

COSTO DE LA DEUDA (Kd)

Endeudarse en el futuro será más caro, eso dicen las apuestas

- La historia reciente y las apuestas de los participantes del mercado de deuda corporativa nos hacen pensar que el bajo nivel de tasas de interés al que se endeudan los empresarios puede ser temporal
- Una teoría conocida como "expectativas puras" nos permite ver a qué le apuestan los participantes del mercado sin tener que preguntarles
- Las compañías colombianas han estado atentas a las tasas bajas, con un año 2019 récord en cuanto a emisiones

Señor empresario, si usted está pensando aumentar o refinanciar la deuda de largo plazo de su empresa y su criterio es el nivel de tasas de interés, hoy es uno de los mejores momentos en la historia reciente para hacerlo y las razones son las siguientes:

- Las tasas de interés a las que se puede endeudar el sector corporativo se encuentran en mínimos de los últimos 4 años.
- Las apuestas de los participantes del mercado son consistentes con aumentos futuros de las tasas de interés. Ellos creen que las tasas van a subir.

A pesar de que han pasado 10 meses desde nuestro [primer informe del costo de la deuda empresarial](#), seguimos pensando que es un buen momento para refinanciar las deudas y no hay razones de peso para pensar que postergar la decisión sea la mejor opción. En esta ocasión, más allá de usar argumentos económicos que nos guíen sobre el futuro de las tasas de interés, estudiamos la estructura de apuestas de los inversionistas en el mercado de deuda corporativa y encontramos que ellos esperan aumentos en las tasas de financiamiento corporativo.

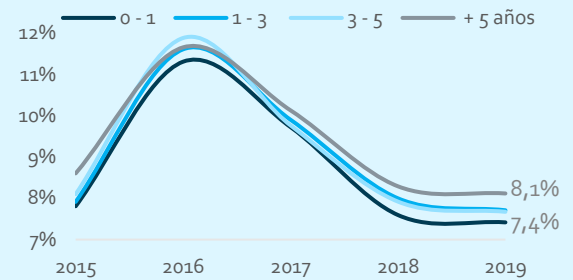
Antes de aprovechar las tasas bajas para aumentar su endeudamiento o cambiar la estructura de capital de su compañía recuerde que existen más variables a considerar. En particular, las condiciones específicas de riesgo de cada negocio pueden resultar en diagnósticos diferentes. Por eso lo invitamos a que se comunique con la Banca de Inversión de Corficolombiana, en donde analistas experimentados incorporan los detalles de cada compañía en sus modelos con el fin de determinar si realmente es necesario refinanciar o modificar su estructura de capital.

Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe

7,0% – 8,0%

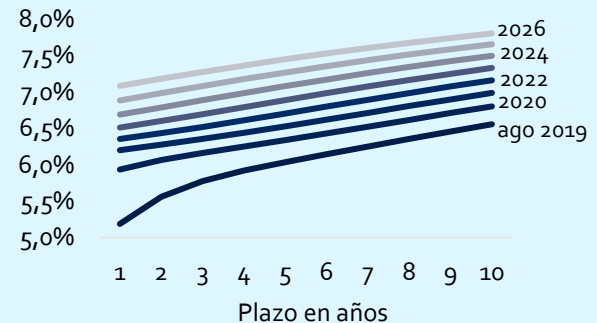
Rango de tasas para deuda empresarial a largo plazo

Tasas de interés promedio de los créditos comerciales en tasa fija



Fuente: Banco de la República. Tasas efectivas anuales. Junio 2019

Las apuestas de tasas de interés: al alza



Curva Forward construida con la cero cupón para títulos de deuda corporativa indexados a tasa fija. Tasas efectivas anuales. Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana con corte a julio de 2019

Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

Sergio Consuegra
 Analista de Inteligencia Empresarial
 (+57-1) 3538787 Ext. 6197
sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa
 Analista de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6191
daniel.espinosa@corficolombiana.com

Rafael España Amador
 Director de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

José Ignacio López, PhD
 Director Ejecutivo Investigaciones Económicas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6165
jose.lopez@corficolombiana.com

