

GESTIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO

Las 9 prácticas infalibles para que su empresa pueda acceder a hacer operaciones sofisticadas con una entidad financiera

- *Para poder realizar operaciones sofisticadas con una entidad financiera, es necesario solicitar la aprobación de cupos o límites de riesgo que la entidad está dispuesta a asumir*
- *Creamos una guía de buenas prácticas a seguir por una empresa que agilizará los procesos que exigen las entidades financieras antes de comprometer el dinero de sus ahorradores y accionistas en una operación con una compañía*

En este informe especial sobre la gestión de capital de trabajo encontrará tres secciones con detalles claves del proceso requerido para realizar operaciones sofisticadas con entidades financieras en Colombia:

1. En la primera sección narramos una historia que le permitirá **entender la dinámica** de los procesos requeridos antes de realizar una operación financiera, tanto aquellos que hacen parte de la entidad que ofrece los instrumentos, como los de la empresa que solicita un cupo de riesgo ([Pg. 3](#))
2. En la segunda sección planteamos **nueve mejores prácticas a seguir por tesoreros y CFOs de compañías, en especial de pequeñas y medianas empresas**, al momento de aplicar a una operación que implique el análisis de riesgo de crédito por parte de una entidad financiera ([Pg. 9](#))
3. Por último, estudiamos los resultados del reconocido modelo de riesgo crediticio Altman Z-score empleado para detectar empresas que podrían estar en riesgo de quiebra o insolvencia. Los modelos crediticios con fórmulas estandarizadas, como el **Altman Z-score**, son útiles solo cuando se complementan con análisis más detallados que normalmente realizan personas calificadas ([Pg. 12](#))

Así, consideramos que **la experiencia de analistas de crédito y gerentes comerciales experimentados es irremplazable a la hora de identificar riesgos propios de las empresas en Colombia**. Recuerde: los analistas y los miembros de los comités de riesgo también valoran elementos cualitativos que un gerente comercial les presente sobre uno de sus clientes y en últimas terminan siendo su mejor aliado.

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

9

son las prácticas que debe seguir su empresa para facilitar la aprobación de un cupo de riesgos con una entidad financiera

1. Mantener una posición financiera sólida
2. Incluir notas a los estados financieros con información que facilite el análisis
3. Mostrar la composición accionaria de su empresa
4. Tener un hábito de pago predecible
5. Diversificar su base de clientes y proveedores
6. Anticiparse a las dudas que pueda tener un analista de riesgo
7. Realizar una presentación llamativa de su empresa
8. Preguntar por los prerrequisitos de la entidad financiera con anticipación
9. Cuidar su reputación y la de su empresa

¿Qué son los cupos o límites de riesgo?

Es la suma máxima de los riesgos particulares a los que una entidad financiera decide exponerse, como riesgo de crédito, mercado y contraparte, al realizar cualquier operación que suponga una entrada o salida de dinero, incluyendo actividades como:

- Operaciones de derivados y spot en moneda extranjera
- Operaciones de factoring
- Créditos bancarios
- Títulos de deuda y CDTs

Investigaciones Económicas Corficolombiana
<https://www.investigaciones.corficolombiana.com/>

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

Daniel Espinosa Castro
 Analista 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

Las 9 practicas infalibles que debe seguir para mejorar la percepción crediticia que tienen de su empresa

El proceso de aprobación para un cupo de riesgo, indispensable para realizar operaciones con entidades financieras y cuidar el capital de los ahorradores y accionistas que confían su dinero a esa entidad, no tiene que ser un viaje misterioso para las compañías del sector real. Realizamos una serie de entrevistas extensas con las partes encargadas de la creación, promoción y venta de instrumentos financieros para no solo desmitificar este proceso, sino también proveer a una compañía una guía adecuada para tener éxito al solicitar un cupo de riesgo.

Un cupo o límite de riesgo

Es la suma máxima de los riesgos particulares a los que una entidad financiera decide exponerse, como riesgo de crédito, mercado y contraparte, al realizar cualquier operación con una contraparte

En la próxima página le contaremos la historia de un personaje ficticio, el tesorero de una multinacional importadora quien, para poder realizar operaciones con una entidad financiera, **decidió aplicar a un proceso para realizar esta clase de operaciones**. En el relato podrá ver que no solo las condiciones particulares de la empresa hacen que una entidad financiera se abstenga de realizar negocios, sino que errores de procedimiento que cometen los tesoreros de las compañías pueden retrasar los procesos para que la entidad tenga vía libre y así operar con esta. **No sobra recordar que las entidades financieras tienen una responsabilidad con los ahorros que les son depositados, por ejemplo, vía CDTs o cuentas de ahorro, y en últimas esos recursos son los que usan para financiar su operación.**

- **Si decide leer la historia**, ponga mucha atención a los detalles de la empresa y comportamientos de su gestor financiero. De esta manera, podrá entender el tipo de empresa que está mejor posicionada para que la entidad financiera pueda asignar un cupo de riesgo¹, las mejores prácticas que debe adoptar el equipo financiero de la compañía solicitante durante el proceso y, no menos importante, las que debe evitar a toda costa.
- O, **si prefiere tener una idea más general del relato**, siéntase libre de leer solamente los subtítulos, **frases resaltadas** y los textos destacados en azul ubicados a la izquierda.
- Si por otro lado, está aquí para **de inmediato empezar a aplicar las prácticas** mencionadas, haga click aquí: [Las 9 practicas infalibles que debe seguir para mejorar la percepción crediticia que tienen de su empresa.](#)
- Y por último, para **conocer una herramienta cuantitativa que posiblemente emplean las entidades financieras** al analizar la viabilidad de realizar operaciones sofisticadas con contrapartes, haga click aquí: [El Altman Z-Score como insumo en los análisis de riesgo de crédito.](#)

¹ Como cada compañía posee un perfil financiero diferente, lo invitamos a que se comunique con la tesorería de Corficolombiana, en donde gerentes comerciales y analistas de riesgo experimentados incorporan la contabilidad y los detalles de su negocio en sus modelos con el fin de determinar la viabilidad de recibir un cupo de riesgo con la Corporación.

UN RELATO DIDÁCTICO PARA ENTENDER LA DINÁMICA AL SOLICITAR UN CUPO DE RIESGO CON UNA ENTIDAD FINANCIERA

El regreso de Dani Pombo

¿Recuerdan a Dani Pombo? Fue nuestro antihéroe en el informe de [Administración de Riesgo Cambiario \(ARC\)](#), quien, después de varios intentos fallidos de manejar el riesgo de tasa de cambio de la compañía Carambolas SAS, decidió renunciar a su trabajo para hacer una maestría en sostenibilidad empresarial.

Pues bien, Dani ahora es el tesorero de una importadora multinacional llamada Bololó SAS., empresa que cumple con los criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) y que hace parte del Índice de Sostenibilidad Dow Jones. Él también conoce nuestro [informe del costo de la deuda](#) publicado en junio, en donde encontró que en los últimos años las empresas que cumplieron con criterios ASG obtuvieron beneficios a la hora de emitir bonos en el mercado de valores y por esto tiene interés en aprovechar una oportunidad para Bololó SAS.

