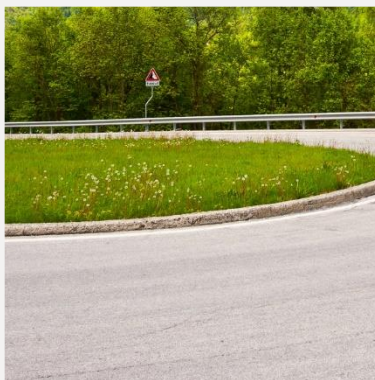


Informe Semanal

Infraestructura: Un motor necesario para la recuperación económica



19 de febrero de 2024

Infraestructura: Un motor necesario para la recuperación económica

Juan Camilo PardoAnalista Sectores y Sostenibilidad
juan.pardo@corfi.com**Camila Orbegozo**Directora Sectores y Sostenibilidad
maria.orbegozo@corfi.com**Julio Romero A.**Economista Jefe
julio.romero@corfi.com**César Pabón Camacho**Director Ejecutivo de
Investigaciones Económicas
cesar.pabon@corfi.com

- Los datos del PIB de 2023 confirmaron que la inversión mantuvo una tendencia negativa y se contrajo 24,8% anualmente, explicado mayoritariamente por el sector de construcción de obras civiles, que se contrajo por cuarto año consecutivo en 2023.
- El panorama de la inversión revela un riesgo sustancial sobre la capacidad de crecimiento de largo plazo de la economía colombiana, y pone de manifiesto la necesidad de trabajar conjuntamente sector público y privado para revertir esta situación.
- La construcción de infraestructura a través del modelo de APP ha sido determinante para el crecimiento de Colombia en la década pre-pandemia y para los logros tanto en materia de reducción de la pobreza como de sostenibilidad fiscal.
- La visión de largo plazo y la institucionalidad articulada de las APPs, en especial la claridad en las reglas de juego, consolidaron a Colombia como uno de los líderes globales en la construcción de grandes proyectos de infraestructura a nivel mundial.
- Proteger la institucionalidad en materia de APPs en infraestructura requiere certeza en las fuentes de financiamiento pactadas, como los recaudos de peajes y los compromisos de aportes a través de vigencias futuras.
- Celebramos que el gobierno expidiera el decreto de yerros para corregir las irregularidades en la liquidación del presupuesto de 2024 para infraestructura. No obstante, el impacto en cuanto a la parálisis de algunas obras públicas y el antecedente inédito de la no inclusión de los compromisos legales de vigencias futuras de la Nación genera un antecedente negativo para las perspectivas del sector.
- Es necesario reactivar grandes proyectos que se encuentran suspendidos y poner en marcha los proyectos 5G, que ya están estructurados y en fases adelantadas. Asimismo, garantizar el cumplimiento de los cronogramas de ejecución de los proyectos existentes de obra pública y cofinanciados por la Nación y gobiernos locales.

El Producto Interno Bruto (PIB) de Colombia registró un avance anual de 0,6% en todo el 2023, lo que confirma una fuerte desaceleración desde el crecimiento de 7,3% en 2022. Como esperábamos, la mayor parte de la desaceleración provino de un menor ritmo de avance del consumo privado. Este componente creció 1,1% en el 2023 vs 10,7% en el 2022. Por su parte, la inversión evidenció un retroceso de 24,8% y continúa 22,8% por debajo de los niveles pre-pandemia. Sin lugar a duda, este es el componente del PIB que más nos preocupa. Como lo hemos discutido en anteriores ocasiones, el aumento de las tasas de interés no es la única causa detrás de la contracción de la inversión; también lo son el deterioro en las condiciones para invertir debido a la alta carga tributaria y la incertidumbre regulatoria (ver [Informe Semanal. Riesgos para el crecimiento de largo plazo en Colombia](#)).

