

ADMINISTRACIÓN DE RIESGO CAMBIARIO

Empresario, ¿qué nivel de dólar está esperando para implementar una política de riesgo cambiario?

- El riesgo cambiario al que están expuestas muchas compañías en Colombia es uno de los temas que más preocupa a los empresarios y accionistas
- Creemos que una política de administración de riesgo cambiario (Política de ARC) **enfocada en el accionista** es una gran herramienta para maximizar el valor de su empresa
- Aunque el dólar superó la barrera de los 3.500 pesos por dólar en 2019, la volatilidad se ubicó dentro de los parámetros usuales

Uno de los temas que más preocupa a los empresarios colombianos es el tipo de cambio y con buena razón: 2019 se convirtió en el año en que la TRM llegó a su máximo histórico. Por lo tanto, es común que a los analistas financieros, economistas y gerentes nos lleguen preguntas como: ¿hacia dónde se dirige el dólar?, ¿qué tipo de cobertura cambiaria es la más adecuada para mi empresa?, ¿es realmente necesario hacer una cobertura o existen otras alternativas?

Es natural hacerse estas preguntas. Después de todo, un cambio súbito en la tasa de cambio para una empresa expuesta a moneda extranjera (ME) puede decidir el destino de esta. Por esta razón, el equipo de Finanzas Corporativas de Investigaciones Económicas, con la ayuda de traders, contadores y analistas de riesgo de Corficolombiana, se puso en la tarea de estudiar por qué una Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) es fundamental para cualquier empresa expuesta a ME. En el presente documento usted encuentra:

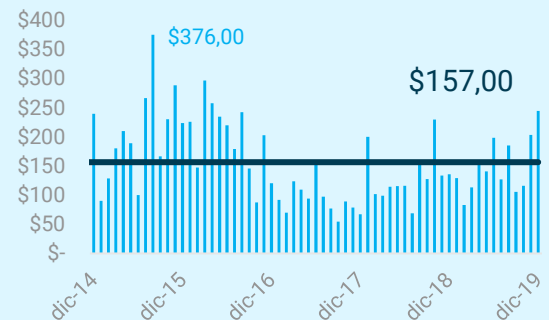
- 1) Una guía rápida que le permita considerar qué tipo de Política de ARC es la más adecuada dependiendo del perfil del accionista y de las necesidades de su empresa. ([pag. 6](#))
- 2) Un ejemplo de cómo una compañía importadora colombiana con exposición a ME debe enfocarse en el accionista para emplear una Política de ARC al momento de tomar decisiones. ([pág. 9](#))

Como cada compañía posee un perfil de riesgo diferente, lo invitamos a que se comunique con el equipo de Finanzas Corporativas y la Mesa de Dinero de Corficolombiana, en donde analistas y *traders* experimentados incorporan los detalles de su negocio con el fin de evaluar la política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) que mejor se adapta a las necesidades de su empresa.

\$157

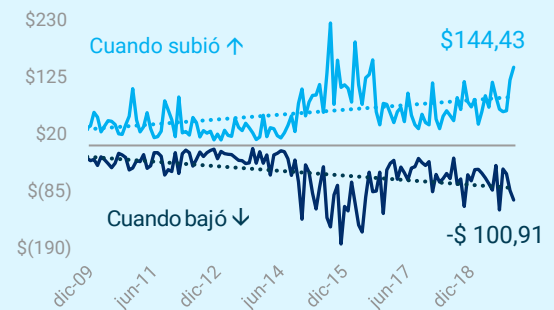
ha sido la diferencia típica entre el máximo y el mínimo del dólar en un mes

2019 no fue un año atípico para la volatilidad del dólar



Fuente: Banco de la República, Cálculos Corficolombiana. Diferencia entre la TRM máxima y mínima de cada mes

El dólar ha sido un yo-yo que subió con más fuerza de lo que cayó



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Definición: Cuando subió es la diferencia entre TRM máxima y promedio del mes. Cuando bajó es diferencia entre la TRM mínima y promedio del mes.

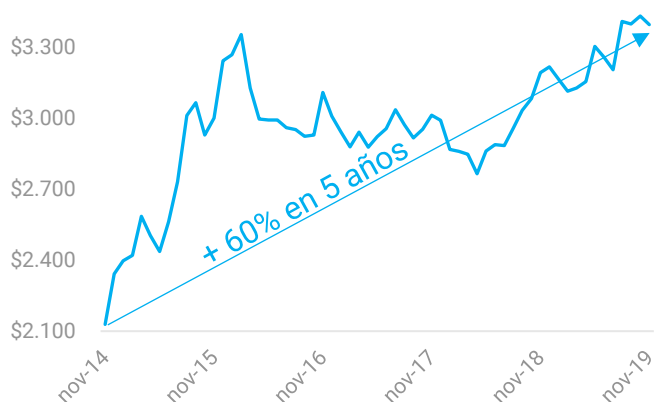
Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

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

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

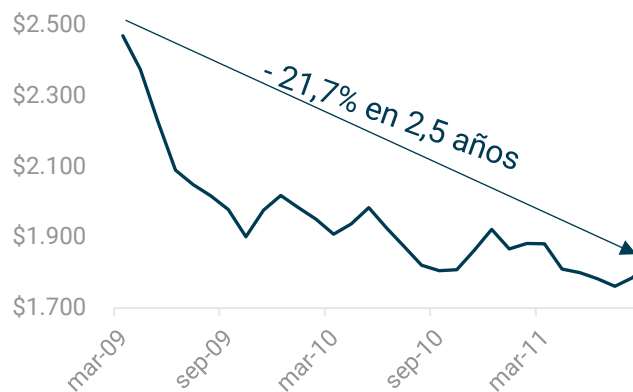
Rafael España Amador
 Director de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

Gráfico 1. En los últimos 5 años, la tendencia del peso frente al dólar ha sido la devaluación. Se devaluó 60% desde \$2.128 hasta \$3.397



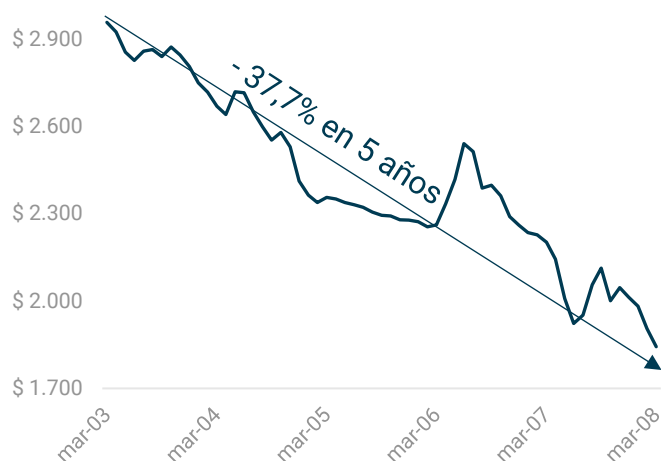
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 2. Sin embargo, la devaluación del peso colombiano no siempre ha sido la norma. Tuvimos momentos de revaluaciones aceleradas



