPAT = Beneficio Neto Operativo después de Impuestos (o por su traducción literal de Net Operating Profit after Taxes).

Capital Invertido = Patrimonio Contable o Capital Invertido al Inicio

CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado

Un valor positivo de EVA significa que la rentabilidad de la empresa es suficiente para cubrir el costo de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en la empresa para producir los resultados operativos, es decir, se está generando valor para sus accionistas, lo cual debería verse reflejado en el precio de las acciones. Sin embargo, si como resultado se tiene un EVA negativo, significa que la compañía está destruyendo valor y dando como resultado un retorno más bajo para los accionistas (Saavedra 2002).

Esta herramienta se considera oportuna, porque a diferencia de otros indicadores clásicos de rentabilidad, el EVA presenta las siguientes ventajas (Amat, 2001):

- Toma en cuenta todos los costos que se producen en la empresa incluyendo el costo de financiamiento de los accionistas.
- Permite identificar si las ganancias obtenidas, son suficientes para cubrir todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en la empresa.
- Toma en cuenta el riesgo con el que opera la empresa.
- Otorga una medida para la creación de valor que equilibra las metas de los administradores de las diferentes unidades de negocio, divisiones o plantas con las metas generales de la empresa.
- Puede calcularse para cualquier empresa no sólo para las que cotizan en bolsa.
- Reconoce a los diferentes generadores de valor en la empresa.
- Puede ser utilizado como mecanismo de compensación ya que evalúa el desempeño de la administración.

Desde luego, una de las limitaciones que presenta es que el cálculo del EVA depende de los métodos de la contabilidad financiera para la realización de los ingresos y el reconocimiento de los gastos, esto puede llevar a los administradores a manipular estos números (Pressly, 1999, citado de Saavedra, 2008).

### ***Flujo de efectivo y flujo de efectivo libre generado***

Se realiza un análisis comparativo de flujos de efectivo generados por la empresa combinada y la suma de los flujos de efectivo de cada una de las empresas

independientes, considerando que las sinergias se manifiestan como mayores flujos de efectivo. De acuerdo con Damodaran (2005) y Roos, et al., (2012), la empresa combinada con sinergia incorporada debe generar un cambio incremental de los flujos de efectivo, el cual está dado por el aumento de los ingresos, márgenes más altos debido a economías de escala y reducción de los costos, reducción de impuestos debido a los beneficios fiscales y menor requerimiento de capital y de esa forma, se determina las fuentes que originan las sinergias obtenidas.

$$\Delta FE_t = \Delta Ingresos_t - \Delta Costos_t - \Delta Impuestos_t - \Delta Requerimientos\ de\ capital$$

El flujo de efectivo es la cantidad de dinero que está disponible para el empresario, después de considerar sus entradas y salidas de dinero, en un periodo determinado y éste es construido por la empresa y reportado como uno de sus estados financieros. El flujo de efectivo se clasifica en flujos operativos, flujos de inversión y flujos de financiamiento, los cuales permite conocer si la empresa está en la capacidad de reponer su capital de trabajo y activos fijos, cubrir la deuda y repartir utilidades a los accionistas. Por otro lado, el flujo de efectivo libre o FCF (por sus siglas en inglés) representa el dinero disponible para los inversionistas, una vez que la empresa ha cubierto todas las necesidades de operación y deducido las inversiones en activos fijos.

De acuerdo con Damodaran (2005), en términos de flujos de efectivo, hay dos opciones: flujo de efectivo libre al capital (FCFE, por sus siglas en inglés) y flujo de efectivo libre a la empresa (FCFF, por sus siglas en inglés). Sin embargo, para el análisis histórico de FCF la elección entre FCFE y FCFF es indiferente, ya que ambos enfoques deberían producir los mismos valores para el capital social de una empresa. Entonces, se analiza el FCFF y su cálculo está determinado por la siguiente fórmula:

$$FCFF = NOPAT + D\&A - CapEx - \Delta WK\ non\ cash$$

Donde:

- NOPAT: Beneficio Neto Operativo después de Impuestos (o por su traducción literal de Net Operating Profit after Taxes).
- D&A: Depreciación y Amortización
- CapEx o Capital Expenditures: Inversión en activos fijos
- $\Delta$ WK non-cash: Cambio en el capital de trabajo no monetario

### ***Comparación del desempeño frente a sus competidores***

La existencia de sinergia generalmente implica que la empresa combinada será más rentable o crecerá a un ritmo más rápido después de la fusión que las empresas que operan por separado. Una prueba más fuerte de sinergia es evaluar si las empresas fusionadas mejoran su desempeño (rentabilidad y crecimiento) en relación con sus competidores (Damodaran, 2005). Este análisis comparativo es viable en la medida en que se encuentre disponible la información financiera de las empresas que son competencia de la empresa sujeta a este estudio.

### ***Precio de mercado de las acciones***

Se analiza el cambio en el precio de mercado de las acciones a partir del anuncio de integración, ya que está relacionado con la reacción y expectativas de los inversionistas: Si se percibe que la empresa adquiriente está pagando más por la empresa objetivo, el precio de la acción tras el anuncio tiende a caer; pero si se perciben verdaderas sinergias, el precio de la acción de la empresa adquiriente puede incrementar dependiendo de la relación entre el precio y el valor de la empresa objetivo más el valor de las sinergias.





Por lo tanto, se analiza el comportamiento del precio de mercado de las acciones de la empresa antes, durante y después de la fusión, para determinar si genera sinergias, y a su vez, valor para los accionistas. Este análisis se puede hacer sólo si la empresa cotiza en bolsa y es necesario tener en cuenta que presenta limitaciones, tales como la influencia de los cambios generales de la bolsa en la cotización de las acciones y precio no confiable debido a la intervención de un conjunto de factores o por la sobreestimación del precio en el mercado.

#### ***3.4.2. Análisis de la información obtenida de la cultura organizacional***

Para el análisis de las respuestas obtenidas de la aplicación del cuestionario, por medio del paquete estadístico para ciencias sociales (SPSS – Statistical Package for the Social Sciences), se realiza el cálculo de las proporciones de cada elemento y de los estadísticos de las variables o dimensiones evaluadas en el cuestionario: *Diferencias culturales, Similitudes sinérgicas, Sinergia de complementariedades y Eficacia de integración*. Además, realiza entrevista a los directivos que hicieron parte del proceso de integración, con el fin de comparar los resultados con la información obtenida de los cuestionarios, para obtener un análisis cualitativo más completo.

## Capítulo IV. caso de estudio: Fusión Almacenes Éxito S.A. y Carulla Vivero S.A.

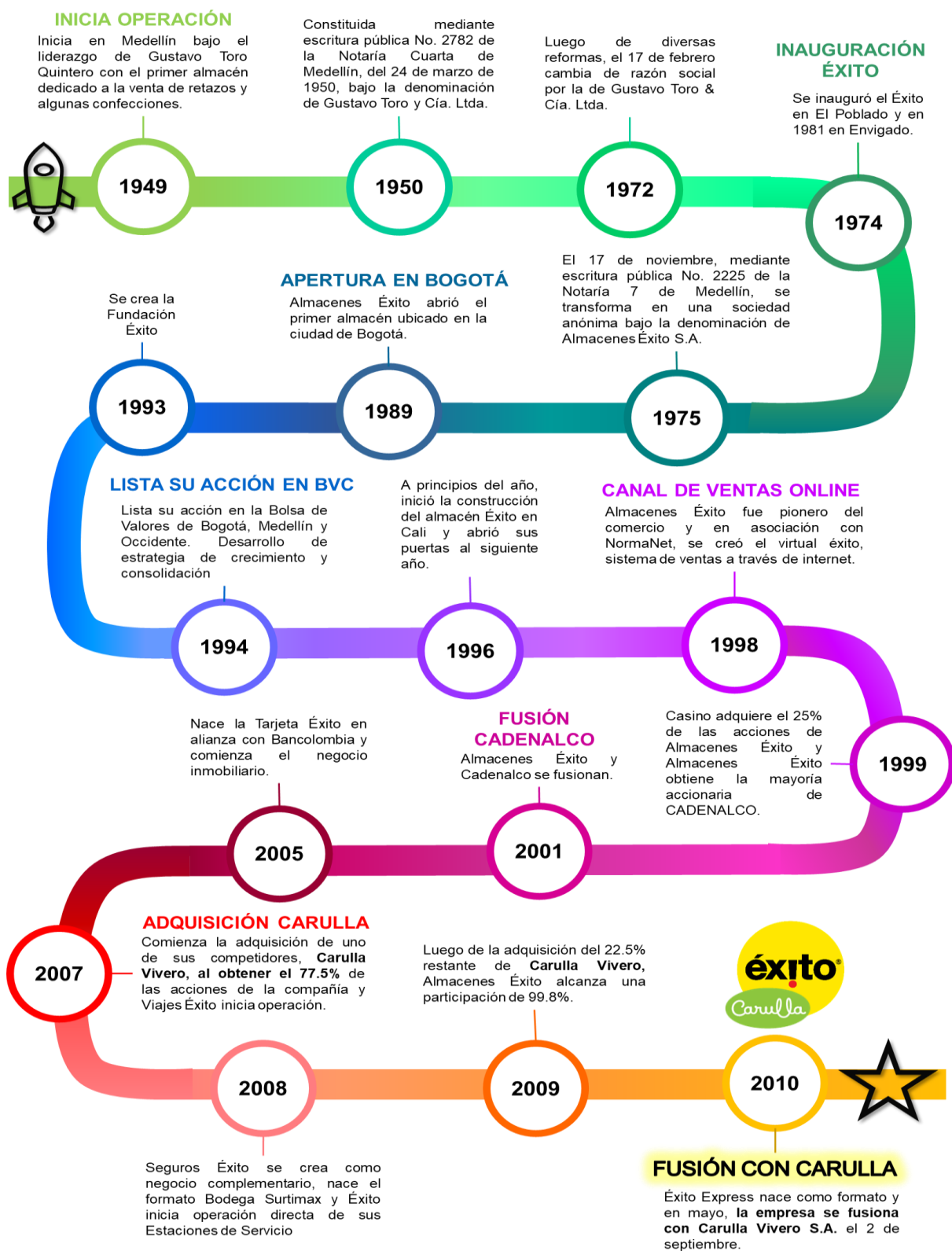
### **4. Descripción de la fusión**

#### **4.1. Almacenes Éxito S.A. antes de la fusión**

Almacenes Éxito S.A., es una sociedad comercial anónima, constituida conforme a las regulaciones comerciales de Colombia. A lo largo de su trayectoria ha realizado cambios tanto en denominación como en su estructura comercial, operativa, además de negocios más especializados.

#### **Historia**

**Figura 7. Historia de Almacenes Éxito antes de la fusión**



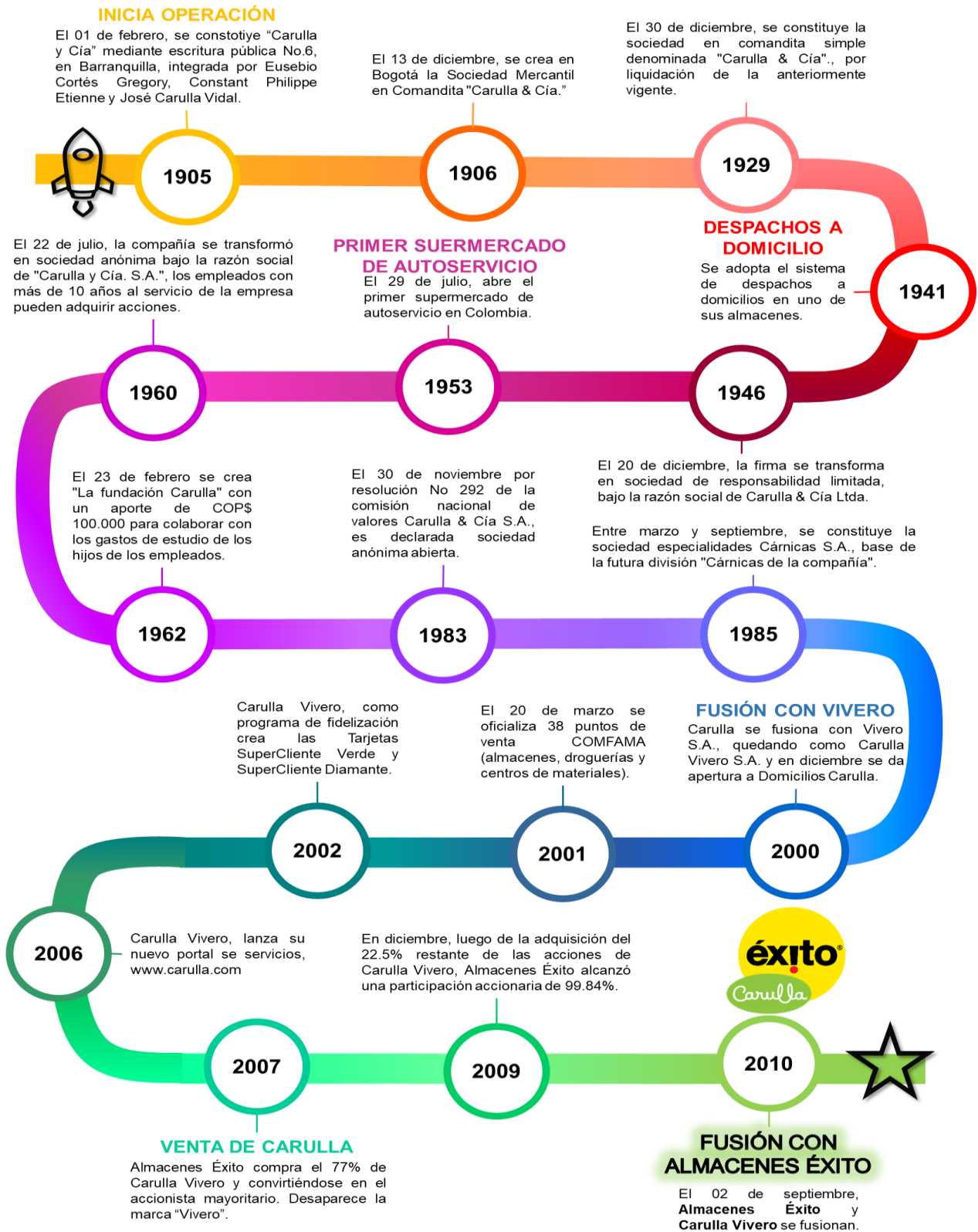
Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de Almacenes Éxito

## **4.2. Carulla Vivero S.A. antes de la fusión**

La empresa desde su creación se ha caracterizado por su gran evolución y crecimiento, ya que ha tenido cambios en su estructura operativa y transformación jurídica. Además, desde siempre Carulla es una marca que ha competido con calidad, más que con precios.

### **Historia**

**Figura 8. Historia de Carulla Vivero antes de la fusión**

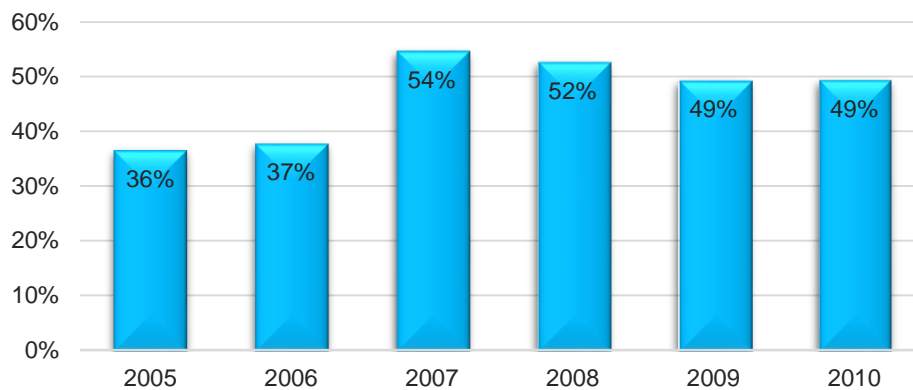


Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de Almacenes Éxito

### 4.3. Resultado de la fusión

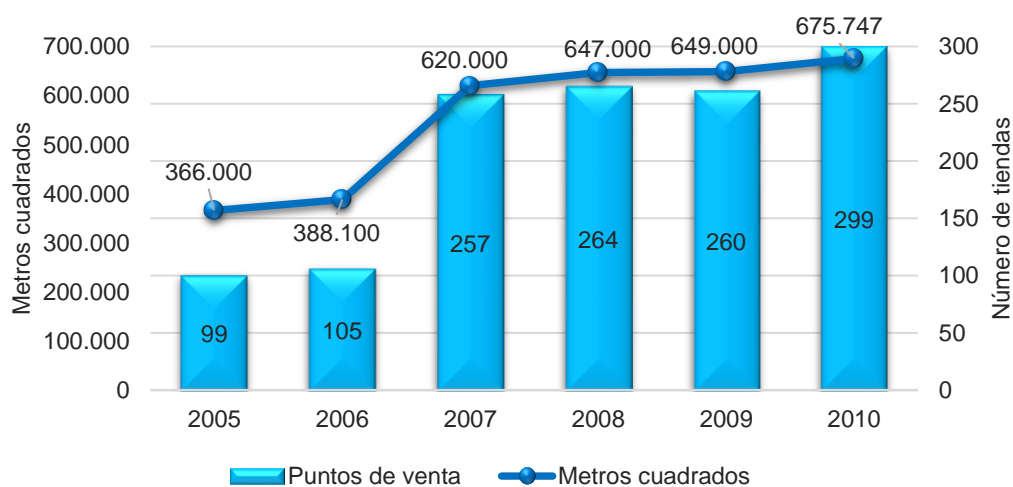
Tanto Almacenes Éxito como Carulla, son marcas reconocidas independientes, pero con una operación y administración centralizada, permitiéndoles ganar mayor solidez ante los competidores actuales y potenciales, además de acceso valioso a importantes mercados en todo el país, incluyendo la región central de Colombia y la Costa Atlántica, lo que les permitió el fortalecimiento de la plataforma de supermercados con el fin de continuar con la estrategia de expansión y penetración.

**Figura 9.** Participación de Almacenes Éxito en el mercado formal de retail



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la Superintendencia de Sociedades

**Figura 10.** Crecimiento de la operación de Almacenes Éxito



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de Almacenes Éxito

- Con la fusión, a través del formato de negocio “Carulla”, se inicia la participación de Almacenes Éxito en niveles socioeconómicos altos (estrato 5 y 6) con productos servicios premium.

**Figura 11.** Niveles socioeconómicos en los que participa Almacenes Éxito 2010



Fuente: Adaptado de Almacenes Éxito

- Esta integración operativa convierte al Grupo Éxito en la empresa de comercio al detal líder en el contexto nacional, con las principales marcas del país en los formatos hipermercado y supermercado.
- De acuerdo con los valores reportados en 2009, la fusión le suma a Almacenes Éxito activos por 937.131 millones de pesos, pasivos por 224.136 millones y un patrimonio de 712.995 millones.
- Carulla Vivero fue disuelta sin liquidarse y sus activos, pasivos y patrimonio fueron integrados a la matriz Almacenes Éxito.
- Los bonos ordinarios de Carulla Vivero, emisión 2005 por valor de \$150.000 millones, los cuales se encuentran en circulación, pasaron a ser parte de los pasivos de Almacenes Éxito.

Gracias al trabajo conjunto de las dos marcas comerciales, hoy constituyen una empresa líder del *retail* en Colombia y Uruguay, además con presencia en Argentina.

Actualmente, Almacenes Éxito es la cadena de hipermercados más grande de Colombia, orientada al crecimiento y la diversidad de productos y servicios. Opera bajo los distintos formatos para atender todos los niveles socioeconómicos de la población donde tiene presencia a través de tiendas de descuento (Surtimax y Bodegas), supermercados (Carulla), hipermercados (Éxito) y farmacias (Cafam). Además del comercio al detal, también participa en otras siete industrias: inmobiliaria, financiera, seguros, textiles, alimentos, viajes y estaciones de servicio.

#### **4.4. La integración**

##### ***4.4.1. Proceso de la fusión***

El 19 de agosto de 2006, se anunció a la opinión pública la culminación de los acuerdos de integración entre Carulla Vivero y Almacenes Éxito, mediante los cuales Almacenes Éxito se convirtió en el accionista mayoritario de Carulla cuando en febrero y marzo realizó las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) voluntaria y obligatoria que, junto a la realización de las demás etapas de adquisición informadas al mercado, permitieron a Almacenes Éxito obtener 76.96% de la participación accionaria en Carulla Vivero por un monto aproximado de U\$433 millones.

El 19 de diciembre, la Superintendencia de Industria y Comercio otorgó la “No objeción” con algunos condicionamientos para esta integración. En consecuencia, la administración inició la consecución de un crédito sindicado de U\$300 millones, la emisión primaria de 24.700.000 acciones ordinarias por \$259.350 y la venta de activos fijos – inmuebles por valor de \$64.646 para financiar esta operación. Los accionistas de Carulla, que tenían en su poder 22.5% de su capital, acordaron permanecer en Carulla como socios de Almacenes Éxito, a través de Acciones Privilegiadas. La alianza contemplaba el otorgamiento por parte de Almacenes Éxito de opciones para la venta de dichas Acciones Privilegiadas al vencimiento de un período de tres años.

Durante el año 2007, se perfecciona la adquisición de Carulla Vivero. Almacenes Éxito adquirió el control de Carulla Vivero en el mes de febrero y las operaciones se



muestran consolidadas a partir de ese mismo mes. Para garantizar un óptimo proceso de integración, el proceso comenzó por el área tecnológica: se tomó la decisión de migrar el sistema Génesis de Carulla al Sap de Almacenes Éxito para conectar a un solo programa los computadores y los POS (punto operativo de venta-cajas registradoras) y de esa manera tener la información integrada de modo que les facilitara la toma de decisiones y tenerla a disposición de quienes la requieran.

Almacenes Éxito realizó inversiones por valor de \$1,416,406 millones, las cuales incluyen la compra de la empresa por valor de \$1,073,000 millones. Por lo tanto, las obligaciones financieras de corto y largo plazo ascendieron a \$1,096,169 millones, con un crecimiento de \$548,583 millones, debido principalmente al crédito sindicado por valor de \$300 millones de dólares obtenido por la compañía durante el año 2007 para financiar compra de Carulla Vivero. De igual manera, los activos a diciembre de 2007 sumaron \$5,616,658 millones, con un crecimiento de 56% y los pasivos ascendieron a \$2,231,617 millones, con un aumento de 62.2%. El patrimonio alcanzó \$3,385,041 millones con un incremento de 52.2%.

Desde ese momento comenzó el programa de integración que avanzó en varios frentes simultáneos: la obtención de sinergias comerciales, la conversión de los hipermercados Vivero a Almacenes Éxito para operar bajo una sola enseña comercial, el ingreso de la Tarjeta Éxito a los puntos de venta, y el afianzamiento de las estructuras regionales que atienden el negocio. Todo ello conservando lo mejor de la experiencia y el conocimiento de ambas empresas. Aunque, en el mes de julio se vendieron once almacenes del grupo empresarial, nueve de Carulla y dos de Almacenes Éxito, en cumplimiento del condicionamiento establecido por la Superintendencia de Industria y Comercio al no objetar la transacción de integración entre Almacenes Éxito y Carulla. Supertiendas y Droguerías Olímpica S.A., la tercera cadena de comercio en Colombia, adquirió los mencionados establecimientos. Además, Almacenes Éxito otorgó préstamos para pagos de obligaciones financieras a su filial Carulla,

Durante el año 2008, Almacenes Éxito realizó inversiones por valor de \$608,395 millones, los cuales incluyen las compras de activos realizadas a Carulla Vivero por

\$82,599 millones. Antes de finalizar el 2008, se completaron las fases establecidas para la integración de la operación con Carulla Vivero, con especial énfasis en los aspectos de administración de personal, soporte comercial, logístico y de sistemas. En los meses de abril y septiembre de 2008, la junta directiva de Almacenes Éxito autorizó a la administración para suscribir con su filial Carulla Vivero un contrato de operación con objeto de que Almacenes Éxito lleve a cabo la operación y explotación comercial de los establecimientos de comercio Surtimax, Merquefácil, Home Mart, Carulla y el almacén Frescampo, de propiedad de Carulla Vivero S.A. Por ello, Almacenes Éxito le reconoce una contraprestación económica determinada con base en un estudio técnico de la banca de inversión Corredores Asociados S.A. En virtud de lo acordado, Almacenes Éxito registra los resultados de las ventas, activos e inventarios en su contabilidad de forma gradual y proporcional, y a su vez, Carulla refleja en sus resultados las contraprestaciones respectivas.

