

TRABAJO DE GRADO

Título: Emisión de bonos como medio de financiación de bajo costo, su impacto en el valor de entidades financieras en Colombia por medio de la disminución de costo de capital

Subtítulo: Análisis del caso de emisión de bonos de una entidad financiera colombiana.

Presentado por:

CARLOS ANDRES CASTRO ENRIQUEZ

Código: 28646

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN CONTABILIDAD Y FINANZAS
Profundización Finanzas
COLOMBIA
2015

TRABAJO DE GRADO

Título: Emisión de bonos como medio de financiación de bajo costo, su impacto en el valor de entidades financieras en Colombia por medio de la disminución de costo de capital

Subtítulo: Análisis del caso de emisión de bonos de una entidad financiera colombiana.

Presentado por:

CARLOS ANDRES CASTRO ENRIQUEZ

Código: 28646

Director:

Profesor: LUIS GERMAN OME ORTIZ

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN CONTABILIDAD Y FINANZAS
Profundización Finanzas
COLOMBIA
2015

Índice de Contenido

1. INTRODUCCION	6
1.1 Planteamiento del problema	6
1.2 Objetivos	10
1.2.1 Objetivo general	10
1.2.2 Objetivos específicos.....	10
2. MARCO TEORICO.....	11
2.1. Financiación en entidades financieras y ventajas frente a competidores	11
2.2. Tipos de financiamiento para entidades financieras.....	12
2.2.1. Deuda a corto plazo.....	13
2.2.2. Deuda a largo plazo.....	14
2.3. Análisis del financiamiento.....	16
2.3.1. Valor de la empresa representado por la estructura de capital óptima	16
2.3.2. Financiamiento analizado a partir del Modelo MODIGLIANI-MILLER.....	17
2.3.3. Financiamiento analizado a partir de la Teoría de Costo de Capital.....	19
2.3.4. Financiamiento analizado a partir de Pecking Order o teoría de la elección jerárquica y Trade Off.....	20
3. MARCO REGULARORIO Y TRIBUTARIO.....	23
3.1. Ley 964 de 2005.....	23
3.2. Requerimientos de emisión de bonos según la Superintendencia Financiera de Colombia	24
3.3. Decreto 2555 de 2010	26
3.4. Resolución 400 de 1995	28
3.5. La emisión de bonos en el ámbito tributario colombiano	30
3.6. Requerimientos adicionales.....	31
4. METODOLOGIA	32
5. ESTUDIO DE CASO.....	33
5.1. Condiciones macroeconómicas y financieras.....	33
5.2. Situación de Bancolombia.....	38
5.3. Costo de Capital Pre y Post emisión	39
5.3.1. Estimación del costo de la deuda	39
5.3.2. Estimación del costo del capital	41
5.3.2.1. Método 1. Tasa de retorno estándar y constante	41

5.3.2.2.	Método 2. Diferencial sobre la deuda corporativa de largo plazo.....	42
5.3.2.3.	Método 3. Tasa de retorno implícita en el mercado	42
5.4.	Efectos del endeudamiento en el costo de los recursos.....	44
5.5.	Impacto en el valor del banco	48
5.6.	Consideraciones con respecto al modelo Modigliani-Miller.....	50
5.7.	Implicaciones en la gestión financiera de largo plazo.....	51
5.7.1.	Cobertura cambiaria	52
5.7.2.	Covenants.....	52
5.7.3.	Características propias.....	53
6.	CONCLUSIONES	54
7.	BIBLIOGRAFÍA.....	57
8.	ANEXOS.....	63
8.1.	Anexo 1. Evolución de las teorías sobre la estructura de capital	63
8.2.	Anexo 2. Balance General y estructura de capital.....	64
8.2.1.	Balance General	64
8.2.2.	Estructura de Capital (Nominal y porcentual).....	64
8.2.3.	Provisión Imporenta	64
8.3.	Anexo 3. Flujo de caja Operativo.....	65
8.4.	Anexo 4. Pasivos de largo plazo	66
8.4.1.	Pasivos en 2011	66
8.4.2.	Pasivos en 2012.....	67
8.4.3.	Pasivos en 2013.....	69
8.5.	Anexo 5. Información Bursátil acción Bancolombia 2012	71
8.5.1.	Información 2012-1	71
8.5.2.	Información 2012-2.....	74

Índice de Gráficos

Gráfica 1: Emisiones Primarias de Deuda Corporativa por sector.....	16
Gráfica 2: Emisiones Vs Tasa de Política Monetaria (TPM).....	35
Gráfica 3: Emisiones Vs Crecimiento del PIB.....	36
Gráfica 4: Colocaciones por Plazo Sector Financiero.....	37
Gráfica 5: Tasas de colocación cartera preferencial vs Tasa de colocación bonos IPC y DTF	37

Gráfica 6: Contribución a la variación del WAAC Método 1	45
Gráfica 7: Contribución a la variación del WAAC Método 2.....	46
Figure 8: Contribución a la variación del WAAC Método 3	47
Gráfica 9: Movimiento Bursátil acción Bancolombia Periodo 2012-1	49
Gráfica 10: Movimiento Bursátil acción Bancolombia Periodo 2012-2	49

Índice de Tablas

Tabla 1: Comparativo entre Trade Off y Pecking Order.....	22
Tabla 2: Composición Simev	25
Tabla 3: Tributación sobre Bonos	31
Tabla 4: Estados Financieros Reagrupados (Millones de pesos)	39
Tabla 5: Estructura de capital (Millones de pesos)	40
Tabla 6: Estructura de capital –Participación Porcentual.....	40
Tabla 7: WACC's de Bancolombia 2011-2013 Método Uno	43
Tabla 8: WACC's de Bancolombia 2011-2013 Método Dos.....	43
Tabla 9: WACC's de Bancolombia 2011-2013 Método Tres.....	44
Tabla 10: Contribución a la variación del WAAC Método 1.....	45
Tabla 11: Contribución a la variación del WAAC Método 2.....	46
Tabla 12: Contribución a la variación del WAAC Método 3.....	47

1. INTRODUCCION

1.1 Planteamiento del problema

La reciente crisis mundial (2008-2012), generó mayores consecuencias en los países desarrollados: quiebras de entidades financieras en Estados Unidos, colapsos en las diferentes bolsas bursátiles, contracciones de las economías hasta llevar a algunos países en Europa a entrar en recesión como Grecia y España. Esta situación económica global, orientó a varios inversionistas a colocar su capital en países emergentes, como por ejemplo Colombia.

El movimiento de capitales a países emergentes, se originó también por las condiciones de mercado, que beneficiaban tanto a inversionistas como a las organizaciones que buscaban financiamiento en estos países, ello fue considerado por algunos como una apuesta calculada a economías sólidas (Lauricella, 2010) y con expectativas de crecimiento superiores a las de los países desarrollados. Adicionalmente, este tipo de situaciones genero nuevos retos de competitividad, que permiten que la gestión financiera sea una gran aliada, para que tanto las empresas como los países, sin importar su tamaño, generen estrategias de fortalecimiento y de posicionamiento (Martínez, Cepeda, Chávez; 2013).

Colombia poco a poco ha venido desarrollando apuestas a la apertura a los mercados internacionales y en dicho proceso ha cobrado gran importancia la inversión extranjera, los convenios de libre comercio y medidas a favor de la apertura a nuevos mercados, como los esfuerzos del gobierno colombiano en estandarizar normas nacionales a internacionales para ajustar el mercado nacional a mercados globales (Martínez Lemus, Cepeda Chavez, & García Díaz).

En el ámbito nacional se han desarrollado varios elementos que propician el crecimiento y fortalecimiento de la economía nacional: “la meta de disminución de los niveles de inflación desde el año 2002, las metas de crecimiento del PIB, la lucha contra el desempleo,

la apertura económica por medio de tratados de libre comercio con grandes países, entre otros” (Martínez, 2013).

En la apertura a mercados globales, las empresas Colombianas pueden encontrar diversos medios de financiamiento que le permitan invertir ese capital en mejoras de su infraestructura, pagar pasivos, adquisición de nuevos equipos, entre otros. Cada uno de estos medios tiene puntos a favor, como son las bajas tasas de interés en distintos países, y la longevidad de los plazos de pagos; y puntos en contra como el temor de perder gobernabilidad o la dificultad en algunos casos de adquirir estos medios de financiamiento, entre otros.

Dadas las anteriores consideraciones, las entidades financieras Colombianas encontraron oportunidades favorables para mejorar su estrategia de financiamiento. Así en años recientes han incrementado el uso de financiamiento a través de la colocación de bonos de corto y largo plazo, como son los casos de BANCOLOMBIA S.A. Y DAVIVIENDA S.A.

BANCOLOMBIA S.A., realizó emisiones de bonos ordinarios y subordinados de hasta tres billones de pesos (\$3.000.000.000.000), a plazos de 1.5 a 40 años para el caso de bonos ordinarios y de 5 a 40 años para bonos subordinados (BANCOLOMBIA S.A, Julio de 2012) en donde, los recursos captados han sido destinados a realizar amortizaciones de obligaciones, logrando obtener deuda a una tasa más atractiva y teniendo la posibilidad de pagarla en un periodo más extenso.

Por otro lado está el DAVIVIENDA S.A., que en el año 2011 realizó una emisión de bonos ordinarios y subordinados de hasta tres billones de pesos (\$3.000.000.000.000) de los cuales, hasta 1 billón podían ser emitidos como subordinados. Estos recursos se utilizaron para financiar las necesidades de capital de trabajo del emisor como también se aclaró que, los recursos captados no se utilizan para pagar pasivos adquiridos con compañías vinculadas o socios (DAVIVIENDA S.A, 2011).

Estas dos entidades son, en promedio desde el año 2006, dos de las cinco empresas que más han concentrado el monto total de las emisiones hechas (tres son entidades financieras) llegando hasta llegar al 11% del total de las emisiones (Oliveros Saldarriaga, 2011)

A partir de lo anterior, se genera la pregunta: ¿Cómo la emisión de instrumentos financieros, puede ser un medio de financiación de bajo costo para las entidades financieras en Colombia?

Para resolver la pregunta planteada se revisa la literatura sobre la estructura de capital y se identifican y evalúan las condiciones que generan oportunidades de mercado favorables, para la emisión de bonos por entidades financieras colombianas. Posteriormente, se realiza el estudio de caso, en donde se evalúa la emisión de bonos por parte de BANCOLOMBIA S.A en el año 2102, en donde se determinan los elementos que permiten dichas emisiones como mecanismo de financiación. El análisis se realiza a través de la observación de cifras, interpretadas a partir del teorema de Modigliani-Miller. Adicionalmente se busca evaluar si la decisión tomada redujo el costo de capital e incrementó el valor de la empresa y aprovechando las oportunidades de mercado (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2010);

El marco teórico para el trabajo se basa principalmente en la teoría financiera de financiamiento. Desde este ámbito, el desarrollo conceptual de la estructura de capital ha seguido líneas de discusión que se remonta a los años 50 en torno a dos factores: a) la existencia de una estructura de capital optima y la forma en que las instituciones tomas sus decisiones de financiamiento (Dumrauf, 2012); y b) La búsqueda de una combinación optima entre capital propio y deuda para minimizar el costo de capital y maximizar el valor de la firma (Zambrano Vargas & Acuña Corredor, 2011). Los análisis anteriores se han desarrollado sobre tres pilares complementarios: los teoremas de Modigliani-Miller, la teoría del portafolio y la teoría de los mercados eficientes (Tenjo G., López E., & Zamudio, Marzo 2003). Se elige el teorema de Modigliani-Miller ajustado, en cuanto demuestra que la deuda incrementa el valor de la organización por la posibilidad que se tiene de deducir el pago de los intereses del pago de impuestos, convirtiéndose en un incentivo para que las empresas acudan a niveles superiores de apalancamiento como mecanismo para

incrementar su valor (Villareal Ramos, Acosta, & Saavedra, 2010). Esta ventaja se denomina “escudo fiscal de la deuda” y a partir de este planteamiento y relajando supuestos para acercarse a mercados imperfectos ha sido base para el desarrollo conceptual como son la teoría de irrelevancia de Miller (1973), la teoría de trade-off¹ (1984), la teoría de la jerarquía de preferencias (1991)² y la teoría de market timing behavior o la sincronización del mercado (2002)³ que se pueden apreciar en el anexo 1.

Finalmente se presentan las conclusiones y recomendaciones producto del trabajo desarrollado, en donde se realiza un análisis bajo tres métodos: 1) Tasa de retorno estándar y constante, 2) Diferencial sobre la deuda corporativa de largo plazo y 3) Tasa de retorno implícita del mercado. Con base en dicho análisis, se logra identificar que, aplicando el tercer método, se logra corroborar de forma afirmativa la hipótesis planteada, sobre que la emisión de bonos genera valor dentro de la empresa.