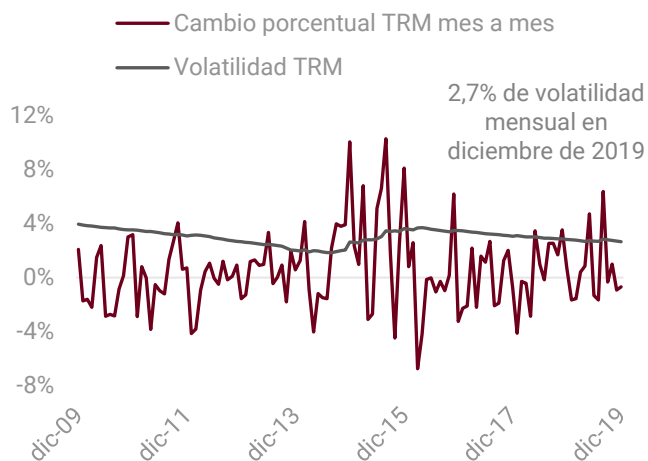
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 3. También se han visto periodos de revaluación que duraron varios años. La vida no es solo devaluación



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 4. La única constante, es que el dólar es volátil. Hoy, no hay más volatilidad que la usual.



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Mayor explicación sobre esta gráfica en nuestra nota metodológica

Tabla 1. Pronósticos de tasa USD-COP por parte de diversos bancos

BANCO CONTRIBUYENTE	T1 20	T2 20	T3 20	T4 20	2021	2022	2023
Corficolombiana	3.299	3.341	3.377	3.350	3.383	3.416	3.449
Citigroup	3.440	3.446	3.416	3.386	2.950	2.850	2.848
Banco de Bogotá	N/A	N/A	N/A	2.950	2.985	3.015	N/A
BBVA	3.390	3.355	3.325	3.370	3365	N/A	N/A
JPMorgan Chase	3.450	3.500	3.550	3.600	N/A	N/A	N/A
Barclays	3.425	3.425	3.475	3.525	3.350	3.250	3.100
Morgan Stanley	3.250	3.150	3.250	3.250	3.140	N/A	N/A
Wells Fargo	3.375	3.350	3.350	3.325	N/A	N/A	N/A
Valor para fijar la tasa de cambio futura	3.364	3.386	3.410	3.433	3.545	3.663	3.792

Pronósticos extraídos de Bloomberg el 18 de diciembre de 2019. Proyecciones de Corficolombiana realizadas por nuestro equipo macroeconómico.

Empresario, si su empresa está expuesta a moneda extranjera, su mejor estrategia es una política enfocada en el accionista

Dani Pombo y su encrucijada con el riesgo cambiario

Coberturas Cambiarias:

Herramientas financieras que permiten al inversionista o empresa protegerse de los cambios de valor en una moneda.

Nos encontramos en enero de 2016. La TRM se encuentra en **3.100 pesos por dólar** y Dani Pombo acaba de terminar su carrera en finanzas el semestre anterior, habiéndose graduado con honores de la Universidad de Los Cerros, una de las universidades más distinguidas en Colombia. Su trayectoria impecable durante su pregrado llevó a que los reclutadores de una de las compañías más importantes del país, Carambolas Inc., lo buscara para que ocupara el puesto de Director Financiero. Dani aceptó la propuesta laboral sin pensarlo dos veces.

Carambolas es una empresa importadora de carne de alce estadounidense, y, por lo tanto, debe comprar sus productos en dólares americanos. Dani, sin nada de experiencia, pero teniendo clara la teoría en finanzas corporativas, confía en que Carambolas debe hacer *coberturas cambiarias* para cubrirse en caso de que una devaluación del peso lleve a que los costos de carne de alce incrementen. Por lo tanto, Dani entra a un *forward* a 1 año a un precio de compra de **3.200 pesos por dólar**.

FORWARD:

Contrato a plazo entre dos partes para comprar o vender un activo (ej.: dólar) en un futuro a un precio predeterminado

Hoy es junio de 2016 y aunque en febrero el dólar llegó a un máximo histórico de **3.400 pesos por dólar**, cayó en picada hasta los **2.800 pesos** en abril de 2016. Es decir, subió 300 pesos y luego, sin avisar, cayó 600 pesos. Por lo tanto, Carambolas Inc. ha ido registrando una pérdida constante en sus estados financieros a medida que el forward fue alejándose cada vez más de su compra contractual de **3.200 pesos**. Afortunadamente, Dani con perspicacia puso un *stop-loss* en **3.000 pesos** y fue capaz de cerrar la cobertura cambiaria (i.e. el forward) antes de que siguiera causando pérdidas en los estados financieros de la empresa.

STOP LOSS:

Orden que se le da a un trader para detener pérdidas en una posición abierta.

Emocionado por sus maniobras de trader, Dani fue directo a contarle a sus superiores cómo, en pocos meses de contratado, fue capaz de ahorrarle a la compañía millones. "Pombo, usted no sabe para dónde va el dólar. Nunca debió haber cerrado la cobertura cambiaria. Lo que tuvo fue un golpe de suerte. ¿Qué quiere, que me echen?! Si le gusta el trading, se puede ir directo a una *mesa de trading*.", exclamó el CEO de Carambolas. Fue tanta la sorpresa y la preocupación del CEO con el actuar de su empleado, que terminó contratando a un gerente financiero para que supervisara el andar de Dani. Encima contrataron a un director de riesgo para que monitoreara el uso de coberturas cambiarias del primíparo director financiero. Lo que parecía como un día sacado de un cuento de hadas en la vida de Dani, al acertar la dirección del dólar y así evitar una mayor pérdida en

el forward para Carambolas, terminó siendo un infierno para el pobre financiero, quien ahora se veía rodeado de “niñeras”.

Opción call (de dólar):

Instrumento financiero de cobertura cambiaria que otorga al comprador el derecho (más no la obligación) de comprar en el futuro un activo (ej.: dólar) al vendedor de la opción (puede ser a un banco o entidad financiera) a un precio determinado previamente.

El problema es que ni el director de riesgo ni su nuevo jefe, el gerente financiero, le indicaban a Dani qué podía hacer y qué no hacer en cuanto a las coberturas, y el pobre Dani no tenía ningún manual de donde guiarse. Sin embargo, Dani, impertinente y persuasivo, convenció a ambos para así realizar otra cobertura cambiaria en abril de 2018, cuando el dólar se encontraba en su punto más bajo en muchos meses: **2.680 pesos por dólar**. Esta vez, optó por una *opción call* que le permitiría a Carambolas comprar dólar a **2.750 pesos**.

Para su fortuna, el peso empezó a devaluarse con respecto al dólar con el pasar de los meses; 2.800, 2.900, 3.000, **3.100 pesos por dólar**, y no paraba. Las cosas no podían estar saliendo mejor para Dani en esta ocasión, quien, mientras otras compañías importadoras de carne de alce en Colombia tenían que comprar el producto a un dólar mayor a **3.100 pesos**, ¡Carambolas se podía dar el lujo de comprar dólares a **2.750 pesos** con la opción call!