Crecimiento antes y después de la pandemia

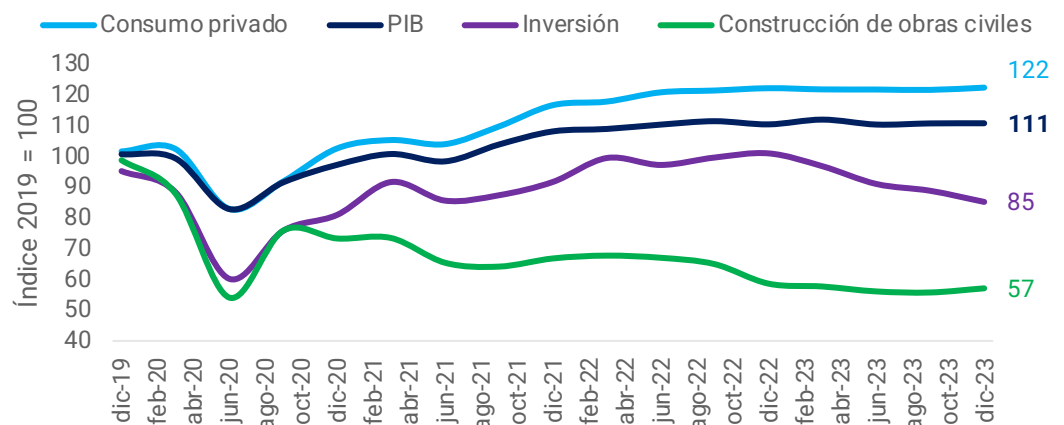
Cuatro años después del inicio de la pandemia aún estamos comprendiendo sus efectos sobre el aparato productivo. En Colombia, luego de la contracción histórica de 7,3% en 2020, la economía tuvo una recuperación sobresaliente respecto a sus pares en América Latina, con expansiones de 11,0% en 2021 y 7,3% en 2022. Fue tal la magnitud del repunte que la actividad productiva superó el nivel que habría tenido si hubiera mantenido la tendencia de crecimiento que registraba antes de la llegada del COVID-19. En la década prepandemia, la economía colombiana creció en promedio 3,7% anual, en un contexto de relativa estabilidad de la inflación y las tasas de interés, en el que además el país logró la calificación de grado de

19 de febrero de 2024

inversión y tuvo condiciones favorables para la inversión privada, especialmente en sectores como la construcción de infraestructura y el minero-energético.

Las obras civiles explican una buena parte del desplome secuencial de la inversión en el país. Este sector se contrajo en 2023 por cuarto año consecutivo y registró una caída de 12,3%. A su vez, es el sector más rezagado de la economía y se ubica 42% por debajo de niveles de 2019 (Gráfico 1).

Gráfico 1. PIB total, consumo, inversión y obras civiles.



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana

Según los resultados del Índice de Producción de Obras Civiles (IPOC), la construcción de carreteras y puentes explicó un 80% de la caída del sector en 2023, reportando un decrecimiento de 17% en todo el año. Esto estuvo soportado en la baja ejecución pública del Inviás, en la disminución del ritmo de construcción de los proyectos locales y en la desaceleración de la ejecución de los proyectos 4G, por el ciclo normal de estos proyectos.

Ante este escenario, resulta imperativo diseñar un plan de acción contundente para revitalizar la actividad productiva del sector. Las obras civiles destacan por tener uno de los mayores multiplicadores económicos a nivel sectorial. A su vez, son un componente fundamental para la competitividad y la productividad del país, desempeñan un papel relevante en la generación de encadenamientos y tienen un impacto positivo en el empleo y la reducción de la pobreza. En última instancia, constituyen el motor que necesitamos para impulsar la recuperación económica.

Vale la pena recordar el papel fundamental de la infraestructura en el bienestar y desarrollo del país. Benavides y Pabón (2023) encuentran que por cada incremento de la inversión en infraestructura del 0,7% del PIB en promedio anual durante los próximos 10 años, la tasa de crecimiento económico aumentaría en 1 punto porcentual. Esto se traduciría en una reducción promedio de la tasa de desempleo de 0,8 puntos porcentuales y una reducción de la tasa de pobreza de 0,6 puntos porcentuales.