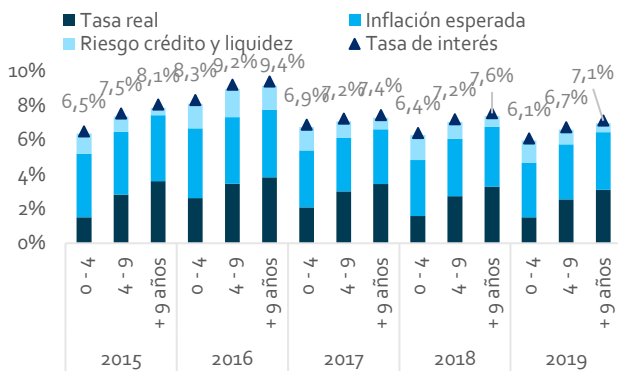
Tabla 1. Componentes de la tasa de interés de los títulos corporativos en tasa fija (promedio enero-julio de 2019)

Componente	Plazo	0 – 4 años	4 – 9 años	+ 9 años
Tasa real (A)		1,51%	2,56%	3,12%
Inflación esperada (B)		3,18%	3,19%	3,34%
Riesgo crédito y liquidez (C)		1,28%	0,85%	0,53%
Tasa total (D)		6,09%	6,74%	7,12%

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Tasas efectivas anuales.

$$D=(1+A) \times (1+B) \times (1+C)-1$$

Gráfica 1: Componentes que han explicado la tasa de interés de los títulos corporativos en tasa fija por plazo*



*Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del sector real del mercado secundario
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana.

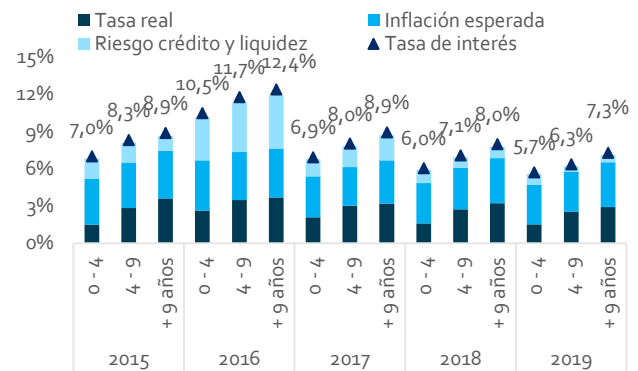
Tabla 3. Eventos importantes que inciden sobre la tasa de interés para el sector corporativo

- Reunión de los miembros del banco central de Estados Unidos (FED) para decidir sobre la tasa de interés
- Reunión de los miembros del banco central de Colombia (BanRep) para decidir sobre la tasa de interés
- Publicación del dato de inflación en Estados Unidos y Colombia
- Noticias que afecten la volatilidad en los mercados emergentes
- Comportamiento de la tasa de cambio del país

Tabla 2. Variables con efecto sobre los componentes de la tasa de interés de los títulos corporativos

Componente	Variables con efecto sobre los componentes
Tasa real	- Expectativas de crecimiento de largo plazo de la economía
Inflación esperada	- Presiones sobre la oferta y demanda de los bienes y servicios que afecten el precio y la disponibilidad (ej. Eventos naturales) - Comportamiento de la tasa de cambio
Riesgo crédito y liquidez	- Comportamiento de la economía local - Salud de las entidades financieras - Capacidad de pago y evaluación de riesgo de las compañías

Gráfica 2: Componentes que han explicado la tasa de interés de los títulos corporativos en IPC por plazo*



*Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del sector real del mercado secundario
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana.

Tabla 4. Guía Rápida Finanzas Corporativas

Este documento se publicará previo a una guía rápida que plantea los 3 requisitos necesarios para endeudarse en un mercado de tasas bajas. Los requisitos son los siguientes:

1. La estructura de capital de su empresa requiere apalancamiento
2. Incrementar la deuda de su empresa no viola ningún covenant ni aumenta sustancialmente el riesgo financiero para los accionistas
3. El negocio o empresa opera en un entorno macroeconómico favorable con buen pronóstico de crecimiento

Endeudarse en el futuro será más caro, eso dicen las apuestas

Consideramos que 2019 sigue siendo un buen año para que las compañías colombianas refinancien sus deudas de largo plazo. Hoy las tasas de interés de largo plazo para el sector corporativo siguen en niveles atractivos, tanto para los créditos comerciales como para los títulos de deuda del mercado de valores local. De igual manera, la curva forward de deuda corporativa, revela que los agentes del mercado no esperan que las tasas de interés permanezcan bajas durante mucho tiempo.

