

ESTRUCTURA DE CAPITAL

2 estrategias para reducir riesgos financieros y hacer frente al 2021

- Entre 2014 y 2019 los **procesos de insolvencia** presentaron una **tendencia creciente**
- **Soluciones financieras a la medida** y un **buen gobierno corporativo**, sirven para **gestionar riesgos financieros de las empresas**
- En teoría existen **mecanismos legales que permiten mantener la operación durante un proceso de reorganización**. Pero estos procesos **tienen costos elevados. Es mejor evitarlos.**

En nuestro anterior informe de estructura del capital "[Empresario: es hora de enfocarse en su estructura de capital](#)" explicamos que el riesgo de una empresa y la porción de las ganancias que queda para un accionista dependen de la **relación deuda/patrimonio**. Usar más deuda que recursos propios puede disminuir el costo del capital, pero ante situaciones extraordinarias que afecten la capacidad de pago, hacen que una compañía sea más propensa a incumplir con sus deberes crediticios.

Si desea minimizar los riesgos financieros que pueden derivar en impagos por parte de su empresa y hacer frente al 2021, un primer paso consiste en mejorar su perfil de liquidez y una forma de hacerlo es **ampliar los plazos de la deuda**. Luego de esto, es importante que se enfoque en **optimizar su estructura de capital** para minimizar sus riesgos o costos financieros.

Es posible mejorar el perfil de liquidez y optimizar la estructura de capital de su negocio con soluciones financieras diseñadas de acuerdo con las características de cada compañía y si no está seguro de cómo hacerlo, contacte una [Banca de Inversión](#) que pueda guiarlo en el proceso.

Una herramienta que nunca sobra tener son las reglas y controles que lleven a que su empresa tome decisiones enfocadas en crear valor de largo plazo y en **garantizar el pago de deudas a los acreedores**. Esto es un **gobierno corporativo** enfocado en la sostenibilidad del negocio.

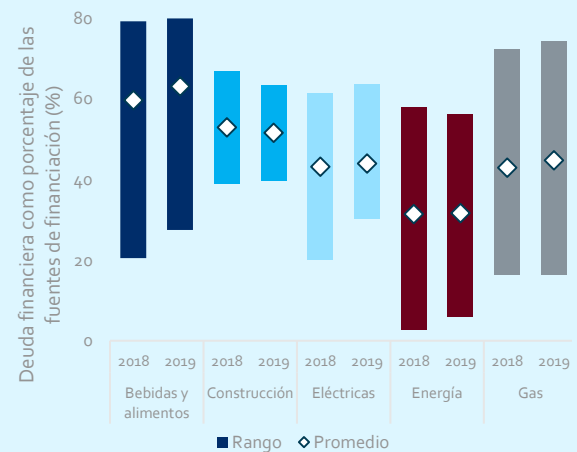
La crisis generada por el COVID-19 aumenta el riesgo de que su empresa **incumpla con sus obligaciones crediticias**, lo que la puede obligar a reorganizarse o liquidarse. Aunque durante una reorganización las empresas pueden mantenerse activas, los altos costos de estar en un proceso de insolvencia hacen que sea preferible reducir las probabilidades de este escenario con perfiles de liquidez y estructuras de capital óptimas.

El (los) analista(s) certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación, Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe.

50 puntos básicos

fue la disminución promedio de la participación de la deuda en el capital total de compañías que evaluamos entre 2018 y 2019

La estructura de capital es particular a cada empresa: existen diferencias persistentes incluso entre empresas del mismo sector



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020. Se toman 42 empresas del sector real que han emitido o han cotizado en la BVC.

Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

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

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

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

Tabla 1: El número de solicitudes de insolvencia han crecido entre 2014 y 2019

PERIODO	NÚMERO DE SOLICITUDES	TASA DE CRECIMIENTO
2014-2016	2115	-
2017-2019	3329	57,4%

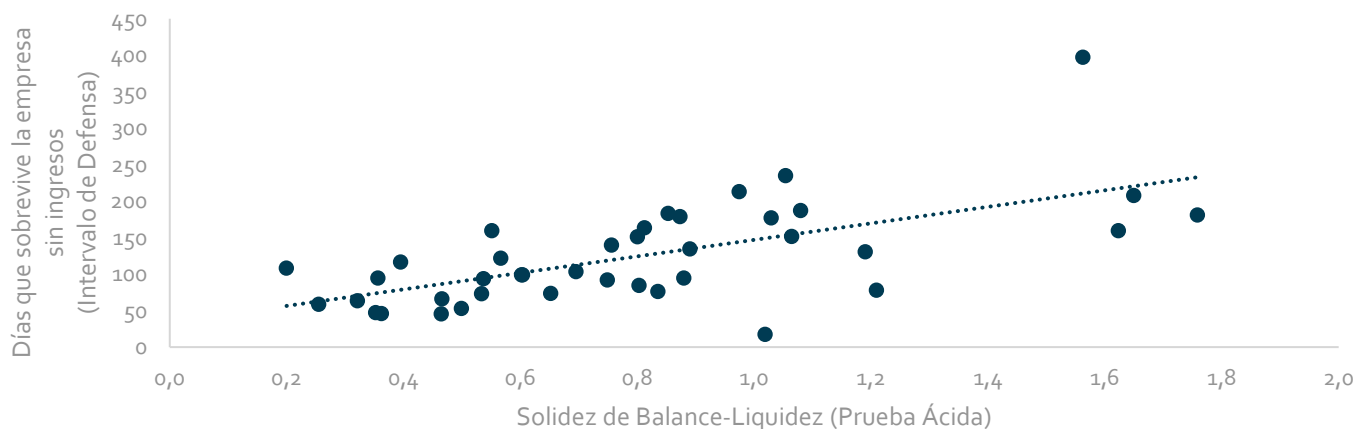
Fuente: Atlas de Insolvencia, Superintendencia de Sociedades. Corte a diciembre de 2019

Tabla 2: Sorprende que el número de solicitudes de insolvencia durante el T1 de 2020 fuera menor que durante el T1 de 2019