Por la explotación y operación de los establecimientos de comercio, Almacenes Éxito paga a Carulla Vivero a título de regalía, un valor de \$13,820 de forma anual, más un componente variable, el cual se establece con base en aquellas sumas relacionadas con los arriendos de establecimientos que Carulla Vivero se vea obligada a pagar a terceros. Igualmente, mediante esta operación Carulla Vivero S.A. vendió a Almacenes Éxito los activos fijos muebles e inventarios que se encontraban en estos almacenes. En total se integraron las operaciones de 18 almacenes de los cuales 7 al 31 de diciembre de 2007 fueron convertidos a Hipermercados Éxito.

El día 26 de octubre de 2009, mediante la suscripción del denominado Acuerdo de Salida Modificado y Compilado (Amended and Restarted Exit Rights Agreement), las partes acordaron anticipar la fecha de ejercicio de su derecho de opción de venta sobre las acciones privilegiadas de Carulla Vivero. El precio acordado para la compra del 100% de las acciones privilegiadas fue de US\$ 27.91 por acción. De esta forma, Almacenes Éxito adquirió la totalidad de las 7.969.390 acciones privilegiadas de Carulla Vivero, que representan 22.5% del capital de la sociedad.

Con esta adquisición, Almacenes Éxito alcanza una participación accionaria equivalente a 99.8% en Carulla Vivero.

Almacenes Éxito, a su vez, en el mes de diciembre de 2009 fue autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia para realizar la emisión de 14.349.285 acciones ordinarias de la compañía, a un precio de 7.75 dólares por acción, mediante oferta privada, sin sujeción al derecho de preferencia, dirigida en su integridad a los denominados Accionistas Remanentes de Carulla Vivero quienes mediante aceptación de la citada oferta suscribieron la totalidad de las acciones ordinarias a un precio por acción de USD\$7.75, convertidos a la tasa representativa del mercado TRM vigente para el día 15 de diciembre de 2009, todo de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento de Emisión y Colocación y la Resolución 1930 del 15 de diciembre de 2009 de la Superintendencia Financiera. El mercado dio un voto de confianza en la compañía al adquirir la totalidad de los treinta millones de acciones ordinarias emitidas el pasado mes de octubre. Esta emisión permitió adquirir recursos por \$435,000 millones, parte de los cuales fueron destinados a la citada adquisición de acciones privilegiadas de Carulla Vivero y los restantes fueron canalizados en oportunidades de inversión.

En consecuencia, en el 2010, se adelantaron todas las acciones tendientes a realizar la fusión por absorción entre Almacenes Éxito como sociedad absorbente y Carulla Vivero como absorbida. Así, las Asambleas de Accionistas de las sociedades dieron su autorización a la fusión; las Asambleas de Tenedores de Bonos ordinarios de Almacenes Éxito y Carulla Vivero autorizaron adelantar la operación, y la Superintendencia Financiera de Colombia emitió la Resolución No. 1586 del 20 de agosto de 2010 por medio de la cual autorizó la fusión. Finalmente, ésta fue solemnizada mediante escritura pública, la cual fue inscrita en el registro mercantil de ambas compañías, el 02 de septiembre de 2010. Como consecuencia de la fusión, los activos y pasivos pertenecientes a la sociedad absorbida fueron asumidos por Almacenes Éxito.

#### **4.4.2. Factores claves de la integración**

A pesar de que Almacenes Éxito y Carulla ya han tenido experiencias con fusiones anteriores importantes, la primera con Cadenalco y la segunda con Vivero, este proceso de integración requirió de un plan estratégico, porque “sabían que tenían su propia cultura que llaman el *ADN de Carulla* y había grandes activos culturales que querían proteger”, y por ello, **“se contó con una oficina de integración que lideró el proceso** y que tenía como premisa conservar el ADN de las compañías y hacer sinergias”, de acuerdo con Juan Felipe Montoya, actual Vicepresidente de Recursos Humanos.

La cultura de Almacenes Éxito era un poco diferente de la cultura de Carulla. De acuerdo con Juan Felipe Montoya, “Carulla tenía gran conocimiento del negocio de frescos, una experiencia muy cualitativa para sus clientes, una industria de alimentos clave en su diferenciación, y gerentes de mucha experiencia y alto orgullo por su marca; mientras que, para el caso de Éxito, buenos índices de clima laboral y orgullo hacia la organización, un muy buen estilo de liderazgo y experiencia en la operación del país y en procesos de adquisición” (Montoya, comunicación personal, 11 de noviembre de 2020).

El presidente ejecutivo, Gonzalo Restrepo López, aseguró que dicha fusión no implicaba el despido de los empleados de una u otra cadena, porque tanto Almacenes Éxito como Carulla, son conscientes de la importancia de los empleados para la operación y crecimiento de la empresa (de acuerdo a los planes de expansión que tenían: Viajes Éxito, Seguros Éxito, formato Bodega Surtimax y Éxito express y operación directa de sus Estaciones de Servicio), así como para el cumplimiento de la promesa de valor al cliente. Montoya, agrega que **“se priorizó el conservar todo el Know How de las compañías, no afectar ADN ni procesos claves y “conservar a los mejores” así esto implicara reubicar a algunos de ellos; donde hubo redundancias y posibilidades de optimización, también se implementaron**” (Montoya, comunicación personal, 11 de noviembre de 2020).

En concordancia con lo anterior, dentro del proceso de integración con Carulla se realizaron 1.712 evaluaciones de personal administrativo en estas compañías, información que se convirtió en el insumo para el poblamiento de la estructura organizacional; y como parte del plan de expansión del Grupo Éxito, en 2008 se realizaron procesos de selección y formación para cubrir más de 1.200 nuevos empleos y alrededor de 400 reubicaciones de personal. También se generaron 466 ascensos entre el personal de la corporación, almacenes y centros de distribución, identificando y respaldando de esta manera el potencial interno; y en el 2009 se llevó a cabo el proyecto que permitió vincular de manera directa a más de 4.500 empleados que antes laboraban con operadores de servicio externo o con contratos a término fijo. Para el 2010, año en el que se efectuó la fusión, 62.796 personas hicieron parte del Grupo Éxito y 1.082 personas fueron contratadas directamente en 14 almacenes del país, que antes trabajaban con operadores de servicio externo y ahora son empleados directos de la empresa, lo que les da acceso a mejores beneficios para ellos y sus familias, y sobre todo, a más estabilidad.

Además de los obvios beneficios que esta iniciativa trae para el personal, significa para la compañía contar con un equipo con mayor sentido de pertenencia, motivación y productividad. La empresa disminuye los costos asociados a la rotación de personal, y en conjunto, este esfuerzo tiene especial significado en un momento en el cual el país requiere con urgencia el cuidado del empleo digno. Rodrigo Fernández, Vicepresidente de gestión humana en aquella época, asegura que “tampoco resulta eficiente mantener personal bajo el contrato fijo, ya que terminado su periodo laboral “se va para la calle y se desperdicia el conocimiento con costos económicos altos”.

En Almacenes Éxito, valoran a cada persona. El ambiente laboral y las herramientas que proporcionan a sus empleados son adecuados para su desarrollo y bienestar. De acuerdo con sus reportes anuales y confrontado con las evaluaciones realizadas por antiguos trabajadores en el portal de empleo Indeed, dentro de su cultura existe un ambiente de respeto, capacitación y aprendizaje continuo, colaboración y comunicación, lo que ha favorecido la productividad de la empresa. Fernández

asegura que “se busca mejorar la calidad de vida de los empleados, trascendiendo el ámbito familiar con múltiples opciones en programas de bienestar laboral y con el apoyo contundente del Fondo de Empleados y el Fondo Mutuo de Inversión” y **la clave es la posición comunicativa clara frente a sus empleados, privilegiando el intercambio de información entre los diferentes grupos para hacerlos conocedores de los cambios y de las realidades del negocio.** Almacenes Éxito durante el 2007 obtuvo el reconocimiento con el Premio Portafolio a la mejor empresa en Colombia para gestionar el recurso humano, galardón que destaca las compañías que contribuyen de manera decidida a la creación de nuevos empleos y al mejoramiento de las condiciones laborales del país; y el Instituto Great Place to Work la designó como una de las 100 mejores empresas para trabajar en Latinoamérica.

De acuerdo con Montoya, “Almacenes Éxito históricamente ha tenido altos índices de clima laboral y orgullo y se pudieron hacer sinergias importantes en beneficio de la cultura de Carulla, lo que redundó en buenos resultados del proceso de integración” (Montoya, comunicación personal, 11 de noviembre de 2020). Durante el primer año se hizo un esfuerzo importante que le permitiera a la compañía atender los retos de una integración operativa de dos compañías de tal magnitud, siendo respetuosos con la cultura y el conocimiento de todas las personas implicadas; y antes de finalizar el 2008, se completaron las fases establecidas para la integración de la operación con Carulla Vivero, con especial énfasis en los aspectos de administración de personal, soporte comercial, logístico y de sistemas, y se homologó en lo que fuera posible procesos, tecnología, prácticas de liderazgo y cultura y se tuvo sustitución patronal y se homologaron beneficios.

**El estilo de dirección y la similitud cultural en algunos aspectos, les permitió fortalecer su integración, y con los esfuerzos que realizaron muchos de sus empleados, fue posible ejecutar de manera ordenada y armónica la transición, sin poner en riesgo la continuidad en la operación.** El proceso se llevó a cabo con un cuidado riguroso de todos los detalles para proteger el ADN de Carulla, y anteponiendo en todo el proceso la satisfacción de los clientes. La cultura de ambas

empresas estaba caracterizada por el buen trato a los empleados y respeto hacia los clientes, de acuerdo con lo expresado por Restrepo: “las dos compañías tenían afinidad en cuanto a su foco en los empleados y la calidad del servicio a sus clientes; por eso, durante la negociación se hizo un esfuerzo clave en demostrar que los elementos de la cultura corporativa, la estructura organizacional y el respeto por los trabajadores eran grandes fortalezas, que apropiadamente manejadas podrían dar lugar a importantes ventajas competitivas” (citado por Clavijo, 2008).

Finalmente, los resultados desde el caso de negocio inicial se han logrado y los aprendizajes conjuntos han sido invaluable: Ganar participación de mercado, mejores indicadores financieros, compartir *Know How* en procesos críticos de alimentos y productos frescos, conseguir talento clave, reforzar y mejorar las culturas. Por lo tanto, **la integración cultural fue absolutamente ganadora**, de acuerdo con Montoya; y asimismo, concluye que “el factor humano es lo más relevante y hace la diferencia. Se debe conocer lo que se adquiere, identificar sus fortalezas y cultura, conservar y potencializar lo mejor de ellas y sumar. Cada integración aporta gente valiosa y suma a la estrategia y cultura organizacional” (Montoya, comunicación personal, 11 de noviembre de 2020).

#### **4.5. Resultados sobre las similitudes y diferencias culturales de Almacenes Éxito y Carulla Vivero antes de la fusión**

##### ***4.5.1. Justificación de la muestra de estudio seleccionada***

Dado que ya han transcurrido alrededor de 10 años de haberse realizado la fusión entre Almacenes Éxito y Carulla, la muestra seleccionada obedece a la cantidad de personas que estuvieron presentes en el proceso de integración y que aún se encuentran vinculadas a la organización. Para esta investigación, se priorizó la calidad de la información, es decir, se aplicó el cuestionario a 25 personas que aún hacen parte de Almacenes Éxito, de las cuales el 52% son gerentes y el 48% restante está compuesto de diversos cargos (Jefe Regional de Recursos Humanos, Administrador de Almacén, Director Regional de Ventas, Analista Financiero, Jefe

Diseño Comercial & Comunicación, Líder Desarrollo Comercial, Coordinadora de Marcas Propias, entre otros), que en su mayoría tuvieron un papel clave en la integración al tener personal a cargo.

#### 4.5.2. Caracterización de los encuestados

Del total de encuestados, el 68% son hombres y 32% son mujeres, con un rango de edades que oscila principalmente entre los 36 a los 50+. Por otra parte, el 52% señala que participó directamente en el proceso de integración, 44% señala participó indirectamente en el proceso de integración y el 4% restante señala que no tuvo nada que ver con el proceso de integración. También, es importante señalar que, el 84% del total de encuestados estaban vinculados a Carulla Viveros antes de la integración.

#### 4.5.3. Resultados: análisis de la percepción de los empleados

##### Características culturales

**Tabla 7.** Nivel de similitud de normas, políticas y procedimientos de trabajo

La normas, políticas y procedimientos de trabajo eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	1	4%	4%
Similares	2	8%	12%
Neutral	5	20%	32%
Diferentes	8	32%	64%
Muy diferentes	9	36%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 10.

**Tabla 8.** Nivel de similitud del plan de beneficios y compensación

El plan de beneficios y compensación era	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Similar	3	12%	12%
Neutral	5	20%	32%
Diferente	10	40%	72%
Muy diferente	7	28%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 11.



**Tabla 9. Nivel de similitud de la misión y objetivos organizacionales**

<b>La misión y los objetivos organizacionales eran</b>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>% acumulado</i>
Muy similares	10	40%	40%
Similares	6	24%	64%
Neutral	3	12%	76%
Diferentes	4	16%	92%
Muy diferentes	2	8%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 12.

**Tabla 10. Nivel de similitud del manejo de los equipos de trabajo**

<b>El manejo y organización de los equipos de trabajo por parte de los jefes o superiores era</b>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>% acumulado</i>
Muy similar	2	8%	8%
Similar	4	16%	24%
Neutral	4	16%	40%
Diferente	9	36%	76%
Muy diferente	6	24%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 13.

**Tabla 11. Nivel de similitud en la comunicación dentro de la empresa**

<b>La comunicación interna como la comunicación entre jefe y subalternos era</b>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>% acumulado</i>
Muy similar	2	8%	8%
Similar	4	16%	24%
Neutral	8	32%	56%
Diferente	7	28%	84%
Muy diferente	4	16%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 14.

**Tabla12.** Nivel de similitud en la importancia del bienestar laboral

<b>La importancia y preocupación por el bienestar de los empleados era</b>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>% acumulado</i>
Muy similar	12	48%	48%
Similar	4	16%	64%
Neutral	3	12%	76%
Diferente	6	24%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 15.

**Tabla 13.** Nivel de similitud en la participación y toma de decisiones de la dirección

<b>La participación y toma de decisiones por parte de la dirección era</b>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>% acumulado</i>
Muy similar	4	16%	16%
Similar	10	40%	56%
Neutral	5	20%	76%
Diferente	4	16%	92%
Muy diferente	2	8%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 16.

**Tabla 14.** Nivel de similitud en la orientación al alto desempeño y recompensa

<b>La orientación al alto desempeño y recompensa era</b>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>% acumulado</i>
Muy similar	3	12%	12%
Similar	4	16%	28%
Neutral	4	16%	44%
Diferente	10	40%	84%
Muy diferente	4	16%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 17.

**Tabla 15. Nivel de similitud en la motivación para alcanzar altos niveles de productividad**

La motivación para alcanzar altos niveles de productividad laboral era	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similar	4	16%	16%
Similar	10	40%	56%
Neutral	6	24%	80%
Diferente	2	8%	88%
Muy diferente	3	12%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 18.

**Tabla 16. Nivel de similitud en la búsqueda de satisfacción del cliente**

Las acciones orientadas a la búsqueda de satisfacción del cliente eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	10	40%	40%
Similares	6	24%	64%
Neutral	3	12%	76%
Diferentes	4	16%	92%
Muy diferentes	2	8%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 19.

A partir de los resultados obtenidos de las preguntas 10 – 19 del cuestionario aplicado (Anexo A), se observa que hubo diferencias significativas. En primera instancia, **las normas, políticas y procedimientos de trabajo eran muy diferentes** (Ver tabla 7). De acuerdo con Hugo Reyes (Gerente) y Sergio Fernández (Director Regional Ventas Antioquia y Occidente) se presentó un choque cultural muy significativo porque “*Carulla era muy plana y veloz, es decir, los procesos fluían de manera inmediata*”, a diferencia de Almacenes Éxito que “*parecía ser una empresa más compleja y procedimientos muy estructurados*”. “*Se tenían muchas diferencias en los procesos y procedimientos, pero la capacidad y profesionalismo del personal permitió una adaptación rápida*”, agregó Álvaro Moreno, Administrador de Almacén.

En segunda instancia, **el plan de beneficios y compensación era muy diferente** (Ver tabla 8). De acuerdo con Astrid Marcela Gaspar, Jefe de Recursos Humanos,

*“adaptar el plan de beneficios de Éxito a Carulla fue un poco complicado porque Carulla tenía mejores beneficios extralegales y con la integración. Éxito cambió su esquema de beneficios y compensación (Carulla tenía un excelente plan de compensación por cumplimiento de indicadores a nivel individual, que permitía que los empleados de todos los cargos base y administrativos en las tiendas se esforzaran, y no por almacén como está ahora), además, los salarios estaban diferenciados (plan de carrera) o en dado caso, los empleados recibían un incentivo económico mensual o trimestral por productividad y ventas”.*

Las diferencias culturales que se presentaron fueron gestionadas para que no afectaran la operación de la empresa. De acuerdo con los empleados, hubo un plan de integración coordinado, el proceso fue transparente, respetuoso con la cultura y con buena comunicación, evitando el malestar y/o resistencia al cambio por parte de los empleados, además, se realizaron frecuentemente reuniones y capacitaciones al personal para causar un menor impacto. Sin embargo, “fue un proceso difícil que demandó disposición entre los equipos de ambas organizaciones, principalmente frente a la integración cultural de las marcas” señala, Edison Díaz, Especialista de producto.

No obstante, tanto Almacenas Éxito como Carulla, tenía características culturales similares como la misión y objetivos organizacionales, la importancia y preocupación por el bienestar de los empleados, y acciones enfocadas a la búsqueda de satisfacción de los clientes (Ver tabla 17)<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Cuestionario fue realizado con escala de 1 a 5, donde 1 es “Muy similar” y 5 “Muy diferente”

**Tabla 17. Datos estadísticos de la sección: características culturales**

Variables	n	Media	Error estándar	Mediana	Moda	Desviación estándar	Varianza	Rango	Mín	Máx	Suma	Percentiles		
												25	50	75
Normas, políticas y procedimientos	25	3,88	0,226	4	5	1,130	1,277	4	1	5	97	3,0	4,0	5,0
Plan de beneficios y compensación	25	3,84	0,197	4	4	0,987	0,973	3	2	5	96	3,0	4,0	5,0
Misión y objetivos organizacionales	25	2,28	0,274	2	1	1,370	1,877	4	1	5	57	1,0	2,0	3,5
Manejo y organización de equipos	25	3,52	0,252	4	4	1,262	1,593	4	1	5	88	2,5	4,0	4,5
Comunicación interna	25	3,28	0,235	3	3	1,173	1,377	4	1	5	82	2,5	3,0	4,0
Importancia del bienestar laboral	25	2,12	0,254	2	1	1,269	1,610	3	1	4	53	1,0	2,0	3,5
Participación de la dirección	25	2,6	0,238	2	2	1,190	1,417	4	1	5	65	2,0	2,0	3,5
Orientación al alto desempeño	25	3,32	0,256	4	4	1,282	1,643	4	1	5	83	2,0	4,0	4,0
Motivación y productividad	25	2,6	0,245	2	2	1,225	1,500	4	1	5	65	2,0	2,0	3,0
Satisfacción del cliente	25	2,28	0,274	2	1	1,370	1,877	4	1	5	57	1,0	2,0	3,5

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, preguntas 10 – 19.

## Similitudes sinérgicas – características operacionales

**Tabla 18. Nivel de similitud del mercado geográfico**

El mercado geográfico donde operaban era	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similar	2	8%	8%
Similar	3	12%	20%
Neutral	7	28%	48%
Diferente	8	32%	80%
Muy diferente	5	20%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 21.

**Tabla 19. Nivel de similitud de clientes**

Los clientes que atendían eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	2	8%	8%
Similares	3	12%	20%
Neutral	6	24%	44%
Diferentes	11	44%	88%
Muy diferentes	3	12%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 22.

**Tabla 20. Nivel de similitud de proveedores**

Los proveedores que tenían eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	5	20%	20%
Similares	11	44%	64%
Neutral	3	12%	76%
Diferentes	5	20%	96%
Muy diferentes	1	4%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 23.

**Tabla 21. Nivel de similitud del proceso de atención al cliente**

El proceso de atención al cliente era	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similar	3	12%	12%
Similar	9	36%	48%
Neutral	4	16%	64%
Diferente	5	20%	84%
Muy diferente	4	16%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 24.

**Tabla 22. Nivel de similitud de productos y mercancías**

Los productos y mercancías que ofrecían eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	1	4%	4%
Similares	11	44%	48%
Neutral	2	8%	56%
Diferentes	6	24%	80%
Muy diferentes	5	20%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 25.

**Tabla 23. Nivel de similitud de los canales de venta**

Los canales de venta que manejaban eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	2	8%	8%
Similares	10	40%	48%
Neutral	3	12%	60%
Diferentes	5	20%	80%
Muy diferentes	5	20%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 26.

**Tabla 24. Nivel de similitud de la estrategia de publicidad**

Los medios publicitarios, así como la estrategia de publicidad que utilizaban eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Similares	4	16%	16%
Neutral	3	12%	28%
Diferentes	11	44%	72%
Muy diferentes	7	28%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 27.

**Tabla 25. Nivel de similitud de los procesos de administración de personal**

Los procesos relacionados con la administración de personaln eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	1	4%	4%
Similares	5	20%	24%
Neutral	10	40%	64%
Diferentes	5	20%	84%
Muy diferentes	4	16%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 28.

**Tabla 26.** Nivel de similitud de los sistemas operativos y tecnología

Los sistemas operativos y recursos tecnológicos eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	1	4%	4%
Similares	4	16%	20%
Neutral	3	12%	32%
Diferentes	9	36%	68%
Muy diferentes	8	32%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 29.

**Tabla 27.** Nivel de similitud de los sistemas operativos y tecnología

Los procedimientos y registros contables eran	Frecuencia	Porcentaje	% acumulado
Muy similares	2	8%	8%
Similares	1	4%	12%
Neutral	7	28%	40%
Diferentes	10	40%	80%
Muy diferentes	5	20%	100%
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 30.

A partir de los resultados obtenidos de las preguntas 21 – 30 del cuestionario aplicado (Anexo A), se observa que se presentaron diferencias en cuanto a la estrategia de publicidad y los sistemas operativos y recursos tecnológicos que utilizaban. Otras diferencias, pero en una menor medida que se contemplan son los procedimientos y registros contables, y el mercado y clientes que atendían. Por otra parte, se observa que las dos empresas tenían pequeñas similitudes en cuanto a los proveedores y el proceso de atención al cliente (Ver tabla 28).



**Tabla 28. Datos estadísticos de la sección: características operacionales**

Variables	n	Media	Error estándar	Mediana	Moda	Desviación estándar	Varianza	Rango	Mín	Máx	Suma	Percentiles		
												25	50	75
Mercado geográfico	25	3,44	0,239	4	4	1,193	1,423	4	1	5	86	3,0	4,0	4,0
Clientes	25	3,40	0,224	4	4	1,118	1,250	4	1	5	85	3,0	4,0	4,0
Proveedores		2,44	0,232	2	2	1,158	1,340	4	1	5	61	2,0	2,0	3,5
Proceso de atención al cliente	25	2,92	0,264	3	2	1,320	1,743	4	1	5	73	2,0	3,0	4,0
Productos	25	3,12	0,260	3	2	1,301	1,693	4	1	5	78	2,0	3,0	4,0
Canales de venta	25	3,04	0,268	3	2	1,338	1,790	4	1	5	76	2,0	3,0	4,0
Estrategia de publicidad	25	3,84	0,206	4	4	1,028	1,057	3	2	5	96	3,0	4,0	5,0
Administración de personal	25	3,24	0,218	3	3	1,091	1,190	4	1	5	81	2,5	3,0	4,0
Recursos tecnológicos	25	3,76	0,240	4	4	1,200	1,440	4	1	5	94	3,0	4,0	5,0
Registro contable	25	3,60	0,224	4	4	1,118	1,250	4	1	5	90	3,0	4,0	4,0

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, preguntas 21 – 30.

De acuerdo con las observaciones de los empleados, dado el plan de ajuste integral, se logró adoptar las mejores prácticas operacionales de cada una; y para afrontar los cambios que se dieron a nivel cultural en cada área, hubo apoyo constante por parte del Departamento de Recursos Humanos.

### Actividades complementarias

En términos generales, la marca Carulla fue clave para llegar a un target especializado al que la marca Éxito llegaba de forma general. Por lo tanto, hizo más completa la operación de Almacenes Éxito (Ver tabla 29).