En nuestro [informe sobre del costo de la deuda empresarial](#), publicado el 23 de octubre del 2018, mencionamos que las tasas de interés para deuda corporativa se encontraban en los niveles más bajos de los últimos 3 años (2016-2018) y que los empresarios debían considerar “refinanciar los pasivos de su empresa ya mismo”. En ese momento afirmamos que endeudarse a largo plazo –con créditos con vencimiento de más de 9 años– a tasas de interés entre 7.5% y 8.5% E.A. era razonable para empresas con buena calidad crediticia y que eran pocos los beneficios de postergar la decisión. Sin embargo, nuestra expectativa sobre aumentos en las tasas del sector corporativo no se ha materializado aún. Al contrario, *todavía es posible que el sector corporativo se endeude a tasas de largo plazo entre 7% y 8%* ¿Por qué nuestro escenario no se ha materializado? Vemos dos razones fundamentales:

- En primer lugar, la prima (*o margen*) de riesgo de crédito de los títulos de deuda corporativa local permanece en mínimos y los títulos corporativos de largo plazo cada vez se parecen más a un título del gobierno (TES) (ver gráfica 1 y 2). No consideramos prudente pensar que el riesgo de crédito de las empresas es igual o equivalente al riesgo de los títulos emitidos por el gobierno colombiano y una corrección se puede dar en cualquier momento.
- La segunda razón, es que la volatilidad que se observó el año pasado en mercados emergentes (Argentina y Turquía) no se transmitió de lleno al mercado crediticio. En particular el riesgo de default de Colombia es menor hoy que en octubre de 2018, a pesar de la coyuntura y la volatilidad reciente del peso colombiano.

Hoy las tasas de interés se encuentran en niveles atractivos. Los agentes del mercado estiman que pueden subir en cualquier momento

Con el objetivo de eliminar sesgos subjetivos que pueden existir en nuestra expectativa, decidimos analizar lo que dicen las apuestas de los participantes del mercado de deuda corporativa a través de lo que se conoce como *la curva forward de tasas de interés* y encontramos que para los próximos años se esperan incrementos en las tasas de interés de los títulos de deuda corporativa local.

Es posible que el futuro sea diferente a lo que le apuestan los inversionistas hoy pero el mensaje que queremos enviar en este informe es que *no somos los únicos que vemos que este año brinda una ventana especial para refinanciar la deuda de largo plazo.*

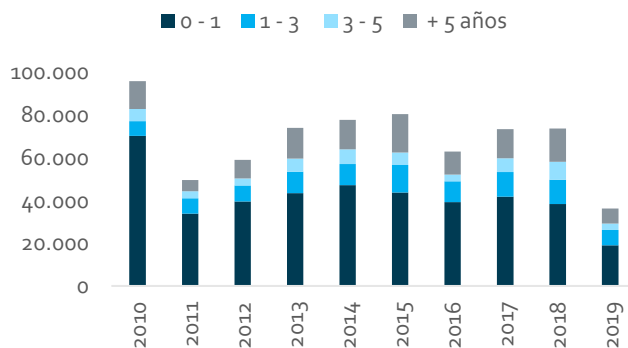
LAS CONDICIONES ACTUALES DE LAS TASAS DE INTERÉS Y LAS PREDICCIONES DE LA CURVA FORWARD REFLEJAN UNAS TASAS DE INTERÉS EN NIVELES MÍNIMOS

Las tasas de interés a las que se endeuda el sector corporativo se encuentran en mínimos de los últimos 4 años

Las tasas de interés hoy en día son inferiores a las observadas en los últimos 4 años

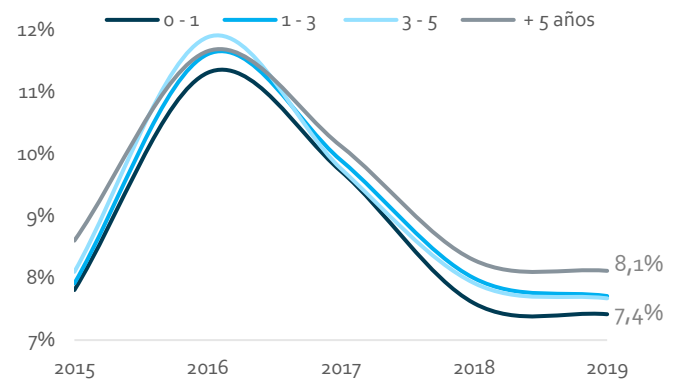
De acuerdo a información del Banco de la República, las tasas de interés de los **créditos comerciales** hoy en día, son inferiores a las observadas en los últimos 4 años debido a una inflación controlada que permitió al Banco de la República reducir su tasa de intervención durante ese periodo. Hoy los empresarios pueden encontrar créditos comerciales con plazo menor a un año a 7,4% y alrededor del 8,0% efectivo anual para los créditos a más de 5 años (Gráfica 4).