PERIODO	NÚMERO DE SOLICITUDES	TASA DE CRECIMIENTO
T1-2019	250	-
T1-2020	219	-12,4%

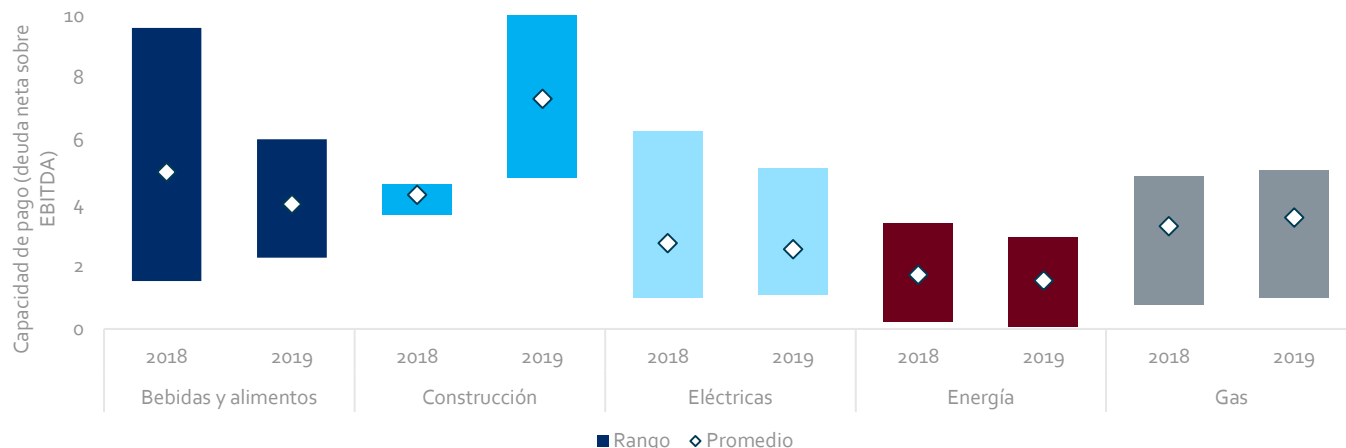
Fuente: Atlas de Insolvencia, Superintendencia de Sociedades. Corte a marzo de 2020

Gráfico 2: Recuerde, el primer paso para minimizar riesgos financieros en su empresa es mejorar su perfil de liquidez. No es casualidad que las compañías que tienen una buena relación de activos y pasivos corrientes tienden también a tener una buena capacidad de sortear sus gastos diarios en periodos de crisis



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020. Se toman 40 empresas del sector real que han emitido o han cotizado en la BVC. Corte al segundo trimestre 2020
Intervalo de defensa: Razón entre activos corrientes excluyendo el inventario y gastos operativos (incluyendo pagos de intereses e impuestos). Medida en días
Prueba ácida: Razón entre activos corrientes excluyendo el inventario y pasivos corrientes

Gráfico 3: La capacidad de pago es particular a cada empresa: existen diferencias persistentes incluso entre empresas del mismo sector



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

2 estrategias para reducir riesgos financieros y hacer frente al 2021

La estructura de capital, la madurez de la deuda y el gobierno corporativo, entre otros, afectan la probabilidad de que una empresa entre en un proceso de insolvencia. Aunque pasar por un proceso de reorganización no implica que la empresa deba cerrar, pues está enfocando en protegerla, los costos indirectos (económicos) y directos (financieros) son altos y en la mayoría de los casos es mejor evitarlos.

28,1%

de las empresas que presentaron una solicitud para iniciar un proceso de insolvencia, fueron admitidas por la Superintendencia de Sociedades

En nuestro anterior informe sobre estructura del capital afirmamos que tener una mezcla entre deuda y recursos propios subóptima puede llevar a las empresas a no tener suficientes recursos para financiarse u obligarlas a acceder a ellos a costos altos. Con la llegada del COVID-19, tener un balance óptimo más que un privilegio, se ha vuelto una prioridad.

Con una cuarentena prolongada y pronósticos poco alentadores sobre el desempeño de la actividad económica para el año 2020, es posible que muchos **negocios solventes**¹ se vean en dificultades para pagar sus créditos en 2020 y 2021, debido a la disminución de su flujo de caja operativo² y al incremento de las deudas que se usaron para sobrevivir a la crisis. Esto puede hacer que empresas con el potencial de producir valor se **vean obligadas a cerrar**³.

5,8%

de las empresas que vigilaba Supersociedades en 2019 solicitó iniciar un proceso de insolvencia. En 2014 esta proporción fue del 2,15%

Por eso, las tareas más urgentes que tienen las juntas directivas de las compañías en estos momentos son **mejorar los perfiles de liquidez, optimizar su estructura de capital y fortalecer los gobiernos corporativos**. Esto puede disminuir el riesgo financiero que enfrenta la empresa y al mismo tiempo generar confianza en los acreedores.

A pesar de la solidez que proveen una estructura de capital óptima, un perfil de liquidez adecuado y buenas prácticas de gobierno corporativo, la crisis del COVID-19 puede hacer que estas medidas no sean suficientes. Por eso, existen herramientas legales como la ley 1116 de 2006 o el decreto 560 de 2020 que les permiten a las empresas **continuar con su operación** al suspender los cobros en su contra y así frenar la salida de efectivo.

2.700 empresas

estaban en un proceso de insolvencia (reestructuración o liquidación) a finales de 2019

Si bien entrar en un proceso de reorganización no implica que la empresa llegue a ser liquidada, este proceso no está libre de costos. Adicional a las tarifas que deben pagarse a los distintos agentes que llevan el caso, las empresas enfrentan costos reputacionales que pueden verse reflejados de diversas formas con clientes, proveedores y acreedores, lo que dificulta que la empresa pueda operar de forma "normal" (para avanzar a la sección de costos directamente siga este [hipervínculo](#)).

11,3 días

aumenta el tiempo que una empresa promedio sobrevive sin vender si su solidez de balance aumenta 10 puntos básicos (de 0,5 a 0,6 por ejemplo)

Una de las decisiones más inteligentes que puede tomar una empresa en este momento es buscar **asesoría financiera** para mejorar sus perfiles de deuda para que se coordinen con la reactivación de sus ingresos y la optimización de estructuras de capital que involucren diversas estrategias, como la emisión de acciones, vinculación de inversionistas o reperfilar obligaciones. Esperar para perfeccionar los plazos de deuda y la estructura de capital de su empresa puede ser el equivalente a tomar la medicina adecuada demasiado tarde.

¹ Se entiende una empresa solvente como aquella que está en capacidad de saldar sus obligaciones financieras de largo plazo.

² El flujo de caja operativo corresponde a las entradas menos las salidas de efectivo relacionadas con la operación del negocio, es decir, se excluyen las entradas y salidas de efectivo relacionadas con la financiación y la inversión.

³ El valor de una empresa puede determinarse por su Valor Presente Neto (VPN). Este se calcula como la suma de flujos libres futuros descontados.

Entre 2012 y 2019

el apalancamiento financiero de las empresas aumentó y su capacidad de pago disminuyó

7,39

porcentuales aumentó en promedio la solidez de balance (Prueba Ácida) para las empresas de nuestra muestra entre T1 y T2 2020

3,06x

fue la razón Deuda Neta /EBITDA de algunas de las empresas más grandes del país en 2019. Un aumento de 1,4x respecto a 2011

42%

fue la mediana del uso de la deuda como fuente de financiación de algunas de las empresas más grandes del país en 2019.