¹ En dicha teoría se considera la importancia de las imperfecciones del mercado en la estructura de capital y es definida en de la siguiente manera: *“predice que al considerar las imperfecciones del mercado en las decisiones de financiación, las empresas pueden maximizar su valor estableciendo una tasa de deuda óptima que considere un equilibrio entre los costos de deuda y los beneficios generados por ellas (Myers,2011)”* (Wadnihar Herazo & Cruz Merchán, 2008)

² En dicha teoría se establece que *“las empresas con menos activos tienden más a tomar prestado, debido a que cuentan con mayores problemas de asimetrías de información”* (Wadnihar Herazo & Cruz Merchán, 2008)

³ En dicha teoría, teniendo en cuenta la sincronización del mercado, las empresas deciden realizar emisiones en los momentos que se perciban más favorables en el mercado y, en sentido contrario, tienden a realizar recompra de sus acciones cuando los valores del mercado están bajos (Mejía Amaya, 2013)

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo general

- Determinar cómo la emisión de bonos puede ser un medio de financiación de bajo costo e influir en el valor de las entidades financieras Colombianas, por medio de la disminución del costo de capital.

1.2.2 Objetivos específicos

- Revisar la literatura relacionada con la estructura de capital, enfocada en: la teoría de financiamiento, el análisis de costo de capital y el aprovechamiento de oportunidades de mercado en la emisión de bonos.
- Identificar y evaluar las condiciones que generan oportunidades de mercado, que privilegian la emisión de bonos como mecanismos de financiación, para entidades financieras Colombianas.
- Determinar los elementos que permiten que la emisión de bonos sea un medio de financiación de bajo costo, para las entidades financieras en Colombia a través de un estudio de caso.
- Determinar cómo la disminución del costo de capital influye en el valor de la entidad financiera. Por medio de la observación de cifras financieras de varios periodos de dicha entidad.

2. MARCO TEORICO

En los planteamientos de M-M (Modigliani-Miller), el financiamiento mediante deuda tiene una importante ventaja frente al financiamiento con capital y pago de rentabilidad a través de las utilidades; soportado en que la deuda genera intereses, cuyo pago es un gasto que puede ser deducible de impuestos, mientras que el pago de dividendos y las utilidades no lo son (Cruz, Villareal Navarro, & Rosillo, 2003).

El trabajo permite generar una nueva perspectiva en el análisis del impacto de la emisión de deuda en entidades financieras. El cual gira entorno a tres elementos conceptuales complementarios (teoría de financiación, teoría del arbitraje y el análisis del costo de capital) uno del otro y que puede expresarse de la siguiente forma: una organización puede aprovechar oportunidades de **arbitraje** en el mercado, para aplicar **la teoría de financiación**, generando una deuda a bajo costo y en consecuencia un menor **costo de capital**, que a su vez contribuye a un aumento en el valor de la empresa (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2010).

2.1. Financiación en entidades financieras y ventajas frente a competidores

Todas las entidades financieras requieren capital, el cual se ve representado en dinero invertido en oficinas, software, infraestructura, y cartera entre otros y todos aquellos elementos que se requieran para manejar el negocio con eficiencia (Brealy, Myers, & Allen, 2010). Para la adquisición de dicho capital, usualmente las corporaciones buscan medios para financiarse y cubrir el gasto generado por dichos activos (sea para la compra de nuevos activos o para el pago de las obligaciones ya adquiridas). Para tal financiamiento, el mercado ofrece una variedad de mecanismos.

A partir de lo anterior, las empresas están enfrentando constantemente la decisión sobre cual método emplearan para financiar sus operaciones. Dicha decisión debe ser lo más eficiente posible, de tal manera que la elección que se tome, permita obtener todos los recursos necesarios para que sea sostenible a lo largo del tiempo. Para esto, las empresas evalúan tasas de intereses de los créditos bancarios, créditos con multilaterales, tasas de colocación de bonos o las implicaciones de financiarse con patrimonio, bien sea a través de

emisión de acciones o de un fondo de capital privado (Banca Inversión Bancolombia, 2011).

Los trabajos hechos por Jensen y Meckling (1976), Jensen (1986) sobre los modelos de agencia, plantean que el endeudamiento es un mecanismo, que permite a los accionistas un mayor control sobre los administradores, como también les permite absorber parte del flujo de caja de las empresas (Tenjo G., López E., & Zamudio, Marzo 2003). Para el presente trabajo, se considera que los intermediarios financieros disponen de tres mecanismos de financiación: los beneficios no distribuidos, los préstamos y el mercado de capitales (Antonelli, 2011), el cual se basa en un análisis hecho por Minsky (2011) el cual explica lo siguiente:

Con relación al primero, éstos dependen del nivel de beneficios de las empresas, concretamente, de los beneficios no destinados al consumo; los segundos se vinculan con el tamaño de la inversión deseada por las empresas y la tasa de interés que cobran los bancos, y el último de ellos, también del monto de inversión deseada y del precio de las acciones que se establece en el mercado de activos financieros. (p.12)

2.2. Tipos de financiamiento para entidades financieras

En Colombia el sistema financiero contempla una variedad de organizaciones especializadas, estas instituciones pueden ser de propiedad privada, parcialmente privada o totalmente estatal. Dentro de las entidades que componen el sistema financiero se encuentran (Novoa Hoyos, 2006):

- i. *Banca Central (Banco de la República)*
- ii. *Bancos y corporaciones financieras*
- iii. *Compañías de financiamiento Comercial*
- iv. *Cooperativas financieras*
- v. *Fondos de pensiones*
- vi. *Organismos Cooperativos de Grado Superior*
- vii. *Bancas de Segundo Piso (Instituciones Oficiales Especiales)*

Dichas entidades requieren a su vez de financiamiento, para obtener recursos y desarrollar actividades que les permitan cumplir con sus objetivos. Para efectos del presente trabajo se clasifican los tipos de financiamiento dentro de dos grupos: financiamiento de corto plazo y financiamiento de largo plazo.

2.2.1. Deuda a corto plazo

La deuda a corto plazo hace referencia a todos los instrumentos de financiamiento con vencimiento de un año o menos donde algunas de las opciones son (Gitman, 2007):

1. *Contrato de recompra (reporto)*: Es un acuerdo en el cual una entidad financiera vende un activo con un pacto de recompra por un precio determinado dentro de un tiempo determinado. Estos acuerdos usualmente se dan entre bancos, los títulos con lo que se negocian suelen ser títulos gubernamentales.
2. *Fondos Banco Central*: Son prestamos efectuados de un día para otro entre bancos que usan para ajustar sus reservas con respecto a los requerimientos establecidos por parte del ente de control, en el caso colombiano, el Banco de la Republica.
3. *Endeudamiento externo*: Es el mecanismo en el que los bancos buscan financiarse mediante la obtención de recursos en otros países (principalmente Estados Unidos, seguido de Europa y Canadá (Revista Dinero, 2014)) por un periodo de hasta doce meses y en donde dependiendo del agente, se determina la tasa de interés que va a tomar.
4. *Certificado de Depósito (CD)*: En un depósito a plazo en un banco u otro intermediario financiero con intereses periódicos. Existen dos tipos: los tradicionales que para venderlos, el tenedor debe devolver el certificado y asumir una penalización en intereses sobre la cantidad pagada. El otro es el negociable o jumbo el cual es comerciable antes de su vencimiento sin penalizaciones.
5. *Depósitos de Ahorro*: corresponde al valor de los depósitos ordinarios de ahorro recibidos por la entidad financiera. De conformidad con un contrato y el respectivo reglamento aprobado por la Superintendencia Financiera. No están sujetos a condiciones especiales y son exigibles en cualquier tiempo.

6. *Mercado monetario interbancario*: Estas operaciones las realiza el Banco con el fin de equilibrar su propio flujo de tesorería. Pueden ser activas o pasivas, dependiendo de si el objeto de la operación es colocar o captar recursos. Las operaciones interbancarias se efectúan exclusivamente entre entidades del sector financiero y no exigen garantía, solamente la carta de compromiso de parte de la contraparte⁴. Este mercado puede ser colateralizado (pueden ser negociadas a través del teléfono o a través del Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y del Mercado Electrónico Colombiano (MEC) y, tal y como su nombre lo define, las operaciones son respaldadas por uno o más títulos, que se denominan colaterales) y no colateralizado (llamadas fondos interbancarios, son celebradas por teléfono y en su gran mayoría tienen plazo de un día) (Cardozo Ortíz, Huertas Campos, Parra Polania, & Patiño Echeverri, 2011).
7. *Cuenta Centralizada (Corriente)*: Corresponde al valor neto del movimiento de una cuenta bancaria a nombre de un organismo de grado superior. La cuenta se caracteriza porque a través de ella, los usuarios pueden efectuar: depósitos, retiros y préstamos transitorios, apoyados en un contrato.
8. *Aceptaciones bancarias*: Son la letra de cambio que emite un banco al respaldo a un préstamo que hace una empresa. El banco para fondearse, coloca la aceptación en el mercado de deuda (Novoa Hoyos, 2006).

2.2.2. Deuda a largo plazo

En deuda a largo plazo se consideran los instrumentos financieros con plazos mayores a un año, donde los tenedores de la deuda reciben un pago de interés de forma periódica:

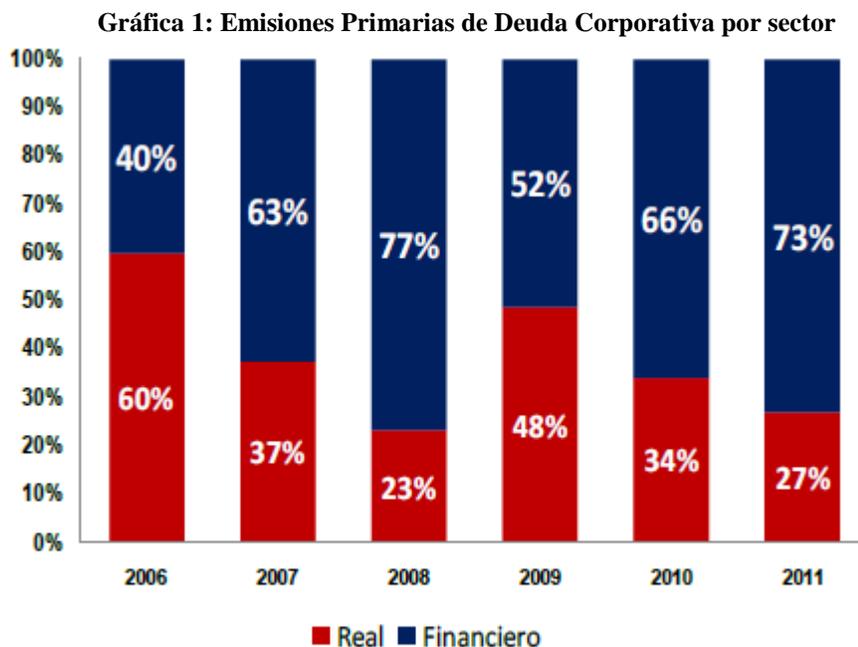
1. *Préstamo a plazos*: Es el tipo de deuda que más se conoce en el mercado y el que más se emplea. Esta herramienta en un contrato entre las dos partes, prestatario y prestamista, en donde el primero se compromete a realizar una serie de pagos correspondientes a una combinación entre pago de intereses y de capital al segundo. Este préstamo puede obtenerse ya sea de una entidad bancaria o cualquier entidad autorizada por el estado para percibir e invertir fondos de terceros. Los plazos de pagos pueden variar entre 2 y 30 años y su tasa de interés puede ser fija o variable.