Gráfica 3: Monto desembolsado por establecimientos de crédito por plazo



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Junio 2019

Gráfica 4: Tasa de interés promedio de los créditos comerciales por plazo

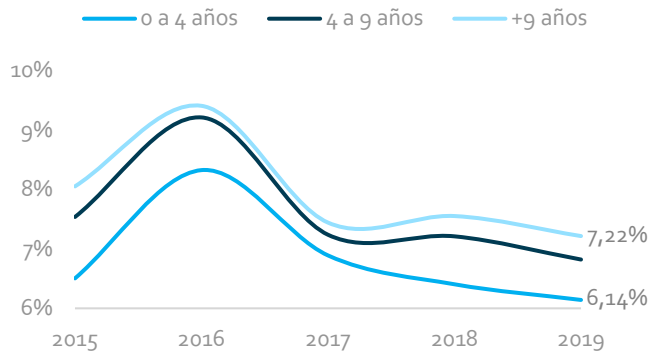


Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Junio 2019

Para los **títulos de deuda corporativa** el escenario no es diferente, entre 2016 y 2019 las tasas de interés a las que se negocian se redujeron en promedio 500 puntos básicos gracias a la combinación de menor inflación y menor spread o margen de crédito sobre los títulos TES. Así, en 2016 era normal ver títulos a plazos de más de 9 años negociándose al 12.36% (equivalente al IPC + 3.4%) mientras que durante todo el 2019 los títulos de muy largo plazo (más de 9 años) se han valorado en promedio al 7.4%. Por su parte, los títulos en tasa fija a plazos largos también tuvieron una reducción promedio de 220 puntos básicos de 9,41% a 7,22%.

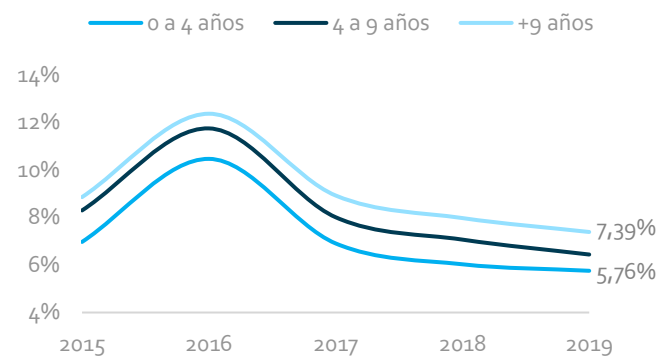
En este sentido, las tasas de interés tanto para títulos en tasa fija como para títulos indexados a la inflación primero incrementaron entre 2015 y 2016 y luego decrecieron hasta llegar al punto más bajo visto en tasas en los últimos 4 (gráficas 5 y 6).

Gráfica 5: Tasa de interés promedio de bonos de deuda corporativa en Tasa Fija por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Julio 2019

Gráfica 6: Tasa de interés promedio de los bonos de deuda corporativa en IPC por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Julio 2019

"VOLVER AL FUTURO" CON LA CURVA FORWARD

Llamada también curva de tipos de interés a plazo, es la misma que la curva para tasas de interés a la fecha actual, contiene los mismos plazos, pero la fecha de inicio es futura.

Imagine que pudiera tener el DeLorean en su garaje; aquel famoso carro futurístico de Marty McFly en "Volver al Futuro". Ahora conciba la idea de poder viajar al 2020, 2021, 2022, o ¿por qué no? al 2026. Pero en lugar de comprar el almanaque con todos los resultados deportivos del 2026 hasta hoy para apostar a favor de los equipos ganadores, como quiso hacer Marty en su momento, usted habla con un trader de deuda corporativa y le pide la curva cero cupón de deuda corporativa. De tanto leer nuestros informes en Investigaciones Económicas aprendió que la cero cupón del 2020 es la misma curva forward de hoy dentro de un año, la cero cupón del 2021 es la misma curva forward de hoy dentro de dos años, y así sucesivamente.

