

FINANZAS CORPORATIVAS: Repensando el 2020

Contenido

- I. EDITORIAL (pg. 3)
- II. ¿A QUIÉN LE IMPORTAN Y QUÉ SON LAS FINANZAS CORPORATIVAS? (pg. 5)
- III. DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD (pg. 11)
- IV. DECISIONES DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO (pg. 21)
- V. RECUADRO DE IMPUESTOS CORPORATIVOS (pg. 28)
- VI. GESTIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO (pg. 29)

Director del Informe	Rafael España Amador Director Finanzas Corporativas (+57-1) 3538787 Ext. 6195 rafael.espana@corficolombiana.com
Analistas	Daniel Espinosa Castro Analista de Finanzas Corporativas (+57-1) 3538787 Ext. 6191 daniel.espinosa@corficolombiana.com Sergio Consuegra Nigrinis Analista de Inteligencia Empresarial (+57-1) 3538787 Ext. 6197 sergio.consuegra@corficolombiana.com
Portada	Lukas Vargas
Diagramación	Consuelo Lozano González consuelo.lozano@formasfinales.com
Impresión	Citygraf Impresores Ltda. Bogotá Colombia Diciembre de 2019

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas
Corficolombiana S.A.

Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.corficolombiana.com

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2019
Todos los derechos reservados ©

Editorial: repensando el 2020 desde las finanzas corporativas

José Ignacio López

Desde hace un par de años el área de Investigaciones Económicas de Corficolombia decidió crear un equipo de Finanzas Corporativas con el objetivo de ofrecerles a nuestros clientes, y al público general, un análisis centrado en la toma de decisiones de manejo financiero y de la gestión del riesgo de las empresas. La mayoría de los productos de investigación de los grupos de investigación económica del país toman como centro de análisis las decisiones de inversión financiera y al inversionista. La apuesta de nuestro equipo de Finanzas Corporativas es fundamentalmente diferente y parte del estudio de las complejas decisiones que enfrentan no los inversionistas sino las empresas. Las Finanzas Corporativas se ocupan, entre otros temas, de la estructura óptima del financiamiento de las compañías, del análisis de los costos de endeudamiento y del capital propio, así como de los instrumentos financieros que permiten mejorar la gestión de capital y las consideraciones tributarias.

El equipo de Finanzas Corporativas ha incursionado en estos temas de forma novedosa, complementando nuestro portafolio de productos de investigación. Esta guía es una muestra de varios de los análisis que el equipo de Finanzas Corporativas ha venido adelantando, en un recorrido de preguntas prácticas y relevantes de temas financieros que apenas comienza.

Exponemos de manera sencilla varios temas relevantes a la hora de toma de decisiones financieras e invitamos a las empresas a repensar el 2020 desde una nueva óptica. Como se hace mención en este informe, 2019 fue un año extraordinario en términos de emisiones de bonos corporativos del sector real, con un aumento de más del 18%, en una coyuntura donde el crédito comercial tuvo un tímido crecimiento cercano al 1%. La dinámica de la deuda estuvo acompañada de una reducción en las tasas de interés que permitió el refinanciamiento de pasivos en mejores condiciones. Adicionalmente, los mercados financieros mediante los contratos forwards de tasas de interés sugieren que las condiciones de financiamiento en 2020 pueden ser menos favorables. Nuestro equipo de Macroeconomía y Mercados coincide en dicho pronóstico. En esta guía usted encontrará

un análisis de cómo enfrentar este panorama retador en términos de endeudamiento financiero.

Un caso similar ocurre con los recursos propios. Los inversionistas, en particular aquellos que acceden a diferentes mercados, les exigen a las empresas una rentabilidad de los recursos. Aquí discutimos la reducción de 460 puntos básicos exigida por los recursos propios, también denominada costo del capital propio. Esta reducción se da en un contexto de una menor prima de riesgo país y a pesar de un aumento en la prima cambiaria. Entender y monitorear dicha rentabilidad exigida, así como la incertidumbre propia que la define, es una herramienta clave para el manejo financiero de cualquier empresa.

Otra dimensión importante, muchas veces ausente de la discusión, tiene que ver con el análisis sobre qué tan deseable es que las empresas aumenten su endeudamiento financiero. Este estudio parte del análisis de los riesgos que implica un mayor apalancamiento, pero también se extiende al examen de si menores tasas de interés deben llevar a las empresas a tomar mayores deudas financieras. El equipo de Finanzas Corporativas presenta en esta guía un estudio de las decisiones de endeudamiento financiero de una muestra de 27 de las empresas más grandes del sector real de nuestro país, y encuentra que, si bien en 2019 la solidez financiera de dichas empresas aumentó al reducir la deuda/ EBITDA en varios puntos, no es claro que en los últimos años dichas empresas hayan optimizado su estructura de balance.