⁴ <https://www.bancopopular.com.co/wps/portal/popular/inicio/banca-personal/mesa-dinero/operaciones-repo-interbancarias/>

2. *Acciones*: Son títulos de carácter negociable los cuales representan una parte del patrimonio de la sociedad que las emite y que otorgan a sus titulares derechos patrimoniales o económicos y derechos políticos, según el tipo de acción que adquiera. Las acciones se podrán clasificar en acciones ordinarias, acciones preferenciales y acciones privilegiadas.
3. *Titularizaciones*: Bajo este método, se permite agrupar una serie instrumentos de deuda para convertirlos en títulos valores que puedan ser transados en el mercado de capitales, es decir, es un mecanismo financiero donde se pueden emitir valores los cuales se encuentran respaldados por activos que pueden carecer de un mercado secundario (Contreras, 2002). A esta herramienta también se le conoce como securities con garantías en activos.
4. *Bonos*: son activos financieros de deuda, en donde el prestatario emite unos papeles de deuda los cuales van a ser adquiridos por diversos inversionistas o tenedores de los bonos los cuales, por la compra del bono, recibirán un pago de intereses, que dependerán de la tasa cupón de la emisión del bono y la devolución del principal. Existen diversos tipos de bonos entre los cuales existen los siguientes (Brealy, Myers, & Allen, 2010):
 - 4.1. *Bonos corporativos*: Son bonos emitidos por empresas. Suelen tener vencimientos entre 20 y 30 años aunque también pueden ser de periodos inferiores de entre 7 a 10 años. Comparado con un préstamo a plazos, la emisión de estos bonos se publicita, se ofrece al público y es posible venderlo a una variedad de inversionistas. La tasa de interés de estos bonos es fija.
 - 4.2. *Boceas*: son bonos que dependiendo de factores económicos al momento de su maduración, pueden mantenerse como bono o ser convertido en acciones. Si el precio de las acciones se incrementa de manera significativa los BOCEAS pueden ser convertidos en acciones. En caso que el precio de la acción haya caído o esta se haya mantenido, el tenedor puede liquidarlo en la forma de bono (Castro García, 2011).
 - 4.3. *Bonos indexados o sujetos al poder de compra*: Estos bonos tienen su tasa cupón indexada a la tasas relacionadas a la inflación, como puede ser el índice de precios al consumidor (IPC).

4.4. *Bonos a tasa flotante*: tienen tasas indexadas a las tasas del mercado como la IBR o la tasa LIBOR.

En el caso colombiano, la emisión de deuda corporativa se ha incrementado a lo largo de los años, evidenciando picos entre 2009 y 2012; pasando de \$5 billones entre 2006 y 2008 a \$13,7 billones entre 2009 y 2010; y a \$8,3 billones entre 2011 y 2012 (Leiton Rodríguez, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014). Esto se puede apreciar en la gráfica 1, como en dichos años la participación del sector real fue mayor en los años 2009 y 2010; pero para los años posteriores pasó a tener una mayor participación el sector financiero, el cual aprovechando el incremento de demanda del mercado por adquirir estas emisiones buscó captar la mayor cantidad.



Fuente: Emisiones de deuda corporativa: ¿por qué han disminuido en lo corrido de 2011? (2011)

2.3. Análisis del financiamiento

2.3.1. Valor de la empresa representado por la estructura de capital óptima

El análisis de la estructura de capital ha estado en constante evolución desde los años 50, donde se ha enfocado en mercados imperfectos, permitiendo entender situaciones como son: los efectos del pago de impuesto por parte de las entidades, la información asimétrica

en el mercado y los costos (estrés financiero y agencia) que se pueden generar en el entorno.

Como lo menciona Zambrano en su artículo “Estructura de capital. Evolución teórica”:

“Tales corrientes son la teoría del Trade Off o de equilibrio estático a partir de Modigliani y Miller (1963), la tesis de irrelevancia de Miller (1977), la tesis de los contratos de Jensen y Meckling (1976, 1986), la tesis de la información asimétrica y, finalmente, la teoría de las señales enunciada por Ross (1977) y Leland y Pyle (1977)”(p.84)

Lo anterior influye dentro del trabajo, dado que le da el reconocimiento de que existen mercados imperfectos, como es el Colombiano, teniendo en cuenta las deficiencias del mercado a los cuales están sometidos los inversionistas como es el caso del pago de impuestos de renta, ya sea en forma de acciones o en forma de intereses (Zambrano Vargas & Acuña Corredor, 2011), los cuales son los que se buscan tener en cuenta dentro del trabajo a desarrollar.

La conceptualización ha venido desarrollándose y evolucionando para entender y afrontar los retos que las organizaciones tienen en los entornos. En la teoría, la estructura de capital puede llegar a un punto óptimo en el cual se busca tener un mínimo del costo de capital promedio ponderado, permitiendo así un incremento hasta su punto máximo al valor de la empresa; en términos prácticos, las empresas operan en un rango cercano de lo que para ellos se puede considerar como una estructura de capital óptima (Gitman, 2007).

2.3.2. Financiamiento analizado a partir del Modelo MODIGLIANI-MILLER

La teoría financiera se consolidó entre las décadas de los sesenta y ochenta, con el desarrollo de los teoremas Modigliani-Miller, la teoría del portafolio y la teoría de los mercados eficientes (Tenjo G., López E., & Zamudio, Marzo 2003).

La primera aproximación de financiamiento fue el enfoque tradicional, el cual es expresado en el trabajo de Zambrano y Acuña (2011) de la siguiente manera:

“El enfoque de la tesis tradicional consideraba la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un uso moderado del apalancamiento financiero, ya que siendo la deuda una forma más barata de financiación se disminuiría el costo promedio de capital y se incrementaría el valor de la empresa. Cuando se va aumentando el apalancamiento, los accionistas exigen mayores rendimientos hasta un momento en que su exigencia no compensa el uso de la deuda más barata” (Zambrano Vargas & Acuña Corredor, 2011).

En los trabajos hechos por Modigliani y Miller (1958) (1963) donde se referenciaban los principios de arbitraje y de equilibrio, en una primera aproximación (1958) se argumenta que la división del capital de una empresa entre deuda y capital accionario no altera ni el costo de capital, ni su valor en el mercado.

El modelo de Modigliani y Miller fue presentado inicialmente dentro de su artículo llamado “The cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm” (1958). En donde los autores analizan el significado de la maximización de la ganancia y el de la maximización del valor de mercado de los activos (González, 2003). Es importante señalar los supuestos que implica el modelo de M M:

1. La existencia de mercados de capitales perfectos.
2. La no existencia de impuestos sobre las utilidades.
3. Los dueños del capital son racionales.
4. Las utilidades operacionales esperadas futuras son constantes en el tiempo.
5. El riesgo de inversión de nuevos proyectos es igual al riesgo de los proyectos ya existentes.

En el trabajo hecho por Modigliani y Miller en 1963, corrigen sus anteriores interpretaciones e ilustran el efecto que genera la posibilidad de reducir del pago de impuestos, en razón al pago de interés por la deuda. Esto representaría un incentivo, no solo para obtener un crédito, sino también para obtener niveles más altos de apalancamiento por la reducción del costo generada por el denominado escudo fiscal (González, 2003). Por las ventajas del escudo fiscal, las corporaciones pueden deducir de sus obligaciones tributarias el pago de intereses, lo cual reduce el costo de la financiación. Es importante anotar que el

costo de capital del patrimonio se eleva con el apalancamiento, debido a que el riesgo del capital aumenta.

La Teoría de Financiamiento posteriormente evoluciona desde las concepciones de mercados perfectos hacia mercados imperfectos reconociendo que el valor de la organización se puede incrementar por financiamiento, pero evidenciando un trade off entre las ventajas del escudo fiscal y los costos por quiebra y estrés financiero añadido con los de agencia.

2.3.3. Financiamiento analizado a partir de la Teoría de Costo de Capital

Toda entidad, sea pública, privada o mixta, siempre está a la búsqueda de medios de financiamiento que le permitan mantener su operación, para esto, la empresa recurre a recursos propios, principalmente los ingresos obtenidos del desarrollo de sus actividades normales, seguido del uso de financiamiento externo y finalmente a los aportes de socios. Sin importar cuál escoja, toda fuente de financiamiento va a tener un costo por su uso, a este se le llama el costo del recurso y los costos de todas las fuentes de financiación constituyen el costo de capital de la firma. Este costo de capital es fundamental, porque de él dependen las decisiones de inversión, en el sentido que al definir el costo de obtener recursos, fija la tasa de oportunidad a exigir, que determina si los proyectos que contempla son rentables o no para la organización.

De esta manera, el costo de capital permite establecer si un proyecto de inversión genera valor a la firma o si lo destruye, porque es la tasa mínima de retorno requerida para garantizar el pago de los costos de los recursos de un proyecto de inversión a adelantar, es decir, se puede definir como la rentabilidad mínima que deben producir los activos de una empresa (Duque oliva & Báez Roa, 2011) o las actividades que emprenda.

Según Ángel Grado Rodríguez (2011) calcular el costo de capital sirve para:

- “1. Tomar decisiones de inversión de capital.*
- 2. Tomar decisiones financieras, dado que la estructura de capital óptima, es aquella que minimiza el costo de capital.*

3. Tomar decisiones operativas, en este caso, el costo de capital es usado por agencias reguladoras de modo de determinar un “retorno justo” en industrias reguladas.” (Grado Rodríguez, 2011)

El concepto básico de costo de capital según Gitman establece que: “...refleja el costo futuro promedio esperado de los fondos a largo plazo” (Gitman, 2007) y en donde se busca una estructura de capital deseada, la cual es una mezcla óptima entre el capital propio y el financiamiento de deuda generado por la empresa, la cual al obtenerla, se busca mantenerla a través del tiempo.

2.3.4. Financiamiento analizado a partir de Pecking Order o teoría de la elección jerárquica y Trade Off

A partir del estudio hecho por Myers (1984) y Myers con Majluf (1984) se plantea que en el Pecking Order o teoría de la jerarquía, establece que una empresa al momento de buscar un medio de financiamiento, sigue una escala de jerarquía en donde inicialmente contempla un financiamiento interno como primera opción, cuando esta se encuentra disponible, y solo recurre al financiamiento externo solo si es necesario (Moreira Da Silva & Rodríguez Sanz, 2006). En dicho trabajo, los autores afirman lo siguiente:

“Cuando los inversionistas externos no tienen toda la información de la empresa, el valor de las acciones en el mercado puede ser menor al real. Los futuros inversionistas tienen la creencia de que la administración está sobrevalorando el precio de las acciones y, por lo tanto, ajustan el precio de las acciones por un valor inferior al precio verdadero. En caso de que se acepten estas condiciones, la administración y los viejos accionistas afrontarían los problemas derivados por la subinversión, mientras que los nuevos accionistas heredarían la salud financiera de la empresa” (Myers & Majluf, 1984).

En dicha teoría se establece que: la inversión se financia en primer momento con fondos propios o internos, los cuales vienen principalmente de las utilidades generadas; seguido a esto, la empresa busca financiarse con nuevas emisiones de deuda, y finalmente la

compañía obtiene financiamiento a partir de las nuevas emisiones de capital, soportado en el costo que tiene cada fuente de recursos (Brealy, Myers, & Allen, 2010).

“La teoría de la jerarquía financiera se contrapone a todo trabajo analítico orientado a identificar los factores determinantes de la estructura óptima de capital, al sostener que las empresas siguen una secuencia de preferencias jerárquicas sobre las distintas fuentes de financiación que va seleccionando a medida que las más apetecidas se vayan agotando” (Rivera Godoy, 2002)

El aspecto matemático es apoyado a partir de los estudios hechos por Donaldson (1961) donde evidencia que las organizaciones tienen como prioridad o preferencia el uso de recursos que son generados internamente para financiar proyectos futuros de inversión y que solo harán uso de financiamiento externo cuando será inevitablemente requerido por la organización.

Por otro lado, la teoría de Trade-off se origina en los preceptos realizados por parte de Modigliani y Miller en donde se refleja la existencia de una combinación óptima de deuda y capital que permita maximizar el valor de la firma y busca el equilibrio entre los beneficios marginales y los costos marginales de deuda. Igualmente, añade elementos relacionados a imperfecciones del mercado como son los impuestos corporativos y personales, costos de tensión financiera o insolvencia y costos de agencia. El trabajo de Alarcón (2013) afirma lo siguiente:

“A pesar de que pueden considerarse varios beneficios, la discusión se ha centrado en el Trade-off, entre maximizar el ahorro fiscal de la deuda y los costos de tensión financiera que llevan a la insolvencia y quiebra. El beneficio impositivo de la deuda surge de una reducción en el monto de impuestos a pagar, dado que los intereses son deducibles de los impuestos. Por otro lado, los costos de tensión surgen cuando una empresa endeudada se acerca a la quiebra.” (Alarcón Pérez, 2013)

Todos los enfoques de financiamiento revisados, tienen como factor común incrementar la riqueza de la firma bien a partir de la búsqueda de optimizar la relación existente entre la

deuda y el beneficio fiscal compensando los costos de quiebra y agencia (Trade-off); o mediante la evaluación de las necesidades y la prioridades que tiene la firma entre el financiamiento y la inversión y recurriendo a fuentes de recursos según su disponibilidad y costo (Pecking Order). Para ilustrar más dichas teorías, en el trabajo hecho por Alarcón (2013), se logra compilar el análisis desarrollado por Shyam-Sunders y Myers (1999) el cual se ve reflejado en la tabla 1:

Tabla 1: Comparativo entre Trade Off y Pecking Order

<i>TRADE-OFF</i>	<i>PECKING ORDER</i>
Basada en la teoría clásica.	Basada en la moderna economía contractual.
Existe una estructura óptima de capital.	No existe una estructura óptima de capital.
Enfoque basado en la deuda como factor primordial en la estructura óptima de capital.	Enfoque basado en la interacción que define un orden de jerarquías ante la inversión y financiación.
El origen de inversión de la firma prima en la deuda.	El origen de inversión de la firma prima en los recursos con menor dificultad.
Se busca el beneficio fiscal ante el costo de la deuda.	Se busca minimizar los costos de agencia en las operaciones de deuda.
El apalancamiento de la empresa es fundamental para generar valor de la firma.	La prioridad de la inversión y la toma de decisiones son fundamentales para la generación de valor.
Se manifiesta con una firma poco llamativa ante el nivel alto de endeudamiento.	Se manifiesta como una organización llamativa por tener gran parte de su financiación como propia.
Minimiza el riesgo ante los accionistas con la deuda.	Maximiza el riesgo de los accionistas por pretender tener una financiación 100% propia o de la operación de la organización.
La deuda es preferida ante la emisión de acciones, por el menor grado de asimetría de la información.	Infravaloración de acciones ante la asimetría de información del mercado.
Las empresas con mayor rentabilidad expondrán a sus inversores a una tasa impositiva marginal superior, a la par que las sitúa en una posición de solvencia muy favorable. (Moreira & Rodríguez, 2006)	La rentabilidad es un buen indicador de los fondos generados internamente y prevé una relación negativa con la tasa de apalancamiento. (Moreira & Rodríguez, 2006)
Relación positiva del nivel de endeudamiento.	Relación negativa del nivel de endeudamiento.