No necesitamos un carro futurístico como el DeLorean para saber hacia dónde se dirigen las tasas. La curva forward de tasas de interés hace todo el trabajo por nosotros

Suponga que usted analiza todas estas curvas cero cupón para deuda corporativa cuando fue al futuro y se percató que las tasas subieron constantemente entre el 2019 y el 2026. Usted se subiría en el DeLorean de regreso al 2019 y se dirigiría al edificio de Corficolombiana para que le ayuden a estructurar bonos para su compañía y así poder refinanciar los pasivos existentes en el mercado de valores. Con su gráfico que incorpora todas las curvas del futuro usted estaría seguro que la oportunidad para aprovechar las tasas bajas solo se presentó en el 2019, y esperar no le permitiría volver a montarse en el "tren de las tasas bajas" en mucho tiempo.

La curva forward de tasas es como el almanaque de apuestas de volver al futuro. Nos permite ver las apuestas de todos los participantes del mercado de deuda corporativa.

La curva forward de deuda corporativa en tasas de interés hoy en día se ubica por encima de la curva spot

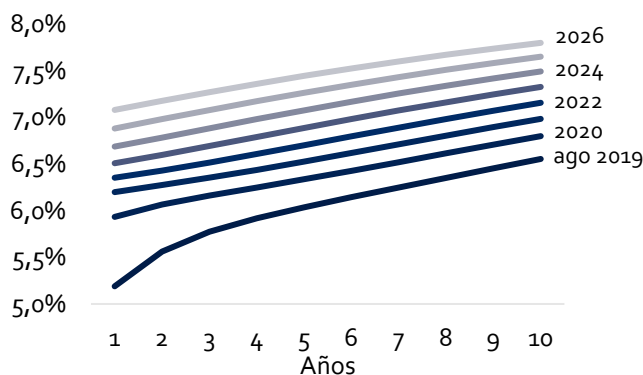
De acuerdo con una hipótesis planteada desde los años 30's y conocida como "teoría de las expectativas puras", la curva forward de tasas de interés refleja las expectativas actuales de los agentes del mercado sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés. La teoría asegura que, si la curva forward de deuda corporativa está por encima de la curva spot, es porque los agentes del mercado esperan que las tasas de interés incrementen en el futuro, si están al mismo nivel (iguales) es porque los agentes del mercado esperan que las tasas se mantengan constantes, y si la curva forward está por debajo de la curva spot, es porque los participantes del mercado esperan que las tasas de interés caigan en el futuro.

Podemos inferir que los agentes esperan subidas de tasas de interés porque la curva forward de deuda corporativa para plazos de 1 a 10 años está por encima de la curva spot (la curva al día de hoy). Como se puede ver en la Gráfica 7, hoy en día la tasa a 1 año es 5,2% y 6,6% para 10 años. Por otro lado, al revisar la curva forward de 2026, la tasa a 1 año se ubica en 7,1% en 7,8% para plazos de 10 años. En ambos casos, las tasas son más altas. Es más, todas las curvas forward que evaluamos se ubican por encima de la curva spot.

Teniendo en cuenta los puntos anteriores, podemos concluir lo siguiente: **las tasas de interés para diferentes plazos están en niveles mínimos y el próximo año (2020) empezarán a subir.**

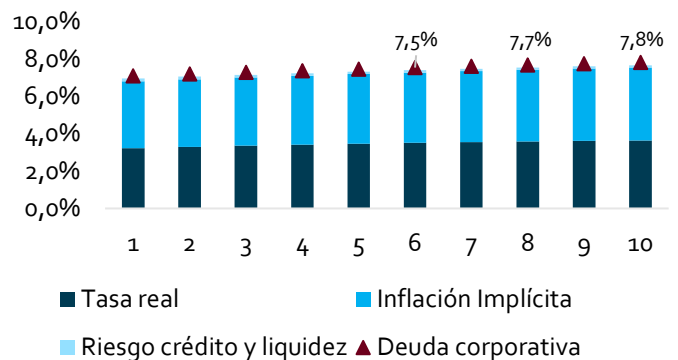
Pero, ¿qué tanta atención deberíamos ponerle a la curva forward? Profundicemos en la teoría de las expectativas puras.