El drama de la cuarentena empresarial

Uno de los actores más afectados por las múltiples restricciones a la actividad económica ha sido el empresariado en general, que ha visto disminuidas sus ventas y detenidos sus proyectos de inversión. El COVID-19 y sus consecuencias, pusieron en aprieto la caja de las empresas y aumentaron la incertidumbre sobre su sostenibilidad (ver informe [Por qué es difícil saber cuánto tiempo las empresas pueden sobrellevar una cuarentena](#)).

Desde ese momento, muchas empresas **encontraron en la deuda** una forma de conseguir recursos que les permitiera pasar la tormenta hasta que volvieran a iniciar sus operaciones. Por eso, hoy además de recordar **la importancia de la liquidez**, afirmamos que también **es indispensable enfocarse en la mezcla de fuentes de financiación** que usan las empresas, pues una mezcla óptima además de disminuir los costos de financiación también puede reducir algunos riesgos financieros, lo que puede aumentar el valor de la empresa.

Ahora, en **tres capítulos**, resumimos cómo evolucionó la estructura de capital de las empresas en el mundo antes del COVID-19, qué medidas tomaron algunos empresarios para superar el reto inicial de la cuarentena y por qué la tormenta todavía no pasa y aún no se reflejan los efectos de la crisis en las quiebras empresariales. Luego, **le contaremos 2 estrategias para capotear el 2020 y sobresalir durante el 2021**.

Capítulo 1: La estructura de capital en el mundo pre-pandemia, 2010-2019

En general, las grandes empresas del sector real en Colombia estaban en una **buena posición financiera a finales de 2019**. De acuerdo con los indicadores analizados, podían endeudarse más y en general, tenían la capacidad de pagar sus deudas.

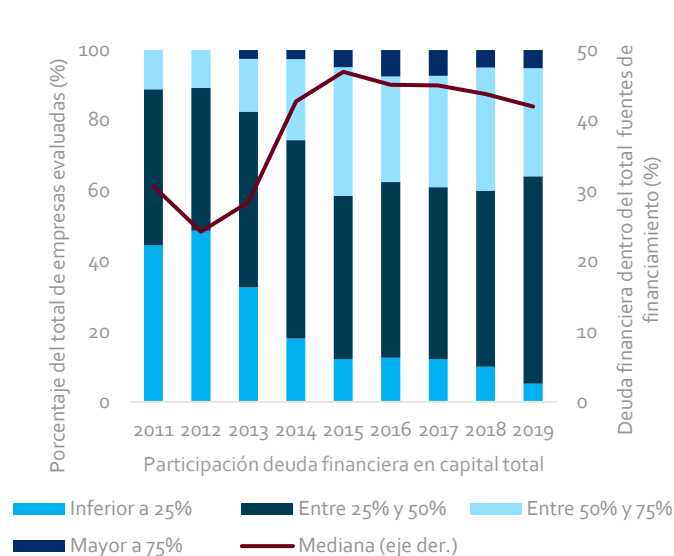
Como muestra el gráfico 4, la estructura de capital de grandes empresas del sector real del país se volcó hacia la deuda entre 2012 y 2018. Esto implica que las empresas posiblemente redujeron el costo promedio ponderado del capital a costa de incrementar su riesgo financiero. La preferencia por el uso de la deuda se corrobora cuando se observa que desde 2012 se incrementaron los flujos operacionales requeridos para saldar las obligaciones crediticias, como se observa en el gráfico 5.

Aunque en 2019 los indicadores en su valor mediano de apalancamiento (42%) y de capacidad de pago (3,06x Deuda neta / EBITDA⁴) no volvieron a los niveles de mínimos de 2011 (31% y 1,67x respectivamente), **la posición financiera** de algunas compañías se encontraba en una mejor situación que durante los años 2015 y 2016, cuando se materializaron los efectos económicos de la caída de los precios del petróleo.

Esta realidad no es generalizable pues **no todas las empresas están en la misma situación**. Mientras más de la mitad de las compañías de la muestra tuvieron un apalancamiento financiero en 2019 entre el 25% y el 50%, el 5% tuvo un apalancamiento superior al 75% (gráfico 4). Por su parte, el 15% necesitaría más de 5 años de EBITDA para poder pagar su deuda neta y solo el 10% necesitaría menos de un año (gráfico 5).

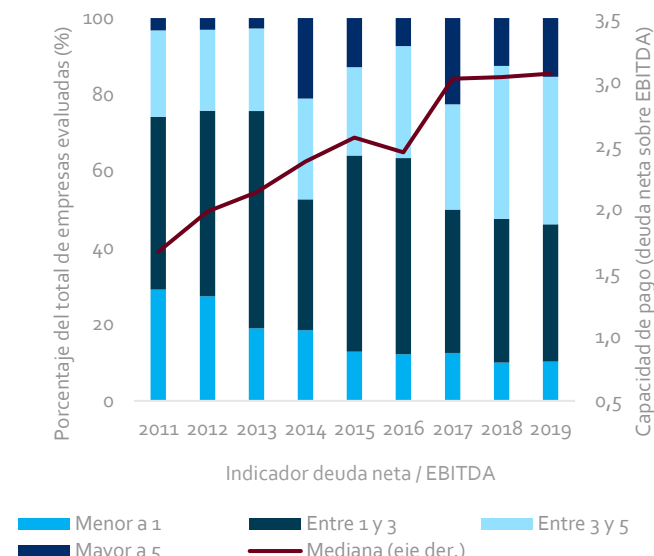
⁴El EBITDA es un acrónimo del inglés "Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization". Es una medida de utilidad operacional de las empresas y se calcula como al añadir a la Utilidad Neta los pagos por intereses e impuestos y los gastos contables de depreciación y amortización.

Gráfico 4: Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2011-2019) de las empresas que fueron evaluadas



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020

Gráfico 5: Distribución histórica de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas que fueron evaluadas



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020

No sobra aclarar que este análisis no incluye los cambios en la madurez y periodos de pago de las empresas. Una **optimización de la estructura de capital** que no contemple el pago de deudas con la reactivación de los ingresos no será suficiente para reducir el riesgo de insolvencia empresarial. Por eso insistimos en que mantener bajo vigilancia la liquidez de las empresas y reducir los costos financieros, son condiciones necesarias para enfrentar el 2021.

Capítulo 2: La respuesta empresarial a La Gran Cuarentena

Como muestra nuestro informe "[PIB del Segundo Trimestre: Crónica de una Contracción Anunciada](#)", la producción en Colombia sufrió la caída más grande de su historia reciente debido al confinamiento estricto que se le ordenó a la población.

En un escenario de actividad económica limitada y restricciones a la movilidad impuestas por cuarentenas o porque los ciudadanos disminuyen su movilidad por precaución, no sería extraño que las empresas tengan mayores dificultades para **cumplir con sus obligaciones crediticias** y deban iniciar un proceso de insolvencia (puede ser reorganización o liquidación).