**Tabla 29.** Actividades complementarias obtenidas con la integración

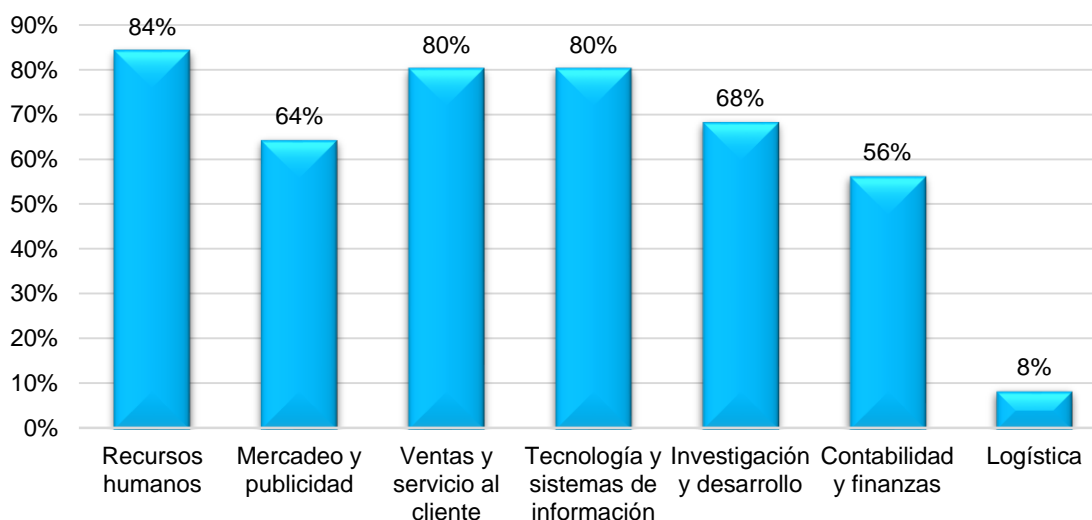
Actividades complementarias	Sí		No	
	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje
¿La empresa logró ingresar a nuevos mercados?	24	96%	1	4%
¿La empresa logró ofrecer productos nuevos y diferenciados a los clientes?	25	100%	0	0%
¿La empresa amplió su capacidad de respuesta al cliente?	23	92%	2	8%
¿La empresa mejoró su sistema de información tecnológico?	25	100%	0	0%
¿La empresa incrementó el número de proveedores estratégicos?	25	100%	0	0%
¿La empresa amplió su red de distribución y logística?	25	100%	0	0%

Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, preguntas 32 – 37.

### Eficacia de la integración

De acuerdo con la información recopilada de la pregunta 39 de cuestionario (Anexo A), las principales áreas o dimensiones organizacionales que fueron integradas eficazmente fueron: Recursos Humanos (84%), Ventas – servicio al cliente (80%) y Tecnología y sistemas de información (80%).

**Figura 12.** Dimensiones organizacionales integradas efectivamente



Fuente: Elaboración propia con los datos recopilados del Anexo A, pregunta 39.

Los factores clave para el éxito de la integración son el adecuado Due Dilligence, tener un plan de integración, cooperación y compromiso, cambio cuidadoso y respetuoso con los empleados, comunicación asertiva, trabajo en equipo y mantener identidad de cada marca. Desde luego, “el Área de Recursos Humanos ha sido un actor muy importante para lograr la integración de todas las áreas de la organización”, señala Hugo Reyes.

Por el contrario, desde la percepción de los empleados, dentro de los problemas que dificultaron la integración está el cambio a procesos más estructurados, haciendo lenta la respuesta a requerimientos internos y del servicio al cliente, la presión ejercida por el cumplimiento y el sistema operativo de Almacenes Éxito, al ser más robusto hizo indispensable aprender cómo funcionaba éste.

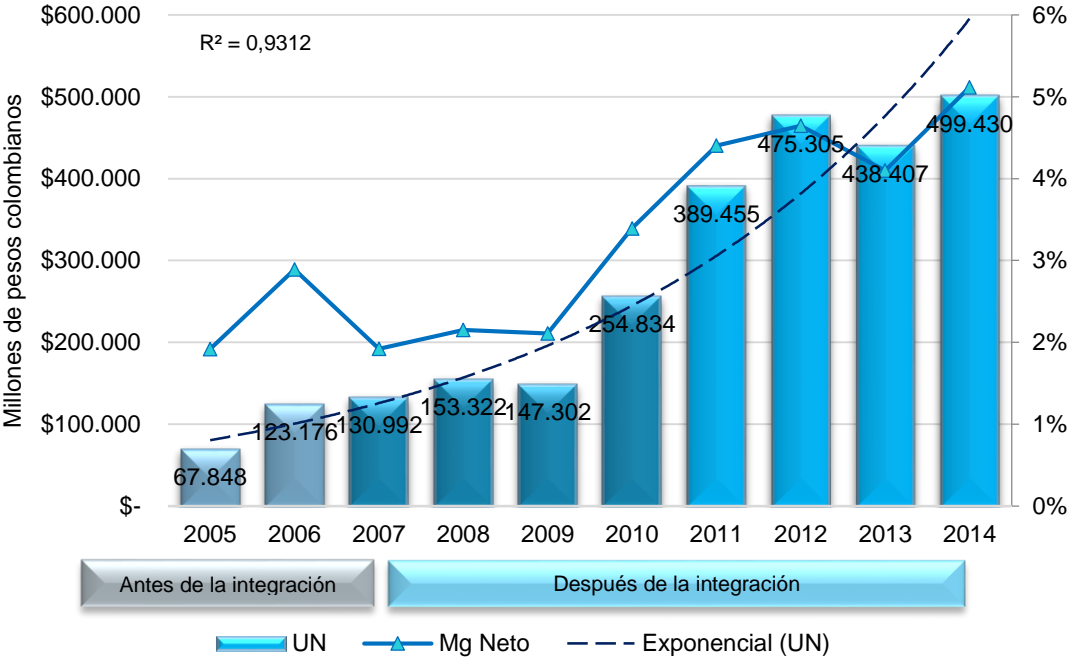
Finalmente, los empleados consideran que la integración entre Almacenes Éxito y Carulla fue efectiva y tuvo un trabajo muy disciplinado. La integración fue entendida como un proceso de ganar – ganar: “se fortaleció la organización, abarcó todos los nichos de mercado y segmentó a sus clientes, ha logrado una participación muy importante en el mercado del *retail* colombiano a tal magnitud que es la primera empresa más grande del país en oportunidades laborales” afirma Hugo Reyes. Asimismo, el plan de integración fue muy acertado, el cual se refleja en la solidez de la empresa, y a pesar de que fue muy compleja al inicio, al año todo empezó a fluir, y esto fue el resultado de “tener en cuenta todas las áreas y un manejo muy especial con el recurso humano” (Marco González, Gerente).

#### **4.6. Evaluación del desempeño económico y análisis de sinergias**

Para efectos de realizar la evaluación del desempeño económico mediante los principales indicadores financieros, se considera la información financiera reportada por la empresa en los informes anuales (Anexo C) y se presenta los resultados antes y después de la fusión. De igual manera, se considera oportuno presentar el resultado del desempeño de la empresa desde 2005 hasta 2010, ya que Almacenes Éxito en el año 2011 realizó la adquisición del 100% de Spice Investments Mercosur, empresa propietaria de las cadenas Devoto, Disco y Géant en Uruguay, lo cual

puede desviar el análisis y prueba de ello se refleja en la Figura 13, donde la utilidad neta desde el 2005 hasta el 2014 presenta una tendencia creciente con un rendimiento promedio del 26.3%.

**Figura 13. Utilidad Neta de Almacenes Éxito 2005 – 2014**



Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

La integración con Carulla inició en el 2007 al adquirirse la participación accionaria del 76.96% de Carulla Vivero y en este periodo la utilidad neta tuvo un crecimiento del 6.3%, mientras que en el año 2009, cuando adquirió el 22.5% alcanzando una participación del 99.8% en Carulla Vivero, la utilidad neta decreció 3.9%. Sin embargo, como resultado de la fusión de las empresas en el 2010, la utilidad neta presentó un crecimiento del 73.0%, el cual ha sido uno de los más altos que se ha registrado Almacenes Éxito.

**4.6.1. Indicadores financieros**

En general, los resultados de los indicadores financieros de Almacenes Éxito se pueden considerar estables en el tiempo por la estrategia de crecimiento e incursión

en nuevos negocios. Los indicadores muestran la solidez que tiene la empresa en el corto plazo, el nivel bajo de endeudamiento y la capacidad que tiene en dado caso de requerir deuda para financiar su operación y/o nuevos proyectos, la rentabilidad que ha permanecido estable, aunque ésta no es significativa y también se evidencia el equilibrio en la administración y gestión a nivel operativo.

**Tabla 30.** *Indicadores financieros de Almacenes Éxito y Carulla antes de la integración*

AL 31 DE DICIEMBRE DE 2005 - 2006	2005		2006	
	Almacenes Éxito	Carulla Vivero	Almacenes Éxito	Carulla Vivero
<b>1. ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>				
Razón corriente	0,73	0,82	0,91	0,90
Prueba ácida	0,24	0,26	0,37	0,39
Capital de trabajo neto (*)	-288.288	-80.227	-91.867	-58.673
<b>2. ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO (%)</b>				
Endeudamiento total	34,10	63,46	38,21	61,18
Concentración de endeudamiento a corto plazo	91,74	66,19	70,45	71,07
Leverage total	51,75	173,68	61,83	157,58
Endeudamiento financiero	12,20	26,28	14,76	26,96
Apalancamiento financiero	18,49	71,93	23,88	69,44
<b>3. ÍNDICES DE RENTABILIDAD (%)</b>				
ROA	2,23	2,26	3,42	2,24
ROE	3,38	6,18	5,54	5,78
ROIC	3,75	8,21	5,30	8,09
Mg Bruto	24,60	22,93	24,49	23,49
Mg EBIT	3,44	2,42	3,95	2,95
Mg EBITDA	6,63	6,73	6,88	7,13
Mg Neto	1,92	1,15	2,89	1,27
<b>4. ÍNDICES DE TENDENCIA Y EFICIENCIA OPERACIONAL (VECES)</b>				
Rotación de activos totales	1,16	1,97	1,18	1,77
Rotación de inventarios	5,96	6,78	6,74	6,58
Días promedio de inventario	60	53	53	55
Rotación de proveedores	6,63	5,74	7,24	6,12
Rotación de activos operacionales	1,71	2,52	1,68	2,45
Rotación de capital	1,69	3,40	1,64	3,14
Rotación del patrimonio	1,77	5,40	1,95	4,58
Cobertura de la utilidad bruta sobre los gastos de ventas	1,34	1,23	1,35	1,27

(\*) Valor expresado en millones de pesos colombianos

Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito y Carulla

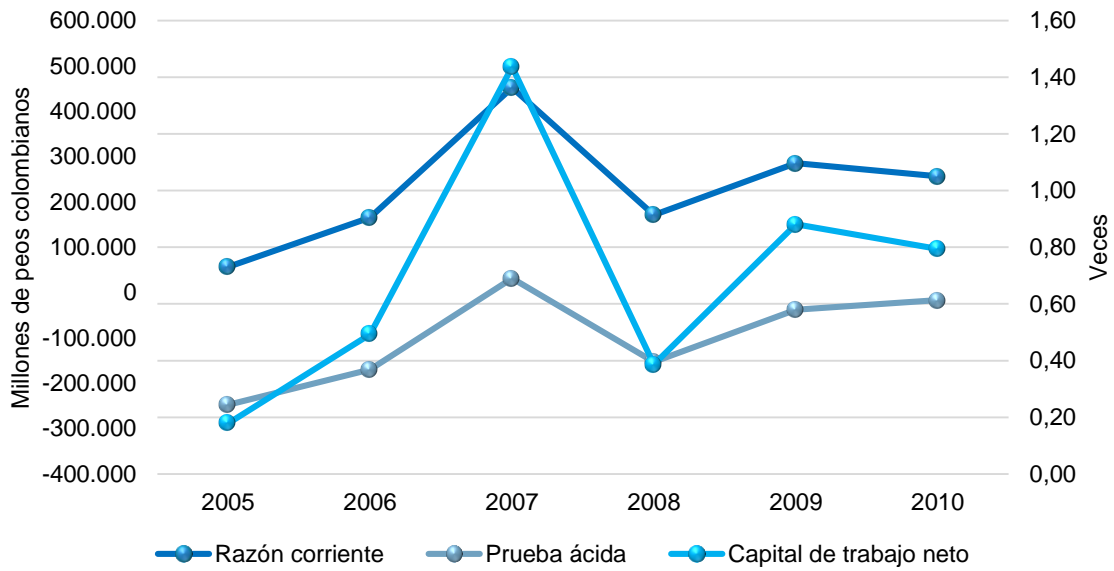
**Tabla 31. Indicadores financieros de Almacenes Éxito después de la integración**

AL 31 DE DICIEMBRE DE 2007 - 2010	2007	2008	2009	2010
ÍNDICES FINANCIEROS	Almacenes Éxito			
<b>1. ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>				
Razón corriente	1,36	0,91	1,10	1,05
Prueba ácida	0,69	0,40	0,58	0,61
Capital de trabajo neto (*)	497.581	-158.596	150.049	96.263
<b>2. ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO (%)</b>				
Endeudamiento total	42,93	43,23	34,19	33,51
Concentración de endeudamiento a corto plazo	51,86	68,31	72,09	86,52
Leverage total	75,23	76,15	51,96	50,39
Endeudamiento financiero	19,52	17,83	9,71	9,22
Apalancamiento financiero	32,38	31,2	14,9	13,86
<b>3. ÍNDICES DE RENTABILIDAD (%)</b>				
ROA	2,13	2,47	2,33	3,84
ROE	3,73	4,35	3,54	5,77
ROIC	4,69	5,41	4,45	6,00
Mg Bruto	24,32	24,76	24,90	24,82
Mg EBIT	3,89	3,73	3,65	4,24
Mg EBITDA	6,72	6,65	6,57	6,99
Mg Neto	1,92	2,15	2,11	3,39
<b>4. ÍNDICES DE TENDENCIA Y EFICIENCIA OPERACIONAL (VECES)</b>				
Rotación de activos totales	0,97	1,00	1,09	1,13
Rotación de inventarios	5,95	5,52	6,3	7,20
Rotación de proveedores	6,38	5,45	5,24	5,29
Cobertura de la utilidad bruta sobre los gastos de ventas	1,40	1,33	1,24	1,42
Rotación de activos operacionales	3,05	3,17	3,89	3,66
Gastos de administración/utilidad bruta (%)	11,16	10,94	11,02	12,32
Gastos de ventas/utilidad bruta (%)	71,51	75,46	80,54	70,64
Gastos personal/utilidad bruta (%)	6,81	6,48	6,55	7,27

(\*) Valor expresado en millones de pesos colombianos

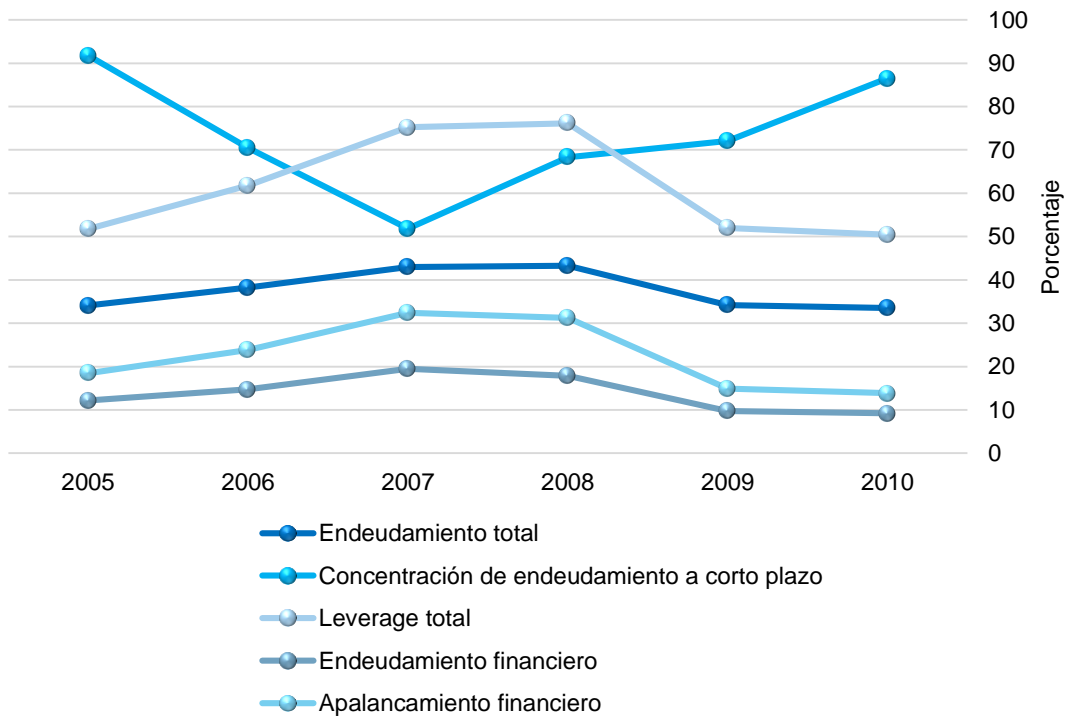
Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

**Figura 14. Índices de liquidez de Almacenes Éxito 2005 – 2010**



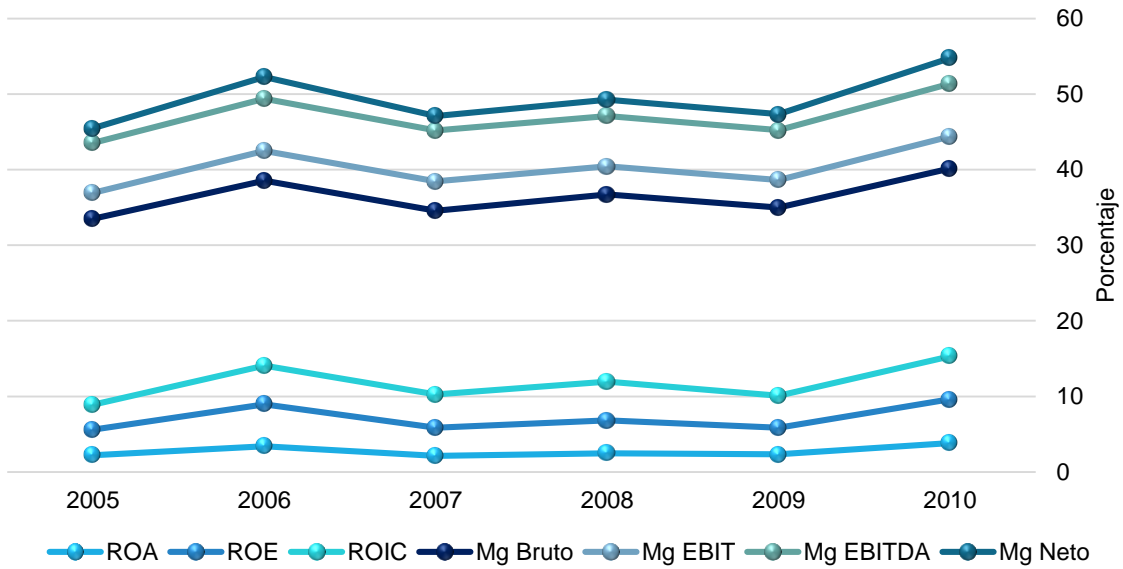
Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

**Figura 15. Índices de endeudamiento de Almacenes Éxito 2005 – 2010**



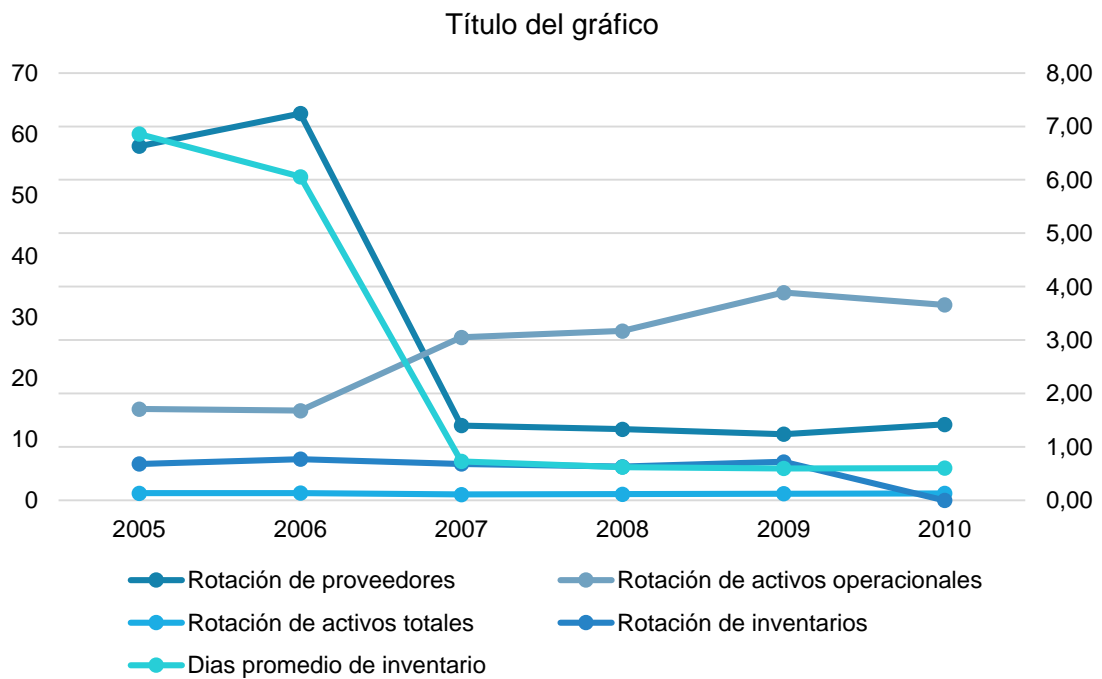
Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

**Figura 16. Índices de rentabilidad de Almacenes Éxito 2005 – 2010**



Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

**Figura 17. Índices de eficiencia operacional de Almacenes Éxito 2005 – 2010**



Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito



#### 4.6.2. Principales indicadores de rentabilidad

Rendimiento sobre activos (ROA) y Rendimiento sobre el capital (ROE), son los principales indicadores de rentabilidad utilizados para analizar el rendimiento de la empresa y los activos de la compañía.

**Tabla 32.** *Indicadores de rentabilidad antes de la integración*

Índice	2005		2006	
	Almacenes Éxito	Carulla Vivero	Almacenes Éxito	Carulla Vivero
ROA	2,23%	2,26%	3,42%	2,24%
ROE	3,38%	6,18%	5,54%	5,78%

Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito y Carulla

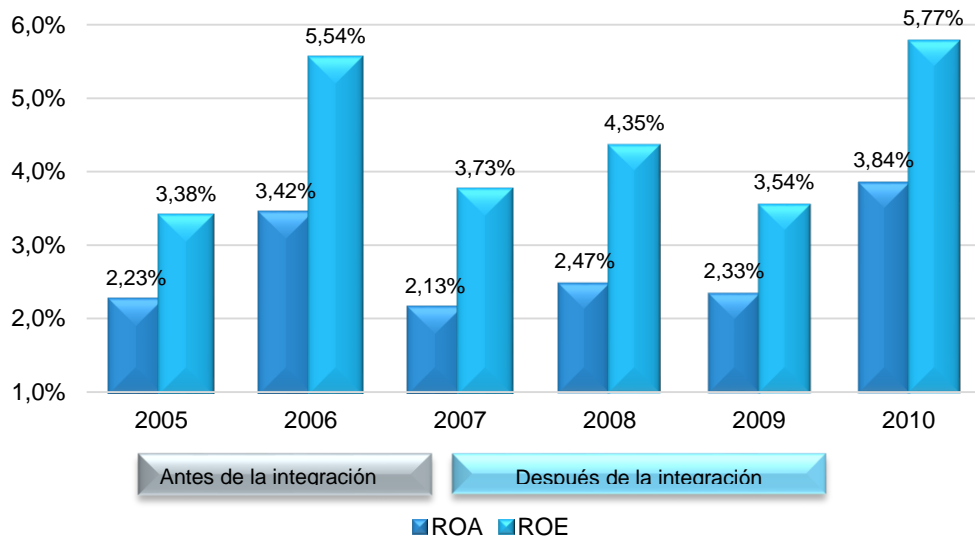
**Tabla 33.** *Indicadores de rentabilidad después de la integración*

Indicador	2007	2008	2009	2010
ROA	2,13%	2,47%	2,33%	3,84%
ROE	3,73%	4,35%	3,54%	5,77%

Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

De 2005 a 2010, Almacenes Éxito mantuvo en promedio un ROA de 2.74%, lo que indica que tienen baja capacidad los activos la empresa para generar rentabilidad por ellos mismos. Por su parte, el ROE mantuvo un comportamiento similar, ligeramente superior al ROA con un promedio de 4.39%, lo que otorga información acerca del uso que se le está dando al capital invertido por los accionistas, considerando que la estructura de capital de la empresa está constituida mayormente por Equity. A pesar de que son positivos, se consideran bajos o de poca significancia, debido a que la empresa no generó mayor rotación de los activos y mantuvo un exceso de disponible.