Riesgos sobre la financiación de infraestructura mediante APPs

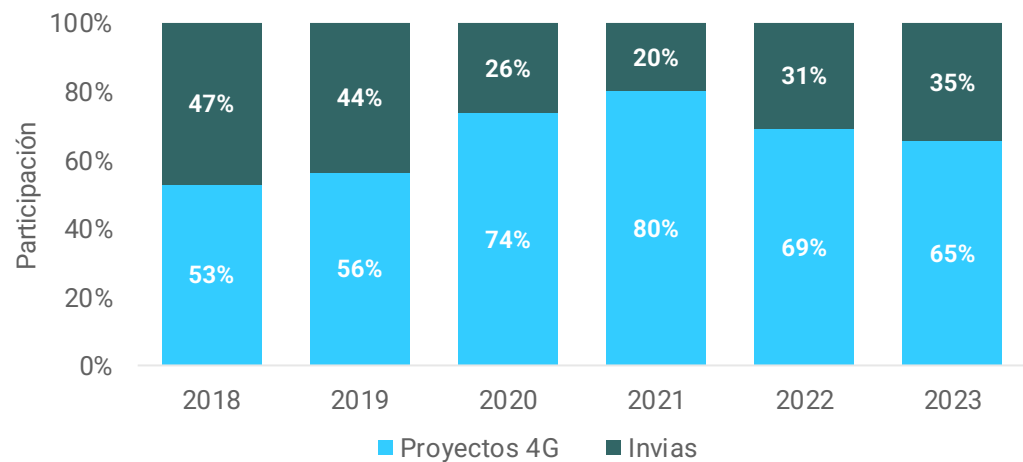
Para fomentar el desarrollo del sector de infraestructura en el país, que demanda una planeación a largo plazo con inversiones de gran escala, es esencial que el gobierno asegure

19 de febrero de 2024

el entorno institucional y respete las reglas del juego. Específicamente, las Asociaciones Público-Privadas (APP), un modelo exitoso, han surgido con base en estas premisas. En las últimas décadas, las APPs fueron un mecanismo determinante en los proyectos de construcción de infraestructura en el país, que de otro modo habrían sido inviables, dada la limitación presupuestaria del Gobierno. Según cálculos de Pabón y Benavides (2023), durante el siglo XX la inversión promedio en infraestructura de transporte representaba el 1,0% del PIB. Sin embargo, desde la adopción de las APPs, se ha observado un incremento significativo, alcanzando el 2,4% en 2012 y manteniéndose por encima del 1,5% hasta 2021.

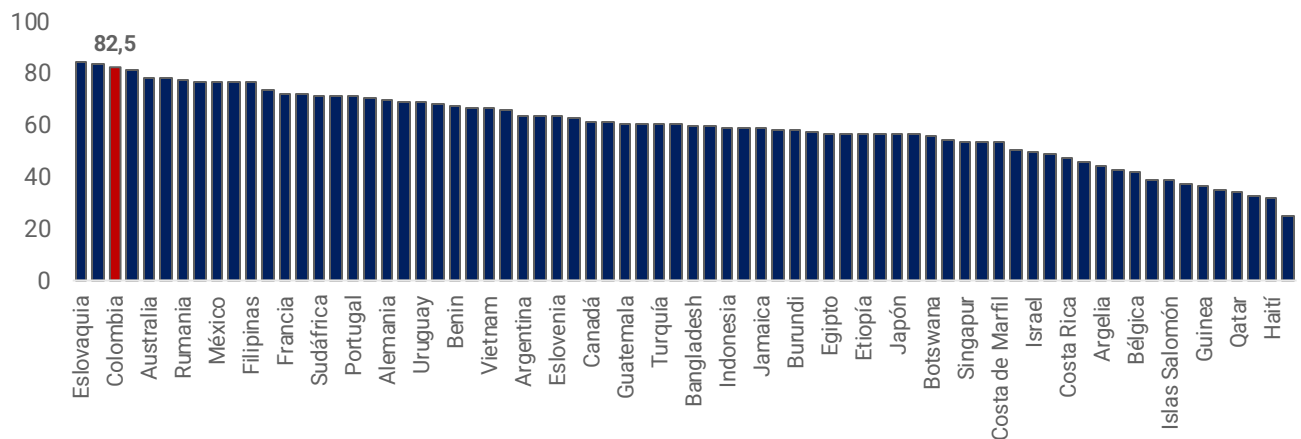
Este modelo ha impulsado una inversión sin precedentes en infraestructura de transporte, permitiendo la construcción de cerca de 10 mil km de vías primarias, que no hubiera posible construirse con obra pública por las restricciones fiscales del país. De hecho, como se puede observar en el Gráfico 2, durante los últimos seis años, la dinámica del subsector carretero ha estado determinada en gran medida por el avance de las Concesiones 4G¹.