Prima de una Opción

Comisión que paga el comprador al vendedor para poder tener el derecho de ejercer la opción en el futuro. Funciona similar a la compra de un seguro.

Lo que no sabía Dani es que el departamento de contabilidad vivía un martirio con la cobertura cambiaria que realizó. No tenían claro cómo reportarlo en los estados financieros y para empeorar las cosas, tenían que reflejar una pérdida asociada a la prima que se pagó e incrementar la base gravable por la ganancia que generaba la opción call durante el período vigente del derivado. El Director Contable fue directo a poner las quejas al CEO de Carambolas, y este en consecuencia fue a la oficina de Dani a increparlo: “¡Usted está dejando que los bancos le saquen plata, mejor dicho, que nos saquen plata a nosotros! Cree que con su titulito de financista se las sabe todas. Este es el mundo real, ¡deje de estar inventando con esos instrumentos de destrucción masiva! ¿No sabe que así es como se refiere Warren Buffet a ellas? ¡Ni el hombre más rico del mundo las recomienda!”.

Dani, cansado de que lo increparan por intentar predecir el dólar y realizar acciones que él creía traían valor a la compañía, decidió renunciar a su trabajo en Carambolas y partió a hacer su maestría en sostenibilidad empresarial.

Aunque Dani Pombo es un personaje de la ficción, historias como la suya ocurren frecuentemente en estos tiempos de alta volatilidad y muestran la importancia de tener una Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC). De esta manera, financieros como Dani pueden actuar de acuerdo con unos parámetros preestablecidos en lugar de actuar de manera temeraria. No es suficiente contratar a un director de riesgo si el financiero no sabe qué es permitido y qué no.

En este informe le explicaremos por qué toda empresa expuesta a moneda extranjera (ME), sin importar su razón social, debería considerar establecer y documentar una **política de administración de riesgo cambiario** clara en cuanto a riesgo cambiario se refiere.

LOS 3 TIPOS DE EXPOSICIÓN CAMBIARIA A LAS QUE SE ENFRENTAN LAS EMPRESAS

Establecer una política de administración de riesgo cambiario es fundamental para una empresa con cualquiera de las siguientes 3 exposiciones:

→ 1. Exposición a riesgo de conversión:

Surge cuando el valor contable del patrimonio, activos, pasivos o ingresos de una empresa cambia como resultado de la fluctuación en la tasa de cambio. Esto ocurre cuando una empresa denomina parte de su patrimonio, activos, pasivos o ingresos en una moneda extranjera, algo usual en compañías multinacionales. En la mayoría de los casos, la gestión del capital de trabajo no se afecta porque la empresa asuma riesgos de conversión de estados financieros.

Los contadores utilizan varios métodos para aislar a las empresas de este tipo de riesgos, como los cambios en las estructuras de control societarias, el uso de precios de transferencia e incluso el cambio de moneda funcional a la divisa más expuesta.

→ 2. Exposición a riesgo de transacción:

Es aquella relacionada con el riesgo que los tipos de cambio fluctúen después de que una empresa ya haya asumido una obligación financiera. Las empresas involucradas en el comercio internacional, como las compañías importadoras y exportadoras, se exponen a que su capital de trabajo se afecte por fluctuaciones de la tasa de cambio. De igual manera están expuestas las empresas que tienen deuda financiera denominada en una moneda extranjera.

Una forma de limitar la exposición en sus transacciones es implementar una estrategia de cobertura, por medio del uso de derivados como opciones y forwards. Así pueden fijar una tasa de cambio y disminuir la exposición al riesgo cambiario. Es decir, logran estabilizar sus pasivos.

→ 3. Exposición de riesgo económico:

El efecto de fluctuaciones inesperadas del tipo de cambio puede afectar más que una transacción o la contabilidad: la estructura y viabilidad del negocio como tal.

Por ejemplo, la capacidad adquisitiva de los agentes de la economía en la que una empresa opera se puede afectar por una devaluación permanente. Al ser un riesgo de naturaleza macroeconómica, ni gestionar el capital de trabajo con estrategias de coberturas ni cambiar el enfoque contable son soluciones 100% efectivas para disminuir la exposición a un factor macroeconómico.

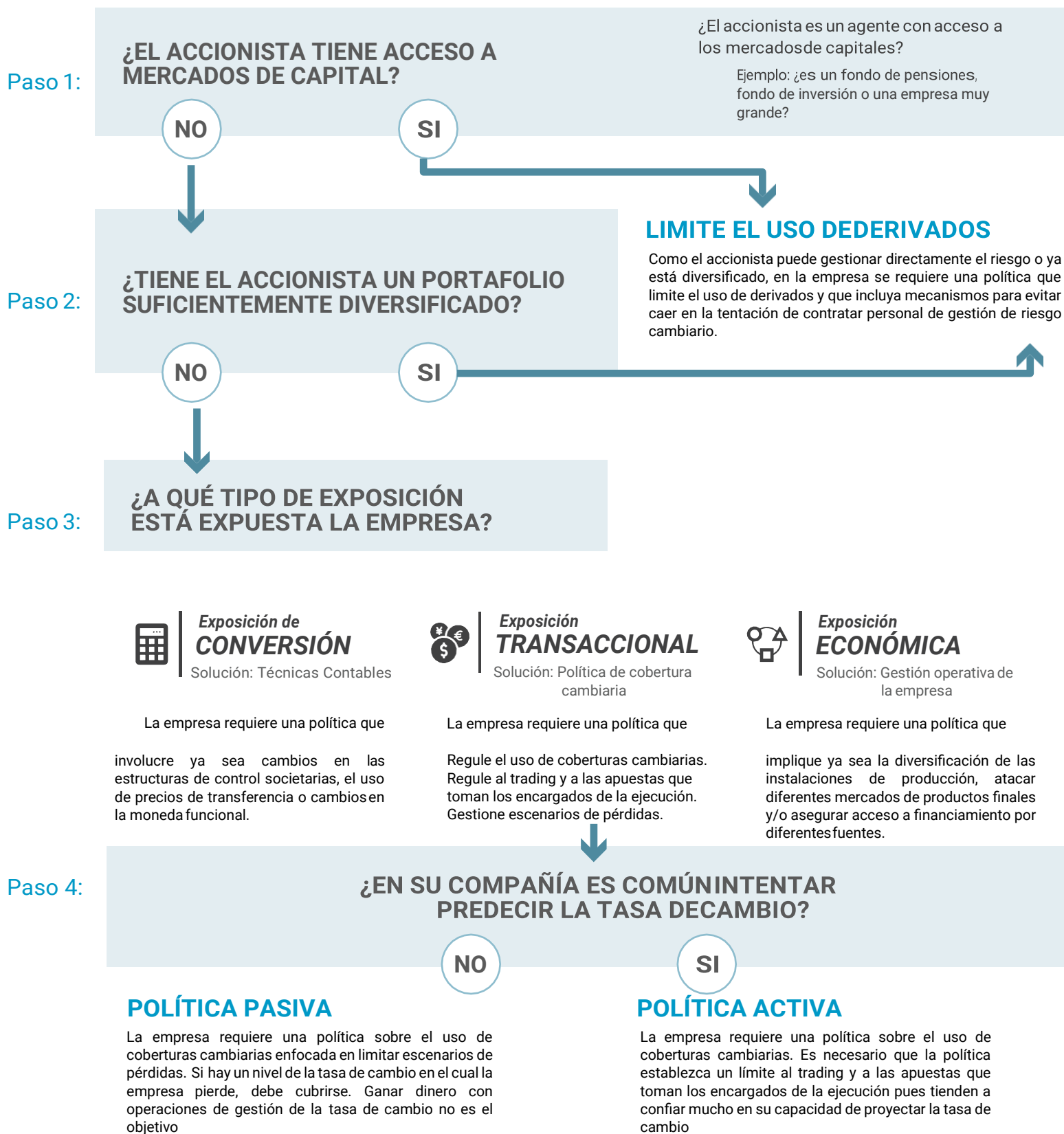
La exposición económica puede mitigarse a través de estrategias operativas que implican la diversificación de las instalaciones de producción y mano de obra, atacar los diferentes mercados de diferentes economías y asegurar acceso a financiamiento por diferentes fuentes en varias plazas financieras del mundo.