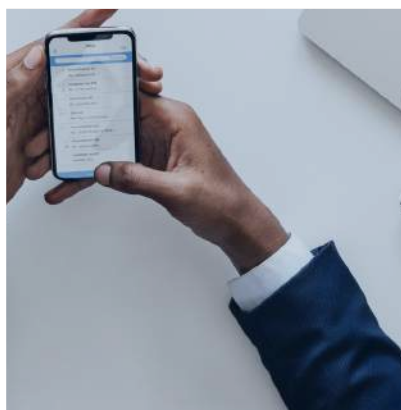
Finalmente, se discute en los últimos capítulos como la gestión financiera puede hacer uso de productos financieros como el descuento de factura y de políticas de cobertura, como el uso de derivados, para mitigar diferentes tipos de riesgo.

Como puede verse, este informe es un complemento a nuestro tradicional informe de proyecciones, que busca brindarles a nuestros clientes y a las empresas del país nuevas herramientas para tomar decisiones financieras en la coyuntura actual. Esperamos que cada uno de los lectores de esta guía, encuentre el análisis aquí presentando relevante. Los invito a visitar con frecuencia nuestra nueva página web donde pondrá encontrar actualizaciones y nuevos informes de nuestro equipo de Finanzas Corporativas.

¿A QUIÉN LE IMPORTAN Y QUÉ SON LAS FINANZAS CORPORATIVAS?



- ▶ [¿Por qué repensar este 2020 desde el punto de vista de las Finanzas Corporativas?](#)
- ▶ [De la teoría a la práctica: ¿cuál es el riesgo?](#)



▶ 3 preguntas

que involucran a los financieros de las empresas y se relacionan con la rentabilidad de sus inversiones, forma de financiamiento y su capital de trabajo

¿A QUIÉN LE IMPORTAN Y QUÉ SON LAS FINANZAS CORPORATIVAS?

Rafael España Amador

Si usted es empresario o trabaja en el área financiera de una compañía del sector real, bien sea en planeación, tesorería o gestión de impuestos, posiblemente una de las siguientes 3 preguntas se le pasa por la mente de vez en cuando:

- ▶ Dado el riesgo que asume la compañía, ¿son realmente rentables nuestras inversiones?
- ▶ La mezcla de deuda y capital de los accionistas que la compañía usa para financiar esas inversiones, ¿es eficiente?
- ▶ ¿Los recursos de corto plazo son manejados de forma correcta o hay alguna fuga que no vemos?

Pues bien, encontrar las respuestas a esas preguntas es exactamente la esencia de las Finanzas Corporativas y, en Investigaciones Económicas de Corficolombiana, utilizamos las soluciones que propone la teoría para aplicarlas al contexto de los empresarios colombianos sin perder el enfoque en la parte práctica.

¿Por qué repensar este 2020 desde el punto de vista de las Finanzas Corporativas?

Después de varios años de mercados financieros caracterizados por una materialización de riesgos, como la reducción de los precios del petróleo en 2016, durante el 2019 se abrió una ventana de oportunidad para que los empresarios colombianos aprovechen con prudencia el bajo costo de los capitales internacionales y el aumento en apetito generalizado por activos de riesgo en Colombia.

Creemos que 2020 continuará ofreciendo todos los platos del menú financiero sin muchas restricciones, sobre todo a las grandes empresas. Por un lado, en los mercados de deuda hay amplia liquidez, las tasas de interés para deuda de largo plazo están en niveles históricamente bajos y, en el mercado accionario local es fácil percibir el apetito por riesgo. Por otro lado, a pesar de la volatilidad en la tasa

de cambio peso-dólar, las primas de riesgo por activos en Colombia se encuentran en niveles bajos.

Esto no quiere decir que todas las empresas deban aumentar el nivel de endeudamiento, buscar capitalizarse de inmediato, o asumir riesgos de tasa de cambio. No creemos que ese sea necesariamente el camino que seguir. El enfoque que en Finanzas Corporativas de Corficolombiana queremos plasmar de forma clara es: **las empresas pueden gestionar el riesgo de mercado con instrumentos financieros**. Es hora de repensar si los factores que usualmente se consideran externos a la gerencia, como la tasa de cambio o la disponibilidad de financiamiento a corto plazo, realmente son factores que no se pueden gestionar con una aproximación financiera técnica.

Estamos en el siglo XXI y, aunque gestionar un negocio en Colombia es más complicado que en muchos otros países¹, hoy en día los directivos de muchas empresas en Colombia pueden darse el lujo de elegir el nivel y el tipo de riesgo financiero al que desean exponer a sus compañías, por ejemplo, al riesgo de tasa de cambio o al de una subida en el costo de los recursos financieros, sin depender de los vaivenes del mercado o peor, del gobierno de turno.