Gráfico 2. Participación de la inversión en infraestructura vial a nivel nacional



Fuente: ANI, GPI (Mintransporte), Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 3. Grado de desarrollo de proyectos APP



Fuente: Banco Mundial. Elaboración Corficolombiana

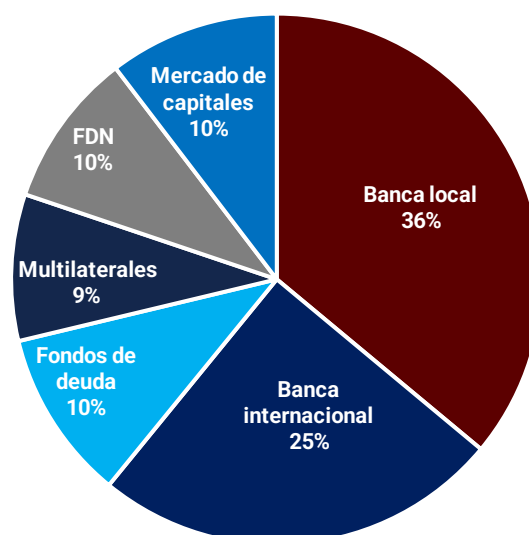
¹ Funcionan bajo el esquema APP

19 de febrero de 2024

A su vez, la visión de largo plazo y la institucionalidad articulada alrededor del mecanismo APP han contribuido a posicionar a Colombia como un referente en la construcción de grandes obras de infraestructura. De acuerdo con el Banco Mundial, en el ámbito de los proyectos APPs, Colombia ocupa el tercer lugar entre 72 países, solo superado por Eslovaquia e Italia, lo que resalta su posición destacada a nivel mundial (Gráfico 3).

El éxito de este modelo ha generado una elevada confianza en inversionistas y financiadores, permitiendo la diversificación de fuentes de recursos y mejores tasas de financiación. Específicamente, el programa de concesiones 4G se apoya en diversas fuentes e instrumentos de fondeo, incluyendo la participación de la banca local y extranjera, el mercado de capitales, los fondos de deuda, los bancos multilaterales y los inversionistas institucionales (Gráfico 4). En este contexto, las APPs han contribuido a dinamizar los mercados mediante la introducción de instrumentos de deuda más adecuados a las condiciones de los proyectos.

Gráfico 4. Fuentes de deuda – Proyectos 4G



Fuente: FDN, Página de cada Concesión, LatinFinance, KPMG, Medellin Herald, InfraPPP. Bnamericas, Oxford Business Group. Cálculos: Corficolombiana.

Además, el esquema logra una distribución eficiente de riesgos entre el inversionista privado y el Estado, como lo hemos analizado (ver [Informe. Presente y futuro del financiamiento de la infraestructura de transporte en Colombia: 4G y 5G](#)). Esto ha posibilitado un progreso efectivo en la mayoría de los proyectos, llegando al punto en que el programa 4G muestra un avance promedio de obra del 78%, con una ejecución asociada en Capex de \$37 billones de pesos. Nunca en la historia del país se había ejecutado una suma similar en un solo programa de infraestructura.