**Figura 18. ROA y ROE antes y después de la integración**



Fuente: Elaboración propia con los datos de los estados financieros de Almacenes Éxito

Además, el ROA y el ROE, posterior al inicio de integración con Carulla (periodo 2007-2009), disminuyeron en menor medida al presentar mayores gastos operacionales y cierres de almacenes durante las remodelaciones; pero al finalizar el proceso con la formalización de la fusión, la empresa estuvo generando rendimientos cada vez más altos, debido a la creación de negocios complementarios, fortalecimiento de marcas propias, y mejoras a nivel operativo, lo que es un buen indicio del aprovechamiento de sinergias.

#### **4.6.3. Valor Económico Agregado (EVA)**

La información recolectada para el cálculo de cada uno de los elementos que compone el EVA corresponde al periodo de estudio (2005 – 2010). A continuación, se describen los aspectos a considerar:

- Información financiera: Los estados financieros se obtuvieron de los informes anuales reportados por la empresa (Anexo C)

- Tasa Libre de Riesgo: Promedio anual a partir de los datos mensuales del Bono de Colombia con vencimiento a 10 años que emite el Banco de la República de Colombia, publicado en el portal de Investing.com. (Anexo D)
- Beta: Para el cálculo del coeficiente de riesgo beta, se consideró la información histórica diaria tanto del precio de la acción Almacenes Éxito como el índice general de la bolsa de valores de Colombia (IGBC) como referente del mercado; los cuales fueron obtenidos de la Bolsa de Valores de Colombia publicados en el portal de BVC y Grupo Aval respectivamente. (Anexo E)
- Rendimiento del mercado: Se considera el rendimiento anual de las ventas totales a nivel nacional del comercio minorista en Colombia calculados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE). (Anexo F)

#### a. Costo de Capital Promedio Ponderado – WACC

##### Costo del Equity

Para calcular el costo del Equity  $r_e$ , se aplica el modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM) siendo uno de los más utilizados, el cual está dado por la siguiente fórmula:

$$r_e = Rf + b * [Rm - Rf]$$

Donde  $Rf$  es la tasa libre de riesgo promedio,  $b$  es la beta de la acción y  $Rm$  es la tasa de rendimiento del mercado.

A continuación, en la tabla 5 se presentan los cálculos de CAPM para cada uno de los periodos de estudio:

**Tabla 34. Cálculo CAPM anual de Almacenes Éxito 2005 – 2010**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Clave de cotización	ÉXITO	ÉXITO	ÉXITO	ÉXITO	ÉXITO	ÉXITO
Fecha de inicio de estudio	03/01/05	02/01/06	22/01/07	02/01/08	02/01/09	04/01/10
Fecha final de estudio	29/12/05	28/12/06	28/12/07	30/12/08	30/12/09	30/12/10
<b>Cálculo de beta</b>						
Número de observaciones	238	240	212	244	236	244
Primer precio de cotización de la acción	4.449,3	7.399,3	13.908,8	16.729,7	10.196,2	19.204,5
Último precio de cotización de la acción	7.360,6	15.398,3	16.927,7	10.057,6	19.303,5	23.124,6
Primer precio de cotización IGBC	4.350,9	9.255,6	10.585,2	10.648,5	7.623,2	11.641,4
Último precio de cotización IGBC	9.513,3	11.161,1	10.694,2	7.560,7	11.602,1	15.496,8
Media de la muestra de la acción	5.781,0	10.991,8	15.013,1	12.031,5	13.707,4	19.871,6
Media de la muestra del IGBC	6.076,3	9.838,4	10.668,7	8.910,1	9.620,2	13.266,8
Desviación estándar de la acción	905,2	1.816,6	944,1	2.370,2	3.069,8	2.518,4
Desviación estándar del IGBC	1.442,3	1.115,5	298,0	945,2	1.393,0	1.478,6
Sumatoria de los rendimientos de la acción	0,53	0,84	0,14	-0,47	0,68	0,20
Sumatoria de los rendimientos del IGBC	0,80	0,23	-0,03	-0,30	0,44	0,30
<b>Valor de Beta</b>	<b>0,50</b>	<b>0,85</b>	<b>0,98</b>	<b>0,75</b>	<b>0,58</b>	<b>0,73</b>
<i>Para calcular beta ajustada = (2/3) * b + (1/3) * 1</i>						
<b>Beta ajustada (b)</b>	0,66	0,90	0,99	0,83	0,72	0,82
<b>Tasa libre de riesgo promedio (Rf)</b>	10,51%	9,11%	9,96%	11,86%	9,00%	7,87%
<b>Rendimiento del mercado (Rm)</b>	8,30%	8,20%	8,80%	9,52%	5,32%	8,41%
<b>CAPM (re)</b>	<b>9,04%</b>	<b>8,29%</b>	<b>8,82%</b>	<b>9,90%</b>	<b>6,36%</b>	<b>8,32%</b>

Fuente: Elaboración propia

### Costo de la deuda

Para determinar el costo de la deuda  $r_d$  se considera la deuda financiera de corto y de largo plazo, y se realiza la ponderación de tasas de interés, de acuerdo al monto de la deuda, la tasa de interés y el peso de la misma. El cálculo se presenta en las tablas 35 – 40 para cada uno de los periodos. Posteriormente, se aplica la siguiente fórmula para determinar el costo de la deuda:

$$r_d = \text{tasa } i * (1 - t)$$

Donde *tasa i* es la tasa de interés aplicada por la financiación obtenida y *t* es la tasa impositiva de acuerdo a las disposiciones fiscales vigentes aplicables a la matriz y sus filiales.

**Tabla 35. Costo de la deuda ponderada – periodo 2005**

	Entidad	Monto de la deuda	Tasa de interés	Vencimiento	Peso de la deuda	Promedio ponderado tasa i
<b>CORTO PLAZO</b>						
Cartas de crédito	Bancolombia	14.968	Libor + 0.9		4,03%	0,20%
Tarjetas de crédito		1.481			0,40%	
Préstamos moneda nacional	Bancolombia	1.250	8,298% MV	ene-06	0,34%	0,03%
<b>Total corto plazo</b>		<b>17.699</b>				
<b>LARGO PLAZO</b>						
Préstamos moneda nacional	BBVA	10.000	8,044% MV	may-07	2,69%	0,22%
	BBVA	9.000	8,006% MV	ago-07	2,43%	0,19%
	Citibank	34.365	8,950% MV	sep-10	9,26%	0,83%
<b>Total largo plazo</b>		<b>53.365</b>				
<b>PAPELES COMERCIALES (plazo)</b>						
Emisión feb-05	364 días	19.000	DTF 7.06%+0.61%TA	feb-06	5,12%	0,39%
Emisión feb-05	364 días	7.000	Fija nominal 8.05%	feb-06	1,89%	0,15%
Emisión may-05	358 días	55.150	DTF + 0.56% TA	may-06	14,86%	1,13%
Emisión may-05	358 días	21.500	Fija nominal 7.79%	may-06	5,79%	0,45%
Emisión ago-05	364 días	94.150	DTF + 0.25%	ago-06	25,37%	1,84%
Emisión ago-05	364 días	10.873	Fija nominal 6.72%TA	ago-06	2,93%	0,20%
Emisión sep-05	330 días	76.800	Fija nominal 7.15%	ago-06	20,70%	1,48%
Emisión sep-05	330 días	15.527	Fija nominal 7.15%	ago-06	4,18%	0,30%
<b>Total papeles comerciales</b>		<b>300.000</b>				
<b>TOTAL OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>		<b>371.064</b>				<b>7,41%</b>

Fuente: Elaboración propia con las notas a los estados financieros de Almacenes Éxito

**Tabla 36. Costo de la deuda ponderada – periodo 2006**

	Entidad	Monto de la deuda	Tasa i	Vencimiento	Peso de la deuda	Promedio ponderado tasa i
<b>CORTO PLAZO</b>						
Cartas de crédito	Bancolombia	2.049	Libor + 0.9		0,39%	0,02%
Tarjetas de crédito		892			0,17%	0,00%
Préstamos moneda nacional	Banco AV Villas	20.000	8,81% MV	ene-07	3,76%	0,33%
	Banco de Bogot	55.000	9,3% MV	ene-07	10,35%	0,96%
	BBVA	10.000	DTF + 1.8% TV	may-07	1,88%	0,15%
	BBVA	9.000	DTF + 1.8% TV	ago-07	1,69%	0,14%
	Davivienda	30.000	9,28% MV	ene-07	5,65%	0,52%
	Bancafé	45.000	IPC + 3.9% SV	dic-07	8,47%	0,70%
<b>Total corto plazo</b>		<b>171.941</b>				
<b>LARGO PLAZO</b>						
Préstamos moneda nacional	BBVA	40.000	DTF + 2.5% EA	jul-09	7,53%	0,66%
	BBVA	30.000	DTF + 2.5% EA	jul-09	5,65%	0,50%
	Citibank	34.365	8,95% SV	sep-10	6,47%	0,58%
Préstamos moneda extranjera	Bancolombia	94.029	Libor + 0.7%	may-11	17,70%	1,07%
	Citibank	55.970	Libor + 0.7%	may-11	10,53%	0,62%
<b>Total largo plazo</b>		<b>254.364</b>				
<b>BONOS (plazo)</b>						
Emisión abr-06	5 años	30.350	IPC + 4.98% SV	abr-11	5,71%	0,54%
Emisión abr-06	7 años	74.650	IPC + 5.45% SV	abr-13	14,05%	1,38%
<b>Total bonos</b>		<b>105.000</b>				
<b>TOTAL OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>		<b>531.305</b>				<b>8,18%</b>

Fuente: Elaboración propia con las notas a los estados financieros de Almacenes Éxito

**Tabla 37. Costo de la deuda ponderada – periodo 2007**

	Entidad	Monto de la deuda	Tasa i	Vencimiento	Peso de la deuda	Promedio ponderado tasa i
<b>CORTO PLAZO</b>						
Cartas de crédito	Bancolombia	3.532	Libor + 0.9		0,27%	0,02%
	Banco de Bogot	1.901			0,14%	
Sobregiros bancarios	Citibank	1.348			0,10%	
	Otros	1.865			0,14%	
Tarjetas de crédito		2.125			0,16%	
Préstamos moneda nacional	Banco de Bogot	5.020	9,3% MV	ene-08	0,38%	0,04%
	Citibank	8.591	8,95% SV	sep-08	0,65%	0,06%
Préstamos moneda extranjera	Citibank	15.687	9,95%	dic-08	1,19%	0,12%
<b>Total corto plazo</b>		<b>40.069</b>				
<b>LARGO PLAZO</b>						
Préstamos moneda nacional	BBVA	40.000	DTF + 2.5% EA	jul-09	3,03%	0,32%
	BBVA	30.000	DTF + 2.5% EA	jul-09	2,27%	0,24%
	BBVA	10.000	DTF + 3.5%	may-09	0,76%	0,09%
	Citibank	17.183	9,95% SV	sep-10	1,30%	0,13%
Préstamos moneda extranjera	J.P. Morgan	429.555	Libor + 1.75%	dic-11	32,53%	2,24%
	J.P. Morgan	286.370	Libor + 1.50%	dic-09	21,69%	1,44%
	Bancolombia	102.963	Libor + 0.7%	may-11	7,80%	0,45%
	Citibank	39.219	Libor + 0.7%	jun-11	2,97%	0,17%
<b>Total largo plazo</b>		<b>955.290</b>				
<b>BONOS Y PAPELES COMERCIALES (plazo)</b>						
Emisión abr-06	5 años	30.350	IPC + 4.98% SV	abr-11	2,30%	0,24%
Emisión abr-06	7 años	74.650	IPC + 5.45% SV	abr-13	5,65%	0,62%
Emisión abr-01	8 años	70.000	DTF + 3.3%	abr-08	5,30%	0,60%
Emisión abr-05	10 años	150.000	IPC + 7.5%	may-15	11,36%	1,48%
<b>Total bonos y papeles comerciales</b>		<b>325.000</b>				
<b>TOTAL OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>		<b>1.320.359</b>				<b>8,25%</b>

Fuente: Elaboración propia con las notas a los estados financieros de Almacenes Éxito

**Tabla 38. Costo de la deuda ponderada – periodo 2008**

	Entidad	Monto de la deuda	Tasa i	Vencimiento	Peso de la deuda	Promedio ponderado tasa i	
<b>CORTO PLAZO</b>							
Tarjetas de crédito		1.263			0,10%		
Factoring con proveedores		Citibank	278		0,02%		
Préstamos moneda nacional	BBVA	40.000	DTF + 2.5% EA	jul-09	3,13%	0,38%	
		30.000	DTF + 2.5% EA	jul-09	2,35%	0,29%	
		10.000	DTF + 3.15%TV	may-09	0,78%	0,10%	
Préstamos moneda extranjera	Citibank	8.591	8.95% SV	sep-09	0,67%	0,06%	
		14.022	Libor 180 + 0.70	dic-09	1,10%	0,04%	
		269.231	Libor 90 + 1.50	dic-09	21,05%	0,85%	
Operaciones de cobertura SWAP	Citibank	80.769	Libor 90 + 1.75	dic-09	6,31%	0,29%	
		1.657			0,13%		
		Citibank	17.159		1,34%		
		Citibank	3.557		0,28%		
<b>Total corto plazo</b>		<b>476.527</b>					
<b>LARGO PLAZO</b>							
Préstamos moneda nacional	Davivienda	35.000	DTF + 3.05%TV	abr-10	2,74%	0,35%	
		35.000	DTF + 3.325%TV	abr-11	2,74%	0,36%	
		8.591	8.95%SV	sep-10	0,67%	0,06%	
Préstamos moneda extranjera	Citibank	21.034	Libor 180 + 0.70	jun-11	1,64%	0,06%	
		323.077	Libor 180 + 1.75	dic-11	25,26%	1,21%	
		94.230	Libor 180 + 0.70	may-11	7,37%	0,28%	
Operaciones de cobertura SWAP	Citibank	2.499			0,20%		
		20.566			1,61%		
		7.510			0,59%		
<b>Total largo plazo</b>		<b>547.507</b>					
<b>BONOS (plazo)</b>							
Emisión abr-06		5 años	30.350	IPC + 4.98% SV	abr-11	2,37%	0,12%
Emisión abr-06		7 años	74.650	IPC + 5.45% SV	abr-13	5,84%	0,32%
Emisión abr-05		10 años	150.000	IPC + 7.5%	may-15	11,73%	0,88%
<b>Total bonos</b>		<b>255.000</b>					
<b>TOTAL OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>		<b>1.279.034</b>		<b>5,65%</b>			

Fuente: Elaboración propia con las notas a los estados financieros de Almacenes Éxito



**Tabla 39. Costo de la deuda ponderada – periodo 2009**

	Entidad	Monto de la deuda	Tasa i	Vencimiento	Peso de la deuda	Promedio ponderado tasa i
<b>CORTO PLAZO</b>						
Cartas de crédito	Bancolombia	3.569			0,46%	
Tarjetas de crédito		2			0,00%	
Préstamos moneda nacional	Citibank	8.591	8.95% SV	sep-09	1,12%	0,10%
Préstamos moneda extranjera	J.P. Morgan	147.185	Libor 90 + 1.75	dic-09	19,11%	0,47%
	Citibank	12.776	Llibor 180 + 0.70	dic-09	1,66%	0,03%
Operaciones de cobertura SWAP	Citibank	47.315			6,14%	
	Citibank	4.354			0,57%	
	Bancolombia	7.926			1,03%	
<b>Total corto plazo</b>		<b>231.718</b>				
<b>LARGO PLAZO</b>						
Préstamos moneda extranjera	J.P. Morgan	147.184	Libor 90 + 1.75	dic-11	19,11%	0,47%
	Citibank	6.388	Libor 180+ 0.70	jun-11	0,83%	0,02%
	Bancolombia	85.858	Libor 180 + 0.70	may-11	11,14%	0,20%
Operaciones de cobertura SWAP	Citibank	25.752			3,34%	
	Citibank	1.437			0,19%	
	Bancolombia	17.045			2,21%	
<b>Total largo plazo</b>		<b>283.664</b>				
<b>BONOS (plazo)</b>						
Emisión abr-06	5 años	30.350	IPC + 4.98% SV	abr-11	3,94%	0,40%
Emisión abr-06	7 años	74.650	IPC + 5.45% SV	abr-13	9,69%	1,03%
Emisión abr-05	10 años	150.000	IPC + 7.5%	may-15	19,47%	2,46%
<b>Total bonos</b>		<b>255.000</b>				
<b>TOTAL OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>		<b>770.382</b>				<b>5,16%</b>

Fuente: Elaboración propia con las notas a los estados financieros de Almacenes Éxito

**Tabla 40. Costo de la deuda ponderada – periodo 2010**

	Entidad	Monto de la deuda	Tasa i	Vencimiento	Peso de la deuda	Promedio ponderado tasa i
<b>CORTO PLAZO</b>						
Tarjetas de crédito		31			0,01%	
	J.P. Morgan	137.806	Libor 90 + 1.75	dic-11	22,51%	0,47%
	Citibank	5.981	Libor 180 + 0.70	jun-11	0,98%	0,01%
Préstamos moneda extranjera	Bancolombia	80.387	Libor 180 + 0.70	may-11	13,13%	0,16%
	Bancolombia	49.764	Libor 180 + 2.4	jun-11	8,13%	0,24%
	Bancolombia	19.140	Libor 180 + 2.4	jun-11	3,13%	0,09%
Operaciones cobertura SWAP	Citibank	39.976			6,53%	
	Bancolombia	24.799			4,05%	
Operaciones cobertura Forward	Bancolombia	-559			-0,09%	
<b>Total corto plazo</b>		<b>357.325</b>				
<b>LARGO PLAZO</b>						
<b>Total largo plazo</b>		<b>0</b>				
<b>BONOS (plazo)</b>						
Emisión abr-06	5 años	30.350	IPC + 4.98% SV	abr-11	4,96%	0,25%
Emisión abr-06	7 años	74.650	IPC + 5.45% SV	abr-13	12,19%	0,66%
Emisión abr-05	10 años	150.000	IPC + 7.5%	may-15	24,50%	1,84%
<b>Total bonos</b>		<b>255.000</b>				
<b>TOTAL OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>		<b>612.325</b>				<b>3,72%</b>

Fuente: Elaboración propia con las notas a los estados financieros de Almacenes Éxito

De acuerdo a la información obtenida anteriormente, se presenta en la tabla 41 el resumen del costo de la deuda para cada uno de los periodos:

**Tabla 41. Costo de la deuda de Almacenes Éxito 2005 – 2010**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Tasa i</i>	7,41%	8,18%	8,25%	5,65%	5,2%	3,7%
<i>t (*)</i>	35%	35%	34%	33%	33%	33%
<b>Costo de la deuda (<i>r<sub>d</sub></i>)</b>	<b>4,81%</b>	<b>5,31%</b>	<b>5,45%</b>	<b>3,79%</b>	<b>3,46%</b>	<b>2,49%</b>

\* De acuerdo a las disposiciones fiscales

Fuente: Elaboración propia

### Costo de capital promedio ponderado (WACC)

El costo del capital promedio ponderado se determina de la siguiente manera:

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

Donde  $E$  es el valor del Equity,  $D$  el valor de la Equity,  $r_e$  el costo de la deuda y  $r_d$  el costo de la deuda, y  $t$  la tasa impositiva.

**Tabla 42. WACC Almacenes Éxito 2005 – 2010**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Deuda total</i>	\$ 371.064	\$ 531.305	\$ 1.320.359	\$ 1.279.034	\$ 770.382	\$ 612.325
<i>Equity</i>	\$ 2.005.341	\$ 2.224.648	\$ 3.509.366	\$ 3.524.462	\$ 4.162.292	\$ 4.415.424
<i>VE</i>	\$ 2.376.405	\$ 2.755.953	\$ 4.829.725	\$ 4.803.496	\$ 4.932.674	\$ 5.027.749
<i>%Deuda</i>	15,61%	19,28%	27,34%	26,63%	15,62%	12,18%
<i>%Equity</i>	84,39%	80,72%	72,66%	73,37%	84,38%	87,82%
<i>Tasa i</i>	7,41%	8,18%	8,25%	5,65%	5,16%	3,72%
<i>Tasa impositiva</i>	35,00%	35,00%	34,00%	33,00%	33,00%	33,00%
<i>r<sub>d</sub></i>	4,81%	5,31%	5,45%	3,79%	3,46%	2,49%
<i>r<sub>e</sub></i>	9,04%	8,29%	8,82%	9,90%	6,36%	8,32%
<b>WACC</b>	<b>8,38%</b>	<b>7,72%</b>	<b>7,89%</b>	<b>8,27%</b>	<b>5,91%</b>	<b>7,61%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

### b. Capital invertido

**Tabla 43. Cálculo del capital invertido Almacenes Éxito 2005 – 2010**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Activo corriente	\$ 696.059	\$ 877.156	\$ 1.866.694	\$ 1.674.645	\$ 1.709.241	\$ 2.021.255
- Pasivo CP sin costo	\$ 634.332	\$ 797.082	\$ 1.259.044	\$ 1.356.714	\$ 1.327.246	\$ 1.537.317
= Capital de trabajo	\$ 61.727	\$ 80.074	\$ 607.650	\$ 317.931	\$ 381.995	\$ 483.938
+ Activo fijo	\$ 1.377.829	\$ 1.638.856	\$ 2.022.544	\$ 2.322.813	\$ 2.161.374	\$ 2.149.780
<b>Capital invertido</b>	<b>\$ 1.439.556</b>	<b>\$ 1.718.930</b>	<b>\$ 2.630.194</b>	<b>\$ 2.640.744</b>	<b>\$ 2.543.369</b>	<b>\$ 2.633.718</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

### c. Valor Económico agregado (EVA)

El EVA se calcula por medio del método residual, por medio de la siguiente fórmula:

$$EVA = NOPAT - (Capital\ invertido \times WACC)$$

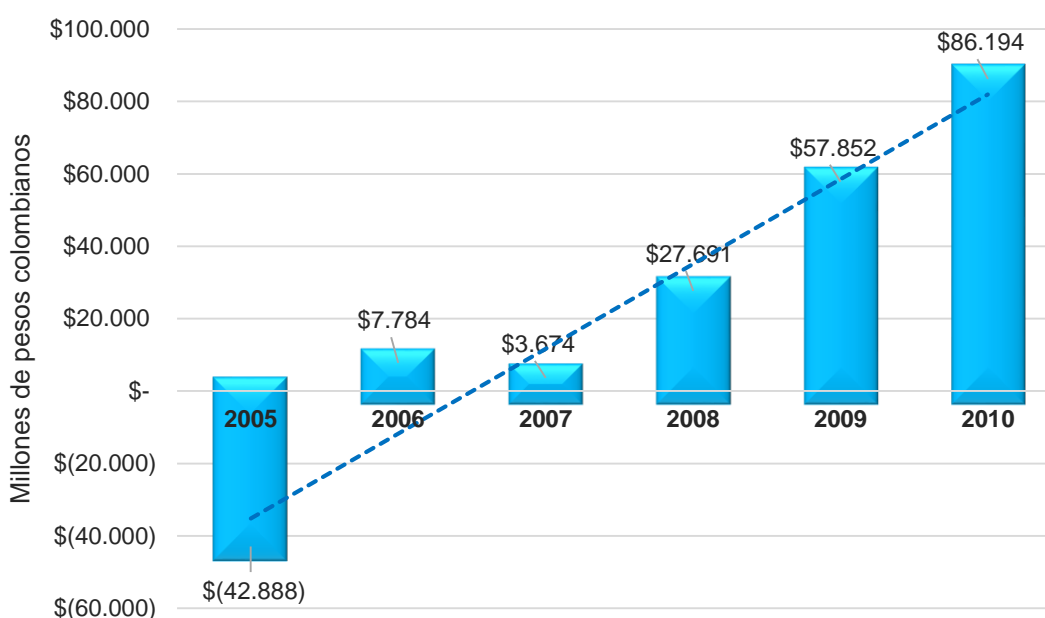
**Tabla 44. EVA Almacenes Éxito 2005 – 2010**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ebit o Util Op.	\$ 121.557	\$ 168.431	\$ 265.123	\$ 265.886	\$ 254.878	\$ 318.464
- Impuestos	\$ 43.750	\$ 28.007	\$ 53.796	\$ 19.700	\$ 46.810	\$ 31.888
= NOPAT	\$ 77.807	\$ 140.424	\$ 211.327	\$ 246.186	\$ 208.068	\$ 286.576
Capital invertido	\$ 1.439.556	\$ 1.718.930	\$ 2.630.194	\$ 2.640.744	\$ 2.543.369	\$ 2.633.718
WACC	8,38%	7,72%	7,89%	8,27%	5,91%	7,61%
<b>EVA</b>	<b>-\$ 42.888</b>	<b>\$ 7.784</b>	<b>\$ 3.674</b>	<b>\$ 27.691</b>	<b>\$ 57.852</b>	<b>\$ 86.194</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

Como se puede apreciar en la Tabla 44, en el año 2006 antes de la adquisición de Carulla, la empresa generó valor en términos del EVA y obtuvo resultado positivo. En el año en el que se efectuó la adquisición (2007), se observa que, aunque es positivo este indicador, presentó un decrecimiento del 52.8% respecto al año anterior. En los años siguientes: 2008, 2009 y 2010, tuvo un crecimiento significativo de 653.7%, 108.9% y 49,0% respectivamente, lo cual indica que fue favorable la fusión para la creación de valor de Almacenes Éxito.