Gráfica 7: Curva forward de deuda corporativa



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Julio 2019

Gráfica 8: Descomposición de la curva forward en el 2025



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Julio 2019

ADVERTENCIA: LA TEORÍA DE LAS EXPECTATIVAS PURAS NO MUESTRA EL FUTURO, MUESTRA LAS EXPECTATIVAS SOBRE EL FUTURO

El enemigo invisible: el riesgo de la tasa de interés en la curva forward

Hay más variables que pueden hacer que la teoría sea inválida.

Se ha probado que la curva forward no es un gran predictor

De acuerdo a la teoría de las expectativas puras, las tasas forward reflejan las expectativas del mercado en las distintas tasas futuras a corto plazo, y supone que las tasas de interés en la curva forward de deuda corporativa se cumplirán. Sin embargo, esta omite el hecho de que las tasas son impredecibles y descuida el **riesgo de tasa de interés**, el cual explica que existe incertidumbre sobre el precio de un bono al final del horizonte de inversión, y, en consecuencia, genera una duda en cuanto a la veracidad de la curva forward. Por otra parte, **varios estudios han concluido que las tasas forward no hacen un buen trabajo prediciendo las tasas de interés futuras**. Entonces, ¿las deberíamos descartar? No exactamente.

La mejor amiga de la teoría de las expectativas puras: la teoría de las expectativas racionales

La curva forward no sirve para predecir, pero refleja las apuestas de los agentes

Existe una teoría que en esencia apoya la teoría de expectativas puras. Esta se denomina **teoría de expectativas racionales** y se basa en que, aunque el futuro no es totalmente predecible, presume que los agentes emplean toda la información relevante y disponible para formar escenarios sobre el futuro, por lo tanto, no tendrán errores sistemáticos. En pocas palabras, la **teoría de las expectativas puras no nos permite ver el futuro pero sí saber lo que piensan los participantes del mercado sin tener que hacerles una sola pregunta**. Al final de cuentas, las personas que operan en el mercado son quienes en realidad ponen en riesgo su dinero. ¿Qué mejor que creerles a ellos?

Ya hay varios aprovechando la temporada de descuentos

Varias compañías han estado atentas al bajo nivel de tasas que encontramos en establecimientos de créditos y el mercado de valores, tanto que el 2019 se convirtió en año record de emisiones (durante el primer semestre), con \$7,5 billones de pesos emitidos en deuda. Del 2015 al 2019, las compañías han incrementado sus emisiones constantemente. Es como si supieran que su margen de maniobra para emitir a estas tasas cada vez es menor. Para más información recomendamos revisar la [Visión Global del Mercado de Deuda Privada](#) del equipo de macroeconomía de Corficolombiana.

Sin embargo antes de salir a endeudarse recuerde que mejor momento para incrementar la participación de la deuda o refinanciar los pasivos de una compañía ocurre cuando

- La estructura de capital de su empresa lo está pidiendo
- El incremento de deuda no incrementa sustancialmente el riesgo financiero para los accionistas ni viola acuerdos restrictivos vigentes (covenants)
- El crecimiento económico del país es sólido y el riesgo de crédito y liquidez es bajo para las empresas

Nota metodológica

A continuación, presentamos un breve resumen de las fuentes y la metodología que utilizamos para llevar a cabo el análisis que presentamos en este documento.

Para el caso de los créditos otorgados por los establecimientos de crédito (Bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, entidades financieras especiales y cooperativas financieras) utilizamos como referencia la base de datos publicada en el Banco de la República que resume tanto las tasas de interés como el monto desembolsado mensualmente por estas entidades. Para nuestro análisis consideramos la base de agregados de créditos comerciales preferencial o corporativo que se encuentran definidos para un plazo superior a 30 días. Con estos datos evaluamos en este informe tanto los montos anuales totales desembolsados por los establecimientos de crédito como los promedios anuales de las tasas de interés mensuales ponderadas por establecimiento de crédito.

Por otra parte, para analizar el costo de endeudamiento de los títulos del mercado público de valores utilizamos como referencia las curvas que provee Precia para valorar tanto los títulos del sector real—con la mayor calificación disponible (AAA)— que se encuentran indexados a la inflación (IPC) como aquellos en tasa fija (TF).