La participación privada en infraestructura requiere certeza

Los avances y contribuciones de la inversión privada en APPs enfrentan una amenaza significativa debido a la incertidumbre generada por la ausencia de desagregación de los proyectos del sector en el Decreto de Liquidación, recientes declaraciones en cuanto a la intención de renegociar compromisos de Vigencias Futuras por parte de la Nación y la brecha persistente en los cobros de peajes, correspondientes a los incrementos inflacionarios pactados en los contratos. Esta coyuntura ha prendido las alarmas dentro del sector, no solo

19 de febrero de 2024

generando dudas respecto a la senda de posible recuperación del sector, sino poniendo en riesgo la fortaleza de la institucionalidad construida entorno a las APPs en el país.

Del total aprobado en el Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2024 de \$503 billones de pesos, \$16,7 billones de pesos corresponden al sector de transporte. De este monto, \$13,6 billones fueron asignados a gastos de inversión, dirigidos a proyectos y programas concesionados y de obra pública. No obstante, en el Decreto de Liquidación del PGN 2024 no se efectuó la desagregación de \$13,2 billones de pesos, correspondientes a 105 proyectos y 5 programas de infraestructura vial, ferroviaria y fluvial².

Dentro de los proyectos más significativos que se vieron afectados por esta incertidumbre presupuestal se encuentran 20 Concesiones viales de cuarta generación (4G), la Primera Línea del Metro de Bogotá (PLMB), el Metro Ligero de la 80 en Medellín, el Regiotram de Occidente y el Plan de vías terciarias *Caminos Comunitarios de la Paz*, los cuales acumulan el 70% (\$8,7 billones de pesos) del monto total.

La ausencia de las partidas dentro de Decreto de Liquidación del PGN 2024 supuso una parálisis de la obra pública en los primeros dos meses del año, en la medida en que las entidades no pueden girar recursos en ausencia del Certificado de Disponibilidad Presupuestal (CDP) que se respalda en dicho decreto. Acertadamente, el Gobierno Nacional emitió el jueves 15 de febrero de 2024 el Decreto de yerros discriminando las partidas correspondientes de inversión del sector.

En cuanto a las obras con participación del sector privado, es relevante explicar que las principales fuentes de ingresos del modelo APP en el país son los peajes (en iniciativas públicas y privadas) y las Vigencias Futuras (VF)³ (en iniciativas públicas). Las VF son un respaldo de la Nación que mejora el perfil financiero de los proyectos al establecer un flujo de ingresos independiente del riesgo de tráfico, con una fuente de pago equiparable al riesgo soberano de Colombia. Esta característica es relevante, ya que dicha diversificación de ingresos ha contribuido a atraer capital extranjero y diversos instrumentos de financiamiento en los últimos años. Dado que estas fuentes soportan la sostenibilidad financiera de los proyectos, la certeza y respaldo legal de este instrumento garantiza la estabilidad y sostiene la confianza inversionista.

Como se observa en el Gráfico 5, los compromisos de VF de la Nación con los proyectos en curso bajo el esquema de APP representan el 35% del total autorizado para el periodo 2024-2029. Estos recursos movilizan y apalancan grandes inversiones del sector privado que son las que han permitido la construcción de obras de infraestructura de gran magnitud durante la última década en Colombia.

Otro ejemplo de la incertidumbre que ensombrece las perspectivas del sector se dio cuando el Gobierno anunció la congelación de las tarifas mediante el decreto 050 en enero de 2023, lo que se estima podría generar una contingencia fiscal de 10-\$14 billones en las finanzas estatales, equivalente al déficit de largo plazo a favor de los concesionarios. Al respecto, es necesario recordar que, aunque ya se corrigió el primer congelamiento, está pendiente la