**Figura 19. EVA Almacenes Éxito 2005 – 2010**



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

#### **4.6.4. Flujo de efectivo libre generado y causas de sinergia**

El Flujo de Efectivo Libre generado o histórico permite determinar si la empresa creó valor. En la Tabla 45, se muestra el resultado obtenido de los flujos de efectivo libre calculado por medio de la fórmula:

$$FCFF = NOPAT + D\&A - CapEx - \Delta WK \text{ non cash}$$

**Tabla 45. FCFF Almacenes Éxito 2005 – 2010**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT o Util Op.	\$ 121.557	\$ 168.431	\$ 265.123	\$ 265.886	\$ 254.878	\$ 318.464
(-) Impuestos	\$ 43.750	\$ 28.007	\$ 53.796	\$ 19.700	\$ 46.810	\$ 31.888
<b>NOPAT</b>	<b>\$ 77.807</b>	<b>\$ 140.424</b>	<b>\$ 211.327</b>	<b>\$ 246.186</b>	<b>\$ 208.068</b>	<b>\$ 286.576</b>
(+) D&A	\$ 112.536	\$ 124.771	\$ 193.028	\$ 207.851	\$ 204.025	\$ 206.844
(-) CapEx	\$ 200.486	\$ 305.777	\$ 1.431.732	\$ 250.751	\$ 325.802	\$ 154.495
(-) Δ WK non cash	-\$ 42.125	-\$ 81.984	\$ 195.486	-\$ 131.193	-\$ 172.446	-\$ 52.541
<b>FCFF</b>	<b>\$ 31.982</b>	<b>\$ 41.402</b>	<b>-\$ 1.222.863</b>	<b>\$ 334.479</b>	<b>\$ 258.737</b>	<b>\$ 391.466</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

Asimismo, se presenta en la tabla 46 el resultado de la suma de FCFF de las empresas independientes antes de la integración (2005 – 2006) y FCFF después de la combinación de las empresas (2007 – 2010).

**Tabla 46. FCFF antes y después de la integración**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Σ Almacenes Éxito y Carulla Viveros (1)		Empresa combinada			
EBIT o Util Op.	\$ 172.184	\$ 235.783	\$ 265.123	\$ 265.886	\$ 254.878	\$ 318.464
(-) Impuestos	\$ 57.587	\$ 44.363	\$ 53.796	\$ 19.700	\$ 46.810	\$ 31.888
<b>NOPAT</b>	<b>\$ 114.597</b>	<b>\$ 191.420</b>	<b>\$ 211.327</b>	<b>\$ 246.186</b>	<b>\$ 208.068</b>	<b>\$ 286.576</b>
(+) D&A	\$ 202.791	\$ 220.276	\$ 193.028	\$ 207.851	\$ 204.025	\$ 206.844
(-) CapEx	\$ 262.504	\$ 340.165	\$ 1.431.732	\$ 250.751	\$ 325.802	\$ 154.495
(-) Δ WK non cash	-\$ 42.125	-\$ 20.396	\$ 195.486	-\$ 131.193	-\$ 172.446	-\$ 52.541
<b>FCFF</b>	<b>\$ 97.009</b>	<b>\$ 91.927</b>	<b>-\$ 1.222.863</b>	<b>\$ 334.479</b>	<b>\$ 258.737</b>	<b>\$ 391.466</b>

(1) Suma de los valores de las empresas como entidades independientes

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

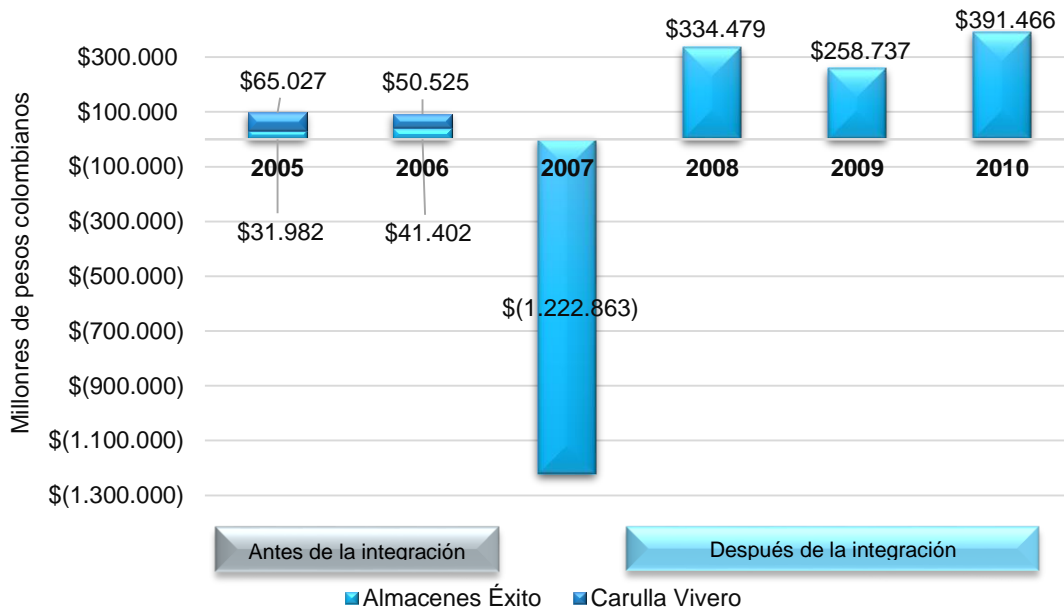
La variación del FCFF está dado por:

$$\Delta FE_t = \Delta \text{Ingresos}_t - \Delta \text{Costos}_t - \Delta \text{Impuestos}_t - \Delta \text{Requerimientos de capital}$$

Como se presenta en la tabla 46, son superiores los flujos de efectivo en el periodo de la empresa combinada (2008 – 2010), en comparación a la suma de los flujos de efectivo de las dos firmas independientes antes de la integración (2005 – 2006). Sin

embargo, es FCFF es negativo en el 2007 debido a la adquisición de inversiones e intangibles. Por lo tanto, se puede asegurar que las sinergias producto de la integración entre Almacenes Éxito y Carulla Vivero comenzó a afectar positivamente los flujos de efectivo a partir del primer año posterior la integración (2008).

**Figura 20. FCFF antes y después de la integración**



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

El incremento de los FCFF depende de las posibles causas de sinergia. Entonces, se presenta a continuación en la Tabla 47, las variaciones que presentan las variables mencionadas anteriormente.

**Tabla 47. Variables impulsoras de sinergias en Almacenes Éxito**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ventas	\$ 3.532.791	\$ 4.260.315	\$ 6.815.786	\$ 7.124.974	\$ 6.981.903	\$ 7.510.079
g Ventas		20,6%	60,0%	4,5%	-2,0%	7,6%
Costos de ventas	\$ 2.663.715	\$ 3.216.996	\$ 5.158.086	\$ 5.361.157	\$ 5.243.066	\$ 5.646.083
g Costos		20,8%	60,3%	3,9%	-2,2%	7,7%
Gastos operativos	\$ 747.519	\$ 874.888	\$ 1.392.577	\$ 1.497.931	\$ 1.483.959	\$ 1.545.532
g Gastos		17,0%	59,2%	7,6%	-0,9%	4,1%
Impuestos	\$ 43.750	\$ 28.007	\$ 53.796	\$ 19.700	\$ 46.810	\$ 31.888
g Impuestos		-36,0%	92,1%	-63,4%	137,6%	-31,9%
CapEx (1)	\$ 200.486	\$ 305.777	\$ 1.431.732	\$ 250.751	\$ 325.802	\$ 154.495
g CapEx		52,5%	368,2%	-82,5%	29,9%	-52,6%

(1) Requerimientos en bienes de capital

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

- Los ingresos presentaron un crecimiento del 60.0% alcanzando \$6,815,786 millones de pesos a diciembre 2007. El 42.5% del incremento es producto de la adquisición de Carulla Vivero y el restante debido al plan de expansión y de las ventas mismos metros.
- Los principales factores que contribuyeron al incremento del 60.3% de los costos fueron la nueva mezcla de ventas producto de la adquisición, la homologación de inventarios y la actividad promocional durante todo el año.
- Los gastos de operación incrementaron 59.2%, los cuales fueron afectados por los gastos no recurrentes asociados al proceso de integración, a pesar de que se les dio continuidad a los programas de eficiencia operativa en las diferentes áreas de la empresa, menores gastos de personal, servicios públicos y mejores condiciones con los proveedores de servicios de tecnología y mantenimiento.
- El aumento del 92.1% de los impuestos está representado por el gasto de impuesto a la renta de Carulla Vivero y por el mayor valor pagado en impuestos como efecto de las menores deducciones resultantes de niveles inferiores de inversión en activos fijos productivos en el año 2007 comparado con el año 2006. Esta provisión alcanzó los \$46,810 millones en el 2009 frente a \$19,700 millones en el 2008 a causa de una menor utilización del beneficio tributario de activos productores de renta, por las menores inversiones en expansión de la matriz durante el año 2009 con respecto al año 2008.
- El incremento de los requerimientos de capital de 2006 a 2007 es significativo debido al crédito mercantil registrado durante el año 2007, el cual corresponde al exceso patrimonial pagado por la matriz en la adquisición de la sociedad Carulla Vivero S.A. El valor total de la adquisición ascendió a \$1,072,482 (incluyendo gastos incurridos en el proceso de compra), de los cuales \$689,741 corresponden al crédito mercantil y \$382,741 a la inversión.

Después de la adquisición de Carulla Vivero, la empresa ha visto implementando un proceso de captura de sinergias en términos de mayores ventas y reducción de

costos, lo cual se traduce en mayores márgenes al implementar estrategias de conversión en algunos almacenes como es el caso de los Vivero que cambiaron a la marca Éxito, la homologación de procesos de abastecimiento obteniendo eficiencias en la entrega de productos a las tiendas, la optimización de las estructuras corporativas generando fluidez en los procesos y la implementación de la Tarjeta Éxito como medio de pago en todas las marcas del Grupo Éxito.

#### 4.6.5. Valor de la Empresa a Valor en Libros

Dado que no se tiene información suficiente sobre las sinergias estimadas por parte de la empresa previamente a la integración, y tampoco es posible calcular las sinergias a partir de la información financiera histórica; se determina el valor de la empresa a valor en libros<sup>3</sup> antes y después de la integración.

**Tabla 48.** Valor de las empresas antes de la integración

	2005		2006	
	Almacenes Éxito	Carulla Vivero	Almacenes Éxito	Carulla Vivero
Deuda total	\$ 371.064	\$ 279.613	\$ 531.305	\$ 348.518
Equity	\$ 2.005.341	\$ 388.755	\$ 2.224.648	\$ 501.909
<b>VEaVL n</b>	<b>\$ 2.376.405</b>	<b>\$ 668.368</b>	<b>\$ 2.755.953</b>	<b>\$ 850.427</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

**Tabla 49.** Valor de la empresa después de la integración.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Σ Almacenes Éxito y Carulla Viveros (*)		Empresa combinada			
Deuda total	\$ 650.677	\$ 879.823	\$ 1.320.359	\$ 1.279.034	\$ 770.382	\$ 612.325
Equity	\$ 2.394.096	\$ 2.726.557	\$ 3.509.366	\$ 3.524.462	\$ 4.162.292	\$ 4.415.424
<b>VEaVL n</b>	<b>\$ 3.044.773</b>	<b>\$ 3.606.380</b>	<b>\$ 4.829.725</b>	<b>\$ 4.803.496</b>	<b>\$ 4.932.674</b>	<b>\$ 5.027.749</b>
	<b>g VE</b>	18,4%	33,9%	-0,5%	2,7%	1,9%
<b>Sinergia = <math>V_{AB} - (V_A + V_B)</math></b>			<b>\$ 1.223.345</b>			

\* Suma de los valores de las empresas como entidades independientes

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

<sup>3</sup> Valor contable o en función de sus estados financieros

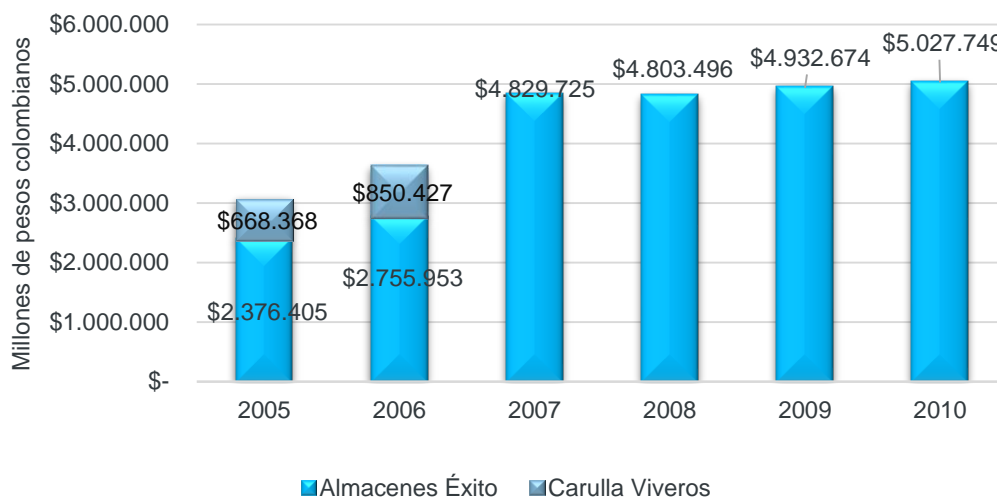


Se determina el *valor de la empresa a valor en libros* para cada uno de los periodos. Cabe resaltar que, por medio de los resultados obtenidos en la tabla 48, se asume que el valor para los años 2005 y 2006 corresponde a la suma de VE a VL (como empresas independientes) entre Almacenes Éxito y Carulla Viveros. Posteriormente, en la tabla 49 se estima el valor de las sinergias en términos nominales<sup>4</sup>:

$$\text{Sinergias} = \text{VEaVL 2007 (empresas integradas)} - \text{VEaVL 2006 (empresas independientes)}$$

En efecto, se asume que, al compartir sus mejores prácticas, tener mayor solidez para competir con eficiencia, el valor que pagaron por la adquisición de Carulla Vivero es menor a las sinergias de la operación.

**Figura 21.** Valor de la empresa después de la integración.



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Almacenes Éxito

#### 4.6.6. Rentabilidad de Almacenes Éxito frente a sus competidores

Durante el periodo 2005 – 2010, las principales empresas de *retail* en el mercado colombiano fueron: Almacenes Éxito, Grandes Superficies de Colombia Carrefour, Supermercados y Droguerías Olímpica, y Almacenes La 14. A continuación, se

<sup>4</sup> No se contempla alguna tasa de crecimiento, inflación u otras, entre los periodos 2006 y 2007.

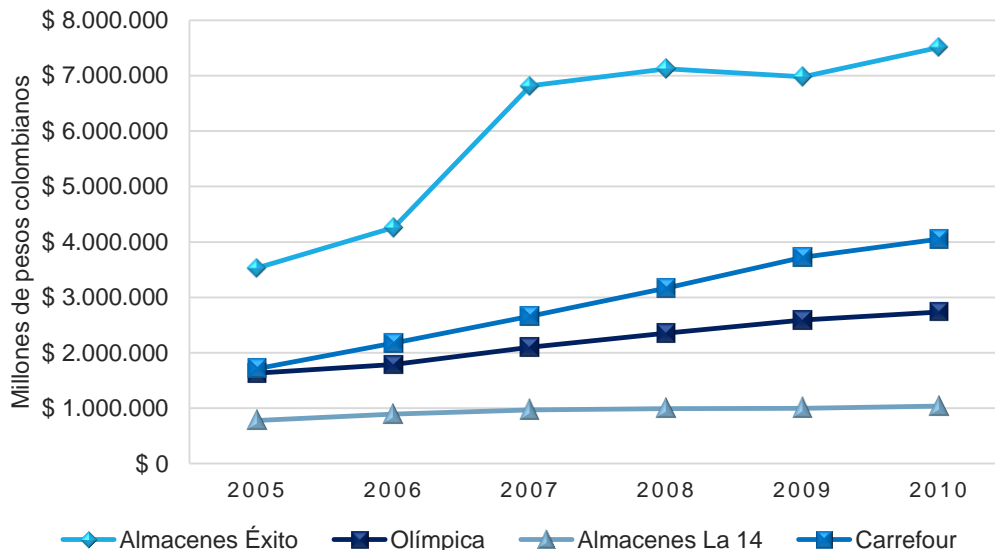
presenta el valor de las ventas anuales y los indicadores de rentabilidad de las principales empresas de *retail* en Colombia

**Tabla 50.** Ventas de las principales empresas de retail en Colombia  
(cifras en millones de pesos)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Almacenes Éxito	\$ 3.532.791	\$ 4.260.315	\$ 6.815.786	\$ 7.124.974	\$ 6.981.903	\$ 7.510.079
<i>g Ventas Éxito</i>		21%	60%	5%	-2%	8%
Carrefour	\$ 1.715.531	\$ 2.174.155	\$ 2.663.285	\$ 3.169.285	\$ 3.722.138	\$ 4.050.436
<i>g Ventas Carrefour</i>		27%	22%	19%	17%	9%
Olimpica	\$ 1.636.018	\$ 1.789.273	\$ 2.101.470	\$ 2.356.728	\$ 2.590.801	\$ 2.737.538
<i>g Ventas Olímpica</i>		9%	17%	12%	10%	6%
Almacenes La 14	\$ 778.931	\$ 893.377	\$ 969.686	\$ 992.027	\$ 999.866	\$ 1.037.991
<i>g Ventas La 14</i>		15%	9%	2%	1%	4%

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros obtenidos de Almacenes Éxito y de la Superintendencia de Sociedades

**Figura 22.** Ventas de las principales empresas de retail en Colombia



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros obtenidos de Almacenes Éxito y de la Superintendencia de Sociedades

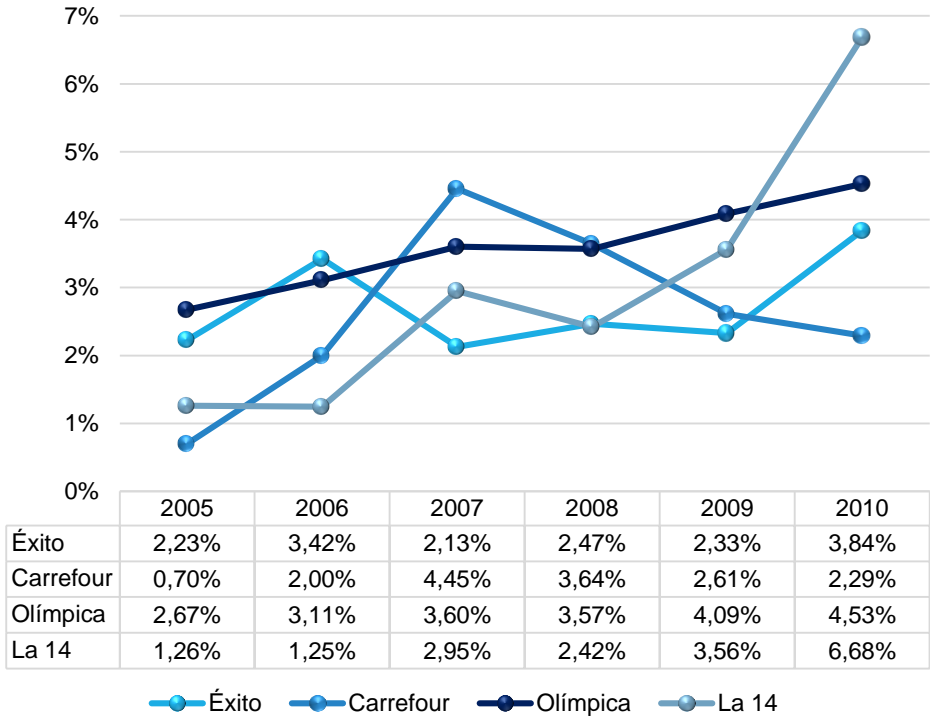
Como se puede observar en la figura 22, las principales empresas de *retail* presentan un crecimiento leve en sus ventas durante el periodo 2005 – 2010, excepto Almacenes Éxito, porque a partir de la integración con Carulla Vivero en el 2007 obtuvo un crecimiento del 60% frente al año anterior, lo que le permitió

incrementar significativamente el margen de ingresos frente a sus competidores. Sin embargo, no hay evidencia de sinergia en términos de rentabilidad, debido a que Almacenes Éxito no muestra una mejora en su desempeño en los años posteriores a la integración, e incluso presenta indicadores inferiores a los de sus competidores (ver figuras 23, 24, 25 y 26).

*Rendimiento de los activos*

Las empresas mostraron poca estabilidad en el rendimiento de los activos, a excepción de Olímpica, que mostró una tendencia estable (Figura 23). No obstante, este indicador para todas las empresas es positivo, pero relativamente bajos. El ROA promedio observado en el periodo de 2005 a 2010 para Éxito, Carrefour, Olímpica y La 14 fue de: 2.74%, 2.62%, 3.59% y 3.02% respectivamente.

**Figura 23. ROA de las principales empresas de retail en Colombia**

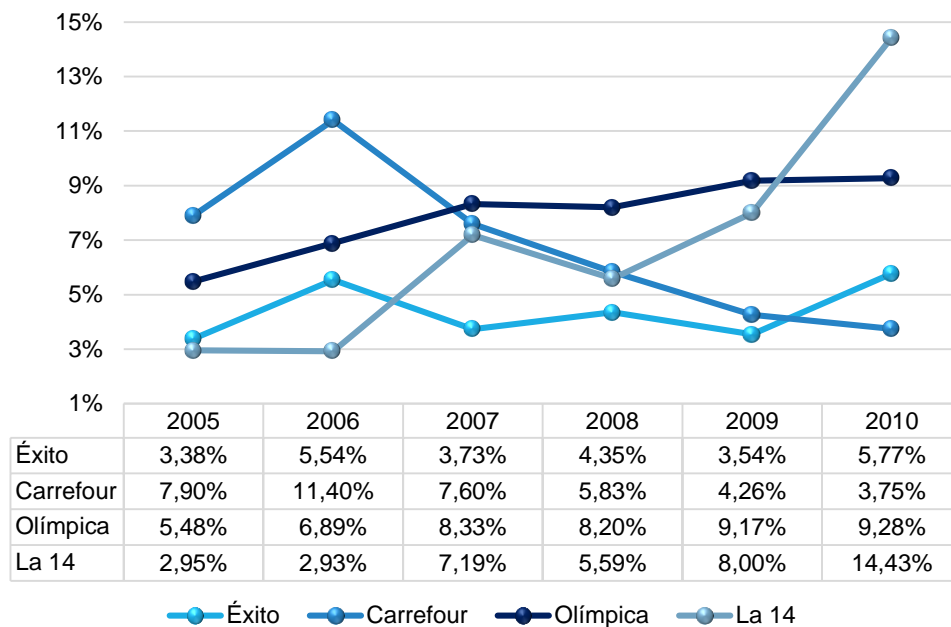


Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros obtenidos de Almacenes Éxito y de la Superintendencia de Sociedades

### Rendimiento sobre el capital

Al igual que el ROA, el rendimiento sobre el capital para las empresas mostraron poca estabilidad, a excepción de Olímpica, que mostró una tendencia estable (Figura 24). El ROE es positivo para todas las empresas y el promedio observado en el periodo de 2005 a 2010 para Éxito, Carrefour, Olímpica y La 14 fue de: 4.39%, 6.79%, 7.89% y 6.85% respectivamente.