Una propuesta no tan descabellada

Dani llevó a su junta directiva una propuesta sólida de emisión de bonos de corto plazo con el objetivo de usar los recursos para comprar en el exterior la mercancía necesaria para la operación normal de la empresa.

A pesar de tener argumentos válidos, la junta directiva de la empresa le expresó que no estaba de acuerdo con endeudarse en épocas de crisis como la que se vive por el Coronavirus. Por lo tanto, y al no tener una réplica categórica para mitigar las preocupaciones de la junta, la propuesta de Dani para emitir bonos fue rechazada.

Si Dani hubiera leído el informe sobre el costo del capital y la liquidez que publicó Corficolombiana durante la crisis por el Coronavirus, él le hubiera podido explicar a la junta directiva las [4 razones claves para aumentar los niveles de liquidez de una empresa en tiempos de crisis](#).

La fortuna sonríe a los audaces

Al serle negada la petición para buscar fondos en el mercado de valores, Dani se encontraba en un lío gigante. Si el flujo de efectivo de las operaciones no marchaba como esperaba, ¿de dónde podría sacar recursos la empresa para la compra de la mercancía en el extranjero? Casualmente, en una cena con colegas del medio, Dani conoció a Fabricio Quevedo, gerente comercial de la tesorería de EntidadFinanciera S.A.

Fabricio le comentó que EntidadFinanciera S.A. le podría ofrecer un crédito comercial a Bololó SAS. si cumplía con las condiciones adecuadas. Dani, convencido de que su empresa presentaba la solidez financiera necesaria para asumir un riesgo con cualquier corporación financiera, **accedió a entrar en un proceso de aprobación para dicho crédito**. De esta

¿Dani Pombo?

Si quiere conocer más sobre este personaje de ficción, le invitamos a leer nuestro aclamado informe de ARC.

Error 1

No adjuntar notas a los estados financieros con suficiente detalle sobre movimientos inusuales de las cuentas principales

manera, Fabricio le presentó a Juana Molina, analista de riesgo de crédito de EntidadFinanciera S.A., para que Juana revisara, valga la redundancia, el perfil crediticio de Bololó SAS.

Y así empezó el lío con Bololó SAS.

Error 2

Demorarse en enviar información vital a los gestores comerciales y analistas de riesgo crediticio

Primero Juana, la analista, solicitó a Dani las notas a los estados financieros pues no estaban en el correo electrónico que él envió inicialmente. Pasó una semana, y Dani no se los enviaba de regreso. Para la analista, esta información era crucial para así poder **entender los movimientos contables que no son evidentes si solo se miran los datos financieros**.

Dado esto, Juana decidió llamarlo otra vez, y fue su secretaria quien contestó comentándole que su jefe estaba en una reunión y que le dejaría el mensaje tan pronto saliera.

Con los días **Juana seguía sin recibir una explicación a los movimientos inusuales en los estados financieros de Bololó SAS**. Para colmo de males, Juana encontró que Bololó SAS. había sido reportada recientemente en las centrales de riesgo por un impago en un crédito. En el afán de no perder más tiempo, decidió ir personalmente a las oficinas de Bololó SAS. para hablar con Dani quien, abochornado por la falta de colaboración que tuvo con la analista de riesgo crediticio, canceló todas sus reuniones de la tarde para revisar él mismo la documentación que faltaba. Esta operación era muy importante para él.

Error 3

En caso de estar reportado en centrales de riesgo, es un error no dar una explicación al respecto o no enviar cartas aclaratorias al analista de riesgo crediticio

Le entregó las notas al finalizar el día y llamó a Juana a explicarle que el reporte en la central de riesgo había ocurrido porque, durante el segundo mes de cuarentena, la empresa no tenía suficiente caja para pagarle al banco. Sin embargo, esa deuda ya había sido saldada hace semanas, algo que Juana pudo comprobar con una carta aclaratoria que recibió de nuestro protagonista.

No sabemos si el ajetreo laboral del día a día distrajo a Dani del proceso que había empezado con EntidadFinanciera S.A. No sabemos si su familiaridad y su propia percepción positiva sobre los estados financieros de Bololó SAS. lo llevó a confiarse del proceso. No lo sabemos. Lo que sí sabemos es que Juana Molina ya tenía en su cabeza la imagen de que Bololó SAS. y su tesorero eran desordenados, y a ella le iba tocar esforzarse un poco para que la empresa quedara “bien parada” en un comité de riesgos.

El día del juicio final

Finalmente, Juana tenía toda la información necesaria para presentar el reporte de crédito de Bololó SAS. en el comité de riesgo de EntidadFinanciera S.A. La analista informó que, a pesar de ser una empresa con reconocimiento en el mercado, los estados financieros de Bololó SAS. tuvieron un profundo impacto negativo durante la crisis (en el [Anexo](#) encontrará los estados financieros de Bololó SAS).

Como se evidencia en extractos de su reporte de análisis de crédito en la [Tabla 1](#), la pandemia afectó profundamente el capital de trabajo de la compañía en la que trabaja Dani.

Los indicadores financieros de liquidez muestran que Bololó SAS. presentó en el 2020 un flujo de caja negativo dado que la empresa tuvo que aportar capital para poder cumplir con sus obligaciones financieras. A la empresa le costó también cubrir sus pasivos de corto plazo, algo sumamente importante a tener cuenta por parte de EntidadFinanciera S.A., ya que el crédito que solicitaron tenía un vencimiento a 180 días.

Asimismo, la [Tabla 2](#) evidencia que Bololó SAS. enfrentaba problemas cobrando sus ventas a crédito y vendiendo su stock de inventarios, como se puede apreciar en su incremento exponencial en días de cartera e inventarios.

Por último, lo que más preocupaba a Juana era la disminución del 51% de los ingresos comparado con el año anterior, como es posible apreciar en la [Tabla 5](#). Cifras alarmantes desde el punto de vista de EntidadFinanciera S.A.

EXTRACTOS TOMADOS DEL REPORTE DE ANÁLISIS DE CRÉDITO DE BOLOLÓ SAS.

Tabla 1: Indicadores de liquidez

Indicadores	2018	2019	2020
Capital de Trabajo	\$ 5.303	\$1.286	-\$4.809
Razón Corriente	1,19	1,04	0,86
Prueba ácida	1,01	0,79	0,60
Cash Ratio	0,64	0,32	0,08

Tabla 2: Indicadores de actividad

Indicadores	2018	2019	2020
Días de cartera	80	126	309
Días de inventario	67	97	175
Días de proveedores	73	91	175

Tabla 3: Indicadores de rentabilidad y variaciones anuales

Indicadores	2018	2019	2020
ROA	5,52%	3,67%	-2,67%
ROE	11,66%	7,00%	-4,51%

Tabla 4: Indicadores de solvencia

Indicadores	2018	2019	2020
Endeudamiento	0,53x	0,48x	0,41x
Cobertura de intereses	3,95x	3,67x	1,85x
D.Financiera/Ebitda	2,63x	2,65x	4,68x

Tabla 5: Variaciones anuales en ingresos

	Variación Ingresos
2020	-51%
2019	-4%

Tabla 6: Variaciones anuales en costos

	Variación Costos
2020	-44%
2019	14%

Una lista de proveedores

Diversificada es bien vista al momento de aplicar a un cupo de riesgo, ya que le permite a la contraparte tener confianza en la continuidad de su negocio.