Fuente: (Alarcón Pérez, 2013)

Desde estas perspectivas el costo de capital en todos los casos se busca reducir, bien sea porque el escudo fiscal reduce el costo del componente deuda y se pretenden no elevar por

costos de estrés financiero o costos de control de propietarios y prestatarios; o bien porque el criterio (jerarquía empleada) al seleccionar las fuentes de financiamiento (recursos propios, terceros o propietarios) es por menor costo.

3. MARCO REGULATORIO Y TRIBUTARIO

Dado que el trabajo se plantea dentro del marco financiero colombiano, es necesario tener en cuenta las legislaciones que regulan el mercado bursátil y el sector financiero dentro del país. Dado lo anterior, a continuación se da un resumen de las leyes que rigen tanto al mercado bursátil colombiano, como a las entidades financieras en el país.

En Colombia, las entidades financieras se encuentran reguladas principalmente por el decreto 2555 del año 2010, por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, y se dictan otras disposiciones (Ministerio de Hacienda y crédito Público, 2010). Adicionalmente, la resolución 400 de 1995 de la superintendencia de valores (actualmente llamada Superintendencia Financiera), establece entre otros, los requisitos para acceder al Registro Nacional de Valores e intermediarios y participar en operaciones (BANCOLOMBIA S.A, 2012).

Dentro del mercado de valores, la regulación más relevante en cuanto a recursos que se pueden captar en el mercado, es la ley 964 de 2005. La misma establece los objetivos y criterios para regular toda actividad relacionada, incluyendo: manejo, aprovechamiento e inversión. Adicionalmente se han venido desarrollando normativas a partir de 1990, que inició con la Ley 45/90, que abarcan toda actividad financiera que se ejerza en Colombia⁵

3.1. Ley 964 de 2005

Dentro de esta ley se establecen *“normas generales y se señalan en ella los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.”*

⁵ La relación de dichas leyes se pueden obtener dentro de la página de la bolsa de valores en el siguiente enlace: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes

Dentro de la ley, dentro de capítulo segundo contempla que, los mecanismos con los cuales una empresa quiera captar recursos del público los cuales le generen valor pueden ser:

- a. Las acciones.
- b. Los bonos.
- c. Los papeles comerciales.
- d. Los certificados de depósito de mercancías.
- e. Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización.
- f. Cualquier título representativo de capital de riesgo.
- g. Los certificados de depósito a término.
- h. Las aceptaciones bancarias.
- i. Las cédulas hipotecarias.
- j. Cualquier título de deuda pública.

3.2. Requerimientos de emisión de bonos según la Superintendencia Financiera de Colombia

Para la emisión de cualquier oferta pública, sea por medio de papeles comerciales, emisión de acciones o emisión de bonos, la superintendencia financiera exige principalmente que dicha organización se encuentre previamente inscrita dentro del Registro Nacional de Valores y Emisiones (RNVE)⁶ con el fin de ser catalogados como emisores de valores dentro del mercado Colombiano y así puedan realizar oferta pública de sus valores y puedan ser negociadas dentro de un sistema de negociación. De igual manera, como establece la guía para emisores, para brindar un grado alto de transparencia en el mercado de valores, la Ley del mercado de valores⁷, creó el Sistema Integral del Mercado de Valores SIMEV (Superintendencia Financiera de Colombia, 2008) el cual se compone tal y como se evidencia en la tabla 2:

⁶ Cfr. Artículo 73 del Decreto 4327 de 2005 y párrafo 3 numeral 2 del artículo 75 de la Ley 964 de 2005.

⁷ Artículo 7° de la Ley 964 de 2005

Tabla 2: Composición Simev

SIMEV		
Registro Nacional de Valores y Emisores	Registro Nacional de Agentes del Mercado (R N A M)	Registro Nacional de Profesionales del Mercado
Se Inscriben: Clases y tipos de Valores	Se Inscriben: Entidades señaladas en el numeral 1°, parágrafo 3°, art. 75 de la Ley 964 de 2005.	Se Inscriben: Personas naturales señaladas en el art. 1.1.14.2. del Decreto 3139 de 2006.
Emisores: Sociedades, Nación, Patrimonios autónomos, Carteras colectivas, Universalidades.	Personas que realicen actividades de intermediación	
Emisiones	Fondos mutuos de inversión controlados	
	Personas que desarrollen actividades de suministro de información al mercado	
	Organismos de autorregulación	
	Entidades que administren sistemas de registro sobre operaciones de valores.	

Fuente: Guía para los emisores (Superintendencia Financiera de Colombia, 2008)

Dentro de los deberes que deben tener una entidad inscrita dentro del RNVE está en tener toda la información básica relacionada a la empresa emisora actualizada dentro del SIMEV. Adicionalmente, es deber de los emisores comunicar a la RNVE todo hecho o acto que se considerada como información relevante la cual se defina de la siguiente manera:

“toda situación relacionada con el emisor o su emisión que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores⁸... Para efectos de dar cumplimiento a dicha definición general, la Resolución 400 de 1995, lista una serie de hechos sobre los cuales los emisores tienen el deber jurídico de informar... Dichos asuntos han sido listados bajo el marco de temas tales como a) situación financiera y contable, b) situación jurídica, c) situación comercial y laboral, d) situaciones de crisis empresarial, e) emisión de valores, f)

⁸ Artículo 1.1.2.18 de la Resolución 400 de 1995.

procesos de titularización.”(Superintendencia Financiera de Colombia, 2008).

Dicha información debe ser suministrada de manera oportuna como también estar de forma veraz, clara y suficiente que permitan a todo aquel usuario actual o futuro todos los elementos que sean necesarios para dictaminar un juicio con respecto a la entidad.

3.3. Decreto 2555 de 2010

Este decreto “*por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones*” (Ministerio de Hacienda y crédito Público, 2010) lo que permite a cualquier entidad de dichos sectores que desee emitir papeles comerciales, bonos o acciones qué acciones o requerimientos debe tener antes de operar.

En el caso de los bonos, es necesario remitirse en principio al libro 2, título 1, artículos 5.2.1.1.1 al 5.2.1.1.6, en donde se establecen aquellos requisitos generales para la inscripción de emisiones y emisión de valores ante el Registro Nacional de Valores y Emisores, en adelante RNVE⁹, y son (i) cuando se desee realizar una oferta pública de sus valores o (ii) cuando quiere que se negocien en un sistema de negociación, casos en los cuales debe inscribirse junto con la emisión o emisiones del respectivo valor o valores en el RNVE.

A partir de lo anterior, cuando una sociedad esté interesada en emitir bonos de deuda, posterior a la inscripción antes mencionada, es necesario que verifique que cumpla con todos los requisitos establecidos dentro del artículo 5.2.1.1.3 del decreto en mención, esto para aquellas emisiones en el mercado primario, los cuales son:

⁹ Artículo 7° de la Ley 964 de 2005, “(...) *El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia de Valores para permitir y facilitar el suministro de información al mercado y estará conformado así:*

a) *El Registro Nacional de Valores y Emisores, el cual tendrá por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores y clases y tipos de valores. (...)*

(...) *Parágrafo 2°. La información que repose en el SIMEV será pública. En consecuencia, cualquier persona podrá consultarla, observando las reglas que para el efecto se establezcan (...)*”.

Artículo 5.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 “(...) *Naturaleza de la información. La información que repose en el SIMEV será pública. En consecuencia, cualquier persona podrá consultarla, observando las reglas que para el efecto se establecen en el presente decreto (...)*”

- a) Formulario de Inscripción, según el formato establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- b) Cuando se trate de títulos diferentes a las acciones, reglamento de emisión y colocación y copia del acta de la reunión del órgano competente, de acuerdo con los estatutos sociales, que los aprobó.
- c) Cuando se trate de acciones, copia del acta de la asamblea general de accionistas donde conste la decisión de inscripción; La decisión de inscripción de acciones deberá adoptarse por la asamblea general de accionistas con el quórum y las mayorías establecidas en la ley o los estatutos sociales para las reformas estatutarias.
- d) Dos ejemplares del prospecto de información.
- e) Facsímile del respectivo valor o modelo del mismo.
- f) Cuando el emisor sea una entidad pública, copia de los conceptos y autorizaciones expedidos con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto en el parágrafo 2° del artículo 41 de la Ley 80 de 1993 y en el artículo 22 del Decreto 2681 de 1993 o a las normas que lo modifiquen o sustituyan.
- g) Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora, expedido por la entidad competente, el cual no deberá tener una fecha de expedición superior a tres (3) meses. No obstante, cuando se trate de entidades nacionales de creación constitucional o legal sólo será necesario acreditar su representación legal.
- h) Cuando los títulos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano, copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales.
- i) Cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en etapa pre operativo o que tenga menos de dos (2) años de haber iniciado operaciones, se deberá acompañar a la solicitud de inscripción el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado.
- j) Los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere.
- k) Copia de los estatutos sociales.

- l) Tratándose de procesos de privatización, copia del programa de enajenación y del acto mediante el cual se aprobó.
- m) Constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal en la sociedad emisora.
- n) Calificación de la emisión, cuando sea el caso.
- o) Los demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.4. Resolución 400 de 1995

En esta resolución se busca señalar aquellos requisitos para acceder al Registro Nacional de Valores e Intermediarios, fijar las condiciones de la oferta pública de valores, reglamentar el funcionamiento de las entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia de Valores (Ministerio de Hacienda y crédito Público, 1995). En dicha resolución, dentro de su Art.

1.2.4.2 expresa que, para emitir bonos en Colombia los requisitos son:

“1. El monto de la emisión de bonos objeto de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para realización de oferta pública o para inscripción en bolsa, no debe ser inferior a dos mil (2000) salarios mínimos mensuales, salvo que se trate de emisiones de bonos de riesgo, para las cuales no aplicará esta limitante.

1. *Cuando se trate de realizar la emisión de bonos convertibles en acciones o de bonos con cupones para la suscripción de acciones, con el objeto de realizar oferta pública, o con el de posterior inscripción en bolsa, se requerirá que las acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores. En tal caso, estos bonos deberán inscribirse en bolsa.*

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, no se requerirá que las acciones estén inscritas en una bolsa de valores cuando se cumpla una cualquiera de las siguientes condiciones:

- 1.1. *Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los accionistas*
- 1.2. *Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre acreedores con el objeto de capitalizar obligaciones de la sociedad emisora, siempre y cuando se trate de créditos ciertos debidamente comprobados y adquiridos con anterioridad a la emisión de bonos, y*
- 1.3. *Que se trate de bonos de riesgo.*

2. *Los bonos ordinarios que se vayan a colocar por oferta pública deberán ser inscritos en una bolsa de valores con anterioridad a la misma.*
3. *Ninguna entidad podrá efectuar una nueva emisión de bonos cuando:*
 - 3.1. *Haya incumplido las obligaciones de una emisión anterior, salvo que se trate de entidades en proceso de reestructuración.*
 - 3.2. *Haya colocado los bonos en condiciones distintas a las autorizadas.*
 - 3.3. *Se encuentre pendiente el plazo de suscripción de una emisión, y*
 - 3.4. *Tratándose de bonos convertibles que deban colocarse con sujeción al derecho de preferencia, se encuentre pendiente una suscripción de acciones.*
4. *No podrán emitirse bonos con vencimientos inferiores a un (1) año. Sin embargo, cuando se trate de bonos convertibles en acciones, en el prospecto de emisión podrá preverse que la conversión puede realizarse antes de que haya transcurrido un año contado a partir de la suscripción del respectivo bono.*

Parágrafo 1°.- Cuando la totalidad o parte de la emisión de bonos se vaya a ofrecer públicamente en el exterior, la calificación de los mismos podrá ser otorgado por una sociedad calificadora de valores extranjera de reconocida trayectoria a juicio de la Superintendencia de valores.