**Figura 24.** ROE de las principales empresas de retail en Colombia

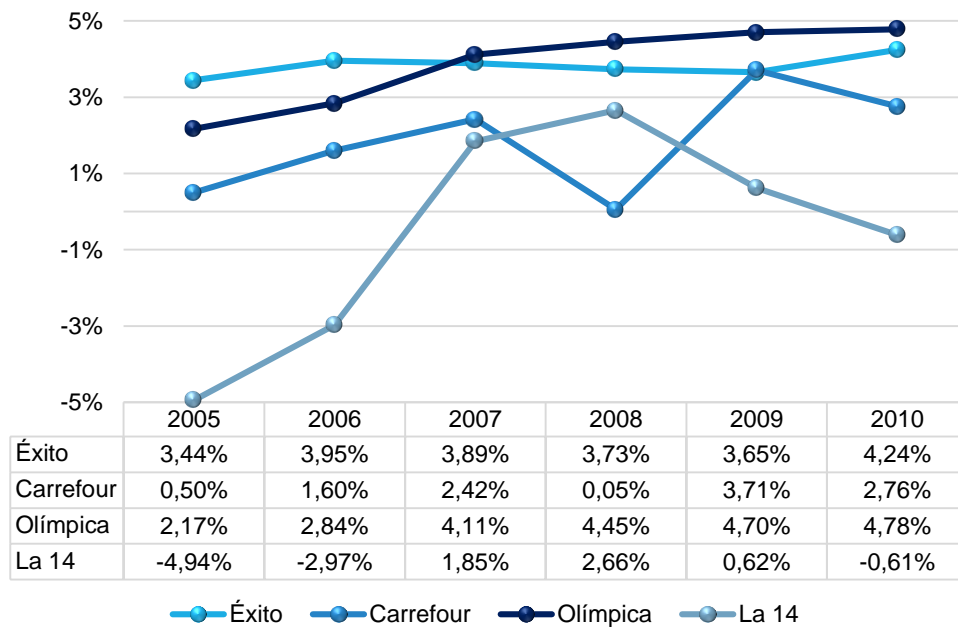


Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros obtenidos de Almacenes Éxito y de la Superintendencia de Sociedades

### Margen EBIT

Tanto Éxito como Olímpica mostraron mayor estabilidad en comparación con Carrefour y La 14 particularmente, quien presentó margen EBIT negativo en 3 periodos 2005, 2006 y 2010: -4.94%, 2.97% y 0.61% (Figura 25). El margen EBIT promedio observado en el periodo de 2005 a 2010 para Éxito, Carrefour, Olímpica y La 14 fue de: 3.82%, 1.84%, 3.84% y -0.57% respectivamente.

**Figura 25. Margen EBIT de las principales empresas de retail en Colombia**

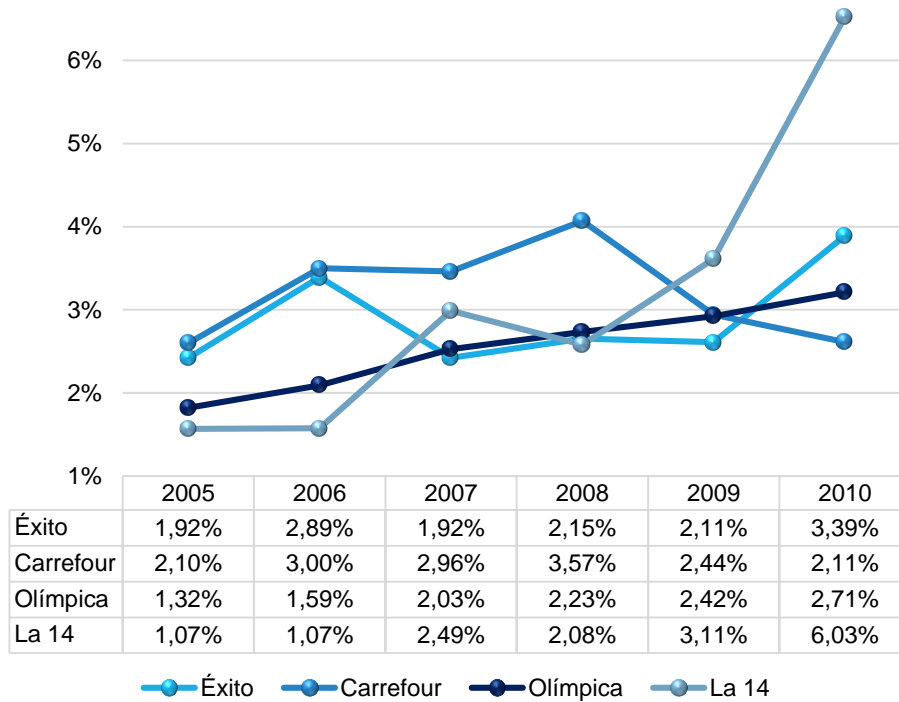


Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros obtenidos de Almacenes Éxito y la Superintendencia de Sociedades

### Margen Neto

Las empresas mostraron inestabilidad en el margen neto, a excepción de Olímpica, que mostró una tendencia estable (Figura 26). Sin embargo, para todas las empresas el margen neto fue positivo durante los años analizados. El margen neto promedio observado en el periodo de 2005 a 2010 para Éxito, Carrefour, Olímpica y La 14 fue de: 2.40%, 2.70%, 2.05% y 2.64% respectivamente.

**Figura 26. Margen Neto de las principales empresas de retail en Colombia**



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros obtenidos de Almacenes Éxito y de la Superintendencia de Sociedades

#### **4.6.7. Precio de mercado de las acciones**

Las acciones de Almacenes Éxito cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde 1994, son altamente líquidas y constituyen los principales índices accionarios de la BVC, tales como IGBC, COLCAP y COLEQTY.

Fechas a considerar:

- Agosto 2006: Anuncio a la opinión de adquisición
- Febrero 2007: Adquisición del 76.96% de Carulla Vivero
- Octubre 2009: Adquisición del 22.5% de Carulla Vivero
- Septiembre 2010. Fusión entre Almacenes Éxito y Carulla Vivero

**Figura 27.** Comportamiento del precio de la acción de Almacenes Éxito



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos del portal de la BVC

De acuerdo con la Figura 27, se puede observar que el comportamiento de la acción de Almacenes Éxito a partir del anuncio de integración Carulla Vivero, presentó una tendencia al alza hasta finales del 2007. Mientras tanto, durante el 2008 el precio de la acción disminuyó debido a la crisis financiera global del 2008<sup>5</sup> y sólo hasta diciembre del mismo año, presentó nuevamente un crecimiento constante hasta finales del 2010.

La integración de éstas dos empresas generó buena reacción y el comportamiento de la acción refleja que logró satisfacer las expectativas de los inversionistas. Además, esto indica que se percibieron sinergias debido al incremento del precio de la acción de la empresa adquirente, considerando el valor que representaba Carulla para Almacenes Éxito, dándole la oportunidad de convertirla en la empresa

<sup>5</sup> Colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos; tuvo como consecuencia otros fenómenos económicos como la crisis bursátil mundial de octubre de 2008, la cual constituye una caída histórica de las cotizaciones bursátiles en las bolsas a nivel mundial. Para más información ver Galindo, M. (2008) y CEPAL (2009)

de comercio minorista líder a nivel nacional e incursionar en otro segmento socioeconómico de mercado.

Por otra parte, una de las principales empresas de *retail* en el mercado colombiano mencionadas anteriormente, la única que cotiza en bolsa es Grandes Superficies de Colombia – Carrefour<sup>6</sup>. Al realizar la comparación entre la acción de Almacenes Éxito y la de Carrefour durante el periodo 2005 – 2010, se puede observar que ambas presentan un comportamiento similar desde el 2005 hasta mediados del año 2009, y a julio 2009 el precio de la acción de Almacenes Éxito presenta una tendencia creciente hasta finales del año 2010, lapso de tiempo que abarca la adquisición restante del 22.5% de Carulla Vivero y la fusión de las empresas.

**Figura 28.** Comparación del precio de la acción de Almacenes Éxito vs Carrefour



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenido del portal BVC y yahoo/finanzas

<sup>6</sup> En 2012 la compañía francesa “Carrefour”, deja el mercado colombiano luego de ser comprada por parte de la chilena Cencosud en una operación que ascendió los 2.600 millones de dólares y llegó con una nueva marca “Jumbo”. La operación fue de carácter estratégico para Cencosud ya que le permitió posicionarse como la segunda compañía en ventas minoristas en el país, después de Almacenes Éxito.



Finalmente, se presenta el comportamiento del precio de la acción de Almacenes Éxito frente al índice IGBC, el cual pondera las acciones más líquidas y de mayor capitalización que se negocian en la Bolsa.

**Figura 29.** *Comportamiento de la acción de Almacenes Éxito vs IGBC*



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenido del portal BVC y Grupo Aval.

De acuerdo con la Figura 29, se puede observar que durante los años 2006, 2007, 2009 y 2010, el precio de la acción de Almacenes Éxito es superior al precio ponderado de las acciones más representativas del mercado agrupadas en el IGBC; es decir, la acción de Almacenes Éxito presentó mayores expectativas por parte de los inversionistas, resultado del proceso de integración.

## Conclusiones

Las M&A son estrategias empresariales que proporcionan un rápido crecimiento, y si éstas son integradas adecuadamente, se puede maximizar las sinergias, y a su vez, obtener resultados económicos favorables. Asimismo, el “factor humano” es tan importante como los asuntos de tipo legal y económico: la integración de las personas con culturas diferentes es un reto significativo para los directivos y su gestión es crucial para el éxito operacional y financiero.

La cultura organizacional debe ser parte fundamental de la estrategia de integración en los procesos de M&A, especialmente en aquellas operaciones que presenten diferencias culturales importantes. Asimismo, la medición temprana de las diferencias culturales permite diseñar un plan correcto de integración y anticiparse a los problemas que puedan surgir. Sin embargo, deben ser manejadas adecuadamente: la clave es la posición comunicativa clara frente a sus empleados e involucrarlos. ¡Sin las personas no hay éxito garantizado!

De acuerdo con Rebner y Yeganeh (2019), las M&A fracasan por la consideración insuficiente de los factores humanos durante la fase de pre-combinación; pero en el caso particular de Almacenes Éxito y Carulla, los directivos fueron conscientes de la importancia de las diferencias culturales de cada una de las empresas; contaron con una planeación y ejecución disciplinada de la integración cultural; se estableció una oficina de integración que lideró el proceso, con líderes para la implementación y seguimiento de acciones y estrategias que permitieran la correcta alineación e integración de la cultura, lo cual propició menos aversión frente al proceso de integración, porque si bien es cierto, los miembros a menudo experimentan dificultades para adaptarse a los nuevos procedimientos y estándares de desempeño (Marks y Mirvis, 1992).

Mediante un análisis estadístico se encontró que las empresas presentaban diferencias culturales principalmente en la normas, políticas y procedimientos de trabajo, en el plan de beneficios y compensación, así como en el manejo y organización de equipos de trabajo. No obstante, tanto Almacenes Éxito como

Carulla tenían una clara afinidad cultural en cuanto al foco de sus empleados, lo que hizo doblemente importante otorgar mayor atención y apoyo al “factor humano”; y por ello se diagnosticaron previamente las diferencias culturales para manejarlas de manera productiva (Gelfand, *et al.*, 2018).

La evaluación de diferencias y similitudes culturales, les permitió comprender mejor las fortalezas y debilidades de las culturas de sus compañías; todos los miembros estaban informados sobre el plan de integración, así como el rol que cumplían en el proceso integrativo; estaban conscientes que se trataba de un cambio organizacional del que todos se beneficiarían. En ese sentido, la gestión del cambio fue asertiva, porque lograron descongelar la mentalidad de los empleados, usar intervenciones apropiadas para avanzar en la dirección deseada y volver a congelar las normas y valores culturales (Kotter y Dan, 2001), considerando que el nivel de aculturación (Marks y Mirvis, 2011) utilizado en este caso fue el de *integración cultural* porque se mezclaron las culturas conservando lo más valioso de éstas.

Con la presente investigación, se determina que hubo un “ajuste estratégico” y el impacto del adecuado manejo de integración cultural fue **positivo**, a partir de sus resultados posteriores a la integración. Se ratifica lo que dice Marks y Mirvis, (2011), que para manejar mejor los aspectos culturales de las M&A no es necesariamente encontrar un socio con una cultura similar o compatible, sino de **gestionar las diferencias culturales a través de un enfoque integral**, como lo hizo Almacenes Éxito: *“durante la negociación se hizo un esfuerzo clave en demostrar que los elementos de la cultura corporativa, la estructura organizacional y el respeto por los trabajadores eran grandes fortalezas, que apropiadamente manejadas podrían dar lugar a importantes ventajas competitivas”* (Gonzalo Restrepo López); confirmando así que las empresas que tienen éxito en obtener productividad a través de su gente generalmente tienen una cultura organizacional que apoya y reconoce el valor del empleado (Barney, 1986),

En efecto, establecer una cultura fuerte, es un claro ejemplo de una gestión excelente (Peters y Waterman, 1982); y al haber sido una integración efectiva, se produjo un desempeño general positivo de M&A. Las sinergias del proceso de

integración entre las empresas fueron altas, dadas las ventajas y fortalezas que se obtuvieron: Almacenes Éxito logró un aumento de la base de clientes, las sinergias operativas, la expansión geográfica, la adquisición de productos y/o propiedad intelectual (se mantuvo la marca Carulla, una de las principales dentro del mercado colombiano), y la eliminación del exceso de capacidad del mercado, confirmando la teoría de Larsson y Finkelstein (1999), quienes propusieron que el grado en que se realiza las sinergias depende de la similitud y complementariedad de las empresas adquirientes y adquiridas.

En cuanto al desempeño financiero, para Barney (1986), algunas empresas pueden obtener un rendimiento financiero superior sostenido de sus culturas organizacionales, es decir, una tasa de rendimiento mayor que un rendimiento normal, pero al evaluar los principales indicadores de rentabilidad de Almacenes Éxito: ROA promedio 2.74% y ROE promedio 4.39%, (los cuales son positivos pero bajos porque la empresa no generó mayor rotación de los activos y mantuvo un exceso de disponible), y comparados frente a los indicadores de los principales competidores, no se evidencia que Almacenes Éxito haya logrado un rendimiento mayor que un rendimiento normal.

No obstante, Almacenes Éxito mejoró significativamente en términos de EVA después del primer año de iniciar la integración (2008, 2009 y 2010, tuvo un crecimiento de 653.7%, 108.9% y 49,0% respectivamente), lo cual indica que fue favorable la fusión para la creación de valor de Almacenes Éxito. Además, se presentaron mayores flujos de efectivo libre en el periodo 2008 – 2010, en comparación a la suma de los flujos de efectivo de las dos firmas independientes antes de la integración (2005 – 2006). Dado lo anterior, se concluye que, al compartir sus mejores prácticas y tener mayor solidez para competir con eficiencia, obtuvieron mayores sinergias al integrarse con Carulla.

Adicionalmente, en el mercado bursátil, la integración de éstas dos empresas generó buena reacción y el comportamiento de la acción refleja que logró satisfacer las expectativas de los inversionistas, incluso comparado con el precio ponderado de las acciones más representativas del mercado agrupadas en el IGBC, es superior

el precio de la acción de Almacenes Éxito. Esto indica que se percibieron sinergias a partir del valor que representaba la integración con Carulla.

Finalmente, debido a que “el desempeño financiero superior es un concepto económico, la cultura, para generar dicho desempeño, debe tener consecuencias económicas positivas” (Barney, 1985) y el impacto del adecuado manejo de integración cultural en el proceso de fusión entre Almacenes Éxito y Carulla fue **positivo**, se acepta la hipótesis de este trabajo de investigación. La correcta integración cultural permite agilizar el proceso de fusión, materializar sinergias, tener un desempeño operacional y financiero superior, y por lo tanto, crear valor.

## Futuras líneas de investigación

A partir de la presente investigación, se considera que la M&A sujeta de estudio obtuvo sinergias que beneficiaron su desempeño en los años posteriores a la integración a partir del adecuado manejo de integración cultural. La metodología desarrollada permitió determinar si el impacto fue positivo o negativo, pero no fue posible encontrar una estimación de dicho impacto. Por lo tanto, es motivo suficiente para una futura propuesta de una metodología que permita cuantificar el impacto en las sinergias a casusa de una buena o mala integración cultural.

## Bibliografía

- Almor, Tarba & Benjamini (2009). Unmasking integration challenges: The case of Biogal's acquisition by Teva pharmaceutical industries. *International Studies of Management & Organization*, 39, 33-53.
- Amat (2001). EVA: Valor añadido económico. Un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor. Barcelona: Gestión 2000.
- Angulo (2017). Cultura empresarial en una situación de fusión de dos empresas. Colombia: Universidad Militar Nueva Granada.
- Ansoff (1965): *Corporate Strategy*. New York: McGraw-Hill.
- Barney (1985). Strategizing processes and returns to strategies. Unpublished manuscript, University of California, Graduate School of Management, Los Angeles.
- Barney (1986) Organizational Culture: Can It Be a Source of Sustained Competitive Advantage? *The Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 3, pp. 656-665. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/258317>
- Bernal (2005). Fusiones, garantía para no desaparecer. Unimedios – Universidad Nacional de Colombia. Recuperado de <http://historico.unperiodico.unal.edu.co/ediciones/81/04.htm>
- Bijlsma-Frankema (1997). On costly frictions between organizational cultures and structure. *Current Topics in Management*, JAI Press, Greenwich, CT, Vol. 2, pp. 123-53.
- Bijlsma-Frankema (2001) "Sobre la gestión de la Integración Cultural y los Procesos de Cambio culturales en las fusiones y Adquisiciones", *Revista Europea de Formación industrial*, Vol. 25 Número: 2/3/4, pp.192-207, <https://doi-org.pbidi.unam.mx:2443/10.1108/03090590110395807>
- Bolsa de Valores de Colombia – BVC. Estadísticas del precio de la acción: Éxito. Recuperado de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>
- Bovone, Charini y Couretot (2017). Lecciones aprendidas en la fusión de empresas: el caso de estudio en el rubro automotriz. Argentina: Fundación UADE. Recuperado de <https://repositorio.uade.edu.ar/xmlui/bitstream/handle/123456789/6345/Charini.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Buono y Bowditch (1989). *The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions Between People, Cultures, and Organization*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Cartwright y Cooper (1993), The Role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriages, *The Academy of Management Executive*, vol. 34, pp. 67 - 80. Recuperado de <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/AME.1993.9411302324>
- CEPAL (2009). La actual crisis financiera internacional y sus efectos en América Latina y el Caribe. Recuperado de [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/2924/1/S2009328\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/2924/1/S2009328_es.pdf)

- Chiavenato (2009) Comportamiento organizacional La dinámica del éxito en las organizaciones, México, Ed. 2°, McGraw Hill.
- Clavijo (2008). Adquirir y fusionar. Revista Gerente. Recuperado de [http://www.gerente.com/revistas/gerente/0510/venezuela/empr1\\_0510.html](http://www.gerente.com/revistas/gerente/0510/venezuela/empr1_0510.html)
- Damodaran (2005). On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance; 2da Ed; pp. 695-739
- Daniel y Metcalf (2001), The Management of People in Mergers and Acquisitions, Quorum Books, Westport, CT. Recuperado de <https://books.google.com.mx/books?hl=es&lr=&id=hxoCfMj6BBkC&oi=fnd&pg=PR11&dq=The+Management+of+People+in+mergers+and+acquisition&ots=zkdQWjdh9e&sig=ge5bicjRFxyjWTFfGczkAmlaAHo#v=onepage&q=The%20Management%20of%20People%20in%20mergers%20and%20acquisition&f=false>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE. Estadísticas de Comercio Interno en Colombia. Recuperado de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-interno>
- DiMaggio & Powell (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. American Sociological Review, Vol. 48, No. 2, pp. 147-160. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2095101>
- Eisenhardt (1989). Building Theories from Case Study Research, Academy of Management Review, 14 (4): 532-550.
- El Tiempo (1994). Fiebre de fusiones. Recuperado de <https://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-223844>
- Ellis, Weber & Raveh (2003). Exploring linkages between choice of integration approach and M&A process management. Paper presented at the Annual Meeting of Academy of Management, Seattle, WA.
- Evans y Mendenhall (2004), en Stahl y Mendenhall (Eds), Fusiones y Adquisiciones: Administración de Cultura y Recursos Humanos, Stanford University Press, Stanford, California. Recuperado de <https://books.google.com.mx/books?hl=es&lr=&id=juH17s4HF5AC&oi=fnd&pg=PR9&dq=Mergers+and+Acquisitions:+Administration+of+Culture+and+Human+Resources&ots=-HU5lftXSy&sig=xQYYZnt7c0EwJFbDeg90yT3L-Vo#v=onepage&q=Mergers%20and%20Acquisitions%3A%20Administration%20of%20Culture%20and%20Human%20Resources&f=false>
- Fralicx y Bolster (1997), " Preventing culture shock ", Modern Healthcare, vol. 11 de agosto, p.50.
- Gale (2019). "Memo to AOL Time Warner: Why Mergers Fail-Case Studies", Workforce, abril 2019. Sitio web: [www.workforce.com](http://www.workforce.com).
- Galindo (2008). "La crisis económica estadounidense." *Boletín económico de ICE*, 2946, pp. 13-22. Recuperado de [https://www.researchgate.net/publication/28225058\\_La\\_crisis\\_economica\\_estadounidense](https://www.researchgate.net/publication/28225058_La_crisis_economica_estadounidense)
- Galpin, Timothy y Herndon (2000): "Guía completa sobre Fusiones y Adquisiciones" – Díaz de Santos
- Gelfand, et al. (2018). One reason mergers fail: The two cultures

- aren't compatible. Harvard Business Review. Recuperado el 10 de marzo de 2019 de: <https://hbr.org/2018/10/one-reason-mergers-fail-the-two-cultures-arent-compatible>
- Gomes, Weber, Brown, & Tarba (2011). *Managing mergers, acquisitions and strategic alliances: Understanding the process*. Basingstoke, UK: Palgrave MacMillan.
- Graebner (2004). Momentum and serendipity: how acquired leaders create value in the integration of technology firms. *Strategic Management Journal*, Vol. 25, pp.751–777.
- Grupo Aval (2020). Indicadores bursátiles: índice general de la bolsa de valores de Colombia (IGBC). Recuperado de <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/portal-financiero/indicadores/bursatiles>
- Grupo Éxito (2020). *Informes integrado anuales*. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/informacion-financiera>
- Gumbel (2003). "Return to the Urge to Merge", *Time Europe Magazine*. Sitio web: [www.time.com/time/europe/magazine/article/0,13005,901030721-464418,00.html](http://www.time.com/time/europe/magazine/article/0,13005,901030721-464418,00.html).
- Haspeslagh & Jemison (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, Free Press, New York.
- Hirshleifer (1980). *Price theory and its applications* (2nd ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Hofstede, G. (1994). The business of international business is culture. *International Business Review*, 3(1), 1-14
- Indeed (2020) *Evaluaciones de Almacenes Éxito*. Recuperado de <https://www.indeed.com.mx/cmp/Almacenes-Exito/reviews>
- Investing (2020). *Rentabilidad del bono Colombia 10 años*. Recuperado de <https://es.investing.com/rates-bonds/colombia-10-year-bond-yield>
- Jiménez (2013). *Fusiones y adquisiciones*. Madrid, España: Ediciones Díaz de Santos.
- Kotter y Dan (2001). *El corazón del cambio*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Kotter y Schlesinger (2008) *Choosing Strategies for Change*. Harvard Business Review. Recuperado de <https://hbr.org/2008/07/choosing-strategies-for-change>
- Larsson & Finkelstein (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization Science*, 10, 1-26.
- Lenz (1980). Strategic capability: A concept and framework for analysis. *Academy of Management Review*, 5, 225-234.
- Lippman & Rumelt (1982). Uncertain imitability: An analysis of interfirm differences in efficiency under competition. *Bell Journal of Economics*, 13, 418-438.
- Louis (1983). *Culture: Yes. Organization: Paper Presented at the annual meeting of the Academy of Management*, Dallas.
- Maquiavelo (1532). *El Príncipe*. Madrid. Editorial Espasa Calpe.
- Marks y Mirvis (1992), *Reconstrucción después de la fusión: cómo lidiar con*



- la enfermedad de sobrevivientes, *Organizational Dynamics*, vol. 21 No. 2, pp. 18 - 35.
- Marks & Mirvis (1992a). The human side of merger planning: Assessing and analyzing. *People and Strategy*. 15(3), 69–70.
- Marks & Mirvis (2010). *Joining forces: Making one plus one equal three in mergers, acquisitions, and alliances* (2nd ed.). San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Marks y Mirvis (2011). A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions. *Human Resource Management*. Recuperado de [https://www.researchgate.net/publication/264456574\\_A\\_framework\\_for\\_the\\_human\\_resources\\_role\\_in\\_managing\\_culture\\_in\\_mergers\\_and\\_acquisitions](https://www.researchgate.net/publication/264456574_A_framework_for_the_human_resources_role_in_managing_culture_in_mergers_and_acquisitions)
- McCAN y Gilkey (1990). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas – Díaz de Santos*
- McEntire y Bentley (1996), "Cuando los rivales se convierten en socios: la aculturación en una organización recién fusionada ", *International Journal of Organizational Analysis*, vol. 4 No. 2, pp. 154 - 74. Recuperado de <https://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/eb028846>
- Nahavandi y Malekzadeh (1988), "Aculturación en fusiones y adquisiciones ", *Academy of Management Review*, vol. 13 No. 1, pp. 79 - 90. Recuperado de <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1988.4306790>
- Olie & Verwaal (2004). The effects of cultural distance and host country experience on the performance of cross-border acquisitions. *Academy of Management Conference*, New Orleans, LA.
- Ortiz, Ríos y Martínez (2017). *Impacto de las fusiones y adquisiciones empresariales en la cultura organizacional contemporánea*. Colombia: Universidad de Antioquia.
- Palazón (2014). *La teoría del cambio según Kurt Lewin*. Recuperado de <https://amandapalazon.com/la-teoria-del-cambio-segun-kurt-lewin/>
- Peterson (2015). *Análisis del cambio de la cultura organizacional en una fusión: el antes, durante y después*. Colombia: Colegio de Estudios Superiores de Administración.
- Peters & Waterman (1982). *In search of excellence*. New York: Harper and Row.
- Porter (1980). *Competitive strategy*. New York: Free Press.
- Rebner y Yeganeh (2019). *Mindful Fusiones y Adquisiciones*. *Organization Development review*. Recuperado el 14 de abril de 2019 de <http://web.b.ebscohost.com.pbidi.unam.mx:8080/ehost/detail/detail?vid=0&sid=27fd1c5b-b90a-4975-9346-c70ecfcbcb76%40sessionmgr120&bdata=JnNpdGU9ZWwhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#db=bth&AN=134060281>
- Roger (2016). *M&A: The one thing you need to get right*, *Harvard Business Review*, (94), p. 42-48.
- Robbins y Timothy (2009). *Comportamiento Organizacional*, México, Ed. 13°, Pearson Educación.
- Roquet (2009). *Fusiones y adquisiciones: la integración y su impacto cultural*.