Adicionalmente, utilizamos las bases de datos que publica cada año la Bolsa de Valores de Colombia para evaluar la distribución del monto emitido por plazos al vencimiento del histórico de emisiones que se encuentran vigentes a junio de 2019 (Gráfica 9). De esta forma, con el objetivo de proveer un análisis del costo de endeudamiento para distintos términos, definimos tres plazos —corto, mediano y largo plazo— en donde el monto total emitido es equivalente:

- 1 Corto plazo (**CP**) para títulos con vencimiento entre 0 y 4 años (inclusive)
- 2 Mediano plazo (**MP**) para títulos con vencimiento entre 5 y 9 años (inclusive)
- 3 Largo plazo (**LP**) para títulos con vencimiento de más de 9 años

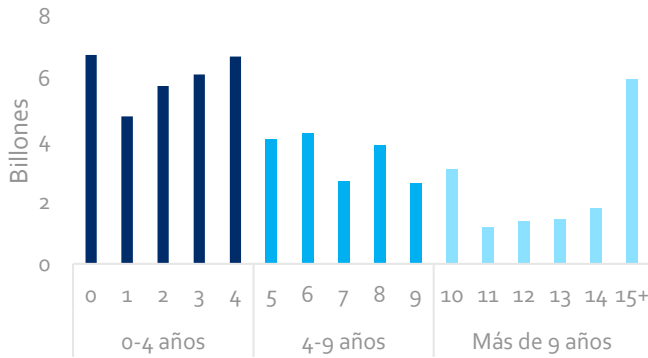
Por otra parte, una tasa de interés puede descomponerse en tres componentes principales. El primer componente, corresponde a una tasa real que puede asociarse al crecimiento de largo plazo de una economía. El segundo componente, está relacionado con las expectativas que tiene el mercado sobre la inflación. Y, por último, el tercer componente corresponde a la percepción de riesgo de crédito y liquidez que posee el mercado sobre una compañía (Gráfica 10). La metodología que utilizamos para llevar a cabo esta descomposición es la siguiente:

- 1 La tasa real corresponde a la diferencia compuesta entre la tasa de interés de un título de deuda local del gobierno colombiano en tasa fija (TES) y la inflación esperada
- 2 La inflación esperada se calcula como la diferencia compuesta entre la curva cero cupón en tasa fija (TES) y la curva cero cupón en UVR.

3 El riesgo de crédito y liquidez surge de restar tanto la tasa real como la inflación esperada para cada plazo de la curva que se usa para valorar los títulos del sector corporativo (Bancos IPC y Bancos TF)

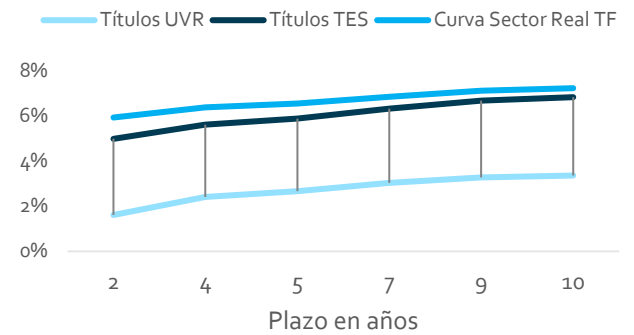
Tanto la tasa de interés de los títulos en el sector corporativo como la de los títulos locales del gobierno colombiano y la inflación implícita corresponden a un promedio de 12 meses de ciertos puntos en cada una de estas curvas. Así, para el corto plazo utilizamos como referencia los puntos de 2 y 4 años, para el mediano plazo usamos los puntos de 5, 7 y 9 años y, para el largo plazo, los puntos a 10 y 25 años, dependiendo de si este último se encuentra disponible.

Gráfica 9: Histograma del monto histórico emitido por plazo (emisiones vigentes a junio de 2019)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana. Julio 2019

Gráfica 10: Curvas cero cupón utilizadas de 2019 por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Julio 2019.

Equipo de investigaciones económicas

José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

Jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista Cambiario y Sectorial

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Nicolás García Díaz

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Paniagua

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

Contacto Banca de Inversión y Mesa Corporativa

Jorge Eduardo Soto Pareja

Director Ejecutivo Banca de Inversión

(+57-1) 3538787 Ext. 6117

jorge.soto@corficolombiana.com

Paola Mouthon B.

Gerente Banco de Inversión

(+57-1) 3538787 Ext. 6103

paola.mouthon@corficolombiana.com

Luis Fernando García Echeverri

Gerente de Deuda Corporativa

(+57-2) 8982206 Cali

luis.garcia@corficolombiana.com.co

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.