Parágrafo 2°.- Adicionado. Res. 352 de 2002, art. 4°. Lo establecido en el numeral 4.3 del presente artículo no será aplicable a las emisiones de bonos comprendidas en un programa de emisión y colocación. Por consiguiente, el emisor podrá efectuar ofertas simultáneas de las emisiones de bonos que hagan parte del programa de emisión y colocación.

La entidad emisora deberá indicar en cada aviso de oferta, que los bonos hacen parte de un programa de emisión y colocación, señalando el monto máximo del cupo global y los montos de las emisiones de bonos que se encuentren con plazo de colocación vigente.

3.5. La emisión de bonos en el ámbito tributario colombiano

Dentro de los prospectos es obligatorio que dentro de la primera parte del mismo, el primer capítulo, busque hacer aclaración frente a todas las características que componen un bono, sus condiciones y reglas con el fin de tener una guía completa de cómo son los bonos en Colombia, y en los aspectos fiscales, al apartado J es el que aclara las regulaciones fiscales que cubren la emisión de bonos, el cual dice lo siguiente:

“Los rendimientos financieros de los Bonos se someterán a la retención en la fuente de acuerdo con las normas tributarias vigentes. Para estos efectos cuando el Bono sea expedido a nombre de dos (2) o más beneficiarios, éstos indicarán la participación individual en los derechos del Valor; así mismo, si a ello hubiese lugar, acreditarán que no están sujetos a la retención en la fuente. El pago de la retención en la fuente ante la DIAN y la expedición de los certificados correspondientes estarán a cargo del Emisor. Para efectos del gravamen a los movimientos financieros, se deberá tener en cuenta que de acuerdo con el numeral 7 del artículo 879 del Estatuto Tributario, se encuentran exentas de este gravamen la compensación y liquidación que se realice a través de sistemas de compensación y liquidación administrados por entidades autorizadas para tal fin respecto a operaciones que se realicen en el mercado de valores, derivados, divisas o en las bolsas de productos agropecuarios o de otros commodities, incluidas las garantías entregadas por cuenta de participantes y los pagos correspondientes a la administración de valores en los depósitos centralizados de valores. De acuerdo con el numeral 6 del Artículo 530 del Estatuto Tributario, se encuentran exentos del impuesto de timbre “Las acciones, los bonos, los papeles comerciales con vencimiento inferior a un (1) año autorizado por la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia)”. En el evento en que surjan nuevos impuestos y les sean aplicables a los Bonos en fecha posterior a su colocación, correrán a cargo de los Tenedores de Bonos. (BANCOLOMBIA S.A, 2012).

Igualmente, dentro de la guía Colombiana del mercado de valores del 2008 hecha por la bolsa de valores de Colombia (Fradique-Méndez, 2007) en donde explica aquellos aspectos

tributarios que aplican a las dos partes que tienen un bono, el inversionista y el emisor del bono y que se resumen en la tala 3:

Tabla 3: Tributación sobre Bonos

TIPO DE IMPUESTO	INVERSIONISTA	EMISOR DEL BONO
Impuesto de Renta	<ol style="list-style-type: none"> 1. Si se trata de una persona jurídica domiciliada en Colombia o de un inversionista extranjero no residente en Colombia, la tarifa es del treinta y tres por ciento (33%). 2. Si se trata de una persona natural colombiana o de un inversionista extranjero residente, la tarifa es la que corresponda según la tabla del impuesto de renta aplicable. 	<p>El emisor de los bonos no está sujeto al Impuesto de Renta sobre el monto de la suscripción que recibe con ocasión de la emisión. Así mismo, el emisor no tiene un incremento en su base para determinar su renta presuntiva puesto que debe registrar un activo contra un pasivo por el mismo valor, lo que significa que su patrimonio líquido no sufre un incremento neto.</p> <p>El monto de los intereses pagados por el emisor es deducible en la determinación de su impuesto de renta, siempre que la financiación esté directamente relacionada con su actividad productora de renta y se cumplan con los demás requisitos generales de deducibilidad.</p>
IVA e impuesto al timbre	<p>Los intereses y el capital de los bonos están gravados con IVA. Los bonos se encuentran exentos del impuesto de timbre.</p>	
Impuesto de Industria y Comercio	<p>Los intereses que perciban los compradores de los bonos pueden formar parte de su base para liquidar el impuesto de industria y comercio de acuerdo con las normas vigentes en el municipio respectivo.</p>	<p>El emisor de los bonos no está sujeto a este impuesto, dado que, como ya se señaló, éste no obtiene ingresos con ocasión de tal operación.</p>

Fuente: Elaboración propia a partir de Guía colombiana del mercado de valores;

3.6. Requerimientos adicionales

Dentro del análisis que se hace dentro del trabajo es necesario tener en cuenta el marco fiscal en el cual se encuentran las empresas colombianas, en donde en esta materia, en

Colombia se regula por medio del Decreto No. 624 de 1989 denominado “Estatuto tributario” en donde se regulan todas las obligaciones tributarias a liquidar una organización entre los que se encuentran el impuesto sobre renta y complementarios, retención en la fuente, impuesto sobre ventas, impuesto de timbre, procedimientos tributarios y gravamen a movimientos financieros.¹⁰

En conclusión se puede observar que la emisión de bonos está reglamentada en Colombia en los distintos aspectos y propende porque los inversionistas tengan información relevante de los emisores.

4. METODOLOGIA

El desarrollo del trabajo, se plantea bajo una metodología cuantitativa, según la cual se pretende usar la recolección de datos para probar hipótesis, en un determinado contexto. Analizando las mediciones obtenidas, para establecer unas conclusiones con respecto a la hipótesis planteada inicialmente (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucia, 2010). Por otro lado, la modalidad de análisis será la deductiva (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucia, 2010), que se realizará por medio del análisis de resultados del estudio de caso realizado, a la emisión de bonos hecha por BANCOLOMBIA S.A en el año 2012, teniendo en cuenta los estados financieros de la entidad, en los años 2011, 2012 y 2013.

El estudio de caso de este trabajo está enmarcado dentro de dos hipótesis fundamentales: 1) Las emisiones de deuda contribuyen a disminuir el costo del capital en términos efectivos, y 2) El valor de una entidad financiera mejora cuando se aprovechan las condiciones económicas favorables para utilizar el endeudamiento como mecanismo de financiación. De esta manera las condiciones macroeconómicas globales en 2012 junto con las características financieras del Grupo Bancolombia durante ese mismo año, convierten la emisión de bonos realizada por dicha entidad en 2012 en un caso ideal para ilustrar la validez de estas dos hipótesis.

¹⁰ Dicha información está disponible para todo el público dentro de la página de la DIAN, en el siguiente enlace:

<http://www.dian.gov.co/dian/15servicios.nsf/etributario?OpenView&Start=1&Count=1000&Collapse=2#2>

El estudio de caso estará dividido en cinco secciones: en la primera, se describen de manera breve tanto las condiciones macroeconómicas globales como las características financieras propias del Grupo Bancolombia. En la segunda, se estima el costo promedio ponderado del capital antes y después de la mencionada emisión para evaluar el impacto efectivo de la transacción, en el costo de financiamiento de la entidad. En la tercera, se estima el valor del Banco antes y después de la transacción para evaluar el impacto efectivo de la emisión en la creación de valor. En la cuarta, se analizan los resultados obtenidos a partir de los fundamentos teóricos del modelo Modigliani-Miller. Finalmente, se realizará una quinta etapa de análisis de resultados y conclusiones, que permitan aclarar si dicha emisión efectivamente generó un incremento en el valor de la entidad financiera a partir de la emisión de bonos y se describen algunas implicaciones que tienen dichos resultados en la gestión financiera de entidades pertenecientes a este sector.

5. ESTUDIO DE CASO

5.1. Condiciones macroeconómicas y financieras

La reciente crisis financiera que inició en Estados Unidos a finales del año 2008 con el colapso del Lehman Brothers, una de las entidades financieras más grandes de ese país, tuvo un efecto contagio significativo a nivel global y generó una de las mayores inestabilidades financieras en más de dos décadas. Dicha crisis sumió a la mayoría de economías alrededor del mundo en graves dificultades económicas que redujeron de manera importante la demanda global, el comercio internacional y la dinámica del consumo interno a nivel generalizado.

Este escenario puso las tasas de interés de equilibrio en niveles históricamente bajos y forzó a los bancos centrales alrededor del mundo a embarcarse en la mayor expansión monetaria jamás observada, lo que incluyó reducciones en las tasas de intervención hasta niveles negativos como en el caso del Banco Central Europeo y la implementación de medidas no

convencionales como los llamados “Quantitative Easing-QE”¹¹ que hicieron caer las tasas de interés a los niveles más bajos conocidos hasta ahora.

Las tasas de interés históricamente bajas disminuyeron de manera significativa los rendimientos financieros de muchos bonos generando así cambios importantes en las estrategias y lineamientos de inversión de la mayoría de inversores institucionales, lo que motivó la recomposición de los portafolios con bonos de mayor riesgo crediticio, en especial con deuda de países emergentes. Esta nueva asignación de recursos en los portafolios de inversión que ha tenido lugar desde 2009 y que además sigue teniendo vigencia en la actualidad dados los bajos niveles de tasas de interés a nivel global, se ha convertido en una oportunidad de financiación única para las empresas, y en especial, para las entidades financieras alrededor del mundo.

Colombia no fue la excepción a este fenómeno global y sus entidades financieras tampoco lo fueron, la emisión de bonos en Colombia ha sido una oportunidad para que las organizaciones obtengan financiamiento a un costo menor¹². Las colocaciones han ido en aumento hasta llegar a emitir un volumen similar al efectuado por el Estado (bonos de deuda soberana). Las organizaciones han incrementado su uso desde el 2010 cuando solo en el tercer trimestre de se emitieron 3,8 billones de pesos y para 2013, en el mismo periodo, se incrementó a 4,13 billones (El tiempo, 2013)¹³.

Dicha situación es posible apoyarla a partir de lo mencionado dentro del trabajo de Leiton, Rassa y Rojas (2014) en el cual se establece lo siguiente:

¹¹ Son operaciones en las que la FED actúa como suministrador de última instancia de dinero mediante la compra de: (1) la deuda emitida por los Estados y (2) los títulos de deuda y otros activos financieros privados que nadie quiere, en manos de bancos y otras entidades financieras. (Castañeda, 2012)

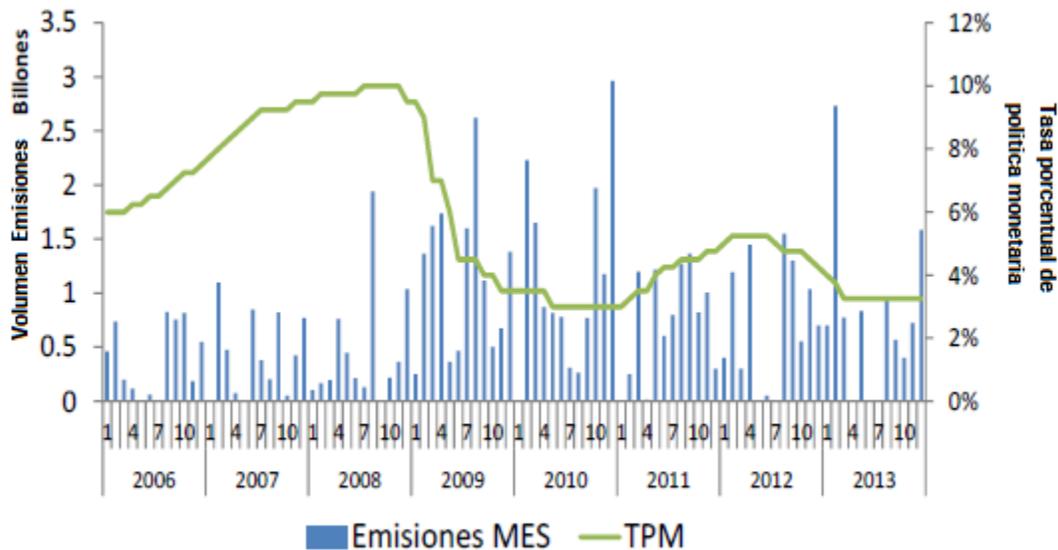
¹² “... se observa que en términos generales la tasa de los créditos comerciales, ordinaria y preferencial, es superior a las tasas de colocación de los bonos atados a IPC y DTF. Adicionalmente, en general la tasa de corte de los bonos atados a IPC es superior a la de los indexados a la DTF. Este último hecho se explica por la madurez característica de cada tasa de referencia. El plazo promedio de colocación de los bonos atados a DTF (2,5 años) es inferior al de los indexados a IPC (8,9 años). Por otra parte, es importante destacar que la cartera comercial tiene un plazo promedio de 3,9 años, inferior al vencimiento promedio de los títulos atados a IPC. Se debe destacar que las mayores tasas para la cartera comercial, en comparación con otros instrumentos, pueden explicarse por la diversidad de calidades crediticias de los deudores del sistema financiero frente a la calidad crediticia AAA de la mayoría de los emisores que participan en el mercado de capitales.” Mercado de deuda Corporativa en Colombia (2014)

¹³ Esta cita hace referencia al artículo “Este año empresas romperán récord de pagos tras auge de bonos de deuda” incluida dentro de la bibliografía.