- España: Universidad de Barcelona. Recuperado de [http://www.servidor-gestisqs.com/ub/intranet/pdf/tesis\\_alumnos/SusanaRoquet.FusionesyAdquisiciones.pdf](http://www.servidor-gestisqs.com/ub/intranet/pdf/tesis_alumnos/SusanaRoquet.FusionesyAdquisiciones.pdf)
- Ross, Westerfield y Jaffe (2012). Finanzas corporativas. Novena edición, McGraw Hill, pp 875- 908.
- Saavedra (2002). La valuación de empresas. Enfoques teóricos y aplicación de los modelos Black & Scholes, valor económico agregado, y flujo de efectivo disponible en México: 1991-2000. Tesis de Grado de Doctorado en Administración. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Saunders y Thornhill (2003), "La justicia organizacional, la confianza y la gestión del cambio: una exploración", *Revisión del personal*, vol. 32 No. 3, pp. 360 - 375. Recuperado de <https://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/00483480310467660>
- Schneider y Dunbar (1992), "Una lectura psicoanalítica sobre eventos adquisición hostiles", *Academy of Management*, Vol. 17 No. 3, pp. 537 - 59. Recuperado de <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1992.4282002>
- Schreyögg (2005). The role of corporate cultural diversity in integrating mergers and acquisitions. In G. K. Stahl & M. E. Mendenhall (Eds.), *Mergers and acquisitions* (pp. 108–125). Palo Alto, CA: Stanford University Press.
- Schweizer (2006). Organizational integration of acquired biotech companies into pharmaceutical companies: the need for a hybrid approach. *Academy of Management Journal*, Vol. 48, No. 6, pp.1051–1074.
- Shearer , Hames y Runge (2001). ¿Cómo influyen los CEOs en la cultura de la organización a través de las adquisiciones? *Liderazgo y organización Diario de Desarrollo.*, Vol. 22 Edición: 3, pp.105-113. Recuperado de <https://doi-org.pbidi.unam.mx:2443/10.1108/01437730110389256>
- Smircich (1983). Concepts of culture and organizational analysis. *Administrative Science Quarterly*, 28, 339-358.
- Stevenson (1976). Defining corporate strengths and weaknesses. *Sloan Management Review*, 17(3), 51-68.
- Stewart (2009). EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21 (2) 74-86.
- Superintendencia de Industria y Comercio (2019). Informe Integraciones Empresariales, Bogotá, D.C. Recuperado de <http://www.sic.gov.co/las-integraciones-empresariales>
- S&P Capital IQ (2020). M&A Transaction Screening Report.
- Tajfel (1981). *Human groups and social categories*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Tarba, et al. (2017) The Impact of Organizational Culture Differences, Synergy Potential, and Autonomy Granted to the Acquired High-Tech Firms on the M&A Performance. *Group & Organization Management* 2019, Vol. 44(3) 483–520.
- Tichy (1983). *Managing strategic change: Technical, political, and cultural dynamics*. New York: Wiley
- Thomson Reuters (2018). First nine months. *Mergers & Acquisitions Review Legal Advisors*. 1–3. Recuperado de <http://prod-upp-image-read.ft.com/3b08df8e-cf53-11e8-a9f2-7574db66bcd5>

- TTR (2019). Publicaciones de Transactional Track Record. Recuperado de <https://www.ttreord.com/es/publicaciones/>
- Turner (1982). Toward a cognitive redefinition of the social group. In H. Tajfel (Ed.), *Social identity and intergroup relations* (pp. 241–274). Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Very y Schweiger (2001). El proceso de adquisición como un proceso de aprendizaje: evidencia de un estudio de problemas críticos y soluciones en negocios nacionales y transfronterizos. *Journal of World Business*, vol. 36, pp. 11 - 31. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1090951600000523>
- Weber (1996). Ajuste y desempeño de la cultura corporativa en fusiones y adquisiciones', *Human Relations*, vol. 49, pp.1181–1202.
- Weber (2003). Measuring cultural fit in mergers and acquisitions. *Int. J. Business Performance Management*, Vol. 5, No. 1. Rishou Lezion, Israel.
- Weber y Camerer (2003). "Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach", *Management Science*, pp. 400-412.
- Weber y Tarba (2010). Human resource practices and performance of M&A in Israel. *Human Resource Management Review*, Vol. 20, pp. 203-11.
- Weber, Tarba & Reichel (2011). A model of the influence of culture on integration approaches and international mergers and acquisitions performance. *International Studies of Management and Organization*, Vol. 41, No. 3, pp.10–28.
- Weber, Tarba, y Rozen Bachar (2011). Paradoja del desempeño de fusiones y adquisiciones: la mediación de papel de integración enfoque. *Europeo Internacional J. Gestión*, vol. 5, núm. 4, págs. 373–393.
- Weber y Tarba (2012) "Proceso de fusiones y adquisiciones: el uso del análisis de la cultura corporativa", *Gestión intercultural: una revista internacional*, Vol. 19 Número: 3, pp.288-303. Recuperado de <https://doi-org.pbidi.unam.mx:2443/10.1108/13527601211247053>

# Anexos

## Anexo A. Cuestionario

### Integración cultural entre Almacenes Éxito y Carulla Vivero

El presente cuestionario tiene por finalidad recopilar información sobre la similitud de las características culturales de las empresas objeto de estudio. Asimismo, se pretende analizar la percepción que usted tiene frente a la gestión realizada por parte de la dirección al unificar los procesos de ambas empresas. Su ayuda será muy importante para esta investigación, la cual es de carácter académico.

Para asegurar la calidad de la información, se requiere que responda con un alto nivel de apego a la realidad a lo vivido en el proceso de fusión entre Almacenes Éxito y Carulla Vivero. De igual manera, se solicita información personal para la caracterización de la persona que responde el cuestionario. Sin embargo, se garantiza el anonimato si así lo desea. Obligatorio\*

1. Dirección de correo electrónico \*

---

2. Nombre (Opcional)

---

3. Empresa para la que trabajaba antes de la fusión \*

Almacenes Éxito

Carulla Vivero

4. Cargo que ocupa \*

---

5. Lugar del trabajo (municipio / ciudad) \*

---

6. Género \*











29. Los sistemas operativos y recursos tecnológicos usaban Almacenes Éxito y Carulla antes de la fusión eran \*

	1	2	3	4	5	
Muy similares	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Muy diferentes

30. Los procedimientos y registros contables de Almacenes Éxito y Carulla antes de la fusión eran \*

	1	2	3	4	5	
Muy similares	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Muy diferentes

31. En general, ¿cómo considera que fue el proceso de integración de las operaciones de Almacenes Éxito y Carulla? Si hubo diferencias, ¿cómo las gestionaron para continuar con la operación de la empresa?

---

---

---

---

**ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS:** Marque la opción que considera que refleja mejor su percepción. Derivado de la fusión entre Almacenes Éxito y Carulla:

32. ¿La empresa logró ingresar a nuevos mercados? \*

- Si
- No
- Otro: \_\_\_\_\_

33. ¿La empresa logró ofrecer productos nuevos y diferenciados a los clientes?

\*

- Si
- No

Otro: \_\_\_\_\_

34. ¿La empresa amplió su capacidad de respuesta al cliente? \*

Si

No

Otro: \_\_\_\_\_

35. ¿La empresa mejoró su sistema de información tecnológico? \*

Si

No

Otro: \_\_\_\_\_

36. ¿La empresa incrementó el número de proveedores estratégicos? \*

Si

No

Otro: \_\_\_\_\_

37. ¿La empresa amplió su red de distribución y logística? \*

Si

No

Otro: \_\_\_\_\_

38. ¿Qué actividades, recursos, productos y servicios de Carulla hicieron más completa la operación de Almacenes Éxito para cumplir con la promesa de valor al cliente?

---

---

---

---

**EFFECTIVIDAD DE LA INTEGRACIÓN**

39. ¿Cuál de las siguientes áreas o dimensiones organizacionales considera que fueron integradas eficazmente? \*

- Recursos humanos
- Mercadeo y publicidad
- Tecnología y sistemas de información
- Ventas y servicio al cliente
- Investigación y desarrollo
- Contabilidad y finanzas
- Otro: \_\_\_\_\_

40. De acuerdo a las casillas seleccionadas en el punto anterior, ¿cuáles considera que son los factores clave de éxito para que la integración se realizara efectivamente?

---

---

---

---

41. De acuerdo a las casillas NO seleccionadas, ¿qué problemas o inconvenientes impidieron que la integración se lograra favorablemente?

---

---

---

---

42. En general, ¿considera que la integración entre Almacenes Éxito y Carulla fue efectiva? ¿Por qué? \*

---

---

---

---

43. Observaciones y/o comentarios adicionales que desee realizar sobre la fusión entre Almacenes Éxito y Carulla (Opcional)

---

---

---

---

## **Anexo B. Entrevista**

Entrevista aplicada al Vicepresidente de Recursos Humanos de Almacenes Éxito  
Miércoles, 11 de noviembre de 2020, 9:04:49 a. m.

**Dirección de correo electrónico:** felipe.montoya@grupo-exito.com

**Nombre completo:** Juan Felipe Montoya Calle

**Perfil del entrevistado:** Es abogado de la Universidad Pontificia Bolivariana con especialización en Derecho laboral y Seguridad social. Inició su carrera en Almacenes Éxito S.A. en 1996 como Jefe de Personal. Desde entonces ha ocupado diferentes cargos: Subgerente de Operaciones, Jefe de Distrito y desde el año 2006 hasta el 2010, se desempeñó como Director de Recursos Humanos.

**Cargo que ocupa actualmente dentro de la empresa:** Vicepresidente de Recursos Humanos

**Lugar del trabajo (municipio / ciudad):** Envigado

**Pregunta 1.** Antes de que Almacenes Éxito se fusionara con Carulla, ¿se realizó un plan estratégico de integración cultural? ¿Por qué?

Respuesta: Sí, sabíamos que tenían su propia cultura que llamamos el ADN de Carulla y había grandes activos culturales que queríamos proteger.

**Pregunta 2.** ¿La cultura de Almacenes Éxito era similar o muy diferente de la cultura de Carulla? ¿Cuáles eran las principales características de la cultura organizacional de éstas empresas?

Respuesta: En Carulla gran conocimiento del negocio de frescos, una experiencia muy cualitativa para sus clientes, una industria de alimentos clave en su diferenciación, y gerentes de mucha experiencia y alto orgullo por su marca. Para el caso de Éxito, buenos índices de clima laboral y orgullo hacia la organización, un muy buen estilo de liderazgo y experiencia en la operación del país y en procesos de adquisición.

**Pregunta 3.** ¿Se presentó duplicidad de puestos de trabajo? En caso afirmativo, ¿cómo se manejó dicha situación?; ¿hubo despidos y/o reubicación de personal?

Respuesta: Se priorizó el conservar todo el *Know How* de las compañías, no afectar " ADN " ni procesos claves y conservar a los mejores así esto implicara reubicar a algunos de ellos. Dónde hubo redundancias y posibilidades de optimización, también se implementaron.

**Pregunta 4.** ¿Cuál era el ambiente laboral que se vivía en la empresa en ese momento? ¿Se vio perjudicado el desempeño individual y/o general de la empresa?

Respuesta: Éxito históricamente ha tenido altos índices de clima laboral y orgullo y se pudieron hacer sinergias importantes en beneficio de la cultura de Carulla, lo que redundó en buenos resultados del proceso de integración.

**Pregunta 5.** ¿Existieron cambios significativos en las funciones y actividades diarias de los empleados? (nuevas tareas, horarios, software, jefe, beneficios, cultura en general).

Respuesta: Se homologó en lo que fuera posible procesos, tecnología, prácticas de liderazgo y cultura y se tuvo sustitución patronal y se homologaron beneficios.

**Pregunta 6.** ¿Cómo fue el proceso de integración cultural y la gestión del cambio? (Responsabilidad, comunicación, motivación, liderazgo, personal clave).

Respuesta: Se contó con una oficina de integración que lideró el proceso y que tenía como premisa conservar el ADN de las compañías y hacer sinergias.

**Pregunta 7.** En su opinión, ¿la integración cultural fue favorable y permitió el cumplimiento de los objetivos estratégicos? ¿Por qué?

Respuesta: Absolutamente ganadora. Los resultados desde el caso de negocio inicial se han logrado y los aprendizajes conjuntos han sido invaluable.

**Pregunta 8.** ¿Qué sinergias logró obtener la empresa gracias a la integración con Carulla?

Respuesta: Ganar participación de mercado, mejores indicadores financieros, compartir *Know How* en procesos críticos de alimentos y productos frescos, conseguir talento clave, reforzar y mejorar las culturas.

**Pregunta 9.** Desde su perspectiva ¿considera que la integración cultural tuvo un impacto positivo en el desempeño económico de la empresa?

Respuesta: Sí.

**Pregunta 10.** Finalmente, se conoce que la empresa ha estado involucrada en más procesos de fusiones y adquisiciones. En su experiencia, ¿el factor humano es decisivo en la toma de decisiones?

Respuesta: Es lo más relevante y hace la diferencia. se debe conocer lo que se adquiere, identificar sus fortalezas y cultura, conservar y potencializar lo mejor de ellas y sumar. Cada integración nos aporta gente valiosa y suma a la estrategia y cultura organizacional.

## Anexo C. Estados financieros

### Balance general consolidado - Almacenes Éxito (cifras en millones de pesos)

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ACTIVO</b>							
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>							
Disponible	\$ 67.516	\$ 81.600	\$ 126.015	\$ 219.186	\$ 185.031	\$ 396.110	\$ 516.325
Inversiones negociables	\$ 13.096	\$ 50.569	\$ 106.485	\$ 345.404	\$ 221.033	\$ 246.464	\$ 280.733
Deudores	\$ 54.201	\$ 81.051	\$ 94.375	\$ 304.486	\$ 258.180	\$ 230.824	\$ 341.541
Inventarios	\$ 459.954	\$ 463.869	\$ 519.774	\$ 922.540	\$ 948.918	\$ 806.283	\$ 840.909
Diferidos, neto	\$ 21.015	\$ 18.970	\$ 30.507	\$ 75.078	\$ 61.483	\$ 29.560	\$ 41.747
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 615.782</b>	<b>\$ 696.059</b>	<b>\$ 877.156</b>	<b>\$ 1.866.694</b>	<b>\$ 1.674.645</b>	<b>\$ 1.709.241</b>	<b>\$ 2.021.255</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>							
Deudores	\$ 32.782	\$ 32.493	\$ 49.081	\$ 65.018	\$ 58.376	\$ 59.441	\$ 51.745
Inversiones permanentes	\$ 236.912	\$ 226.054	\$ 220.174	\$ 200.063	\$ 179.485	\$ 124.835	\$ 62.702
Propiedad, planta y equipo, neto	\$ 1.265.375	\$ 1.377.829	\$ 1.638.856	\$ 2.022.544	\$ 2.322.813	\$ 2.161.374	\$ 2.149.780
Intangibles, neto	\$ 6.442	\$ 8.139	\$ 5.809	\$ 820.491	\$ 799.038	\$ 1.021.607	\$ 1.004.933
Diferidos, neto	\$ 98.090	\$ 82.432	\$ 91.293	\$ 161.504	\$ 203.609	\$ 211.039	\$ 231.268
Otros activos	\$ 186	\$ 198	\$ 242	\$ 285	\$ 285	\$ 285	\$ 285
Valorizaciones	\$ 530.401	\$ 619.870	\$ 717.556	\$ 1.012.757	\$ 970.105	\$ 1.037.229	\$ 1.118.480
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 2.170.188</b>	<b>\$ 2.347.015</b>	<b>\$ 2.723.011</b>	<b>\$ 4.282.662</b>	<b>\$ 4.533.711</b>	<b>\$ 4.615.810</b>	<b>\$ 4.619.193</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 2.785.970</b>	<b>\$ 3.043.074</b>	<b>\$ 3.600.167</b>	<b>\$ 6.149.356</b>	<b>\$ 6.208.356</b>	<b>\$ 6.325.051</b>	<b>\$ 6.640.448</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS</b>	<b>\$ 1.760.222</b>	<b>\$ 2.105.694</b>	<b>\$ 4.813.915</b>	<b>\$ 5.634.912</b>	<b>\$ 6.271.827</b>	<b>\$ 6.067.093</b>	<b>\$ 4.638.809</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>							
<b>PASIVO CORRIENTE</b>							
Obligaciones financieras	\$ 62.796	\$ 17.699	\$ 171.941	\$ 40.069	\$ 476.527	\$ 231.718	\$ 357.325
Proveedores	\$ 393.120	\$ 413.144	\$ 476.532	\$ 805.604	\$ 904.289	\$ 972.810	\$ 1.089.877
Cuentas por pagar	\$ 85.936	\$ 118.765	\$ 188.024	\$ 255.572	\$ 280.231	\$ 179.137	\$ 273.897
Impuestos, gravámenes y tasas	\$ 21.829	\$ 35.790	\$ 42.336	\$ 71.113	\$ 59.869	\$ 88.118	\$ 61.850
Obligaciones laborales	\$ 34.801	\$ 36.803	\$ 37.714	\$ 52.539	\$ 47.490	\$ 37.094	\$ 50.841
Pasivos estimados y provisiones	\$ 24.826	\$ 25.269	\$ 39.953	\$ 60.437	\$ 50.910	\$ 34.690	\$ 42.522
Papeles comerciales y Bonos	\$ 277.787	\$ 300.000					
Diferidos, neto							
Bonos				\$ 70.000		\$ -	\$ 30.350
Otros pasivos	\$ 2.975	\$ 4.561	\$ 12.523	\$ 13.779	\$ 13.925	\$ 15.397	\$ 18.330
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 904.070</b>	<b>\$ 952.031</b>	<b>\$ 969.023</b>	<b>\$ 1.369.113</b>	<b>\$ 1.833.241</b>	<b>\$ 1.559.192</b>	<b>\$ 1.924.992</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>							
Impuestos, gravámenes y tasas							
Obligaciones financieras	\$ 3.750	\$ 53.365	\$ 254.364	\$ 955.290	\$ 547.507	\$ 283.664	\$ -
Obligaciones laborales	\$ 344	\$ 327	\$ 527	\$ 366	\$ 510	\$ 732	\$ 575
Cuentas por pagar			\$ 16.281				
Pasivo estimado pensiones de jubilacion	\$ 13.064	\$ 11.860	\$ 10.593	\$ 14.207	\$ 13.817	\$ 14.085	\$ 16.844
Bonos			\$ 105.000	\$ 255.000	\$ 255.000	\$ 255.000	\$ 224.650
Diferidos, neto	\$ 19.872	\$ 20.150	\$ 19.731	\$ 46.014	\$ 15.130	\$ 8.355	\$ 15.168
Otros pasivos					\$ 18.689	\$ 41.731	\$ 42.795
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 37.030</b>	<b>\$ 85.702</b>	<b>\$ 406.496</b>	<b>\$ 1.270.877</b>	<b>\$ 850.653</b>	<b>\$ 603.567</b>	<b>\$ 300.032</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$ 941.100</b>	<b>\$ 1.037.733</b>	<b>\$ 1.375.519</b>	<b>\$ 2.639.990</b>	<b>\$ 2.683.894</b>	<b>\$ 2.162.759</b>	<b>\$ 2.225.024</b>
INTERES MINORITARIO		\$ 1.367		\$ 124.105	\$ 135.142	\$ 3.465	\$ 2.576
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS, VER ESTADO ADJUNTO	\$ 1.844.870	\$ 2.003.974	\$ 2.224.648	\$ 3.385.261	\$ 3.389.320	\$ 4.158.827	\$ 4.412.848
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 2.785.970</b>	<b>\$ 3.043.074</b>	<b>\$ 3.600.167</b>	<b>\$ 6.149.356</b>	<b>\$ 6.208.356</b>	<b>\$ 6.325.051</b>	<b>\$ 6.640.448</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS</b>	<b>\$ 1.760.222</b>	<b>\$ 2.105.694</b>	<b>\$ 4.813.915</b>	<b>\$ 5.634.912</b>	<b>\$ 6.271.827</b>	<b>\$ 6.067.093</b>	<b>\$ 4.638.809</b>



## Estado de resultados - Almacenes Éxito (cifras en millones de pesos)

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>							
Ventas	\$ 3.244.098	\$ 3.425.799	\$ 4.124.226	\$ 6.601.260	\$ 6.829.486	\$ 6.644.387	\$ 7.154.028
Otros ingresos operacionales	\$ 90.930	\$ 106.992	\$ 136.089	\$ 214.526	\$ 295.488	\$ 37.516	\$ 356.051
<b>TOTAL INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>\$ 3.335.028</b>	<b>\$ 3.532.791</b>	<b>\$ 4.260.315</b>	<b>\$ 6.815.786</b>	<b>\$ 7.124.974</b>	<b>\$ 6.981.903</b>	<b>\$ 7.510.079</b>
<b>COSTO DE VENTAS</b>							
	-\$ 2.530.592	-\$ 2.663.715	-\$ 3.216.996	-\$ 5.158.086	-\$ 5.361.157	-\$ 5.243.066	-\$ 5.646.083
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 804.436</b>	<b>\$ 869.076</b>	<b>\$ 1.043.319</b>	<b>\$ 1.657.700</b>	<b>\$ 1.763.817</b>	<b>\$ 1.738.837</b>	<b>\$ 1.863.996</b>
<b>GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS</b>							
Salarios y prestaciones sociales	-\$ 270.106	-\$ 282.020	-\$ 309.553	-\$ 462.653	-\$ 473.790	-\$ 467.067	-\$ 548.367
otros gastos operacionales de administracion y ventas	-\$ 286.878	-\$ 318.333	-\$ 406.928	-\$ 668.129	-\$ 746.829	-\$ 733.284	-\$ 705.233
Depreciaciones y amortizaciones	-\$ 137.987	-\$ 147.166	-\$ 158.407	-\$ 261.795	-\$ 277.312	-\$ 283.608	-\$ 291.932
<b>TOTAL GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS</b>	<b>-\$ 694.971</b>	<b>-\$ 747.519</b>	<b>-\$ 874.888</b>	<b>-\$ 1.392.577</b>	<b>-\$ 1.497.931</b>	<b>-\$ 1.483.959</b>	<b>-\$ 1.545.532</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>\$ 109.465</b>	<b>\$ 121.557</b>	<b>\$ 168.431</b>	<b>\$ 265.123</b>	<b>\$ 265.886</b>	<b>\$ 254.878</b>	<b>\$ 318.464</b>
<b>INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES</b>							
Ingresos financieros	\$ 9.931	\$ 12.431	\$ 46.465	\$ 157.646	\$ 64.142	\$ 49.303	\$ 83.204
ingresos por dividendos y participaciones	\$ 232	\$ 31	\$ 24	\$ 27	\$ 29	\$ -	\$ 473
Gastos financieros	-\$ 39.754	-\$ 33.690	-\$ 72.407	-\$ 218.148	-\$ 182.984	-\$ 161.776	-\$ 124.913
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	-\$ 18.629	-\$ 19.955	-\$ 21.589	-\$ 15.590	\$ 31.282	\$ 51.889	\$ 9.575
Gasto método de participacion	-\$ 439		\$ 724				
<b>TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES, NETO</b>	<b>-\$ 48.659</b>	<b>-\$ 41.183</b>	<b>-\$ 46.783</b>	<b>-\$ 76.065</b>	<b>-\$ 87.531</b>	<b>-\$ 60.584</b>	<b>-\$ 31.661</b>
<b>CORRECCION MONETARIA</b>	<b>\$ 36.556</b>	<b>\$ 31.274</b>	<b>\$ 29.535</b>				
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERESES MINORITARIOS</b>		<b>\$ 111.648</b>		<b>\$ 189.058</b>	<b>\$ 178.355</b>	<b>\$ 194.294</b>	<b>\$ 286.803</b>
<b>PARTICIPACION DE INTERESES MINORITARIOS</b>		-\$ 50		-\$ 4.270	-\$ 5.333	-\$ 182	-\$ 81
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 97.362</b>	<b>\$ 111.598</b>	<b>\$ 151.183</b>	<b>\$ 184.788</b>	<b>\$ 173.022</b>	<b>\$ 194.112</b>	<b>\$ 286.722</b>
<b>IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS</b>							
Corriente	-\$ 31.916	-\$ 40.815	-\$ 44.282	-\$ 42.178	-\$ 41.455	-\$ 61.445	-\$ 48.780
Diferido	-\$ 2.385	-\$ 2.935	\$ 16.275	-\$ 11.618	\$ 21.755	\$ 14.635	\$ 16.892
<b>TOTAL DE IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS</b>	<b>-\$ 34.301</b>	<b>-\$ 43.750</b>	<b>-\$ 28.007</b>	<b>-\$ 53.796</b>	<b>-\$ 19.700</b>	<b>-\$ 46.810</b>	<b>-\$ 31.888</b>
<b>IMPUESTO DE RENTA PARA LA EQUIDAD CREE</b>							
Corriente							
Diferido							
<b>TOTAL DE IMPUESTO DE RENTA PARA LA EQUIDAD CREE</b>							
<b>TOTAL IMPUESTO DE RENTA</b>							
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$ 63.061</b>	<b>\$ 67.848</b>	<b>\$ 123.176</b>	<b>\$ 130.992</b>	<b>\$ 153.322</b>	<b>\$ 147.302</b>	<b>\$ 254.834</b>
<b>UTILIDAD NETA POR ACCION</b>	<b>304.61*</b>	<b>324.63*</b>	<b>589.37*</b>	<b>521.87*</b>	<b>540.58*</b>	<b>442.12</b>	<b>764.50</b>
	\$ 304,6	\$ 324,6	\$ 589,4	\$ 521,9	\$ 540,6	\$ 42,1	\$ 764,5
(*) Expresado en pesos colombianos.							