Juana, en su trabajo de analista de crédito, identificó un riesgo elevado en la concentración de proveedores, al ver que Bololó SAS. contaba con un único distribuidor para la adquisición de la mercancía que vende. De igual manera, como Dani Pombo no fue proactivo en ayudarla en su proceso, ella perdió la confianza en el departamento de tesorería de Bololó SAS.

Para empeorar las cosas, Dani no envió una presentación donde explicara qué hace la empresa, qué proyectos tienen, cómo manejan las crisis (incluyendo la actual), cuáles son sus metas y prospectos de crecimiento, y lo más importante, para qué van a emplear los recursos del crédito. La cereza del postre llegó con Sergio Ignacio Romero, vicepresidente de la tesorería y miembro con derecho a voto en el comité de riesgo de crédito. Sergio Ignacio conocía la reputación que traía Dani de sus épocas de creerse trader al intentar predecir el dólar [cuando fue tesorero de Carambolas SAS](#). Algo le dijo a Sergio Ignacio que no era buena idea operar con Dani y por todas estas razones, el veredicto final de la votación del comité de riesgo de crédito de EntidadFinanciera S.A. fue **no aprobar un cupo de operaciones de riesgo para Bololó SAS**.

Crónica de una muerte crediticia anunciada

No es un error

pero no enviar una presentación (o algo similar) explicando qué hace la empresa, qué proyectos tienen, y lo más importante, qué harán específicamente con el crédito, quita puntos

Enorme fue la sorpresa de Dani al enterarse por parte de Fabricio que EntidadFinanciera S.A. no había otorgado aún un cupo para hacer operaciones con Bololó SAS. Dani, como tesorero, ya contaba con que ese dinero lo iba a poder emplear su empresa para comprar la mercancía en el extranjero, y la fecha límite para realizar la compra y no alterar las operaciones de Bololó SAS. era en un par de días. Nuestro protagonista no tuvo más remedio que comentarle la situación a su junta directiva, que, al enterarse de este fiasco, lo despidió.

La historia de Dani Pombo, evidentemente, rara vez ocurre. Sin embargo, es un reflejo de las complicaciones de comunicación que existen entre una empresa, su departamento financiero y una entidad financiera que desea realizar operaciones sofisticadas pero que debe cumplir con unos procedimientos. En este informe, el equipo de Finanzas Corporativas ha **recopilado una serie de prácticas claves que permitirán que una entidad financiera confíe los recursos valiosos de sus ahorradores y accionistas en una operación con su compañía**. Acompáñenos para que su suerte no sea parecida a la de Dani Pombo.

EL ANÁLISIS DE RIESGO DE CRÉDITO CON UNA ENTIDAD FINANCIERA: CÓMO FUNCIONA Y QUIÉNES SON LOS ACTORES QUE HACEN PARTE DE UN PROCESO DE APROBACIÓN

Antes de ir a las prácticas recomendadas al solicitar un cupo de riesgo, es importante explicar cómo funciona este proceso y quiénes son los grupos que participan en él. Posiblemente un departamento financiero de una empresa grande, con un largo recorrido, ya ha pasado por un proceso de realizar operaciones financieras en los mercados financieros con el objetivo de diversificar riesgos. Sin embargo, el propósito de este informe es **abrirle la puerta a todas esas pequeñas y medianas empresas que no lo han hecho**, y que, por falta de

conocimiento, están dejando pasar una gran oportunidad de acelerar su crecimiento, embarcarse en proyectos de alto rendimiento por medio de operaciones de crédito, o de gestionar los diferentes riesgos financieros mediante el uso de derivados financieros.

Los analistas de riesgo crediticio

Reducir las probabilidades

de seleccionar una compañía que termine en default o que incumple con un deber crediticio, es el rol de un analista de riesgo de crédito

El **riesgo de crédito** es la posibilidad de sufrir una pérdida como consecuencia del impago por parte de una contraparte en una operación financiera. Por esta razón, cuando se entra a un proceso de aprobación de un cupo de operaciones o cupo de riesgo, es del máximo interés de la entidad financiera que su contraparte pueda cumplir con sus obligaciones. Es así como el **analista de riesgo crediticio** es la persona encargada de revisar y evaluar el historial crediticio y la posición financiera de forma minuciosa de una empresa que está buscando un cupo de riesgo con dicha entidad. En pocas palabras, **el analista tiene como objetivo esencial analizar el riesgo de contraparte para así reducir las probabilidades de escoger una compañía que termine en default o que incumpla con un deber crediticio.**

Para el caso de Dani Pombo, Juana Molina era la analista de riesgo crediticio cuyo análisis financiero de la compañía Bololó SAS. impactó la decisión de no aprobar un crédito para la contraparte de EntidadFinanciera S.A.

Los gestores comerciales de la tesorería en una entidad financiera

En el caso de las entidades financieras, su **departamento de tesorería** gestiona los movimientos y operaciones financieras que supongan una entrada o salida de dinero para la entidad, *incluyendo actividades como operaciones de derivados y spot de moneda extranjera², operaciones de factoring (o descuento de facturas)³, créditos bancarios y emisiones de bonos.* Las entidades financieras cuentan con gestores **comerciales**, personas encargadas de encontrar y persuadir a potenciales clientes de realizar operaciones financieras con la entidad, al igual de hacerles seguimiento cuando ya son clientes de esta.

Encontrar y persuadir

clientes potenciales que estén interesados en realizar operaciones financieras, es el rol de los gerentes comerciales de la tesorería en una entidad financiera

Para el ejemplo introductorio, Fabricio Quevedo es el gestor comercial de la tesorería de EntidadFinanciera S.A., y parte de su trabajo es identificar empresas que puedan necesitar realizar operaciones financieras. De igual manera, el gestor comercial está encargado de realizar una debida diligencia o *due diligence* de los clientes potenciales y de descartar aquellos que no pasarán el filtro de las políticas internas de la entidad financiera pues pondrían en riesgo los recursos de los ahorradores o llevarían a la entidad a incumplir con la regulación. Más adelante encontrará ejemplos sobre el tipo de políticas que permiten identificar si un cliente determinado es o no un sujeto apto para otorgar un cupo de riesgo.

El comité de riesgo de crédito

El comité de riesgo de crédito es uno de los eslabones más importantes en un proceso de aprobación para un cupo de riesgo. Generalmente está compuesto por una junta directiva que puede incluir a miembros de más alto nivel, por ejemplo el vicepresidente de la tesorería de la entidad (Sergio Ignacio en el escenario de Bololó SAS.) e incluso puede contar con el presidente de la entidad financiera. Este comité **está encargado de tomar la decisión final**

² Si quiere aprender a gestionar su riesgo cambiario, lo invitamos a leer nuestro informe [aquí](#).