En particular, desde 2008 cuando la tasa de política monetaria comenzó a bajar desde niveles históricamente altos y cuando la cartera comenzó a mostrar desaceleración, se observó una mayor dinámica en las colocaciones, que también podría estar relacionada con algunos cambios regulatorios señalados anteriormente (p.13)¹⁴.

Lo anterior se puede apreciar en las gráficas 2 y 3¹⁵:

Gráfica 2: Emisiones Vs Tasa de Política Monetaria (TPM)

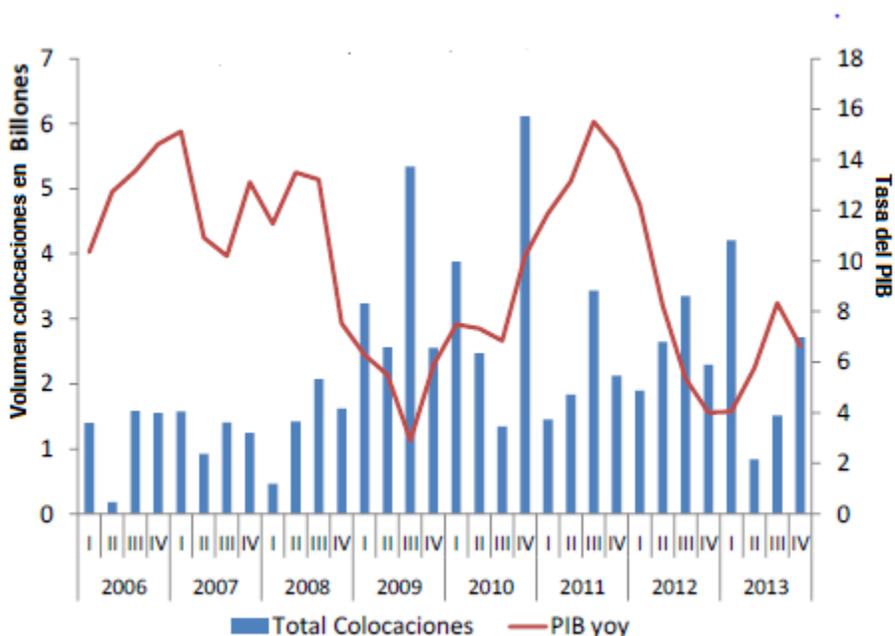


Fuente: Mercado de Deuda Corporativa en Colombia (2014)

¹⁴ Dichas normativas a las que hace referencia son: inicialmente con la ley 35 de 1993, la ley 964 de 2005 (ley de valores), los Decretos 1120 y 1121 de 2008, la ley 1329 de 2009, el decreto 2080 del 2000 el cual fue modificado por el Decreto 4800 de 2010 y la reforma tributaria aprobada en diciembre de 2012.

¹⁵ Los autores Leiton, Rassa y Rojas en su trabajo manifiestan que no hay una relación significativa entre el déficit fiscal y las emisiones de deuda corporativa y que, a nivel de empresa, influyen otros factores como es la volatilidad del negocio donde se encuentran y la relación que se tiene con el ciclo económico (Leiton Rodriguez, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014)

Gráfica 3: Emisiones Vs Crecimiento del PIB

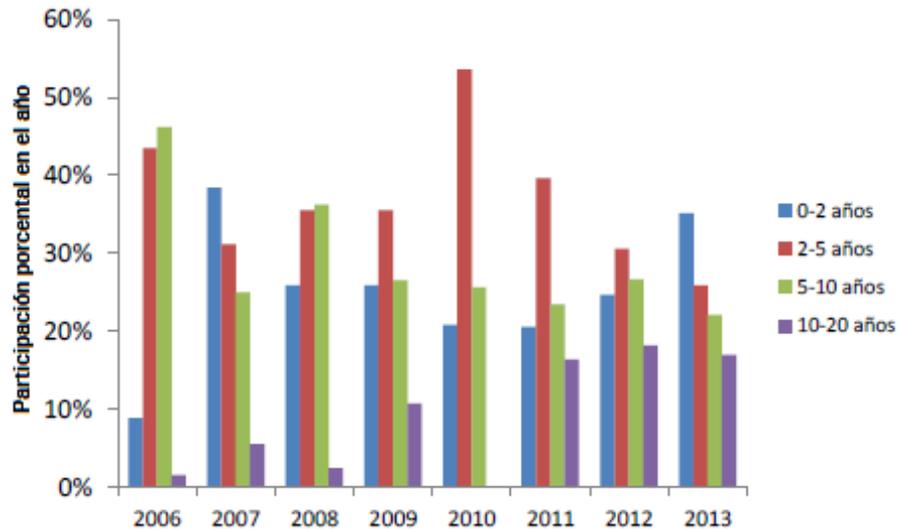


Fuente: Mercado de Deuda Corporativa en Colombia (2014)

Esto demuestra la gran demanda por parte de los diferentes inversionistas por adquirir estos bonos¹⁶ confirmando todos los elementos señalados en el planteamiento del problema. Dentro de la emisión por parte de entidades privadas, la porción que corresponde a las entidades financieras ha ido en aumento años tras año en donde, 57% de los 82 emisores existentes en el periodo 2006-2013 fueron de entidades bancarias, y se pasó de una participación del monto total de emisiones del 40% en el año 2006 al 73% en el año 2011 (Investigaciones económicas y estrategias, 2012). Al mismo tiempo, para poder captar la mayor cantidad de recursos de los inversionistas, las emisiones hechas por parte de entidades financieras en este periodo fueron predominadas por colocaciones a mediano plazo (2-5 años) las cuales para el año 2011 representaron cerca del 40%, como también el incremento de la colocación de bonos de largo plazo (10-20 años) tal y como se evidencia en la gráfica 4 donde se evidencia la participación porcentual (eje y) de cada uno de los bonos colocados en cada año.

¹⁶ El Tiempo indica el 12 de junio de 2014 en su artículo LAS FIRMAS QUE MÁS CONSIGUEN FINANCIARSE CON EMISIONES DE BONOS: “Cifras de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) indican que en promedio los inversionistas han estado dispuestos a comprar más del doble de lo ofrecido por las empresas. Los bonos que Codensa colocó el año pasado se demandaron 4,1 veces; los de Davivienda, EPM y Terpel, 2,7, 2,5 y 2,4 veces. El promedio del Bid to Cover³⁹ ha oscilado en 2 veces. El Bid to cover hace referencia a la relación entre el monto demandado y el monto colocado. Mercado de deuda Corporativa en Colombia (2014)

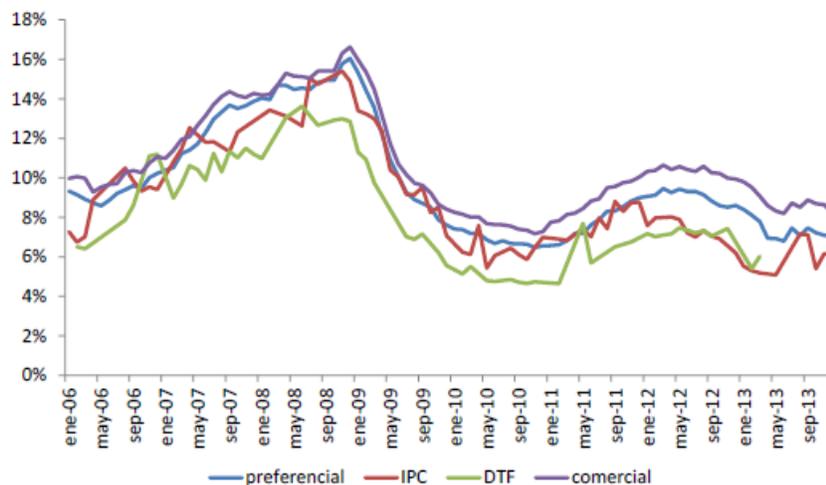
Gráfica 4: Colocaciones por Plazo Sector Financiero



Fuente: Mercado de Deuda Corporativa en Colombia (2014)

Un argumento adicional, que puede explicar la alta demanda por los bonos colocados es la oportunidad de arbitraje en dos sentidos: a) para los inversionistas locales en cuanto las tasas de captación del mercado han estado, por debajo de las tasas de colocación de los bonos generándoles una mayor rentabilidad; y b) para los emisores las tasas ofrecidas en los bonos están por debajo de las tasa de colocación de los intermediarios financieros, generando una oportunidad de obtener recursos a menores costos y plazos más largos lo cual se evidencia en la Gráfica 5.

Gráfica 5: Tasas de colocación cartera preferencial vs Tasa de colocación bonos IPC y DTF



Fuente: IBID

5.2. Situación de Bancolombia

El Grupo Bancolombia se ha venido consolidando como uno de los grupos financieros más importantes de la región y del país, resultando en la entidad más grande en materia de activos, patrimonio y cartera (Departamento de Investigaciones y Estrategia Corredores Asociados, 2014), Esto se ha logrado gracias a que el banco y sus filiales han incursionado en diferentes líneas de negocio como son: banca comercial tanto para personas como para pymes y micro pymes; empresas de mayor tamaño, entidades gubernamentales; Crédito inmobiliario y consumo especializado; dentro del mercado de valores con Valores Bancolombia, Fiduciaria Bancolombia y Banca de Inversión y donde ya tiene presencia en 18 países alrededor del mundo (Grupo Bancolombia , 2012). Esta fuerte dinámica de crecimiento empresarial, ha exigido la consecución de un volumen significativo de recursos y ha motivado la implementación de diversas fuentes de financiamiento entre las que se incluye la colocación de bonos en moneda extranjera.

A mediados de 2012, la Junta Directiva del Grupo Bancolombia aprobó un cupo global de emisión por tres billones de pesos, que podía ser cubierto mediante colocación de bonos de deuda subordinada tanto en moneda nacional como extranjera en un horizonte máximo de tres años prorrogables según condiciones económicas (Bancolombia, 2012). Un porcentaje importante de dicho cupo (2.3 billones aproximadamente) se completó mediante la colocación de bonos en dólares con vencimiento a diez años en la bolsa de Nueva York a finales de ese mismo año. Esta emisión fue fundamental para la entidad, pues se convirtió en la principal fuente de recursos para una serie de adquisiciones importantes en la región entre las que una de las más relevantes fue la operación de ING Latinoamérica en conjunto con el Grupo de Inversiones Suramericana.

De esta manera, un ambiente de bajas tasas de interés, un mayor apetito por riesgo y la dinámica positiva de crecimiento del sector bancario, hacen de esta emisión un caso ideal para ilustrar la validez de las hipótesis mencionadas en lo concerniente al costo de capital y la generación de valor.

5.3. Costo de Capital Pre y Post emisión

5.3.1. Estimación del costo de la deuda

Debido a la naturaleza operativa de una entidad financiera es necesario separar el endeudamiento en al menos dos componentes: un componente netamente operativo que tiene que ver con el desarrollo del objeto social del banco en las labores de intermediación entre la captación y la colocación de recursos, y otro componente de endeudamiento estructural que no está relacionado con las anteriores actividades. En el caso de Bancolombia, los estados financieros anuales consolidados de 2011 a 2013 fueron separados y reagrupados utilizando la información de las notas de los estados financieros con el objetivo de separar el endeudamiento en estos dos componentes como se muestra en la tabla 4. En el caso de Bancolombia se asumió una liquidación a precios de mercado de los depósitos y exigibilidades para cada año utilizando las inversiones de corto plazo correspondientes como respaldo (que típicamente constituyen tesorería), con el fin de enfocar el análisis sobre la deuda de largo plazo, y en particular, sobre las emisiones de deuda en consideración dentro de este estudio de caso para evitar las distorsiones que el costo de los depósitos genera en las estimaciones del costo de capital.