## Estado de flujo de efectivo - Almacenes Éxito (cifras en millones de pesos)

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>EFFECTIVO RECIBIDO POR VENTA DE BIENES, SERVICIOS Y OTROS:</b>							
Bienes, servicios y otros	\$ 3.711.209	\$ 3.963.928	\$ 4.768.704	\$ 7.606.360	\$ 7.892.103	\$ 7.853.384	\$ 8.423.829
Pagado a proveedores	-\$ 2.805.196	-\$ 2.922.952	-\$ 3.588.251	-\$ 5.769.119	-\$ 5.837.777	-\$ 5.619.423	-\$ 6.240.543
Pagado por sueldos, salarios y prestaciones sociales	-\$ 266.617	-\$ 281.727	-\$ 307.913	-\$ 489.504	-\$ 489.152	-\$ 478.932	-\$ 532.310
Pagado por gastos de producción				\$ 11.654	-\$ 13.636	\$ -	\$ -
Pagado por gastos de administración	-\$ 51.466	-\$ 35.418	-\$ 39.728	-\$ 59.492	-\$ 64.839	-\$ 80.365	-\$ 71.253
Pagado por gastos de ventas	-\$ 247.231	-\$ 303.624	-\$ 370.258	-\$ 623.307	-\$ 730.956	-\$ 804.550	-\$ 661.809
Pagado por impuesto a las ventas	-\$ 86.861	-\$ 89.776	-\$ 91.566	-\$ 140.339	-\$ 142.068	-\$ 145.505	-\$ 156.207
Pagado por impuesto de renta	-\$ 35.346	-\$ 31.704	-\$ 42.568	-\$ 79.426	-\$ 92.554	-\$ 94.542	-\$ 117.957
<b>Subtotal efectivo generado por la operación</b>	<b>\$ 218.492</b>	<b>\$ 298.727</b>	<b>\$ 328.420</b>	<b>\$ 433.519</b>	<b>\$ 521.121</b>	<b>\$ 630.067</b>	<b>\$ 643.750</b>
Adquisición de propiedades, planta y equipo, neto	-\$ 120.032	-\$ 162.035	-\$ 322.255	-\$ 253.339	-\$ 470.526	-\$ 151.182	-\$ 194.466
Adquisición de cargos diferidos	-\$ 14.104	-\$ 14.612	-\$ 28.346	-\$ 59.682	-\$ 76.599	-\$ 14.141	-\$ 60.293
Ingreso por venta de propiedades, planta y equipo, neto	\$ 10.921	\$ 5.454	\$ 95.276	\$ 71.964	\$ 104.101	\$ 217.312	\$ 21.030
Adquisición de inversiones		-\$ 5.030	-\$ 20.000	-\$ 398.039	-\$ 10.545	-\$ 140.076	-\$ 5.200
Adquisición de intangibles			-\$ 329	-\$ 694.957	-\$ 8.039	-\$ 314.158	-\$ 12.114
Ingreso por venta de intangibles			-\$ 329	-\$ 694.957	\$ -	\$ 7.717	\$ 14.845
Ingreso por venta de diferidos largo plazo							
<b>Subtotal efectivo generado usado en bienes de capital</b>	<b>-\$ 123.215</b>	<b>-\$ 176.223</b>	<b>-\$ 275.983</b>	<b>-\$ 2.029.010</b>	<b>-\$ 461.608</b>	<b>-\$ 394.528</b>	<b>-\$ 236.198</b>
Redención de inversión negociables	\$ 5.969	-\$ 37.324	-\$ 51.043	-\$ 212.816	\$ 145.260	-\$ 25.431	-\$ 34.269
Ingreso por venta de inversiones	\$ 14.643	\$ 787	\$ 1.643	\$ 1.834	\$ 1.906	\$ 47.797	\$ 34.228
Intereses y corrección monetaria recibidos	\$ 9.931	\$ 12.243	\$ 19.253	\$ 113.276	\$ 63.662	\$ 46.360	\$ 81.271
Dividendos y participaciones recibidas	\$ 232	\$ 31	\$ 24	\$ 27	\$ 29	\$ -	\$ 473
Anticipos Utilidades fideicomisos							
<b>Subtotal efectivo neto generado por otras inversiones</b>	<b>\$ 30.775</b>	<b>-\$ 24.263</b>	<b>-\$ 30.123</b>	<b>-\$ 97.679</b>	<b>\$ 210.857</b>	<b>\$ 68.726</b>	<b>\$ 81.703</b>
<b>Total efectivo neto usado en actividades de inversión</b>	<b>-\$ 92.440</b>	<b>-\$ 200.486</b>	<b>-\$ 306.106</b>	<b>-\$ 2.126.689</b>	<b>-\$ 250.751</b>	<b>-\$ 325.802</b>	<b>-\$ 154.495</b>
Préstamos recibidos	\$ 735.439	\$ 356.353	\$ 898.608	\$ 2.437.907	\$ 580.887	\$ 7.357	\$ 70.430
Pago de cuotas de capital y préstamos	-\$ 845.512	-\$ 351.834	-\$ 527.654	-\$ 1.989.824	-\$ 543.469	-\$ 552.773	-\$ 206.104
Dividendos decretados y pagados, neto	-\$ 40.779	-\$ 56.229	-\$ 62.764	-\$ 94.596	-\$ 56.287	-\$ 36.565	-\$ 65.862
Emisión de acciones				\$ 989.923	\$ -	\$ 650.475	\$ 1.377
Readquisición de acciones			-\$ 734	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Colocación de papeles comerciales	\$ 94.715	\$ 22.213	-\$ 195.000	\$ -	-\$ 70.000	\$ -	\$ -
Intereses pagados por préstamos y bonos	-\$ 37.863	-\$ 29.007	-\$ 50.947	-\$ 178.012	-\$ 179.091	-\$ 164.635	-\$ 128.109
Cancelación de bonos y papeles comerciales							\$ -
<b>Subtotal efectivo neto usado por actividades de financiación</b>	<b>-\$ 94.000</b>	<b>-\$ 58.504</b>	<b>\$ 61.509</b>	<b>\$ 1.165.398</b>	<b>-\$ 267.960</b>	<b>-\$ 96.141</b>	<b>-\$ 328.268</b>
Ingresos de efectivo por otros conceptos	\$ 6.093	\$ 2.518	\$ 4.424	\$ 23.061	\$ 81.771	\$ 84.600	\$ 64.277
Ingreso de efectivo de la filial adquirida Carulla Vivero				\$ 40.844	\$ -	\$ -	\$ -
Salida de efectivo por pago de impuestos para preservar la seguridad democr	-\$ 4.170	-\$ 4.644	-\$ 4.829	-\$ 10.041	-\$ 39.152	-\$ 26.101	-\$ 26.101
Salida de efectivo por préstamo a la filial Carulla Vivero				-\$ 66.020	\$ -	\$ -	\$ -
Salida de efectivo por otros conceptos	-\$ 22.527	-\$ 24.687	-\$ 38.480	-\$ 62.160	-\$ 79.184	-\$ 55.544	-\$ 78.948
Ingresos de efectivo de la filial Gemex O&W							
Ingreso de efectivo filial Spice Investments Mercosur							\$ -
Efecto conversión ctas oper. filial Spice Investments Mercosur							\$ -
<b>Subtotal efectivo neto usado por otros conceptos</b>	<b>-\$ 20.604</b>	<b>-\$ 26.813</b>	<b>-\$ 38.885</b>	<b>-\$ 74.316</b>	<b>-\$ 36.565</b>	<b>\$ 2.955</b>	<b>-\$ 40.772</b>
<b>Total disminución neta de efectivo</b>	<b>\$ 11.448</b>	<b>\$ 12.924</b>	<b>\$ 44.938</b>	<b>-\$ 602.088</b>	<b>-\$ 34.155</b>	<b>\$ 211.079</b>	<b>\$ 120.215</b>
<b>Saldo inicial de efectivo</b>	<b>\$ 56.068</b>	<b>\$ 68.676</b>	<b>\$ 80.748</b>	<b>\$ 126.317</b>	<b>\$ 219.186</b>	<b>\$ 185.031</b>	<b>\$ 396.110</b>
<b>Saldo final de efectivo</b>	<b>\$ 67.516</b>	<b>\$ 81.600</b>	<b>\$ 126.015</b>	<b>\$ 219.186</b>	<b>\$ 185.031</b>	<b>\$ 396.110</b>	<b>\$ 516.325</b>

Balance general consolidado – Carulla (cifras en millones de pesos)

<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>ACTIVOS</b>		
Disponible	\$ 59.862	\$ 81.491
Inversiones temporales	\$ 1.024	\$ 8.266
Duudores	\$ 52.695	\$ 89.856
-provisión deudores	\$ -	\$ -
Inventario	\$ 249.246	\$ 281.595
Diferidos CP	\$ -	\$ -
Intangibles	\$ -	\$ -
Otros activos	\$ 3.862	\$ 42.233
<b>Total activo corriente</b>	<b>\$ 366.689</b>	<b>\$ 503.441</b>
Inversiones a LP	\$ 3.724	\$ 5.695
Deudores a LP	\$ -	\$ -
Propiedad planta y equipo	\$ 467.291	\$ 471.101
-Depreciación acumulada	\$ -	\$ -
Intagibles	\$ 39.048	\$ 37.739
Diferidos a LP	\$ 115.168	\$ 116.533
Otros activos	\$ -	\$ -
Total valorizaciones	\$ 72.019	\$ 158.302
<b>Total activo a largo plazo</b>	<b>\$ 697.250</b>	<b>\$ 789.370</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 1.063.939</b>	<b>\$ 1.292.811</b>
<b>PASIVOS</b>		
Obligaciones financieras CP	\$ 59.613	\$ 128.518
Proveedores	\$ 285.387	\$ 285.389
Cuentas por pagar	\$ 61.088	\$ 93.868
Impuestos gravámenes	\$ 11.152	\$ 17.604
Obligaciones laborales	\$ 15.194	\$ 24.112
Pasivos estimados	\$ 3.092	\$ 4.996
Pasivos diferidos CP	\$ 2.348	\$ 2.516
Otros pasivos	\$ 9.042	\$ 5.111
Bonos papeles comerciales	\$ -	\$ -
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>\$ 446.916</b>	<b>\$ 562.114</b>
Obligaciones financieras LP	\$ -	\$ -
Proveedores	\$ -	\$ -
Cuentas por pagar LP	\$ 3.920	\$ 3.920
Obligaciones laborales	\$ -	\$ -
Pasivos estimados y provisiones	\$ 3.368	\$ 4.175
Pasivos diferidos LP	\$ 979	\$ 696
Otros pasivos	\$ -	\$ -
Bonos papeles comerciales	\$ 220.000	\$ 220.000
Impuestos	\$ -	\$ -
<b>Total pasivo de largo plazo</b>	<b>\$ 228.267</b>	<b>\$ 228.791</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$ 675.183</b>	<b>\$ 790.905</b>
Capital social	\$ 3.558	\$ 3.558
Superavit de capital	\$ 107.442	\$ 107.442
Reservas	\$ 10.352	\$ 18.264
Reservas estatutarias	\$ -	\$ -
Reservas ocasionales	\$ -	\$ -
Revalorización del patrimonio	\$ 171.341	\$ 185.325
Dividendos decretados en acciones	\$ -	\$ -
Resultados del ejercicio	\$ 24.043	\$ 29.018
Resultados de ejercicios anteriores	\$ -	\$ -
Superavit por valorizaciones	\$ 72.019	\$ 158.302
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$ 388.755</b>	<b>\$ 501.909</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$ 1.063.938</b>	<b>\$ 1.292.814</b>

Estado de resultados consolidado – Carulla (cifras en millones de pesos)

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Ingresos operacionales	\$ 2.094.724	\$ 2.284.056
Costos de ventas	\$ 1.614.355	\$ 1.747.515
<b>Utilidad bruta</b>	<b>\$ 480.369</b>	<b>\$ 536.541</b>
Gastos operacionales	\$ 429.742	\$ 469.189
Administración	\$ 38.193	\$ 45.462
Ventas	\$ 391.549	\$ 423.727
<b>Utilidad operacional</b>	<b>\$ 50.627</b>	<b>\$ 67.352</b>
Ingresos (gastos) no operacionales		
Ingresos no operacionales	\$ 2.750	\$ 10.070
Ingresos financieros	\$ 1.730	\$ 2.113
Gastos no operacionales	-\$ 9.397	-\$ 21.873
Gastos financieros	-\$ 33.663	-\$ 35.895
Corrección monetaria	\$ 25.833	\$ 23.607
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>\$ 37.880</b>	<b>\$ 45.374</b>
Impuesto	\$ 13.837	\$ 16.356
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 24.043</b>	<b>\$ 29.018</b>
<b>Utilidad neta por acción UPA</b>	<b>\$ 694,56</b>	<b>\$ 838,28</b>

Estado de flujo de efectivo – Carulla (cifras en millones de pesos)

<b>ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>
<b>Utilidad neta del ejercicio</b>	<b>\$ 24.043</b>	<b>\$ 29.018</b>
Depreciación	\$ 52.541	\$ 54.100
Amortización	\$ 37.714	\$ 41.405
Corrección monetaria	-\$ 25.833	-\$ 23.607
Costo de ajustes por inflación inventarios	\$ 10.584	\$ 10.254
Impuesto diferido	-\$ 221	-\$ 3.500
Método de participación	-\$ 1	\$ 2
Utilidad en venta de activos fijos	-\$ 82	-\$ 3.813
Provisión para indemnizaciones	\$ -	\$ 4.569
Provisión de inversiones	\$ 306	\$ 134
Diferencias en cambios proveedores	\$ -	\$ 135
Diferencias en cambios inversiones	\$ 102	\$ 47
Provisión de deudores	\$ 1.095	\$ 403
Recuperación de provisión de deudores	-\$ 368	\$ -
Pensiones de jubilación	\$ 35	\$ 49
Provisión de inventarios	\$ 333	\$ 2.014
	<b>\$ 100.248</b>	<b>\$ 112.010</b>
Cambios netos en activos y pasivos	-\$ 35.195	-\$ 101.525
Deudores	\$ 65.373	-\$ 37.564
Inventarios	-\$ 22.320	-\$ 34.120
Diferidos	-\$ 54.809	-\$ 27.355
Intangibles	-\$ 210	-\$ 5.660
Otros activos	-\$ 2.356	-\$ 38.172
Proveedores	\$ 8.402	-\$ 133
Cuentas por pagar	-\$ 30.375	\$ 32.480
Impuestos gravámenes y tasas	\$ 1.457	\$ 6.452
Obligaciones laborales	\$ 2.283	\$ 4.349
Pasivos estados y provisiones	-\$ 3.146	\$ 1.861
Pasivos diferidos	\$ 178	\$ 168
Otros pasivos	\$ 328	-\$ 3.831
<b>Fondos netos provistos por actividades de operación</b>	<b>\$ 65.053</b>	<b>\$ 10.485</b>
Adquisiciones de propiedades planta y equipo	-\$ 63.234	-\$ 56.847
Venta de terrenos	\$ -	\$ 24.560
Adquisición (venta) de inversiones permanentes	\$ 1.216	-\$ 2.101
<b>Fondos netos usados en actividades de inversión</b>	<b>-\$ 62.018</b>	<b>-\$ 34.388</b>
Pagos de obligaciones financieras	-\$ 682.326	-\$ 1.520.785
Aumento de obligaciones financieras	\$ 542.660	\$ 1.589.690
Emisión de bonos	\$ 150.000	\$ -
Dividendos pagados	-\$ 20.771	-\$ 16.131
<b>Fondos netos provistos (usados) en actividades de financiación</b>	<b>-\$ 10.437</b>	<b>\$ 52.774</b>
<b>CAMBIOS NETOS EN EL EFECTIVO</b>	<b>-\$ 7.397</b>	<b>\$ 28.821</b>
<b>DISPONIBLE Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO AL INICIO</b>	<b>\$ 68.283</b>	<b>\$ 60.836</b>
<b>DISPONIBLE Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO AL FINAL</b>	<b>\$ 60.886</b>	<b>\$ 89.657</b>

## Anexo D. Información para el cálculo de la tasa libre de riesgo

### Datos del rendimiento del Bono Colombia a 10 años

Periodo	Bono Colombia a 10 años (%)
ene-05	12,08
feb-05	11,83
mar-05	12,40
abr-05	11,99
may-05	11,69
jun-05	10,96
jul-05	10,29
ago-05	10,05
sep-05	8,29
oct-05	9,07
nov-05	8,83
dic-05	8,67
ene-06	7,95
feb-06	7,03
mar-06	7,76
abr-06	8,92
may-06	10,15
jun-06	10,80
jul-06	9,94
ago-06	9,38
sep-06	9,68
oct-06	9,30
nov-06	9,36
dic-06	9,01
ene-07	9,34
feb-07	9,80
mar-07	9,10
abr-07	10,23
may-07	9,88
jun-07	9,92
jul-07	9,92
ago-07	10,54
sep-07	10,18
oct-07	10,15
nov-07	10,11
dic-07	10,30

Periodo	Bono Colombia a 10 años (%)
ene-08	11,09
feb-08	11,57
mar-08	11,60
abr-08	10,96
may-08	11,60
jun-08	12,72
jul-08	12,56
ago-08	11,38
sep-08	12,06
oct-08	13,21
nov-08	12,93
dic-08	10,63
ene-09	9,69
feb-09	9,52
mar-09	9,69
abr-09	8,94
may-09	8,89
jun-09	9,23
jul-09	8,87
ago-09	9,46
sep-09	8,91
oct-09	8,40
nov-09	7,91
dic-09	8,50
ene-10	8,77
feb-10	9,04
mar-10	8,78
abr-10	8,05
may-10	8,01
jun-10	7,75
jul-10	7,42
ago-10	7,10
sep-10	7,27
oct-10	7,00
nov-10	7,59
dic-10	7,68

Periodo	Bono Colombia a 10 años (promedio anual)
2005	10,51%
2006	9,11%
2007	9,96%
2008	11,86%
2009	9,00%
2010	7,87%

## Anexo E. Información para el cálculo del coeficiente beta

Inicialmente se consideró el precio de la acción de Almacenes Éxito y el IPC (Colombia); sin embargo, éste último es reportado por el DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística) de manera mensual, es decir, no hay reportes diarios de dicho índice. Al efectuar los cálculos correspondientes con los datos mensuales, tanto de la acción como del IPC, se obtuvieron coeficientes beta positivos y negativos. Por lo tanto, no fue posible considerar dicha información dada su alta inestabilidad.

### Datos utilizados inicialmente

Periodo	Rendimientos										
	PA Éxito	IPC									
dic-04			jul-06	0,045	0,004	mar-08	-0,018	0,008	nov-09	0,202	-0,001
ene-05	0,118	0,008	ago-06	0,150	0,004	abr-08	-0,032	0,007	dic-09	0,044	0,001
feb-05	-0,019	0,010	sep-06	-0,041	0,003	may-08	0,007	0,009	ene-10	-0,051	0,007
mar-05	-0,020	0,008	oct-06	0,142	-0,001	jun-08	-0,088	0,009	feb-10	-0,038	0,008
abr-05	0,000	0,004	nov-06	0,055	0,002	jul-08	-0,134	0,005	mar-10	-0,024	0,003
may-05	0,052	0,004	dic-06	0,120	0,002	ago-08	0,064	0,002	abr-10	0,017	0,005
jun-05	0,141	0,004	ene-07	-0,100	0,008	sep-08	-0,063	-0,002	may-10	0,012	0,001
jul-05	0,043	0,000	feb-07	0,007	0,012	oct-08	-0,252	0,003	jun-10	0,006	0,001
ago-05	0,008	0,000	mar-07	0,331	0,012	nov-08	0,000	0,003	jul-10	0,116	0,000
sep-05	0,046	0,004	abr-07	-0,122	0,009	dic-08	0,239	0,004	ago-10	0,121	0,001
oct-05	0,030	0,002	may-07	-0,130	0,003	ene-09	-0,026	0,006	sep-10	-0,005	-0,001
nov-05	0,132	0,001	jun-07	-0,021	0,001	feb-09	-0,040	0,008	oct-10	0,072	-0,001
dic-05	-0,012	0,001	jul-07	0,111	0,002	mar-09	0,145	0,005	nov-10	-0,008	0,002
ene-06	0,327	0,005	ago-07	-0,032	-0,001	abr-09	0,029	0,003	dic-10	-0,018	0,006
feb-06	0,000	0,007	sep-07	-0,011	0,001	may-09	0,116	0,000			
mar-06	0,085	0,007	oct-07	0,025	0,000	jun-09	0,128	-0,001			
abr-06	0,046	0,004	nov-07	0,037	0,005	jul-09	0,138	0,000			
may-06	-0,110	0,003	dic-07	0,077	0,005	ago-09	0,025	0,000			
jun-06	0,004	0,003	ene-08	-0,146	0,011	sep-09	-0,045	-0,001			
			feb-08	-0,004	0,015	oct-09	-0,010	-0,001			

### Resultado: coeficiente beta con los datos mensuales del precio de la acción y el IPC

2005	2006	2007	2008	2009	2010
-0,94	1,13	5,54	-0,37	-5,47	-7,00

En consecuencia, para el cálculo del coeficiente de riesgo beta, se consideró oportuna la **información histórica diaria tanto del precio de la acción Almacenes Éxito como el índice general de la bolsa de valores de Colombia**

**(IGBC) como referente del mercado;** ya que pondera las acciones más líquidas y de mayor capitalización que se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia. Los datos fueron obtenidos de la Bolsa de Valores de Colombia publicados en el portal de BVC y Grupo Aval respectivamente. A continuación, se presenta los resultados obtenidos:

<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
0,66	0,90	0,99	0,83	0,72	0,82

No se presenta la información a detalle del precio de la acción y del IGBC (registros diarios del periodo comprendido entre 2005 – 2010) dada su extensión.



## **Anexo F. Rendimiento del mercado – Comercio minorista**

Datos del rendimiento anual de las ventas totales a nivel nacional del comercio minorista en Colombia

<b>Periodo</b>	<b>Variación % de las ventas totales</b>
2005	8,3%
2006	8,2%
2007	8,8%
2008	9,5%
2009	5,3%
2010	8,4%

Fuente: DANE