GUÍA RÁPIDA PARA DETERMINAR SU POLÍTICA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGO CAMBIARIA

Cada compañía es única. Incluso aquellas que compiten en una misma industria y tienen un tamaño similar poseen unas características específicas que hacen que sus necesidades sean distintas. Más allá del funcionamiento de la empresa, sus accionistas tienen deseos y opiniones que hacen que crear una política de administración de riesgo cambiario específica para cada empresa sea aún más complicado. Por esta razón, creamos una guía rápida que le permite determinar qué tipo de política es la más adecuada: Para esto, es sumamente importante que el empresario pueda responder a la siguiente pregunta: **¿CUÁL ES EL PERFIL DEL ACCIONISTA DE LA EMPRESA?** Con esto en mente, podrá posicionarse en el diagrama de la siguiente página.

➤ ¿Cuál es el perfil de los accionistas de la empresa?

Perfil A): El accionista es **averso al riesgo de largo plazo**. Su objetivo es mejorar la relación rentabilidad-riesgo de largo plazo. Puede tolerar altas pérdidas en el corto plazo, siempre y cuando se logre mantener una rentabilidad de largo plazo objetivo.



Perfil B): El accionista tiene una **aversión significativa a cualquier tipo de pérdida** que se pueda generar por la tasa de cambio inclusive en el corto plazo o su patrimonio está “apostado” en la compañía.

Paso 1:

¿A QUÉ TIPO DE EXPOSICIÓN ESTÁ EXPUESTA LA EMPRESA?



Exposición de **CONVERSIÓN**

Solución: Técnicas Contables

La empresa requiere una política que

involucre ya sea cambios en las estructuras de control societarias, el uso de precios de transferencia o cambios en la moneda funcional.



Exposición **TRANSACCIONAL**

Solución: Política de cobertura cambiaria

La empresa requiere una política que

Regule el uso de coberturas cambiarias. Regule al trading y a las apuestas que toman los encargados de la ejecución. Gestione escenarios de pérdidas.



Exposición **ECONÓMICA**

Solución: Gestión operativa de la empresa

La empresa requiere una política que

implique ya sea la diversificación de las instalaciones de producción, atacar diferentes mercados de productos finales y/o asegurar acceso a financiamiento por diferentes fuentes.



Paso 2:

IMPLEMENTE DERIVADOS



¿EN SU COMPAÑÍA ES COMÚN INTENTAR PREDECIR LA TASA DE CAMBIO?

NO

SI

POLÍTICA PASIVA

La empresa requiere una política sobre el uso de coberturas cambiarias enfocada en limitar escenarios de pérdidas. Si hay un nivel de la tasa de cambio en el cual la empresa pierde, debe cubrirse. Ganar dinero con operaciones de gestión de la tasa de cambio no es el objetivo

POLÍTICA ACTIVA

La empresa requiere una política sobre el uso de coberturas cambiarias. Es necesario que la política establezca un límite al trading y a las apuestas que toman los encargados de la ejecución pues tienden a confiar mucho en su capacidad de proyectar la tasa de cambio

Entonces, ¿cómo debe aplicar una compañía una política de administración de riesgo cambiario en un caso hipotético?

UN EJEMPLO DE EXPOSICIÓN TRANSACCIONAL A LAS QUE SE ENFRENTAN LAS EMPRESAS COLOMBIANAS

→ *Importador colombiano con cuenta por pagar en dólares y moneda funcional en pesos*

3 escenarios

serán los que analizaremos en este ejemplo para que tenga una idea de cómo una compañía con riesgo transaccional puede cubrirse

En este ejemplo planteamos el caso hipotético de una compañía importadora¹ con sus pasivos corrientes expuestos a moneda extranjera y con exposición a riesgo transaccional. La empresa no tiene una Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) a nivel corporativo. Por lo tanto, decide evaluar el perfil del accionista para establecer una política basada en el uso de derivados forwards. De esta manera, mostramos de forma resumida por medio de tablas cómo se reportan los derivados en los estados financieros bajo NIIF 9, y qué otras alternativas de Política de ARC tiene la compañía a su disposición.

De igual forma, mostramos 3 escenarios:

- 1) La empresa no se cubre, el peso se devalúa y, por lo tanto, tiene una pérdida por diferencia en cambio.
- 2) La empresa no se cubre, el peso se revalúa y en esta ocasión tiene una ganancia por diferencia en cambio,
- 3) La empresa finalmente se cubre y no tiene ni pérdidas ni ganancias por diferencia en cambio.

Maicitos SAS es una compañía colombiana importadora de maíz producido en los Estados Unidos, y mantiene sus estados financieros consolidados en pesos colombianos. La empresa importa su materia prima cada tres meses, siendo el primero de enero de 2020 la primera importación del año. De igual manera, Maicitos SAS recibe una cuenta por pagar a 3 meses por US\$1 millón de dólares, con una tasa de cambio en **3400 pesos por dólar**.

Si la TRM se mantiene en 3400 pesos por dólar, el pasivo que debe saldar Maicitos 3 meses después en pesos colombianos es de \$3.400 millones, como podemos ver en la tabla 2.

¹ Estudiar un ejemplo de una empresa importadora es relevante. Según cifras del Banco de la República, existe un mayor porcentaje de empresas exportadoras con comercio exterior en el mercado de forwards. Sin embargo, como el número de empresas importadoras es mayor, el valor nominal de todos los forwards es superior en comparación el de las exportadoras.

Tabla 2. Balance inicial de Maicitos SAS, 1 de enero de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.400 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo inicial	0	Cuenta por pagar (US\$ 1 millón)	3.400
Inventario (US\$1 millón)	3.400	Patrimonio	2.500
Total activo corriente	3.400	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> Aquí la compañía cuenta con un patrimonio inicial de \$2.500 millones de pesos y una cuenta por pagar a 3 meses para comprar el inventario </div>	
Otros activos	2.500		
Total activos	5.900		

Escenario 1

No se cubre y el dólar sube 50 pesos.