³ Para saber más sobre el descuento de facturas, mire nuestro informe [aquí](#).

de aprobar o rechazar que la entidad realice operaciones financieras con una contraparte, esto es, posterior a que los gerentes comerciales y analistas de riesgo crediticio hayan realizado su labor. Además, el comité se encarga de determinar los cupos de riesgo, que **define el apetito de riesgo que la entidad está dispuesta a asumir** (mire la sección [¿por qué un análisis de riesgo de crédito tiende a ser tan detallado?](#) para comprender la razón detrás de la alta rigurosidad requerida en los procesos de análisis de crédito).

El CFO o tesorero de la empresa

Generalmente cuando ocurre un proceso de aprobación, el punto de contacto de la contraparte a la entidad financiera es el CFO (Chief Financial Officer) o tesorero. Esta persona es quien conoce a profundidad la posición de la empresa y es responsable de gestionar las acciones financieras de la compañía, lo que incluye operaciones como el de una solicitud para un crédito financiero. Dani Pombo en nuestra historia era el tesorero de Bololó SAS.

¿Por qué un análisis de riesgo de crédito tiende a ser tan detallado?

Uno esperaría que si una entidad financiera quiere hacer negocios con una contraparte, lo más natural es que la entidad agilice los procesos y nunca ponga trabas, incluso a las empresas más rentables. Sin embargo, la realidad es más compleja. El rol que juegan los bancos y demás entidades financieras es muy diferente al del resto de las empresas dentro de una economía.

Por un lado están los bancos, quienes se encargan de captar dinero del público que desean mantener su dinero seguro y al mismo tiempo obtener una rentabilidad sobre él. Por otro lado, están las Corporaciones Financieras (ej.: Corficolombiana), quienes, a diferencia de los bancos, están habilitadas para invertir en empresas del sector real mediante la participación accionaria en las mismas y captan recursos por medio de Certificados de Depósito a Término (CDTs).

Ahora, imagínese que ese dinero que tanto le ha costado producir a una economía (¡incluyendo su empresa!) fuera empleado en créditos y demás operaciones financieras de manera arbitraria y sin ningún proceso robusto detrás. El resultado podría ser potencialmente catastrófico para la economía y sus ahorros. Por esta razón, las entidades financieras son fuertemente reguladas por **la Superintendencia Financiera, quien les exige cumplir lineamientos estrictos enfocados, en últimas, en proteger el capital, a los ahorradores, inversionistas y prestatarios.**

De esta manera, no es casualidad que el proceso de obtener un crédito o lograr hacer una operación con una entidad financiera pueda resultar delicado en ocasiones. Sin embargo, **no existe duda de que seguir las prácticas mencionadas en la próxima sección agilizará el andamiaje complejo, pero esencial, en el proceso de análisis de riesgo de crédito.**

Ahora que ya está claro quiénes son los actores claves en un proceso de aprobación de un cupo de riesgo, cómo funciona el engranaje detrás de él, y por qué las entidades financieras tienen procesos rigurosos a la hora de operar con compañías, podemos pasar a las mejores

prácticas que le permitirán al departamento financiero de una empresa aumentar sus probabilidades de que una entidad financiera disponga los recursos de sus ahorradores y accionistas para realizar operaciones financieras con esta.

LAS MEJORES PRÁCTICAS QUE SU EMPRESA DEBE SEGUIR PARA MEJORAR SU PERCEPCIÓN CREDITICIA EN UN ANÁLISIS DE RIESGO DE CRÉDITO

› **MEJORES PRÁCTICAS FINANCIERAS:**

→ ***Práctica No. 1: Tenga una posición financiera sólida***

Sin una posición financiera

sólida, resulta muy complicado que una entidad financiera esté dispuesta a usar los recursos valiosos de sus ahorradores y accionistas para realizar operaciones financieras con su empresa

Esto puede sonar evidente a simple vista, pero es necesario enfatizarlo. Como apreciamos en el caso de Bololó SAS., más allá de todos los errores que cometió Dani Pombo durante su proceso de aplicación a un cupo de riesgo, lo que más le jugaba en contra a la compañía era el impacto negativo que ha causado la crisis relacionada con el Coronavirus en las finanzas de la compañía. Desde una reducción de más de 50% en ingresos comparado con el periodo anterior, hasta su poca capacidad de pagar sus deudas de corto plazo como es posible apreciar en sus indicadores de liquidez, era de esperarse que EntidadFinanciera S.A. no iba a acceder a realizar operaciones financieras que implicaran un riesgo de crédito a Bololó SAS. sin tener la seguridad de que su contraparte se encontrara capacitado para cumplir sus compromisos. De esta manera, la mejor práctica que puede seguir un departamento financiero para aumentar sus posibilidades de operar con una entidad financiera es mantener la casa en orden.

Ahora, es entendible también que una compañía no siempre pueda tener consistentemente una posición financiera impecable, más aún en períodos de crisis. Por esta razón, las empresas deben mantener una mente abierta para suscribir mitigantes al riesgo, como colaterales, en caso tal de que su perfil no sea el mejor.

→ ***Práctica No. 2: Incluya notas a los estados financieros***

Los estados financieros generalmente proporcionan un marco uniforme para evaluar las ventas, los ingresos, el flujo de caja, los activos, los pasivos y el capital contable. Hay formas diferentes de interpretar y valorar estas cuentas en función tanto del negocio como de la industria. De esta manera, se le puede complicar el trabajo a un analista de riesgo crediticio quien puede estar analizando varias compañías, no necesariamente en el mismo sector. He aquí donde las notas a los estados financieros entran en juego. Estas son un insumo fundamental para los analistas, ya que permiten entender mejor el negocio y conocer a profundidad las variaciones que pueden existir en los balances. Como vimos en la historia de Dani Pombo, enviarlas hubiera reducido en gran medida las preocupaciones que surgieron durante el análisis de Juana Molina, y a la vez, hubieran incrementado la confianza en su tesorero.

→ **Práctica No. 3: Detalle la composición accionaria de la empresa**

Algunas empresas grandes tienen dentro de su composición otras empresas jurídicas. Para el área de riesgos es importante conocer quiénes son los accionistas y representantes legales de las empresas. Esto incluso puede beneficiar a una compañía con una posición financiera no tan fuerte ya que, en caso de encontrarse en aprietos para cumplir con una obligación, la contraparte financiera tiene la tranquilidad que su compañía o la *holding* está posicionada para cubrir ese pasivo.