Reacción a la Gran Cuarentena: primer semestre de 2020

Si bien el primer semestre de 2020 tuvo una disminución del 26% en las emisiones de deuda corporativa respecto al mismo periodo del 2019, lo cierto es que las dinámicas de endeudamiento de las empresas a lo largo de la cuarentena han sido complejas.

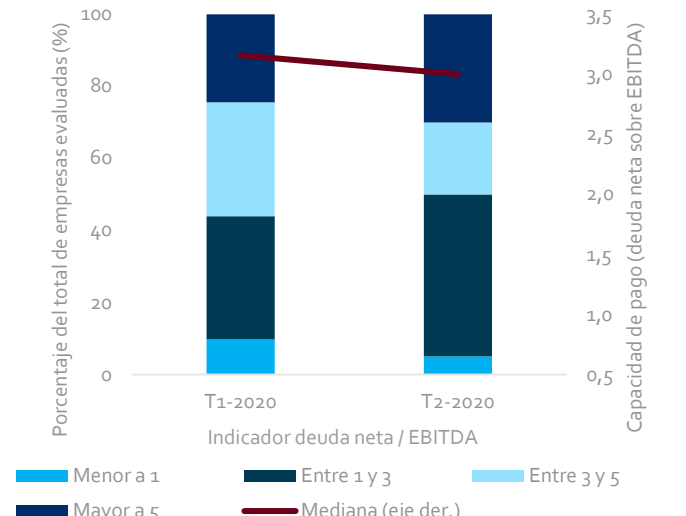
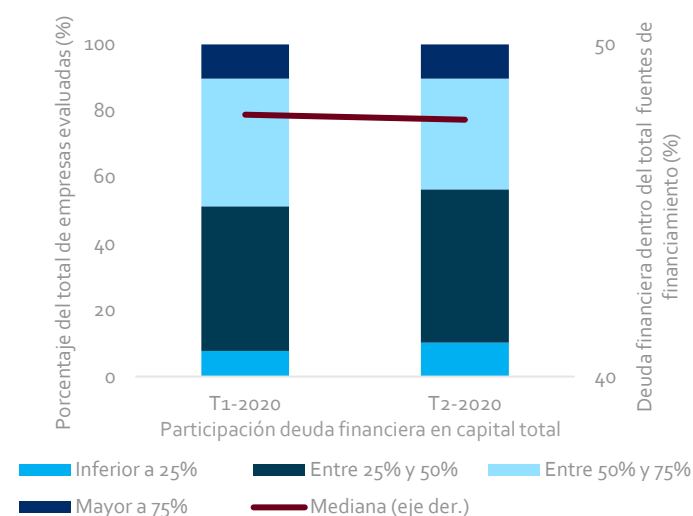
Por un lado, y como se ve en el gráfico 6, el apalancamiento financiero en promedio fue constante entre el primer y el segundo trimestre del 2020, mientras que la capacidad de pago mediana de las empresas mejoró al pasar del 3,16x al 3x en el mismo periodo (gráfico 7). Esto implicaría que, si bien las empresas han aumentado su riesgo financiero al apalancarse, también han mantenido esquemas de liquidez que les permitirían pagar esa deuda. Pero recalcamos, que es necesario mirar con cautela estos datos y analizar cada caso por aparte.

26%

se redujo la emisión de deuda corporativa el primer semestre de 2020, comparándolo con el mismo periodo de 2019

Gráfico 6: Distribución de la deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiación el primer y segundo trimestre de 2020

Gráfico 7: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) entre el primer y segundo trimestre de 2020.



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Julio de 2020

La fórmula para llevar el partido a tiempo extra: los procesos de insolvencia

\$44,7 BILLONES

fue el valor de los activos de las empresas colombianas en procesos de reorganización en diciembre de 2019

Aunque la recuperación de la colocación de crédito puede ser una ventaja para las empresas, es posible que no tengan la liquidez o los recursos para pagar sus deudas. En ese caso, la última opción que tienen es acogerse a un proceso de reorganización empresarial con el fin de poner la casa en orden y pagar en el futuro todas las obligaciones pendientes.

La reorganización busca, de acuerdo con nuestra interpretación, cumplir con dos objetivos: **darle tiempo y oportunidad** a las empresas que pasan por un mal momento para ponerse de nuevo en pie y **proteger a sus acreedores y a la capacidad productiva de la empresa**.

Por un lado, se les da tiempo de reorganizarse a las empresas al suspenderles: cobros, restitución de activos por impagos, ejecución de garantías y la liquidación por pérdidas. Estas acciones buscan **mantener la continuidad del negocio** al frenar salidas de efectivo, mientras se protegen la titularidad y derecho de uso de los activos para no dañar el potencial productivo de las empresas.

\$34,4 BILLONES

fue el valor de los pasivos de las empresas en procesos de reorganización en diciembre de 2019

En contraprestación, se limita el accionar de las empresas y se les obliga a cumplirle a sus acreedores con un plan de pagos aprobado por estos. Esto implica que a partir del momento en que ingresen en el proceso de reorganización o liquidación, las empresas no podrán cambiar sus estatutos, se deberán restringir los pagos solo a los que están relacionados con el giro ordinario de los negocios, no se podrán vender libremente los activos, y al mismo tiempo, deben **entrar en negociaciones** con sus distintas categorías de acreedores para proponer, aprobar y cumplir un plan de pagos.

En resumen, una **reorganización empresarial busca mantener la continuidad** de un negocio que tiene problemas para cumplir con sus compromisos próximos a vencer a cambio de

103.825

fue el número de empleados en las empresas en procesos de reorganización en diciembre de 2019

limitar su capacidad de operación y de que se apruebe y **cumpla con el plan de pagos** a los acreedores.

En contraste, **una liquidación busca pagar a los acreedores** de una empresa que no puede continuar operando. Entre otros efectos, una liquidación implica que se debe: separar a los administradores, disolver la persona jurídica y prohibir a los administradores, asociados y controlantes disponer del patrimonio liquidable; todo con el fin de poder usar los activos para saldar los pasivos.

Es importante resaltar que, **si no se logra llegar a un acuerdo** de pagos en un proceso de reorganización, bajo la ley 1116 de 2006, o se incumple con ese plan de pagos, **se pasará de un proceso de reorganización a uno de liquidación**. Por esto, uno de los activos más importantes que puede tener una empresa, es la confianza de sus acreedores. Como le contaremos más adelante, un gobierno corporativo enfocado en la generación de valor a largo plazo tiene el potencial de generar confianza en los acreedores, lo que puede ayudar a que un proceso de reorganización sea más llevadero y las negociaciones menos complejas.

20 meses

puede durar un proceso de insolvencia bajo los mecanismos de la ley 1116 de 2006 según Presidencia de la República

No hay almuerzo gratis: ¿por qué es preferible evitar una reorganización?