Tabla 4: Estados Financieros Reagrupados (Millones de pesos)

	2011	2012	2013
Total Activos	62,183,997	75,141,682	90,004,946
Total Pasivos	53,390,110	63,640,732	77,575,845
Operativos	45,343,856	54,229,397	68,077,125
De largo plazo	8,046,254	9,411,335	9,498,720
Patrimonio	8,793,887	11,500,950	12,429,101
Pasivo+Patrimonio	62,183,997	75,141,682	90,004,946

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, se substrajeron los activos y pasivos operativos para obtener la estructura de capital que se utilizó como base para estimar el costo de los recursos tal y como se ilustra en la tablas 5 y 6.

De acuerdo con Damoradan, (2009) valorar y hacer análisis financiero de entidades financieras es un proceso complejo en razón de tres elementos: Primero, la naturaleza de los negocios que realizan hace difícil definir lo que se considera como deuda así como llevar control sobre las reinversiones, lo que a su vez dificulta la estimación de flujos de

caja. Segundo, estas entidades son altamente reguladas y por ende los cambios en los marcos regulatorios tienen efectos significativos en su valor. Tercero, la normativa contable que les aplica es diferente de la que aplica a las entidades del sector real lo que normalmente implica, entre otras cosas, la valoración de activos a precios de mercado.

Por lo tanto, en línea con Exley y Smith (2006) y dadas las particularidades que tienen las entidades financieras en sus modelos de negocio el enfoque que más se acerca a la realidad en términos de costo de capital y valoración es el de priorizar la valoración de activos netos. Esto es, aislar del análisis los depósitos y los activos correspondientes que los respaldan dentro del balance general.

Tabla 5: Estructura de capital (Millones de pesos)

Estructura de Capital			
Depurada en millones de pesos colombianos			
	2011	2012	2013
Activos	16,840,141	20,912,285	21,927,821
Pasivos	8,046,254	9,411,335	9,498,720
Patrimonio	8,793,887	11,500,950	12,429,101
Pasivo+Patrimonio	16,840,141	20,912,285	21,927,821

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6: Estructura de capital –Participación Porcentual

Estructura de Capital (% Activos)	2011	2012	2013
Activos	100.00%	100.00%	100.00%
Pasivos	47.78%	45.00%	43.32%
Patrimonio	52.22%	55.00%	56.68%
Pasivo+Patrimonio	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculados los porcentajes de la estructura de capital se divide el endeudamiento estructural en dos porciones, una que corresponde al endeudamiento de la entidad en pesos colombianos, y otra, que corresponde al endeudamiento en dólares americanos. Así, para estimar adecuadamente el costo de la deuda vinculando ambas monedas se calculan los costos individuales de la siguiente manera: primero, se calcula el costo del endeudamiento en pesos a partir de una suma ponderada de cada una de las deudas en pesos utilizando tasas efectivas anuales; segundo, se realiza el mismo procedimiento para el endeudamiento en dólares americano, con la diferencia de que el costo de este último se ajusta a pesos

colombianos de acuerdo con las diferencias en cambio observadas en el año siguiente¹⁷; tercero, se realiza una suma ponderada entre ambas para hallar el costo de la deuda; cuarto, se calcula el beneficio fiscal utilizando la tasa marginal de impuestos¹⁸; y quinto se repite el proceso para cada uno de los tres años (2011, 2012 y 2013). La fórmula que resume los cálculos es:

$$\text{Costo de la deuda} = \sum_{w,r=1}^i w_i r_i$$

Donde r_i es la tasa de interés de la deuda i y w_i la participación porcentual de cada obligación dentro del total del endeudamiento.¹⁹

5.3.2. Estimación del costo del capital

El costo de capital por su parte es más difícil de calcular puesto que no todos los datos necesarios para su estimación son observables, o dependen de criterios netamente subjetivos. Para el estudio de este caso se calculó el costo de capital utilizando tres métodos diferentes con el fin de dar mayor robustez a los resultados. La intuición y fundamento teórico de cada uno se resumen brevemente a continuación:

5.3.2.1. Método 1. Tasa de retorno estándar y constante

De acuerdo con la intuición de riesgo y retorno, dejando todo lo demás constante el rendimiento de un bono de gobierno (r_{bnk}) se considera una tasa libre de riesgo crediticio y cualquier otro instrumento financiero incorpora al menos marginalmente un mayor riesgo, por lo que su tasa de retorno requerida (r_k) sobre el capital será igual a:

$$r_k = r_{bnk} + \text{diferencial (Prima de riesgo)}$$

Seguendo a Dermine (2008) y Dermine y Bissada (2007) la valoración de bancos incorpora un diferencial de alrededor de cinco puntos porcentuales sobre la tasa de rendimiento de un

¹⁷ De acuerdo con los principios de las matemáticas financieras la tasa de interés en moneda extranjera está dada por $i_{cop} = (1 + i_{USD}) \times (1 + Dep.) - 1$, sin embargo debido a que no existen datos observables de la expectativa de depreciación y que se está calculando para valores pasados y no prospectivos, se asume previsión perfecta de tal forma que la depreciación observada es igual a la esperada. En los años evaluados no hubo depreciación (devaluación) sino apreciación (reevaluación) reduciendo el costo de deuda en dólares.

¹⁸ Para efectos de este documento la tasa marginal de impuestos está definida como la proporción de impuestos con respecto a la utilidad antes de impuestos efectivamente causada en el periodo correspondiente. Para 2011 fue 19,85%, 2012 18,75% y 2013 13,22%.

¹⁹ Los cálculos se pueden observar en el anexo 4 y en las tablas 7, 8 y 9

bono de referencia comparable. Por lo tanto, en este ejercicio se utilizó la tasa de rendimiento al vencimiento (YTM por su convención en inglés) del nodo de diez años de la curva de bonos emitidos por el gobierno colombiano²⁰ más un diferencial fijo de cinco puntos porcentuales.

5.3.2.2. Método 2. Diferencial sobre la deuda corporativa de largo plazo

En línea con el método anterior y teniendo en cuenta la jerarquía de prioridades en la liquidación de una entidad, la tasa de retorno requerida para un accionista (r_k) debería ser como mínimo igual a la tasa de retorno exigida en la deuda de largo plazo (r_{DLP}) de dicha entidad más un diferencial que representa la prima exigida por preferir invertir en acciones en vez de en deuda. Así la tasa de retorno requerida estará dada por:

$$r_k = r_{DLP} + \text{diferencial (Prima de riesgo)}$$

Para el manejo del diferencial, se va a usar el mismo planteamiento usado dentro del método 1²¹.

5.3.2.3. Método 3. Tasa de retorno implícita en el mercado

A partir de un modelo de valoración del flujo de caja al patrimonio se toman los valores realizados de los flujos, como la base de la proyección, y posteriormente se calcula el valor de continuidad o residual utilizando la tasa de crecimiento real de largo plazo (g), para la economía colombiana²². Finalmente, se asumen los precios de mercado de la acción al cierre de cada año (P_t) como valores justos²³ y se soluciona por iteración la tasa de retorno requerida (r_k), que es consistente con dichos precios de la siguiente manera:

$$P_t = \sum_{t=1}^T \frac{FCP_t}{(1 + r_k)^t} + \frac{FCP_{t+1}}{r_k - g}$$

²⁰ Conocidos en la industria como títulos de tesorería (TES).

²¹ Los cálculos del retorno requerido para el accionistas cambian, porque la tasa de interés a la que cotiza un bono de gobierno, no es la misma que la de un bono corporativo, en este caso la de Bancolombia, porque tiene implícito una prima por riesgo crediticio

²² Este valor corresponde al PIB potencial, calculado como la tendencia de largo plazo del PIB real de la economía colombiana mediante el filtro de Hodrick y Prescott.

²³ La lógica detrás de este supuesto proviene de la teoría de mercados eficientes en donde la hipótesis principal es que en presencia de información perfecta, libre movilidad de capitales y costos de transacción nulos o muy bajos no debería existir discrepancia entre el valor y el precio de un activo.

Donde FCP_t es el flujo de caja al patrimonio en el periodo t , r_k es el costo de capital, P_t es el precio de mercado y g es la tasa de crecimiento real de largo plazo.

Finalmente, una vez calculados los costos de los recursos de manera individual se suman de acuerdo con la fórmula estándar del costo promedio ponderado del capital²⁴ así:

$$WACC = r_D(1 - t) \frac{D}{D + E} + r_k \frac{E}{D + E}$$

Donde (r_D) es el costo de la deuda, t es la tasa marginal de impuesto, D es el valor de mercado de la deuda, E el monto del capital y r_k el costo de capital-patrimonio. Las tablas (7-9) resumen los cálculos de los WACC's para los tres años utilizando los tres métodos descritos. Los cálculos detallados de los costos de las fuentes de financiamiento se pueden observar en el anexo 8.4.

Tabla 7: WACC's de Bancolombia 2011-2013 Método Uno

Método 1	2011		2012		2013	
	Proporción (%)	Costo	Proporción (%)	Costo	Proporción (%)	Costo
Deuda	47.78%	6.81%	45.00%	6.23%	43.32%	6.13%
Capital	52.22%	12.63%	55.00%	10.55%	56.68%	11.83%
WACC	9.8%		8.6%		9.4%	
P. Riesgo	6%		4%		6%	

Fuente: Elaboración propia

Tabla 8: WACC's de Bancolombia 2011-2013 Método Dos

Método 2	2011		2012		2013	
	Proporción (%)	Costo	Proporción (%)	Costo	Proporción (%)	Costo
Deuda	47,78%	6,81%	45,00%	6,23%	43,32%	6,13%
Capital	52,22%	11,81%	55,00%	11,23%	56,68%	11,13%
WACC	9,4%		9,0%		9,0%	
Diferencial	5%		5%		5%	

Fuente: Elaboración propia

²⁴ WACC (Weighted Average Capital Cost) por sus siglas en inglés.

Tabla 9: WACC's de Bancolombia 2011-2013 Método Tres

Método 3	2011		2012		2013	
	Proporción (%)	Costo	Proporción (%)	Costo	Proporción (%)	Costo
Deuda	47.78%	6.81%	45.00%	6.23%	43.32%	6.13%
Capital	52.22%	13.52%	55.00%	9.84%	56.68%	33.75%
WACC	10.3%		8.2%		21.8%	
P. Riesgo	7%		4%		28%	

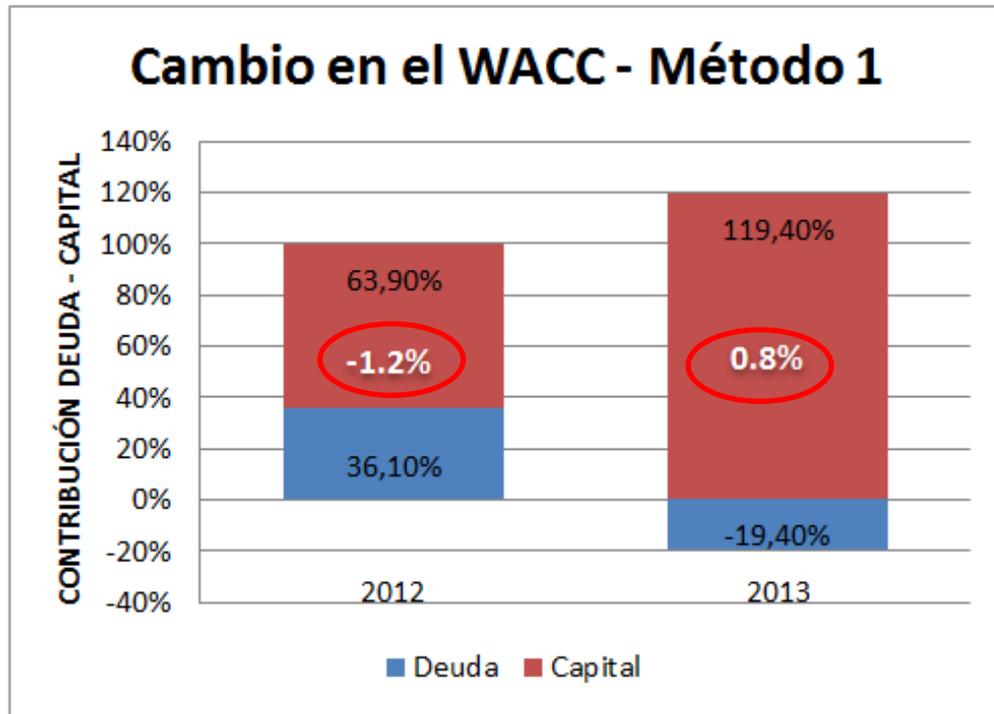
Fuente: Elaboración propia

En el caso del método 3, se evidencia un incremento significativo, debido a que está basado en la tasa de retorno implícita en la acción y, debido a que en este año hubo tanto emisión de bonos (emitió deuda) como de acciones (se capitalizó) terminó estable en términos proporcionales y al mismo tiempo fortaleciendo su posición financiera. Es a partir de lo anterior que, debido a que no es posible aislar este impacto se evidencia en un incremento significativo del WACC que paso de 9,84% en 2012 a 33,75% en 2013.