› **MEJORES PRÁCTICAS OPERACIONALES:**

→ **Práctica No. 4: Tenga como empresa un hábito de pago predecible**

Ser buena paga
es de las características que más gustan a una entidad financiera al hacer un análisis de riesgo crediticio

¿Le prestaría su dinero a alguien con un historial de no pagar sus deudas? Claramente no. Precisamente esto piensan las corporaciones financieras al encontrar una empresa con reportes negativos en las centrales de riesgo. Recuerde, no existe mejor deudor que aquel con un historial de pagos impecable. Y no existe peor deudor que aquel que le ha fallado a otros prestamistas y no se puso al día. Como tesorero o CFO, asegúrese de que su empresa siempre le cumpla a sus acreedores para que sus acreedores confíen en usted.

→ **Práctica No. 5: Diversifique la base de clientes y proveedores**

El ejemplo de Bololó SAS. señala que una de las preocupaciones más grandes para Juana Molina en su análisis de riesgo es la concentración de la compañía en un solo proveedor. ¿Qué pasaría el día que, por alguna razón, el proveedor suba sus precios de forma arbitraria, o peor aún, se quiebre? Un análisis de riesgo crediticio, como su nombre lo indica, implica analizar las probabilidades de un impago de una contraparte en una operación financiera. Y una empresa con un único proveedor tiene una desventaja competitiva. Lo mismo aplica para aquellas que dependen de un solo cliente. Moraleja: expanda su red de proveedores y clientes.

→ **Práctica No. 6: Pregunte por los prerequisites de la entidad financiera con anticipación**

Antes de pasar por un proceso de aprobación para un cupo de riesgo, asegúrese de que su empresa cumpla con las políticas internas de la entidad financiera para que así su compañía no sea rechazada por variables que están fuera de su control. Por ejemplo, existen entidades financieras que tienen prohibido otorgar créditos a empresas en ciertas industrias (ej.: minería, juegos y azar, por decir algunas). Otras solo están autorizadas a trabajar con contrapartes que pasen el umbral de facturación o ventas anuales determinado por la corporación financiera. **Un gestor comercial de la tesorería tiene estas políticas muy claras y es la persona ideal con la que debe hablar para averiguar si su empresa clasifica o no para un estudio de cupo de riesgo en la entidad.**

› MEJORES PRÁCTICAS CONDUCTUALES:

Las tres últimas prácticas, a simple vista pueden parecer no tan reveladoras para una compañía, más aún si esta tiene una posición financiera impecable. Sin embargo, el proceso de aprobación de un cupo de riesgo no es tan diferente a aquel que vive una persona que va a una entrevista laboral. Todos los que hemos aplicado a un trabajo sabemos que las primeras impresiones son sumamente importantes. Por eso vamos bien vestidos, llegamos puntuales, con buena actitud y miramos al entrevistador a los ojos. Y aunque no necesariamente la persona que llega 15 minutos tarde a una entrevista deja de ser brillante en su labor, lo ideal siempre será que el genio llegue a su entrevista a tiempo. Al final del día, ¿cuál es el punto de perjudicarse uno mismo sabiendo que tiene todas las de ganar? **No olvide que así como los ahorradores y accionistas de una entidad financiera confían en que esta cuidará de sus recursos, la entidad financiera debe asegurarse también que su contraparte en una operación financiera es una compañía confiable.**

→ ***Práctica No. 7: Anticípese y sea proactivo a lo que pueda necesitar un analista de riesgos***

El hecho de que el negocio de una tesorería sea otorgar cupos de riesgo no significa que usted como tesorero o encargado de la gestión financiera de una compañía se deba deslindar durante el proceso de aprobación. El analista de riesgo crediticio puede convertirse en un aliado para su empresa, en la medida en que este tenga absoluta claridad de la compañía y del uso de la operación que se realizará. Así, es muy bien visto por una entidad financiera un tesorero que se preocupa y está disponible para ayudar con todo lo que pueda necesitar un analista de riesgos. Este comportamiento es un indicio que el tesorero será igual de diligente al responder por sus obligaciones financieras con la entidad. Por favor, no sea un Dani Pombo.

→ ***Práctica No. 8: Una presentación que muestre tiempo y esfuerzo dice mucho***

Hay algo que las empresas grandes tienen a su favor en una aplicación para un cupo de riesgo y es que, por ser tan reconocidas, su nombre las precede. De igual manera, sus páginas web, redes sociales, son todas gran publicidad en un comité de riesgos. Si su empresa es pequeña o mediana y no ha llegado al nivel de relaciones públicas mencionado, no desfallezca. La experiencia nos muestra que realizar una presentación con un gran diseño visual, y que explique qué hace la empresa, qué proyectos tienen, de dónde vienen, hacia dónde van, cuáles son sus fortalezas, hacia dónde va el crecimiento, y lo más importante, qué harán exactamente con el cupo otorgado, permiten a un comité no solo tener una imagen más completa de la compañía, sino que da a entender también lo comprometido que está usted con la operación.

→ ***Práctica No. 9: Cuide la reputación de su empresa (y la suya como tesorero también)***

Cuando una entidad financiera realiza un análisis de riesgo crediticio para una empresa, más allá de haber *corrido los números* y de tener la certeza que la contraparte se encuentra en una posición adecuada para cubrir la obligación, esta confía en la ética de sus directivos y el departamento financiero para emplear los fondos del cupo otorgado en lo que estaba originalmente acordado. Una empresa con una pésima reputación, por más que genere

Un video,
una presentación de PowerPoint o algo similar, explicando qué hace la empresa y en qué empleará los recursos es un gran diferenciador a la hora de aplicar para un cupo de riesgo

“Toma 20 años

Construir una buena reputación y cinco minutos arruinarla. Si piensas en eso, harás las cosas diferente.”
Warren Buffett



ingresos de miles de millones, será mal vista en un proceso para realizar operaciones con una entidad financiera. De igual manera, ¿qué le impedirá a un tesorero, con fama de apostar al dólar sin ningún fundamento (nuestro amigo [Dani Pombo en su paso por Carambolas SAS.](#)), volver a jugar con el dinero que debe usarse para cumplir una obligación financiera? Por otro lado, una buena reputación puede ser el *plus* que lleve a que un comité apruebe un crédito cuando existen deficiencias en otras áreas de la aplicación. Como Warren Buffett alguna vez advirtió: “Toma 20 años construir una buena reputación y cinco minutos arruinarla. Si piensas en eso, harás las cosas diferente.”

Ahora que está claro cómo funciona un proceso para realizar operaciones con una entidad financiera y cuáles son las pautas cualitativas que le permitirán a una compañía mejorar su percepción crediticia, resulta interesante analizar elementos cuantitativos que posiblemente emplean las entidades financieras en sus modelos al analizar el riesgo de contraparte.

EL ALTMAN Z-SCORE COMO INSUMO EN LOS ANÁLISIS DE RIESGO DE CRÉDITO

El Altman z-score

en teoría tiene el potencial de ser de gran utilidad al momento de analizar a la contraparte en un proceso de aprobación para un cupo de riesgo

El profesor de Finanzas de la Universidad de Nueva York, Edward Altman, desarrolló el modelo Z-score publicado en 1968. El primer Z-score que publicó Altman se basa en una prueba de solidez crediticia que mide la probabilidad de quiebra de una empresa manufacturera que cotiza en bolsa. Es decir, su hipótesis consistía en que no era posible contar con una herramienta que permitiera determinar con alta precisión si una compañía entraría en reorganización un año o dos años después. Tiempo después, en 1993, Altman creó una versión del modelo para empresas manufactureras privadas.