Aunque los procesos de reorganización empresarial protegen la titularidad y el derecho de uso de los activos y les permiten a las empresas continuar operando, en la práctica los costos de una reorganización son inciertos y tienen el potencial de ser elevados.

La verdad es que los costos económicos que tiene un proceso de reorganización no son evidentes de forma inmediata, pero pueden afectar la operación y la rentabilidad que se buscaba proteger. Sobre todo, porque pueden afectar la capacidad de generación de efectivo por la operación.

Estos son algunos de los costos implícitos en procesos de reorganización. En ocasiones son tan altos, que terminan siendo la causa de la liquidación de la empresa.

Los costos

de estar en un proceso de insolvencia no solo se observan en las tarifas del proceso, sino en los efectos sobre el desempeño de la compañía

- 1) **Dificultades para conseguir proveedores.** Aunque durante una reorganización se permite hacer los pagos que son necesarios para que el negocio siga operando, puede ser más complicado que alguien quiera otorgar plazos de pago a las empresas que no tienen la mejor situación financiera. Esto podría llevar a aumentar los costos de proveedores para las empresas en reorganización.
- 2) **Desconfianza de los clientes.** Algunos clientes pueden preferir a su competencia si creen que el hecho de estar en reorganización puede afectar su capacidad de proveer los bienes o servicios prometidos.
- 3) **Dificultades de financiación.** A pesar de que las leyes de insolvencia procuran generar incentivos para que el sistema financiero preste recursos a las empresas en reorganización, la percepción de riesgo puede ser tal que ni siquiera los incentivos sean suficientes.
- 4) **Cambios en incentivos empresariales.** Cuando los recursos generados por las operaciones de una empresa deben enfocarse en pagar las deudas y no a los accionistas, es posible que los administradores de la empresa elijan no llevar a cabo proyectos rentables, pues el beneficio de estos se dirigiría en pagar las deudas.

La reputación

de una empresa es la que más se puede ver afectada durante un proceso de reorganización

En definitiva, es más difícil hacer negocios para una empresa en reorganización que para una que no lo está. Por tanto, es importante que se tomen medidas de gestión de riesgo, empezando por las políticas de liquidez y la optimización de estructura de capital y de plazos de deuda para evitar llegar a esas instancias.

Capítulo 3: La tormenta aún no pasa, apenas inicia

0,33%

se reduce la relación de probabilidades entre entrar o no en un proceso de insolvencia por cada punto porcentual adicional de autofinanciación según un estudio de Supersociedades

Como ya dijimos, la actual crisis del COVID-19 hará que muchas empresas entren en problemas financieros y deban pagar los costos de iniciar un proceso de insolvencia. Y a pesar de las noticias de dificultades financieras y de las expectativas del colapso económico, todavía el tejido empresarial colombiano se mantiene en pie.

Aunque parezca mentira, el **número de solicitudes de insolvencia ha sido menor** en 2020 que en 2019. Si bien todavía faltan datos de junio de 2020, sigue siendo sorprendente que el número de solicitudes de insolvencia no hubiera crecido de forma exponencial.

Por ahora, ni quiebra masiva, ni uso de los nuevos mecanismos

1,47%

se reduce la relación de probabilidades de entrar o no en un proceso de insolvencia por cada punto porcentual adicional de la razón de solvencia según un estudio de Supersociedades

Desde el inicio de la crisis, el gobierno expidió algunos decretos con fuerza de ley, como el 560 o el 772, con el objetivo de **facilitar la reorganización** de las empresas al acelerar trámites y reducir los requisitos para que las empresas puedan acogerse a negociaciones abreviadas que tienen implicaciones similares a las previstas por la ley 1116 de 2006. Entre otros efectos, se espera poder reducir el tiempo que tarda una negociación habitual bajo la ley 1116 de 20 meses a solo 3 y darles a las empresas la posibilidad de pagar a pequeños acreedores.

Si se tiene en cuenta que la Superintendencia de Sociedades esperaba que la crisis del COVID-19 **umentara el número de procesos de insolvencia** entre 1.580 y 5.550⁵ (lo que representa entre el 15% y el 37% de la muestra usada en el estudio que fundamentaba estos números), era necesario que las empresas pudieran diseñar planes de pago para sus acreedores mientras protegían sus activos de una forma más rápida y eficiente.

3 meses

es el tiempo que debería durar las negociaciones de un proceso de insolvencia abreviado de acuerdo con el decreto 560 de 2020

Para nuestra sorpresa, en una rueda de prensa el 9 de junio de 2020 el superintendente de sociedades, Juan Pablo Liévano, reveló que entre el 1 de abril y el 3 de junio la Superintendencia de Sociedades **recibió 135 solicitudes de insolvencia**. De estas, 117 se presentaron por los mecanismos ordinarios (ley 1116 de 2006) y las restantes 18 se acogieron a los mecanismos de reorganización abreviada contemplados en el artículo 560.

Aunque todavía faltan los datos de junio, las 354 solicitudes de insolvencia presentadas entre el 1 de enero y el 3 de junio de 2020 **no parecen cumplir con las expectativas de quiebra masiva**, si se les compara con las 656 solicitudes que se dieron en el primer semestre de 2019.

18

empresas se acogieron al mecanismo de insolvencia abreviado entre el 1 de abril y el 3 de junio de 2020

Esto **termina siendo sorprendente** y al mismo tiempo nos lleva a cuestionar **qué medidas lograron tomar los empresarios** cuyos procesos de insolvencia analiza la Superintendencia de Sociedades para no iniciar procesos de insolvencia y por qué los que iniciaron estos procesos prefirieron en su mayoría no usar los mecanismos abreviados que diseñó el gobierno.

⁵ Ibáñez Parra, David Andrés (2020). Impacto de la coyuntura del coronavirus en la economía colombiana. Superintendencia de Sociedades. Encuéntrelo [aquí](#)

Aunque sabemos que los empresarios informales pueden estar en una situación aún más complicada de lo que se ve en los datos, esto no explica por qué el número de insolvencias no creció como se preveía. De forma preliminar proponemos tres posibles explicaciones

T1 2020

tuvo 31 solicitudes de insolvencia menos que el mismo periodo del año 2019

Aún no es claro

por qué el número de solicitudes de insolvencia del primer semestre de 2020 puede ser menor que para el mismo periodo de 2019

2 estrategias

para terminar el 2020 y sobresalir en el 2021: soluciones financieras a la media y la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo

- a) **La reacción financiera de las empresas.** Como dijimos en un informe pasado [es difícil saber cuánto tiempo las empresas pueden sobrellevar una cuarentena](#), entre otras cosas, porque los procesos de producción de información financiera todavía no han llegado a un nivel de desarrollo tecnológico que permita evaluar en tiempo real las estrategias que usan la mayoría de empresas para mejorar su flujo de caja. Por otra parte, tampoco tenemos certeza sobre el grado de apalancamiento financiero de la mayoría de empresas que reporta información a la Superintendencia de Sociedades, pero es posible que una fracción significativa usara más recursos propios que deuda.
- b) **El sistema financiero logró amortiguar el problema.** Los programas de ayuda del sistema financiero y las medidas tomadas por los bancos lograron que las empresas no entraran en mora al darles más tiempo, facilidad de pagos y capital de trabajo. Esto llevará a que, si bien las deudas no deban pagarse en este momento, sí deban ser saldadas en el 2021 cuando se espera que inicie la recuperación económica.
- c) **El apoyo de las partes interesadas (stakeholders).** Empleados, proveedores, arrendatarios y otros interesados pudieron aportar a la reducción de salida de efectivo de la empresa al reducir salarios, aplazar pagos o condonar cánones, por ejemplo.