El pasivo corriente aumenta en 50 millones, representado en una diferencia en cambio (utilidad negativa) por 50 millones de pesos

Sin embargo, entre el 1 de enero y el 31 de marzo, día en que Maicitos debe liquidar su cuenta por pagar en el extranjero, el peso se devaluó 50 pesos hasta **3.450 pesos por dólar**. Ahora, la deuda que debe pagar la compañía es de \$3.450 millones de pesos.

En la tabla 3.1. y 3.2. encontramos los estados financieros de Maicitos dada esta devaluación y suponiendo unas ventas estables trimestrales de **\$10 mil millones de pesos**. Maicitos no genera otras cuentas por cobrar o por pagar a lo largo del trimestre. En el balance general, encontramos un activo en la cuenta de efectivo por \$3.283 millones de pesos y patrimonio por \$5.783 millones de pesos. En el estado de Pérdidas y Ganancias (PyG), Maicitos reporta una utilidad neta de \$3.283 millones de pesos. La utilidad sería superior si la devaluación del peso no hubiera generado una utilidad por diferencia en cambio negativa por un valor de \$50 millones.

Tabla 3.1 PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de enero y 31 de marzo de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.450 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias		Estado de flujo de caja	
Ventas	10.000	Actividad operacional	3.283
Costo de ventas	3.400	Partidas que no representan efectivo	0
Utilidad Bruta	6.600	Flujo Operación	3.283
Gastos Operacionales	1.650	Flujo Financiamiento	0
Ingresos y gastos financieros netos	0	Flujo Inversión	0
Utilidad por diferencia en cambio	-50	Flujo de Caja Disponible	3.283
Utilidad antes de impuestos	4.900	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> En este caso la compañía vendió el inventario y pagó su deuda con el proveedor a 3.450 pesos por dólar. La pérdida por diferencia en cambio surge por la devaluación de 50 pesos. </div>	
Impuestos (33%)	1.617		
Utilidad neta	3.283		

Tabla 3.2 Balance final de Maicitos al 31 de marzo de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.450 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo final	3.283	Cuenta por pagar (la pagó)	0
Inventario (lo vendió)	0	Utilidad Acumulada	3.283
Total activo corriente	3.283	Total Patrimonio	5.783
Otros activos	2.500		
Total activos	5.783		

Los accionistas pueden disponer de \$5.783 millones de pesos

Una política de ARC basada en derivados

Es la que determina Maicitos después de haberse posicionado en el Perfil A de nuestra guía rápida

Después de la pérdida experimentada por la devaluación del dólar, la junta directiva de Maicitos SAS decide acudir al grupo de analistas de Finanzas Corporativas en Corficolombiana, quienes escribieron un informe sobre administración de riesgo cambiario. Con su trabajo y análisis, llegan a la conclusión que la mejor política de administración de riesgo cambiario para la compañía debe estar centrada en el perfil del accionista típico de Maicitos. Encuentran que el accionista controlador de Maicitos es un empresario colombiano con aversión al riesgo de largo plazo, y puede tolerar pérdidas causadas por el uso de derivados en el corto plazo, siempre y cuando se logre obtener una rentabilidad ajustada por riesgo objetivo en el largo plazo.

Así, la junta directiva se toma todo el segundo trimestre del año para estudiar, planificar, instaurar y documentar la política de administración de riesgo cambiario para Maicitos SAS basado en los siguientes pasos.

→ Paso 1) **¿El accionista es un agente con acceso a los mercados de capitales?**

R/: No. El accionista no tiene acceso a los mercados de capitales.

→ Paso 2) **¿Tiene el accionista un portafolio suficientemente diversificado?**

R/: No. El empresario colombiano tiene un portafolio basado solo en la comercialización de maíz y únicamente opera en el mercado colombiano. Por lo tanto, su portafolio está totalmente desplegado en un solo activo y en una sola divisa: el peso colombiano. En pocas palabras, el empresario tiene todos los huevos en una sola canasta.

→ Paso 3) **¿A qué tipo de exposición está expuesta la empresa?**

R/: Maicitos tiene sus obligaciones financieras totalmente comprometidas a una fluctuación del dólar. Consecuentemente, tiene una exposición de riesgo de transacción.

→ Paso 4) ¿En Maicitos es común intentar predecir la tasa de cambio?

R/: Sí. Maicitos tiene la costumbre de leer los Informes Cambiarios del equipo de Investigaciones Económicas en Corficolombiana y tiende a guiarse de sus estimaciones del dólar para tomar decisiones dentro de la compañía, principalmente para realizar sus proformas financieros. Además, se guía de la *Hoja de "Atajos"* en el anexo de este informe para realizar predicciones controladas de la TRM por medio de una terminal de Bloomberg.

Escenario 2

*No se cubre y el dólar baja 50 pesos.
El pasivo corriente disminuye en 50 millones, representado en una diferencia en cambio (utilidad positiva) por \$50 millones de pesos*

Dado todos estos hallazgos e información, la política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) que instituye Maicitos SAS es una basada en el uso de instrumentos financieros derivados, específicamente los forwards, además establece un límite al *trading* y a las apuestas que toman los encargados de la ejecución de las coberturas.

Durante el periodo de estudio, planificación, instauración y documentación de la política de ARC (el segundo trimestre del año) la empresa no estaba cubierta. Maicitos tuvo suerte de que la tasa de cambio se reevaluara, al pasar de 3.450 pesos por dólar a 3.350 pesos por dólar, lo que significó una utilidad por diferencia en cambio de \$100 millones de pesos, ya que pudieron pagar su cuenta por pagar a una tasa más baja. De esta manera, la compañía se encuentra con un P&G y un balance final el 30 de junio representado en la Tabla 4.1. y 4.2.

Tabla 4.1. PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de abril y 30 de junio de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.350 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias		Estado de flujo de caja	
Ventas	10.000	Actividad operacional	3.358
Costo de ventas	3.450	Partidas que no representan efectivo	0
Utilidad Bruta	6.550	Flujo Operación	3.358
Gastos Operacionales	1.638	Flujo Financiamiento	0
Ingresos y gastos financieros	0	Flujo Inversión	0
Utilidad por diferencia en cambio	100	Flujo de Caja Disponible	3.358
Utilidad antes de impuestos	5.013	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> Aquí la compañía no tuvo inconvenientes con la tasa de cambio, e incluso registró una utilidad por ella </div>	
Impuestos (33%)	1.654		
Utilidad neta	3.358		

Tabla 4.2. Balance final de Maicitos al 30 de junio de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.350 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo final	6.641	Cuenta por pagar (la pagó)	0
Inventario (lo vendió)	0	Utilidad Acumulada	6.641
Total activo corriente	6.641	Total Patrimonio	9.141
Otros activos	2.500		
Total activos	9.141		

Gracias a que Maicitos estaba descubierto y que hubo revaluación, su utilidad y patrimonio fueron mayores.

Escenario 3 a

El dólar a 3.350 y la compañía se la juega por pagar la deuda en 3.400 – valor al que se puede cubrir en ese momento—. La deuda aumenta \$50 millones de pesos por esta jugada.