El modelo de Altman, al ser aplicado a una muestra de compañías tanto manufactureras públicas como privadas, presentó una precisión en su predicción de entre 82% y 94%⁴. Por ejemplo, en una muestra de 120 compañías analizadas por Altman entre 1997 y 1999, el modelo acertó correctamente que 113 empresas quebrarían el año siguiente (i.e. una precisión en su predicción del 94%).

El mismo modelo fue replicado por la Universidad de Leicester en el Reino Unido⁵ para una muestra de empresas británicas. El resultado fue muy positivo, al estimar las empresas que quebraron los dos años siguientes al estudio con una precisión en su predicción entre 81% y 93%.

El modelo Z-score de Altman tiene como fundamento cinco razones financieras: la razón de rentabilidad, de apalancamiento, de liquidez, de solvencia y de actividad. Todas estas razones son empleadas de forma frecuente por entidades financieras en un análisis de riesgo de crédito. Esto, sumado a que el Z-score en teoría tiene una precisión alta al estimar las compañías que entrarán en insolvencia, lleva a la conclusión que **el modelo sea**

⁴ Altman, Edward. “Corporate Financial Distress and Bankruptcy”. 2006.

⁵ Abdulkareem, Hawar. “The revised Altman Z'-score Model Verifying its Validity as a Predictor of Corporate Failure in the Case of UK Private Companies”. 2015.

potencialmente una herramienta para analizar a una contraparte en un proceso de aprobación de un cupo de riesgo.

50%
fue la precisión del modelo z-score estimando las empresas colombianas que entraron a reorganización en el 2018

Por esta razón, resultaría lógico que las entidades financieras le encuentren utilidad al Altman Z-score en un proceso de análisis de riesgo crediticio, más aún para las Pymes que, por su naturaleza, generalmente representan un mayor riesgo en operaciones financieras. Si el cálculo presenta un alto porcentaje de precisión pronosticando las empresas colombianas que quebrarán en el siguiente año, **su valor podría ser enorme tanto para los analistas de riesgo crediticio que analizan potenciales contrapartes, como los mismos financieros que deseen calibrar qué tan solvente se encuentra su empresa y en qué indicadores debería enfocarse para así mejorar su destino.**

El modelo Altman Z-score aplicado al mercado colombiano: algo le falta

El modelo Altman Z-score para empresas manufactureras privadas colombianas en el periodo 2017-2018 presentó resultados poco satisfactorios. Como es posible apreciar en las Tabla 7 y 8, a pesar de tener una precisión en su predicción del 72% en las empresas que continuaron operando sin problemas el año siguiente, el modelo tuvo una precisión en su predicción del 50% (¡podría decirse, una imprecisión del 50%! para aquellas que estimó se quebrarían en el siguiente periodo. **Esencialmente, un comité de riesgo que empleara este modelo, al intentar estimar las empresas que quebrarían, se equivocaría la mitad de las veces. Lo mismo que tirar una moneda al aire, y dejaría de hacer negocios con varias empresas que no son tan mala paga como el modelo sugiere.**

Tabla 7: Modelo Altman Z-score aplicado a empresas plenas individuales (2017)

	OK	Reorganización
Margen de error	28%	50%

Tabla 8: Modelo Altman Z-score aplicado a pymes individuales (2017)

	OK	Reorganización
Margen de error	30%	50%

Al realizar algunos cambios en las variables del Z-score del 93' (mirar [Nota Metodológica](#)), mejoramos la capacidad de precisión del modelo. Las Tablas 9 y 10 muestran esta mejora, con una precisión en su predicción del 86% y 94% al evaluar a las empresas grandes y las pymes que sobrevivieron durante el año siguiente, aunque todavía con un margen de error muy alto al evaluar las compañías que verdaderamente entraron en reorganización.

Tabla 9: Modelo Altman Z-score con cambios en las variables aplicado a empresas plenas individuales (2017)

	OK	Reorganización
Margen de error	14%	38%

Tabla 10: Modelo Altman Z-score con cambios en las variables aplicado a pymes individuales (2017)

	OK	Reorganización
Margen de error	6%	57%

Para ponerlo en contexto, si analizamos la Tabla 9, por cada compañía que se analizó en el 2017, el modelo acertó 86% de las veces que la compañía sobreviviría el año siguiente. Pero también estimó que una empresa grande se quebraría el año siguiente y fallaría el 38% de las veces.

Es claro que **este modelo NO tiene la misma precisión en el mercado colombiano que al aplicarse para el mercado estadounidense y británico. ¿Por qué sucede esto?**

El Z-score es un modelo cuya utilidad se maximiza al contar con analistas de riesgo crediticio calificados

A pesar de que el modelo predictivo del Z-score tiene una alta precisión en el mercado norteamericano y británico, **Colombia no es el único país con problemas de adaptación al mercado local.**

El modelo mejora
con la experiencia de analistas de riesgo de crédito calificados en identificar las minucias de los estados financieros

En España la Universidad Pública de Navarra empleó el mismo modelo⁶ en una muestra de 120 empresas del país con “conclusiones que sugieren la no conveniencia de una aplicación directa del modelo”. El mismo inconveniente ocurrió en un ejercicio predictivo del Z-score para empresas canadienses⁷. Por lo tanto, **la idea de que el modelo Z-score funciona en cualquier contexto es errónea.**

Existe la posibilidad de que haya características por el lado de la contabilidad y del mercado que obligan a emplear otro tipo de variables. **La forma en que las empresas contabilizan ciertas actividades también tiene influencia en los resultados del Z-score.**

Por ejemplo, puede haber casos en los que las empresas intentan no tener un activo muy grande o desinflar su activo para no pagar un impuesto a la riqueza, o pueden también tener una contabilidad conservadora que desinfla sus utilidades para así reducir sus impuestos. Para estas empresas, el Z-score puede arrojar un valor bajo (i.e. la empresa estaría cerca a la insolvencia) que lleva a clasificarlas como empresas próximas a reorganización cuando la realidad es lo opuesto. De igual manera, empresas con contabilidad agresiva que tienen utilidades altas por particularidades contables aun cuando su flujo de caja es débil pueden estar catalogadas con un Z-score alto (i.e. la empresa está OK de cara al modelo), pero uno o dos años después caen en insolvencia.

De igual manera, si nos remitimos a las [Tablas 7 y 8](#), podemos ver una diferencia entre las Pymes y empresas plenas, es decir las empresas grandes, en Colombia. Usualmente las empresas grandes tienen un equipo contable más capacitado, que incluso es auditado, algo que es menos común en las Pymes. Esto conduce a que los estados financieros de las empresas sean más robustos, lo que se traduce en un Altman Z-score más fiable.