Sea cual sea la razón para que hasta este momento no se tenga el escenario de quiebra masiva, los empresarios deben **mantener una estricta vigilancia de su flujo de caja**, estructura de capital y capacidad de pago si desean reducir riesgos y mejorar su probabilidad de mantenerse a flote durante esta tormenta.

Dos estrategias para sortear el 2020 y sobresalir en el 2021

Aunque algunas empresas lograron **mejorar su flujo de caja** con las **ayudas del gobierno** y los **programas de alivio** ofrecidos por el sector financiero, no se puede asegurar que lograrán resistir nuevos periodos de confinamiento o que durante el 2021 saldrán las deudas que les dejó la crisis del COVID-19. Por eso, es vital que optimicen su estructura de capital y liquidez.

Para lograrlo, es importante que las empresas cuenten con un **plan financiero estratégico** que les permita proyectar y prever posibles dificultades a mediano plazo. Este plan, además de contar con estimaciones de flujos de caja futuros y un plan de negocio acertado, debe enfocarse en la optimización de la estructura de capital y en la gestión de los riesgos que puedan impactar en la liquidez del negocio.

Este plan financiero estratégico debe apoyarse en dos pilares: una Banca de Inversión que diseñe y optimice la arquitectura financiera de la empresa y acompañe a la empresa en la implementación de la estrategia de optimización del capital y de un gobierno corporativo que oriente hacia la confianza y la generación de valor de largo plazo los proyectos del negocio.

Estos dos pilares, además de reducir los riesgos que llevan a la insolvencia empresarial, también sirven como un argumento a la hora de negociar los planes de pago durante una

reorganización. Una empresa con bajos costos financieros y la confianza de sus acreedores, puede superar estos procesos de forma más fácil.

Hay beneficios

adicionales de los productos financieros como consecución de liquidez sin apalancamiento o beneficios tributarios

3 beneficios

de ser asesorado por una Banca de Inversión: optimización de su estructura de capital, optimización de plazos de deuda y gestión de riesgos financieros

Varios estudios

muestran que el gobierno corporativo y la composición de la junta directiva pueden influir en la probabilidad de iniciar un proceso de insolvencia

Uno de los activos

más importantes que puede tener una empresa, es la confianza de sus acreedores

1) Soluciones financieras a su medida

Como lo hemos dicho en varias ocasiones, cada empresa es un caso particular y por tanto no pueden sugerirse recetas generales. Lo que sí sabemos son tres cosas:

- 1) **Es posible encontrar una estructura de capital que minimice su costo financiero.** Con la mezcla adecuada de deuda y capital, las empresas no solo pueden minimizar sus costos de financiación, sino también reducir los riesgos de la deuda.
- 2) **El plazo de las deudas importa.** Tener una estructura de capital óptima no implica tener una caja líquida. Una deuda mal estructurada puede llevarlo a pasar un mal momento si debe hacer grandes pagos en poco tiempo.
- 3) **Los productos financieros pueden ayudarlo a cumplir varios objetivos.** Nuestro informe "[El beneficio inesperado del descuento de facturas](#)" muestra que es posible reducir el costo del capital y conseguir liquidez sin la necesidad de aumentar la deuda y una política de riesgo cambiario le permite abordar los distintos riesgos relacionados con la tasa de cambio y tener estados financieros más previsibles (ver informe completo [aquí](#)).

Sea cual sea la necesidad particular de su empresa, la asesoría y acompañamiento que provee una Banca de Inversión puede ayudarlo a encontrar la solución financiera que reduzca los riesgos financieros de su negocio y fortalezca su posición para enfrentar la reapertura y reinicio de la economía.

2) Un gobierno corporativo confiable, un aliado en cualquier momento

Aunque las empresas tengan estructuras de capital robustas y deudas con plazos razonables, nunca sobra tener un gobierno corporativo enfocado en la **generación de valor a largo plazo**. Un gobierno corporativo con estas características ofrece dos ventajas a las empresas

- i) **Permite gestionar riesgos y tener planes de acción previsibles.** Una compañía con reglas claras sobre uso de productos financieros y niveles de deuda puede generar de forma más sencilla una estructura de capital óptima, deudas con plazos adecuados y coberturas financieras acordes con el negocio. Esto reduce su riesgo de insolvencia⁶.
- ii) **Genera confianza en los acreedores.** Un gobierno corporativo que estipule mecanismos para asegurar el pago de deudas a los acreedores genera el activo más valioso que puede tener una empresa en una reorganización: el respaldo de sus acreedores.

Un gobierno corporativo que sea capaz de direccionar hacia la creación de valor la toma de decisiones de la empresa y que también esté en la capacidad de tener una comunicación asertiva con los actores clave que influyen el giro ordinario de los negocios, no solo reduce la probabilidad de que la empresa deba iniciar un proceso de insolvencia por la toma de

⁶ Uno de los estudios que analiza cómo los gobiernos corporativos pueden reducir la probabilidad de quiebra empresarial es: Goktan, Kieschnick & Moussawi (2018). Corporate governance and firm survival. Financial Review, 53(2), 209-253. No es el único, pero se acerca más a lo expuesto en este documento.

decisiones financieras poco acertadas, sino que también tiene el potencial de reducir algunos de los costos asociados a estar en un programa de reorganización, si se diera el caso.

La vida después de la reorganización, algunos casos de éxito

Como hemos dicho, entrar en un **proceso de reorganización empresarial** no significa que una empresa llegue a su fin o que no logre tener protagonismo en el mercado. Con estas historias queremos mostrar lo que ya hemos recalado, que es fundamental tener una combinación **sinérgica entre productos financieros y gobierno corporativo** para superar un proceso de reorganización o reducir la probabilidad de llegar a uno.

A pesar de estos casos de éxito no hay que olvidar que si estas empresas hubieran hecho cambios a tiempo, tal vez hubieran podido ahorrarse los costos de una reorganización.