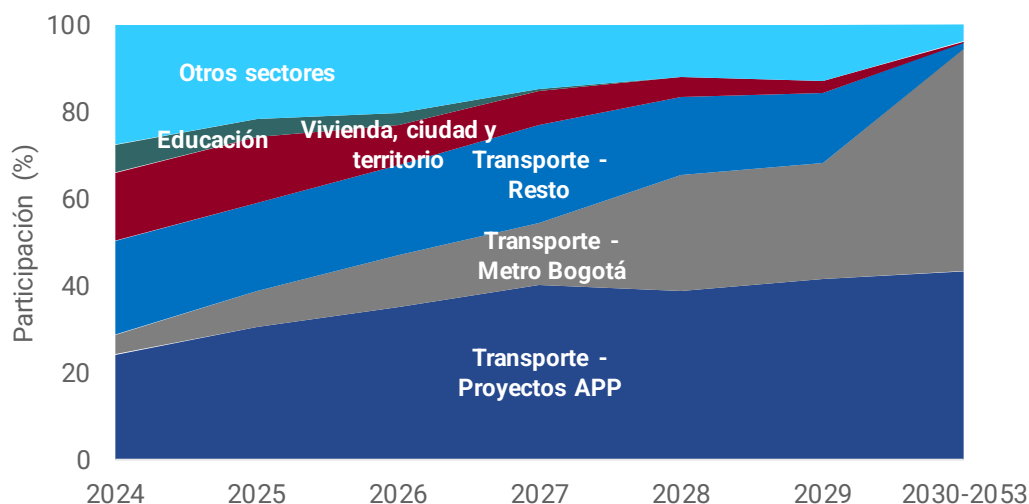
² Para el total de proyectos se esperaba que fueran asignados \$12,8 billones de pesos, distribuidos en \$7,1 billones para 24 obras de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), \$3,6 billones para 70 proyectos del Instituto Nacional de Vías (Invías) y \$2,0 billones para 11 obras cofinanciadas.

³ Las vigencias futuras se refieren a compromisos de gasto que el Gobierno asume para periodos presupuestarios futuros. En el contexto de la administración pública y la gestión presupuestaria, las vigencias futuras son utilizadas para autorizar y comprometer recursos financieros que se ejecutarán en el futuro, más allá del periodo fiscal actual.

19 de febrero de 2024

nivelación de inflación de cierre de año de 2023 (9,3%). En la medida que no se corrija rápidamente, se convierte en otro déficit a favor de los concesionarios.

Gráfico 5. Participación por sectores de autorizaciones VF – Inversión 2024-2056



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023. Elaboración: Corficolombiana

En resumen, mantener la consistencia de las reglas del juego genera confianza en los inversionistas, tanto nacionales como internacionales. Cuando los inversionistas perciben un entorno estable y predecible, están más dispuestos a comprometer sus recursos financieros en proyectos de infraestructura de largo plazo. Por el contrario, si las reglas cambian de manera impredecible, los agentes pueden volverse reticentes a participar en nuevos proyectos, lo que podría limitar el desarrollo y la modernización de la infraestructura del país.

El papel de la obra pública y de las administraciones locales en la reactivación del sector

La reactivación de la inversión en infraestructura nacional requiere la combinación de multiplicidad de actores y mecanismos. Es imprescindible movilizar la inversión privada y pública. Además del respaldo y fortalecimiento del modelo de APPs del país, la obra pública nacional y territorial desempeñarán un papel crucial.