En este sentido creemos que, en 2020, los encargados de las áreas financieras de las compañías en Colombia deben aproximarse a los tres grandes temas de las Finanzas Corporativas de la siguiente manera:

► Dinero fácil

No se requieren altas rentabilidades para atraer inversionistas porque los mercados tradicionales de renta fija no ofrecen altos retornos en la actualidad

► En términos de presupuestar o definir cuáles de las inversiones o proyectos generan valor económico² no se requiere mucha rentabilidad para que un proyecto sea atractivo. Durante 2019, y probablemente en el 2020, grandes inversionistas, como los fondos mutuos internacionales o los principales bancos de inversión, puede que no tengan muchas alternativas de inversión que generen rentabilidades atractivas. En los últimos cuatro años, no solo la

¹ La edición del 2020 del Doing Business Rank que elabora el Banco Mundial muestra que hay 66 países en los cuales las condiciones para hacer negocios son más favorables que en Colombia.

² Para este documento, la diferencia entre el valor económico y el valor contable la determinamos con el retorno adicional al costo de oportunidad de invertir el dinero en proyectos con riesgo similar.

▶ Ni mucho, ni poco

El nivel de deuda óptimo no necesariamente se alcanza cazando tasas de interés bajas. Existen otros criterios.

▶ No afecte a sus clientes

Existen mecanismos para gestionar el capital de trabajo que no transmiten el riesgo financiero a sus clientes

rentabilidad que ofrecen inversiones de bajo riesgo como los Bonos del Tesoro de Estados Unidos se ubica en niveles mínimos, sino que las primas de riesgo para activos en Colombia reflejan una marcada tendencia decreciente. Así los grandes inversionistas locales y extranjeros solo pueden mejorar sus rentabilidades si aceptan invertir en Colombia u otras economías emergentes a precios a los que antes no aceptaban.

- ▶ Ahora, al hablar de una estructura de capital ideal, desde hace unos 60 años se crearon varias recetas o prescripciones conocidas que en teoría permiten encontrar la mezcla perfecta entre deuda financiera y capital propio. Lo interesante es que las compañías en Colombia parecen no seguir esa receta técnica, sino responder a otros criterios más cortoplacistas y reactivos. Creemos que 2019 y 2020 son años en los que los ingredientes para la receta óptima se pueden encontrar en mercados financieros con margen de maniobra. Comparado con la historia reciente, no estamos en años de escasez que no permitan “combinar opciones”.
- ▶ Por último, en términos de gestión del capital de trabajo, transmitir el riesgo de los mercados financieros a los precios puede terminar en oportunidades de mercado perdidas o en márgenes financieros volátiles, más aún en un mundo en el que la economía digital está tocando las puertas de casi todos los sectores. Dos mecanismos que desvían ese cambio de precios del cliente al sistema financiero son: el descuento de facturas y una política de coberturas cambiarias.

De la teoría a la práctica: ¿cuál es el riesgo?

Se podría decir que la etapa fundacional de las Finanzas Corporativas se concentra en 21 años, entre 1952 y 1973. Para ser exactos Harry Markowitz, Franco Modigliani, Merton Miller, William Sharpe, Jack Treynor y Eugene Fama se encargaron de plantear en términos matemáticos que la gestión de riesgo financiero y el retorno de una inversión depende el uno del otro. Antes de estas contribuciones a la teoría financiera, no era obvio –era una especie de regla práctica– que evitar poner todos los huevos en la misma canasta afectaba la rentabilidad y el riesgo de un negocio.

► Teoría a prueba

La práctica ha demostrado que los seres humanos no tomamos decisiones como los modelos financieros esperaban

Sin embargo, desde 1973 ha corrido agua bajo el puente, la aplicación de esa teoría no ha sido fácil y en muchos casos no ha funcionado como se esperaba. La práctica ha tenido que pulirse luego de varias crisis financieras y otros enfoques teóricos que la pusieron a prueba, en particular aquellos relacionados con la forma en la que los individuos y las empresas evalúan el riesgo y toman decisiones. El mundo empresarial y los agentes no gestionan los riesgos exactamente cómo los modelos financieros predicen. Entre la teoría y la forma en que las empresas operan el día a día todavía habita el arte. Consideramos que es una labor de los profesionales financieros acompañar a las compañías para que puedan gestionar sus riesgos con un enfoque más técnico.

Los invitamos a que visiten nuestra nueva página web en donde el equipo de Finanzas Corporativas publica regularmente análisis sobre los temas aquí planteados. En ellos incorporamos puntos de vista de diferentes profesiones, empresas y sectores, sin alejarnos de un lenguaje acorde al contexto colombiano. El objetivo es desmitificar la teoría y conectarla con los productos financieros que ofrece el mercado de capitales colombiano.

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

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Monedas y Commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@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

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 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

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 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.

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.

FINANZAS CORPORATIVAS
REPENSANDO EL 2020



Descargue el informe [aquí](#)

investigaciones.corficolombiana.com

www.corficolombiana.com