Alquería y una deuda mal estructurada

Tal y como lo [reseñó el diario El Tiempo](#) la famosa empresa de lácteos colombiana entró en una reorganización empresarial que **duró 5 años** debido a una mala estrategia de endeudamiento, que implicaba pagar un elevado monto en pocos años, y a la crisis económica que atravesó el país a finales de la década de los 90.

Según sus directivos y los promotores del acuerdo, parte de **la fórmula del éxito** de la reorganización se logró por los resultados que venía mostrando la compañía, los proyectos de expansión que se planeaban para los próximos años y una adecuada planeación financiera que sustentara el plan de pagos. Estos elementos le permitieron a la compañía resurgir y vender cerca de un billón de pesos en 2019.

Everfit y los cambios de mercado

La empresa antioqueña de confecciones que fue fundada en 1927 tuvo que entrar en un proceso de reorganización en 2016 [debido a la fuerte competencia](#) y los cambios de mercado. Parte del éxito de esta reorganización se basó en que, si bien se planeaba pagar las deudas en 14 años, **se logró pagar todo en 3 años**.

Por otra parte, sus directores aseguran que **una negociación transparente** con sus acreedores, un cambio en la definición de su cliente objetivo y la disciplina financiera, fueron la solución no solo para mejorar los resultados operativos, sino también para tener una reorganización exitosa.

Tennis y una deuda en dólares en tiempos de devaluación

La empresa textil nacida en Medellín se vio obligada a acogerse a un programa de reorganización en 2018 a causa de [una deuda en dólares](#) que se **incrementó debido a la devaluación** del peso. Adicionalmente, la presencia en varios centros comerciales más que ayudar a las ventas, aumentó los costos fijos, lo que redujo las utilidades. Si bien se encuentran todavía en el proceso, parece haber buenas señales.

El fútbol colombiano y finanzas poco sanas

No han sido pocos los equipos del fútbol profesional colombiano que han tenido que pasar por procesos de reorganización empresarial. Entre ellos se puede destacar al América de Cali, el Once Caldas de Manizales, el Real Cartagena y el Cúcuta Deportivo. De acuerdo con una nota del diario La República del año 2017, tras haberse acogido a un proceso de reorganización, [las finanzas de los equipos mencionados mejoraron](#). Aunque entrar en estos procesos **no es garantía de jugar en la primera división o de ganar campeonatos**, pueden

Deuda mal estructurada

puede conducir a una empresa rentable a no poder cumplir con sus compromisos de corto plazo

Cambios de mercado

o cambios en la competencia pueden llevar a que una empresa acumule obligaciones y reduzca ingresos

Riesgo cambiario

es un factor que puede llevar a una empresa a la reorganización

Una reorganización

puede ayudar a sanear las finanzas de una empresa, pero puede tardar varios años

ayudar a sanear las finanzas de los equipos, lo que a futuro les permitiría contar con más recursos para luchar por más títulos.

No hay solución universal

Se necesitan productos y reglas adecuados a la necesidad de cada negocio.

Evite problemas

Los altos costos de una reorganización hacen que esta sea la decisión de última instancia que se deba tomar

La fórmula secreta para sortear cualquier reorganización

Así como **puede haber cientos de factores** que lleven a una empresa a un proceso de insolvencia, como una deuda mal estructurada o un movimiento adverso en la tasa de cambio, también hay muchas recetas que disminuyen los riesgos de caer en una reorganización empresarial o de salir más fuerte de una.

¡Pero cuidado! que haya mil recetas para alejarse de los procesos de insolvencia o para conseguir negociaciones aceptables con los acreedores, no quiere decir que **la misma receta funcione de la misma manera** para todas las empresas. Así como una compañía que entró en un proceso de reorganización debido a una deuda mal estructurada puede solo necesitar tiempo para reorganizar sus finanzas y esperar que sus inversiones rindan fruto, puede ser que otra empresa que buscó crecer de forma acelerada a través de deuda, necesite reducir su tamaño para equilibrar sus ingresos y gastos. La forma en la que se sanear las finanzas de cada compañía depende de la situación.

Lo que sí sabemos, es que hay distintos productos financieros que pueden **reducir riesgos de las empresas**, como plazos cortos de deuda o de tasa de cambio, y que un gobierno corporativo que tenga reglas claras enfocadas en la generación de valor de largo plazo y en el pago a los acreedores, puede evitar ciertos riesgos y **llevar las negociaciones de reestructuración**, de una mejor manera.

Por eso, no dude en **asesorarse con expertos**, como los que encuentra en Corficolombiana, para que pueda encontrar soluciones financieras hechas a la medida de su empresa. Estas soluciones, son una de las principales medidas que debe tomar una empresa si aspira a hacerle frente al 2021 y ser una protagonista de la recuperación económica del país.

Nota Metodológica

Para la construcción y posterior, evaluación del comportamiento de los dos indicadores de estructura de capital (deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiamiento y capacidad de pago) se utilizó como referencia la información financiera que provee la herramienta de Standard & Poor's - CapitalIQ®.

Para definir los dos indicadores se utilizó como primera medida el valor a mercado de cada una de las cuentas financieras que lo componen y, en caso de que no existieran se utilizó la información en libros. Adicionalmente, se tuvieron en cuenta los ajustes financieros que realiza CapitalIQ® a los indicadores, de modo que sean consistentes con la práctica contable internacional y comparables entre las distintas empresas evaluadas.

Dentro del indicador de deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiamiento se tuvo en cuenta los siguientes rubros:

- Deuda financiera = obligaciones financieras de corto plazo + deuda de largo plazo + arrendos financieros
- Capital propio Mercado = Capitalización de mercado de las acciones ordinarias
- Capital propio Libros = Capital preferente total + Capital común total + intereses minoritarios

Y en la capacidad de pago medida como deuda neta sobre ebitda:

- Deuda neta = Deuda financiera – Caja – Inversiones de corto plazo – activos financieros mantenidos para compra y venta
- Ebitda = Ingresos totales – Costos y gastos operacionales totales + Depreciaciones + Amortizaciones (incluyen goodwill y activos intangibles)

Las fuentes que utiliza esta herramienta para definir la información financiera provienen de los estados financieros que reporta cada compañía, los datos presentes en el mercado de valores y la información provista a la Superintendencia Financiera de Colombia o a la Securities And Exchange Commission en caso de que esté inscrita en Estados Unidos.