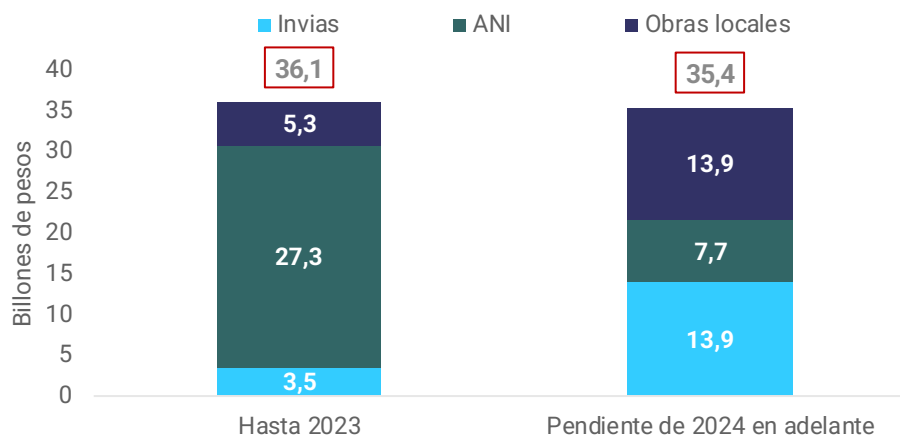
Los proyectos de obra civil existentes tienen un potencial significativo para impactar el crecimiento del país y del sector. Según nuestras estimaciones, los proyectos del Invia y las obras a cargo de las administraciones locales tienen un Capex pendiente por ejecutar de \$27,8 billones de pesos (1,8% del PIB), lo que representa el 80% del total faltante por ejecutar dentro del sector de infraestructura de transporte en el país (Gráfico 7). Este monto es equivalente al 60% del programa 4G, al 28% del Presupuesto General de la Nación destinado a inversión o al 230% de los gastos por inversión destinados a la Primera Línea del Metro de Bogotá.

Como ya se mencionó, el programa 4G muestra un avance promedio de obra del 78%, con una ejecución asociada en Capex de \$37 billones de pesos. En este sentido, el gobierno tiene una gran oportunidad para generar empleo, aumentar la demanda agregada y reactivar la economía. Además, de incrementar la calidad de vida de la población, el desarrollo de infraestructura aumenta el crecimiento de la actividad económica en las regiones, lo que

19 de febrero de 2024

resulta en un incremento de los ingresos fiscales a largo plazo. A su vez, la infraestructura reduce los costos operativos del gobierno. Por ejemplo, carreteras, vías férreas y transporte fluvial disminuyen los costos de mantenimiento y mejoran la eficiencia logística, lo que ahorra dinero al gobierno a lo largo del tiempo. En resumen, la infraestructura mejora el perfil fiscal.

Gráfico 6. Capex ejecutado en proyectos



Fuente: Ministerio de Transporte, ANI, Invias, Alcaldía de Bogotá, IDU, Regiotram de Occidente, Empresa Metro de Bogotá. Cálculos: Corficolombiana. *Estos cálculos incluyen las obras públicas del Invias en la plataforma del Ministerio de Transporte (GPI), la ANI (concesiones 4G de iniciativa pública), la Primera Línea del Metro de Bogotá, el Metro ligero de la 80 de Medellín, Regiotram de Occidente y la troncal de la 13.

La reactivación inmediata del sector, teniendo en cuenta que lleva cuatro años consecutivos contrayéndose, requiere de un impulso a proyectos que se puedan activar e impactar de forma más inmediata. Para ello, es importante destrabar obras públicas del Invias, del programa de concesiones 4G y de las administraciones locales que se encuentran paralizadas, y capitalizar los avances de estructuración y licitación de los proyectos 5G.

Adicionalmente, celebramos que el gobierno expidiera el decreto de yerros para corregir las irregularidades en la liquidación del presupuesto de 2024 para infraestructura. Sin embargo, el antecedente inédito de la no inclusión de los compromisos legales de vigencias futuras de la Nación genera una sombra sobre las perspectivas del sector. Es por esto que, consideramos relevante que el gobierno asegure el entorno institucional y respete las reglas del juego con el fin de generar confianza inversionista y atraer capitales al sector.

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

Cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corfi.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Jose Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

Jose.mojica@corfi.com

Daniela Valentina Hernández

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

daniela.hernandez@corfi.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Finanzas Corporativas

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corfi.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corfi.com

Andres Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

19 de febrero de 2024

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, 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 supuestos, 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 PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, 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.

CORFICOLMBIANA 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. Corfi colombiana 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 CORFICOLMBIANA, 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.