La forma
en que las empresas contabilizan ciertas actividades también tiene influencias en los resultados del Z-score.

De igual manera, si un analista de crédito tiene los insumos, y el tiempo, para ajustar los estados financieros por estas anomalías, posiblemente tendrá un juicio más preciso sobre la compañía y consecuentemente, mayores probabilidades de aplicar el modelo Z-score con mayor precisión.

Así, podemos concluir que el modelo Altman Z-score de 1993, como herramienta en un análisis de riesgo de crédito para el año 2017, tiene cierta utilidad para acertar las empresas que estarán en buen estado en el próximo año, pero no tanto para estimar aquellas que están cercanas a una reorganización. Dicho esto, **se hace aún más necesario la experiencia de financieros, analistas de crédito y gerentes comerciales experimentados para identificar**

⁶ Lizarraga, Dallo. “Modelos de Previsión del Fracaso Empresarial: ¿Funciona Entre Nuestras Empresas el Modelo de Altman de 1968?”. 1998.

⁷ Boritz, Efrim, et. Al. “Predicting Business Failures in Canada”. 2007.

las minucias en los estados financieros de las empresas colombianas que pueda llevar a un error de estimación en el modelo.

› **Y POR ÚLTIMO, NO NOS CANSAMOS DE REITERAR QUE...**

...la forma en que se utilizan los recursos de los ahorradores del sistema financiero o de los accionistas de una entidad financiera es el asunto más delicado para el comité de riesgo de crédito. Para una entidad financiera no tiene sentido buscar aumentar utilidades si el riesgo para los ahorradores y accionistas es muy alto. Entre más pueda reducir la percepción de riesgo de su empresa (¡siguiendo las prácticas mencionadas en este informe!), mejor posicionada se encontrará su compañía para realizar operaciones con una entidad financiera.

Nota Metodológica

Para la construcción de los datos plasmados en las [Tablas 7 y 8](#), se utilizó el modelo Altman Z-score de 1993⁸ (fórmulas abajo) modificado para empresas manufactureras privadas en Colombia para el año 2017.

Z score para empresas plenas individuales

$$= 0,220X_1 - 0,231X_2 - 0,939X_3 - 0,170X_4 - 0,109X_5$$

Z score para empresas pymes individuales

$$= 0,711X_1 + 0,960X_2 + 0,205X_3 + 0,249X_4 + 0,237X_5$$

Donde:

$$X_1 = \frac{\text{Activos corrientes} - \text{Pasivos corrientes}}{\text{Activos totales}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Ganancias acumuladas}}{\text{Activos totales}}$$

(Se prefirió usar ganancias acumuladas para darle margen a la empresa).

$$X_3 = \frac{\text{Utilidad neta por actividad de la operación}}{\text{Activos totales}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Patrimonio total en los libros}}{\text{Pasivos totales}}$$

$$X_5 = \frac{\text{Ingresos por actividades ordinarias}}{\text{Activos totales}}$$

Para la construcción de los datos de las [Tablas 9 y 10](#), reinterpretemos el modelo de Altman mencionado anteriormente, con un enfoque en la liquidez de las empresas. De esta manera, las fórmulas estimadas fueron las siguientes:

Z score reinterpretado para empresas plenas individuales

$$= -0,172Y_2 - 0,125Y_3 + 0,041Y_4 - 0,955Y_5 - 0,265Y_6$$

Z score reinterpretado para empresas pymes individuales

$$= 0,066Y_2 - 0,058Y_3 - 0,007Y_4 - 0,989Y_5 + 0,071Y_6$$

Donde:

$$Y_2 = \frac{\text{Total pasivos}}{\text{Patrimonio total}}$$

⁸ Altman, Edward. "Corporate Financial Distress and Bankruptcy". P. 246. 2006.

$$Y_3 = \frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Ingresos por actividades ordinarias}} + \frac{\text{inventarios corrientes}}{\text{Costo de ventas}}$$

$$Y_4 = \frac{\left(\text{Ingresos por actividades ordinarias} - \text{costo de ventas} - \text{gasto de ventas} \right) - \text{gasto de administración} + \text{ajuste gastos de depr. y amort.}}{\text{Activos totales}}$$

$$Y_5 = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activos totales}}$$

$$Y_6 = \frac{\text{Flujos de efectivo procedentes de la operación}}{\text{Pasivos corrientes}}$$

Para el estudio de las compañías, en el 2017 se utilizaron 732 empresas plenas (i.e. grandes) individuales y 3331 pymes que reportaron estados financieros individuales⁹, para los sectores con código CIU entre 1000 y 4399, consideradas manufactureras.

Se empleó la metodología de *winsorizing*, que elimina datos extremos de la muestra, para así evitar que los resultados estuvieran explicados en su mayoría por observaciones con valores extremos. Así, cualquier valor de una de las variables usadas en la construcción de las razones menor al percentil 1 lo reemplazamos por el valor del percentil 1, y cualquier valor mayor al percentil 99 lo reemplazamos por el valor del percentil 99.

De igual manera, para determinar qué empresas entraron en reorganización en el año 2018, se tomó como base todas las empresas, tanto Pymes como plenas, que reportaron estados financieros en el 2017 en la Superintendencia de Sociedades. Con esto en mano, se encontraron los datos de todas estas empresas que en el 2018 iniciaron un proceso de insolvencia ante la Superintendencia de Sociedades. Esta información la obtuvimos de la base de datos con corte a diciembre de 2019 de la delegatura de insolvencia de la SuperSociedades.

Es importante resaltar que no se tomaron en cuenta aquellas empresas clasificadas en etapa preoperativa o en concordato en ejecución. Asimismo, aquellas empresas que no se encontraron reportando estados financieros en el 2018 tampoco fueron tomadas en cuenta para estos cálculos. Decidimos no asumir que la empresa entró en reorganización o liquidación, ya que existen otras razones, más allá de la insolvencia, que explican por qué una empresa deja de aparecer de un año a otro en la base de datos general de la SuperSociedades.

⁹ Los estados financieros individuales son aquellos presentados por una entidad que no tiene inversiones en la cual tenga la condición de asociada, negocio conjunto o controladora. Se escogieron los estados financieros individuales y no separados porque las primeras representan compañías con actividades netamente operativas, mientras que las segundas pueden incluir holdings y/o compañías controladoras de subsidiarias.