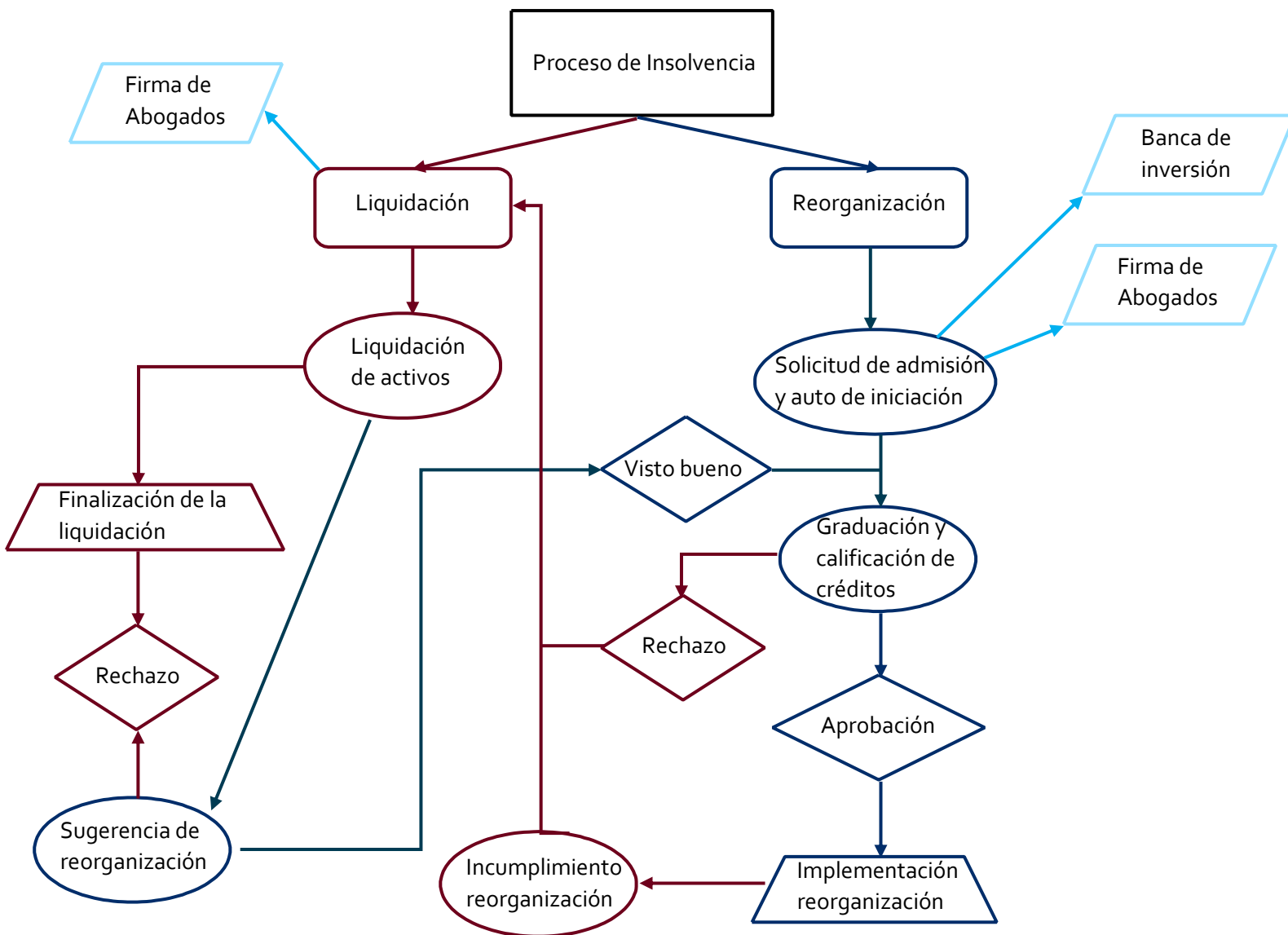
Tabla 3. Empresas evaluadas y clasificadas por actividad económica

Empresas evaluadas	Actividad económica
Alpina Productos Alimenticios S.A.	Bebidas y alimentos
Colombina S.A.	Bebidas y alimentos
Grupo Nutresa S. A.	Bebidas y alimentos
Riopaila Castilla S.A.	Bebidas y alimentos
Mayagüez S.A.	Bebidas y alimentos
Cementos Argos S.A.	Cementeras
CEMEX Latam Holdings, S.A.	Cementeras
Construcciones El Condor S.A.	Construcción
Constructora Conconcreto S.A.	Construcción
Odinsa S.A.	Construcción
Codensa S.A. E.S.P.	Eléctricas
Emgesa S.A. E.S.P.	Eléctricas
Isagen S.A. E.S.P.	Eléctricas
Celsia Colombia S.A. E.S.P.	Eléctricas
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	Eléctricas
CELSIA S.A. E.S.P.	Eléctricas
TRANSELCA S.A. E.S.P.	Eléctricas
Ecopetrol S.A.	Energía
Oleoducto Central S.A.	Energía
Occidental de Colombia, LLC	Energía
Canacol Energy Ltd	Energía
Transportadora de Gas Internacional S.A.	Energía
Vanti S.A. ESP	Gas
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	Gas
Promigas S.A. E.S.P.	Gas
Gases de Occidente S.A. E.S.P.	Gas
Surtidora de Gas del Caribe S.A. E.S.P.	Gas
Almacenes Éxito S.A.	Retail
Sodimac Colombia S.A.	Retail
Colombia Telecomunicaciones S.A. ESP	Servicios de telecomunicación
UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	Servicios de telecomunicación
Acerías Paz del Río S.A.	Acero
Aerovías del Continente Americano S.A.	Aviación
Carvajal Empaques S.A.	Empaques
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	Empresa de Servicios
Caracol Televisión S.A.	Entretenimiento
Tecnoglass Inc.	Materiales de construcción
Mineros S.A.	Oro
Enka de Colombia S.A.	Químicos
Organización Terpel S.A.	Retail Combustibles
Coomeva Entidad Promotora de Salud S.A.	Salud
Fabricato S.A.	Textil

Un proceso de insolvencia además de costoso es complejo

A continuación, encontrará un flujograma que ilustra cuáles son algunos de los pasos teóricos de un proceso de insolvencia. Si bien esto no debe tomarse como un consejo legal o como una guía sobre la evolución paso a paso un proceso de insolvencia común, si creemos que logra mostrar algunos de los aspectos más relevantes sobre el proceso de reorganización y de liquidación, como lo es la complejidad de los procesos. Este cuadro se elaboró con información de la Superintendencia de Sociedades sobre el [ABC del proceso de insolvencia](#) y de la ley 1116 de 2006. No olvide pasar el ratón sobre los comentarios en los recuadros para saber más sobre algunos de los aspectos más destacados.

Gráfico 8. El laberinto de un proceso de insolvencia



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

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

Juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

María Paula Campos

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

Maria.campos@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 Andrés Consuegra

Analista Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

Contacto Banca de Inversión

Jorge Eduardo Soto Pareja

Director Ejecutivo Banca de Inversión

(+57-1) 3538787 Ext. 6117

jorge.soto@corficolombiana.com

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.