A pesar de esta ganancia por la tasa de cambio favorable, Maicitos para el tercer trimestre del año cuenta con una política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) fundamentada en el uso de forwards para mitigar el riesgo en el largo plazo. Así, el primero de julio de 2020, la tasa de cambio se encuentra en **\$3.350 pesos** y la tabla 5 muestra el balance inicial de este nuevo trimestre.

Tabla 5. Balance inicial de Maicitos SAS, 1 de julio de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.350 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo inicial	6.641	Cuenta por pagar	3.350
Inventario (US\$1 millón)	3.350	Utilidad Acumulada	6.641
Total activo corriente	9.991	Total Patrimonio	9.141
Otros activos	2.500		
Total activos	12.491		

En este momento Maicitos está cubierto. Maicitos entra en un contrato forward para cubrir su pasivo corriente.

Escenario 3 b

El dólar subió \$100 de \$3.350 a \$3.450 pesos por dólar, supera así en 50 pesos el precio al que se cubrió la compañía. A pesar del costo financiero de \$50 millones, la deuda no aumentó y dejó de depender del dólar

Maicitos vuelve a importar US\$1 millón de dólares de maíz en EEUU, pero esta vez decide entrar el primero de julio en un contrato forward con las siguientes características:

- Precio forward USD/COP: **3.400 pesos por dólar**
- Vencimiento: 30 de septiembre

Con esto en mente, pase lo que pase con el dólar en los próximos 3 meses, Maicitos asegura pagar su cuenta por cobrar en el extranjero por un total de \$3.400 millones de pesos, y así reducir la volatilidad en su pasivo corriente. Al final de trimestre la tasa de cambio sube 100 pesos, lo que significa que se deben pagar **3.450 pesos por dólar**.

Tabla 6.1. PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de julio y 30 de septiembre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.450 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias		Estado de flujo de caja	
Ventas	10.000	Actividad operacional	3.341
Costo de ventas	3.350	Partidas que no representan efectivo	0
Utilidad Bruta	6.650	Flujo Operación	3.341
Gastos Operacionales	1.663	Flujo Financiamiento	0
Ingresos y gastos financieros	-50	Flujo Inversión	0
Utilidad por diferencia en cambio	50	Flujo de Caja Disponible	3.341
Utilidad antes de impuestos	4.987	Aquí la compañía no tuvo inconvenientes con la tasa de cambio	
Impuestos (33%)	1.646		
Utilidad neta	3.341		

Tabla 6.2. Balance final de Maicitos al 30 de septiembre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – TRM 3.450 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo final	9.982	Cuenta por pagar (se pagó)	0
Inventario	0	Utilidad Acumulada	9.982
Total activo corriente	9.982	Total Patrimonio	12.482
Otros activos	2.500	El patrimonio también se mantuvo estable	
Total activos	12.482		

Estabilidad

El forward que realizó Maicitos permitió que la empresa asegurara el valor a pagar por sus pasivos de antemano a cambio de una pequeña pérdida inicial

Gracias a la cobertura cambiaria Maicitos pudo estabilizar su pasivo corriente, pues el valor de este ya no estaba sujeto a la tasa de cambio. Tener certeza sobre el valor de los pasivos corrientes puede ser un activo muy valioso para la empresa, pues le permite realizar una planeación financiera con suficiente antelación. Además, como la cobertura se realizó teniendo como referencia el perfil del accionista, se asegura que este tenga una mayor rentabilidad de su inversión a largo plazo .

→ *Ahora, ¿qué debe hacer Maicitos para ajustar sus estados financieros bajo las reglas de NIIF 9 con esta nueva cobertura y la TRM en 3.450 pesos por dólar al término del vencimiento del forward?*

A nivel contable, y bajo la reglamentación de las NIIF 9, el riesgo que se cubre en una cobertura es un cambio en el *valor razonable* de un activo o pasivo (como es el caso de Maicitos) y esos cambios en el valor razonable se deben reconocer en el PyG. El instrumento de cobertura también se mide al valor razonable, con

cambios a lo largo de la vida de la herramienta de cobertura, en este caso el forward, reconocidos de igual manera en el PyG. Por lo tanto, viendo que el forward fue comprado a una tasa forward de **3.400 pesos por dólar** y la *tasa spot* se encuentra en **3.450 pesos por dólar**, Maicitos reporta un neto de 0 en tasa de cambio, con una utilidad de \$50 millones de pesos debido a la ganancia generada por poder pagar la cuenta por cobrar a una tasa menor, y un gasto financiero por \$50 millones de pesos en el costo del spread del forward (i.e. la diferencia entre 3.350 y 3.400 pesos por dólar) como se puede ver en la Tabla 6.1. y 6.2.

Tip de contabilidad para coberturas cambiarias:

Contabilidad de cobertura

Permite a las empresas reconocer ganancias y pérdidas en instrumentos de cobertura en el mismo período contable

Existe la **contabilidad de cobertura** en el NIIF 9, una técnica que modifica la base normal para reconocer ganancias y pérdidas en instrumentos de cobertura, que habilita a la empresa para que estas sean reconocidas en el PyG en el mismo período contable. Este es un concepto opcional que podría utilizar Maicitos SAS y que elimina o reduce la volatilidad en el *ORI (Otros Resultados Integrales)*, algo que de otro modo surgiría si la partida cubierta (la cuenta por pagar en dólares) y el instrumento de cobertura (el forward) se contabilizaran por separado según la NIIF.

Dicha contabilidad de cobertura bajo NIIF 9 le permitiría al CFO de Maicitos gestionar sus ganancias/pérdidas, ya sea **1)** en el mismo período contable con un neto de 0 – si se emplea una contabilidad de coberturas – ó **2)** con una **gestión conservadora de ganancias** reportando una pérdida de \$50 millones de pesos en gastos financieros un trimestre, y el siguiente trimestre reportando una ganancia de \$50 millones de pesos por la diferencia en cambio (o viceversa en caso de que postule una **gestión agresiva de ganancias**) – si no emplea la contabilidad de coberturas –.

Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) – un par de alternativas para pensar

Alternativa 1: Cambiar la moneda funcional

Maicitos SAS tiene la posibilidad de cambiar su moneda funcional en sus estados financieros consolidados, que en la actualidad están en pesos, a dólar. De esta manera, sus pasivos y cuentas por pagar no están expuestos a una devaluación del dólar, y así pueden cubrir sus pasivos de forma natural sin realizar derivados. No obstante, una **palabra de advertencia**: como las ventas de Maicitos son en pesos, una devaluación del peso llevaría a que la compañía, en caso tal de que cambie sus estados financieros a dólares, reciba menos dólares

por cada peso vendido. Entonces, ¿qué puede hacer este importador? La alternativa 2:

Alternativa 2: Precios en dólares

Maicitos SAS tiene la posibilidad de vender sus productos en dólares y transferir el riesgo cambiario a sus clientes. De esta manera, si el dólar se revalúa, no es la compañía quien sufre al tener que pagar más por sus pasivos ya que son los clientes quienes deben pagar más por el producto a un dólar más caro.

Asimismo, retomando la alternativa 1, al pasar las ventas a dólares y con unos estados financieros en dólares, la compañía no tendría que preocuparse por una devaluación del peso.