Anexos

Anexo 1. Estado de Resultados Bololó SAS. (\$MM)

	2017	2018	2019	2020
INGRESOS OPERACIONALES		\$ 45.000	\$ 43.000	\$ 21.000
Ingresos		\$45.000	\$43.000	\$21.000
Otros Ingresos operacionales		\$0	\$0	\$0
COSTO DE VENTAS		\$27.000	\$30.000	\$19.000
Costo total		\$22.000	\$25.000	\$14.000
Depreciación		\$5.000	\$5.000	\$5.000
Amortización		\$0	\$0	\$0
UTILIDAD BRUTA		\$18.000	\$13.000	\$2.000
MARGEN BRUTO		40,00%	30,23%	9,52%
GASTOS OPERACIONALES		\$900	\$930	\$320
Gastos de Administración		\$200	\$215	\$200
Gasto Administrativo		\$200	\$215	\$200
Depreciación				
Amortización				
Gastos de Ventas		\$700	\$715	\$120
Gastos de Ventas		\$700	\$715	\$120
EBITDA		\$22.100	\$17.070	\$6.680
MARGEN EBITDA		49,11%	39,70%	31,81%
DEPRECIACIONES, AMORTIZACIONES Y PROVISIONES		\$5.000	\$5.000	\$5.000
Depreciaciones		\$5.000	\$5.000	\$5.000
Costo		\$5.000	\$5.000	\$5.000
Gasto		\$0	\$0	\$0
Amortizaciones		\$0	\$0	\$0
Provisiones		\$0	\$0	\$0
UTILIDAD OPERACIONAL		\$17.100	\$12.070	\$1.680
Margen Operacional		38,00%	28,07%	8,00%
Ingresos no operacionales		\$0	\$0	\$0
Ingresos financieros de intereses		\$0	\$0	\$0
Ingresos por diferencia en cambio		\$0	\$0	\$0
Ingresos por venta de PPyE		\$0	\$0	\$0
Otros Ingresos		\$0	\$0	\$0
Gastos no operacionales		\$5.600	\$4.645	\$3.615
Intereses		\$5.600	\$4.645	\$3.615
Gastos por diferencia en cambio		\$0	\$0	\$0
Gastos Financieros		\$0	\$0	\$0
Perdida en venta PPyE		\$0	\$0	\$0
Costos de Cobertura		\$0	\$0	\$0
Otros Egresos		\$0	\$0	\$0
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS		\$11.500	\$7.425	-\$1.935
Impuesto de renta		\$3.910	\$2.524	\$1.400
UTILIDAD NETA		\$7.590	\$4.900	-\$3.335
Margen Neto		16,87%	11,40%	-15,88%

Anexo 2. Balance general Bololó SAS. (\$MM)

	2017	2018	2019	2020
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES				
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$10.000	\$17.575	\$10.261	\$2.833
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	\$0	\$10.000	\$15.050	\$18.025
Inventarios	\$0	\$5.025	\$8.083	\$9.236
Inventarios	\$0	\$5.025	\$8.083	\$9.236
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	\$10.000	\$32.600	\$33.395	\$30.095
ACTIVOS NO CORRIENTES				
Cuentas por cobrar LP	\$0	\$0	\$0	\$0
Propiedad, planta y equipo	\$110.000	\$105.000	\$100.000	\$95.000
Depreciación acumulada	\$0	\$5.000	\$10.000	\$15.000
Activos Diferidos	\$0	\$0	\$0	\$0
Amortización	\$0	\$0	\$0	\$0
Activos por impuesto diferido	\$0	\$0	\$0	\$0
Gastos pagados por anticipado	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros activos	\$0	\$0	\$0	\$0
Amortización acumulada	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	\$110.000	\$105.000	\$100.000	\$95.000
TOTAL ACTIVOS	\$120.000	\$137.600	\$133.395	\$125.095
PASIVOS				
PASIVOS CORRIENTES				
Obligaciones financieras corrientes	\$0	\$12.887	\$13.917	\$15.031
Bancos nacionales	\$0	\$12.887	\$13.917	\$15.031
Cobertura con Bancos	\$0	\$0	\$0	\$0
Cuentas por pagar	\$0	\$5.475	\$7.583	\$9.236
Proveedores	\$0	\$5.025	\$8.083	\$9.236
Pasivos por impuestos	\$0	\$3.910	\$2.524	\$1.400
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	\$0	\$27.297	\$32.108	\$34.903
PASIVOS NO CORRIENTES				
Obligaciones Financieras LP	\$70.000	\$45.182	\$31.264	\$16.233
Cuentas por pagar a LP	\$0	\$0	\$0	\$0
Pasivos por beneficios a empleados LP	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros pasivos no financieros LP	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	\$70.000	\$45.182	\$31.264	\$16.233
TOTAL PASIVOS	\$70.000	\$72.478	\$63.373	\$51.137
PATRIMONIO				
Aportes Sociales	\$50.000	\$57.532	\$57.532	\$64.803
Superávit de capital	\$0	\$0	\$0	\$0
Reservas	\$0	\$0	\$0	\$0
Resultados acum	\$0	\$0	\$7.590	\$12.490
Resultado del ejercicio	\$0	\$7.590	\$4.900	-\$3.335
TOTAL PATRIMONIO	\$50.000	\$65.122	\$70.022	\$73.958
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	\$120.000	\$137.600	\$133.395	\$125.095

Anexo 3. Estado de flujos de efectivo Bololó SAS. (\$MM)

	2017	2018	2019	2020
EBITDA		\$ 22.100	\$ 17.070	\$ 6.680
VARIACIÓN CAPITAL DE TRABAJO		-\$ 4.525	-\$ 2.942	-\$ 1.322
<i>INVENTARIO</i>		\$ -	\$ -	\$ -
<i>CUENTAS POR PAGAR</i>		\$ 5.475	\$ 2.108	\$ 1.653
<i>CUENTAS POR COBRAR</i>		\$ 10.000	\$ 5.050	\$ 2.975
CAPEX	-\$ 110.000			
VAR CAPEX		\$ -	\$ -	\$ -
IMPUESTOS		\$ -	\$ 3.910	\$ 2.524
FCL	-\$ 110.000	\$ 17.575	\$ 10.218	\$ 2.833
APORTES DE CAPITAL	\$ 50.000			
DESEMBOLSO PRESTAMO	\$ 70.000			
NUEVOS APORTES DE CAPITAL		\$ 7.532	\$ -	\$ 7.271
GASTOS FINANCIEROS		-\$ 5.600	-\$ 4.645	-\$ 3.615
VARIACIÓN OBLIGACIONES FINANCIERAS		-\$ 11.932	-\$ 12.887	-\$ 13.917
FLUJO DISPONIBLE	\$ 10.000	\$ 7.575	-\$ 7.314	-\$ 7.428
CAJA INICIAL	\$ -	\$ 10.000	\$ 17.575	\$ 10.261
CAJA FINAL	\$10.000	\$17.575	\$10.261	\$2.833
APORTE REQUERIDO		\$ -	\$ -	\$ -

Equipo de Investigaciones Económicas

José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

Jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

Juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

María Paula Campos

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.campos@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Paniagua

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

roberto.paniagua@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 Comerciales y Riesgos

Mauricio Acevedo Montalvo

Director Comercial Corporativo

(+57-1) 3550710 Ext. 7406

mauricio.acevedo@corficolombiana.com

Jose Guillermo Pazos Ardila

Coordinador de Riesgo de Crédito

(+57-1) 2863300

jose.pazos@corficolombiana.com

David Alberto Sierra Ulloque

Gerente Regional Centro

(+57-1) 2863300

david.sierra@casadebolsa.com.co

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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

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

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

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