¿Existe la cobertura perfecta? No... pero con una política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC), la empresa sabe a qué atenerse

Ahora, existe un inconveniente con pasar las ventas de pesos a dólares en una empresa colombiana. Una revaluación fuerte del dólar encarecería los productos que vende Maicitos, algo que afectaría la demanda de estos mismos y por consecuencia, la estabilidad de las ventas. Unas son de cal y otras son de arena. Lo importante es que cada empresa tenga una política de administración de riesgo cambiario clara y explícita, para que así la empresa sepa a qué se va a enfrentar con anterioridad². De esta manera, los agentes financieros encargados de las coberturas cambiarias en la empresa no improvisarán sus acciones, ni tampoco sufrirán la suerte del pobre Dani Pombo.

² El Banco de la República realizó un estudio en el 2014 sobre *El uso de forwards peso dólar en las empresas colombianas del sector real*. En él, encontraron que el uso de estos derivados es esporádico para la mayoría de las firmas estudiadas, sugiriendo que la compra y venta de dólares a plazo no es una estrategia financiera habitual de cobertura. En Investigaciones Económicas creemos que una Política de ARC es necesaria para que las empresas tengan una estrategia clara al afrontar riesgos cambiarios en lugar de realizar coberturas esporádicamente, porque al hacerlo, se puede considerar una manera de especular también.

Bloomberg Divisas – Hoja de “Atajos”

ALLQ <Go>: Permite ver todas las cotizaciones de precios para un par de divisas.

BDXY <Go>: Muestra las ponderaciones para el índice Bloomberg Dollar Spot

FIRST FX <Go>: Permite acceder a las noticias más relevantes referentes a divisas.

FIXI <Go>: Muestra un portal para tasas fijas de divisas.

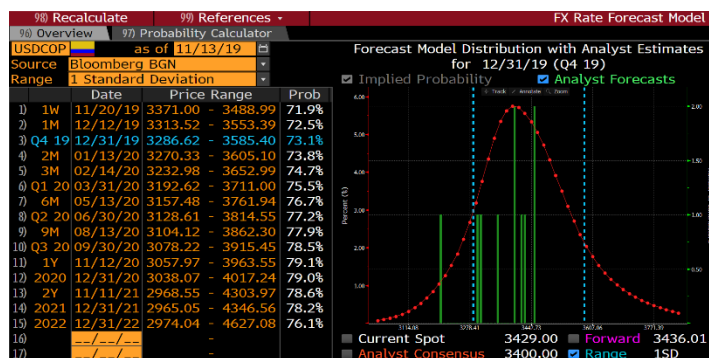
FRD <Go>: Permite monitorear el precio para contratos forward.

FXCA <Go>: Muestra una calculadora de conversión de divisas a una tasa spot o a una tasa definida por el usuario.

RES FX <Go>: Muestra investigaciones del mercado de Divisas.

FXC <Go>: Muestra una matriz de tasas de cambio con un mapa de calor que muestra los pares más activos.

FXFC <Go>: Actúa como repositorio de pronósticos de divisas actuales e históricos.



↑ **FXFM <Go>**: Utiliza precios de opciones para calcular las probabilidades en un rango de negociación de pares de divisas seleccionado.

XCCY <Go>: Calcula permutas cruzadas de divisas.

SDRV <Go>: Agrega datos comerciales sobre opciones para mostrar qué pares de divisas están atrayendo la mayor actividad.

WCR <Go>: Monitorea spots de divisas en tiempo real.

OVML <Go>: Permite estructurar y cotizar opciones para un par de divisas seleccionado.

RANX <Go>: Proporciona un enlace a la función Bloomberg Rankings, que ofrece informes trimestrales sobre los pronosticadores de divisas más precisos.

Glosario Cambiario

COBERTURAS CAMBIARIAS:

Herramientas financieras que permiten al inversionista o empresa protegerse de los cambios en una moneda

FORWARD COMO INSTRUMENTO FINANCIERO:

Contrato a plazo entre dos partes para comprar o vender un activo (ej.: dólar) en un futuro a un precio predeterminado.

STOP LOSS:

Orden que se le da a un trader para detener pérdidas en una posición abierta.

MESA DE TRADING:

O mesa de operaciones, es la ubicación en donde se producen las transacciones con divisas por parte de los traders.

OPCION CALL (de dólar)

Instrumento financiero de cobertura cambiaria que otorga al comprador el derecho (más no la obligación) de comprar en el futuro un activo (en este caso dólar) al vendedor de la opción (puede ser a un banco o entidad financiera) a un precio determinado previamente.

VALOR RAZONABLE DE UN ACTIVO:

Es el valor de mercado de un activo.

TASA SPOT (de una divisa):

Es el precio que es pactado para transacciones (compras o ventas) de manera inmediata.

NIIF 9:

Estructura los requisitos de clasificación y valoración, reconocimiento y contabilidad de las coberturas en una empresa.

ORI (Otro Resultados Integrales):

Clasificación para los artículos que no se pueden incluir en los cálculos de pérdidas y ganancias típicos porque no provienen de las actividades y operaciones comerciales regulares de la compañía.

Nota Metodológica

En esta nota metodológica le contamos cómo definimos la variación y la volatilidad de la tasa de cambio (TRM).

Variación de la TRM: en este documento definimos la TRM como el cambio porcentual entre dos TRM en dos fechas distintas. En nuestro gráfico 4 la variación de la TRM la calculamos al mirar el cambio porcentual de la TRM promedio de un mes, con la TRM promedio del mes anterior. En comparación, en la tabla 7 computamos el cambio porcentual de la TRM promedio del año y la TRM promedio del año inmediatamente anterior.

Volatilidad de la TRM: con volatilidad hacemos referencia a “dispersión respecto a un valor”. Si la TRM no fuera volátil sería totalmente estática, por ejemplo permanecería siempre en los \$3.000 por dólar. Ahora, si la TRM es muy volátil no solo se moverá, sino que se moverá en grandes magnitudes respecto a su promedio. No es lo mismo que la tasa de cambio se mueva todos los días \$100 si el nivel promedio son \$3.000 a si el nivel promedio son \$1.000.

Para dar nociones de volatilidad usamos tres métricas diferentes. La primera es una diferencia entre máximos y mínimos mensuales de la TRM. Esta métrica se puede ver en el primer gráfico de este informe y en el gráfico 6. Estos dos gráficos difieren en que mientras uno muestra la diferencia en pesos, el otro muestra la diferencia como el porcentaje de la TRM promedio. Nuevamente, no es lo mismo que la diferencia sean \$10 si la TRM promedio es de \$3.000 que si es de \$30.

La segunda, muestra la diferencia entre el máximo del mes y el valor promedio, y el valor promedio y el mínimo del mes. De esta forma se puede analizar “qué tanto sube y qué tanto baja la TRM respecto al promedio”. Esta métrica está presente en el segundo gráfico de este informe y en el gráfico 7. La diferencia entre estos gráficos es que el segundo gráfico de este informe muestra la diferencia en pesos y el segundo como porcentaje de la TRM promedio del mes.

La última métrica, que se encuentra en el gráfico 4, se construyó como un promedio móvil ponderado conocido como EWMA. La idea de esta medida es que hay periodos de alta volatilidad y periodos de mayor calma. Para tener en cuenta este fenómeno y darle más peso a la pasado reciente se toma un promedio en el que los datos del pasado lejano tienen menor importancia que los del pasado reciente. Para estimar este EWMA calculamos el promedio ponderado de la variación mes a mes de la TRM promedio del mes neto de la variación mes a mes promedio de la última década usando como insumo 60 observaciones, es decir, 60 meses. A este número le encontramos su raíz cuadrada la cual sería la volatilidad ponderada. La fórmula completa es:

$$EWMA = \sqrt{\sum_{i=0}^{60} (1 - \delta)\delta^i (r_{t-i} - \bar{r})^2}$$

En pocas palabras el EWMA no es otra cosa que un promedio ponderado de la variación de la TRM respecto a un promedio de largo plazo en distintos periodos.

Anexo

Tabla 7. Comportamiento anual de la TRM

Año	TRM Promedio	Variación YoY TRM Promedio Anual	Volatilidad mensual promedio
2014	\$ 2.000,33	7,0%	2,6%
2015	\$ 2.743,39	37,1%	3,5%
2016	\$ 3.050,98	11,2%	4,3%
2017	\$ 2.951,32	-3,3%	4,1%
2018	\$ 2.956,43	0,2%	3,7%
2019	\$ 3.281,09	11,0%	3,5%

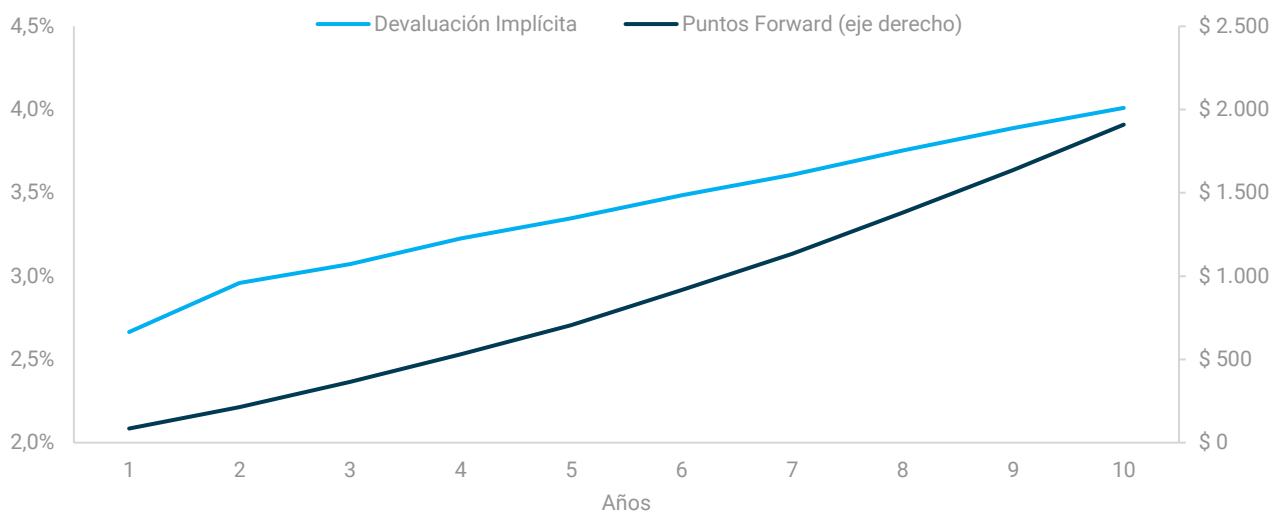
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Tabla 8. Devaluación implícita por plazos

Días	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
7	1,1%	4,7%	8,7%	3,4%	2,1%	1,6%
14	1,5%	4,5%	7,1%	3,4%	2,0%	1,5%
30	2,1%	4,9%	7,6%	3,8%	2,1%	1,5%
60	2,7%	4,7%	7,0%	3,3%	1,7%	1,8%
90	2,9%	5,0%	6,3%	3,1%	1,7%	2,0%
180	3,1%	5,1%	5,7%	2,9%	1,5%	2,5%
270	3,2%	5,4%	5,6%	2,7%	1,6%	2,6%
365	3,2%	5,3%	5,1%	2,6%	1,6%	2,7%

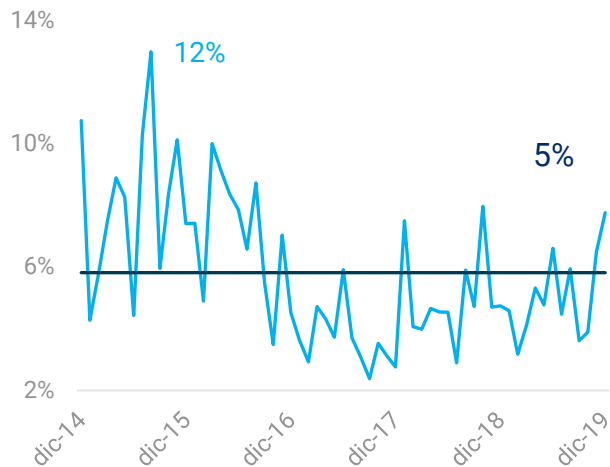
Fuente: Consenso de Brockers Colombianos, cálculos Corficolombiana

Gráfico 5. Diferenciales en tasas de interés apuestan por una devaluación



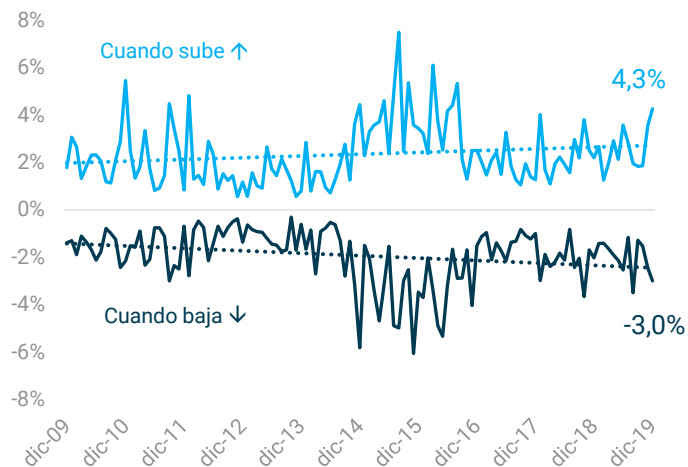
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Gráfico 6. La diferencia típica entre la TRM máxima y mínima de un mes, es del 5% de la TRM. Diciembre de 2019 no fue un mes excepcional



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 7. El dólar es volátil y es difícil saber a dónde irá. Lo que sí sabemos es que tiende a devaluarse con más fuerza que a revaluarse.



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

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 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 Mesa de Dinero

Mauricio Alberto Acevedo Montalvo
Director Comercial Corporativo
(+57-1) 2863300 Ext. 7406
mauricio.acevedo@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").

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 podrán 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.