5.4. Efectos del endeudamiento en el costo de los recursos

Como se observa en las tablas las emisiones de deuda de Bancolombia redujeron en casi 70 puntos básicos el costo de la deuda para la entidad en menos de dos años, lo que a su vez representó un ahorro de más de 60.000 millones de pesos colombianos durante los años 2012 y 2013. Si bien esta es una reducción importante en los costos financieros del banco, es claro que el factor que mayor contribuye a la reducción del costo ponderado de los recursos es el retorno requerido por los accionistas como se ilustran en los gráfico 6 al 8 (en ellos, se va poder evidenciar la contribución de la deuda y el capital junto con la variación total del WACC cada año) y en las tablas 10 a la 12.

Gráfica 6: Contribución a la variación del WAAC Método 1



Fuente: Elaboración Propia

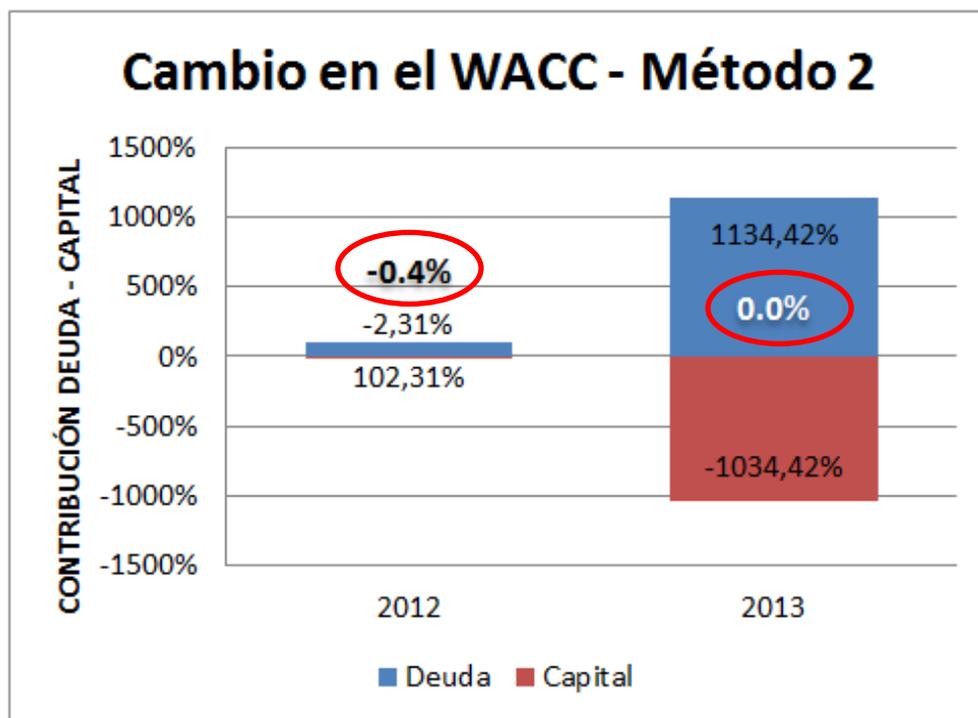
Tabla 10: Contribución a la variación del WAAC Método 1

Contribuciones		2012	2013
Método 1	Deuda	36,10%	-19,40%
	Capital	63,90%	119,40%
Variación total WACC		-1,2%	0,8%

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo con el primer método las variaciones en el costo de capital están principalmente explicadas por las variaciones en el costo del capital de los accionistas. Se evidencia también que, dentro de este método, el mayor contribuyente en ambos años fue el capital frente la deuda. Finalmente, la variación del WACC para el año 2013 terminó siendo de 0,8%.

Gráfica 7: Contribución a la variación del WAAC Método 2



Fuente: Elaboración propia

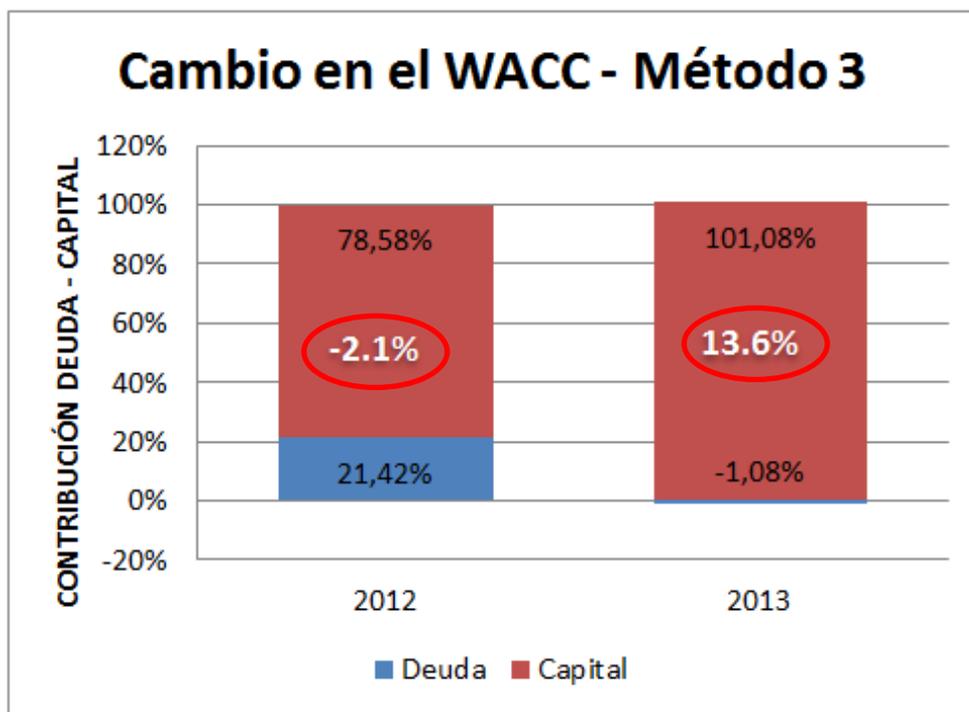
Tabla 11: Contribución a la variación del WAAC Método 2

Contribuciones		2012	2013
Método 2	Deuda	102,31%	1134,42%
	Capital	-2,31%	-1034,42%
Variación total WACC		-0,4%	0,0%

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con el segundo método las variaciones en el costo de capital están principalmente explicadas por las variaciones en el costo del endeudamiento. Se evidencia también que, dentro de este método, el mayor contribuyente en ambos años fue a la deuda frente al capital. Finalmente, la variación del WACC para el año 2013 terminó siendo de 0,0%.

Figure 8: Contribución a la variación del WAAC Método 3



Fuente: Elaboración Propia

Tabla 12: Contribución a la variación del WAAC Método 3

Contribuciones		2012	2013
Método 3	Deuda	21,42%	-1,08%
	Capital	78,58%	101,08%
Variación total WACC		-2,1%	13,6%

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo con el tercer método las variaciones en el costo de capital están principalmente explicadas por las variaciones en el costo del capital de los accionistas. Se evidencia también que, dentro de este método, el mayor contribuyente en ambos años fue el capital frente la deuda. Finalmente, la variación del WACC para el año 2013 terminó siendo de 13,6%.

Aunque a primera vista pareciera que la deuda no tiene implicaciones mayores en el agregado de las variaciones del WACC, vale la pena resaltar que el cálculo de la tasa requerida por los accionistas de acuerdo con los métodos expuestos en este documento

tiene una relación indirecta con los costos de la deuda ya que una disminución del costo del endeudamiento implica un menor riesgo para el accionista en la medida en que una menor proporción del flujo de caja comprometido para el pago de los intereses hace menos riesgoso al emisor y en consecuencia la exigencia de retorno sobre el capital disminuye.

Por otra parte, podrían surgir críticas a la definición del costo del capital a partir de la deuda (Método 2) de la misma entidad en la medida en que existe endogeneidad en las variables, sin embargo, utilizando los otros dos métodos los resultados no cambian de manera sustancial y por ende es claro que los menores (mayores) costos de endeudamiento pueden tener efectos directos como la reducción del costo de los pasivos estructurales como indirectos en la prima de riesgo exigida al sustituir deuda por títulos patrimoniales (acciones).

5.5. Impacto en el valor del banco

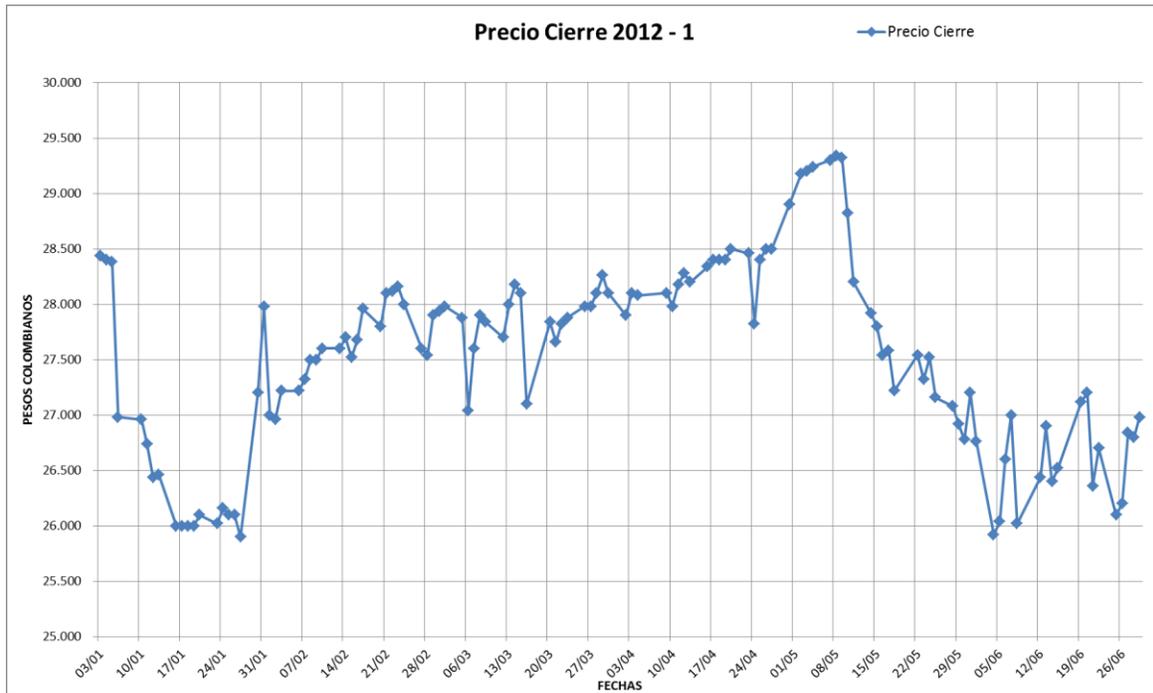
En línea con las metodologías estándar de la industria y siguiendo a Dermine (2008), se utilizó el modelo de flujo de caja al patrimonio manteniendo los supuestos del tercer método para la estimación del costo de capital.

En los métodos uno y dos se observa que la reducción en los costos de endeudamiento tiene un efecto positivo en las tasas de retorno requeridas sobre los flujos de caja al patrimonio y en consecuencia aumenta el valor de la entidad. Sin embargo cuando se consideran las medidas implícitas de retorno requerido (método tres), se observa un aumento significativo en las primas de riesgo exigidas por los accionistas para 2013, que a su vez genera una caída importante en la capitalización bursátil del banco.

Si bien este último efecto es observable (la fuerte caída del precio de las acciones de Bancolombia en el año posterior a la emisión de deuda la cual se puede evidenciar en las gráficas 9 y 10), la descomposición del efecto no es clara, pues durante 2013 se hizo una emisión de acciones que pudo haber generado ruido en los precios debido a que usualmente las nuevas emisiones propician descuentos en los precios de colocación de las nuevas acciones obligando a las anteriores acciones a incorporar este descuento, y por consiguiente, caídas fuertes de los precios en el corto plazo. Por lo tanto, dado que no es posible saber con total certeza si los menores precios están asociados a una mayor tasa de

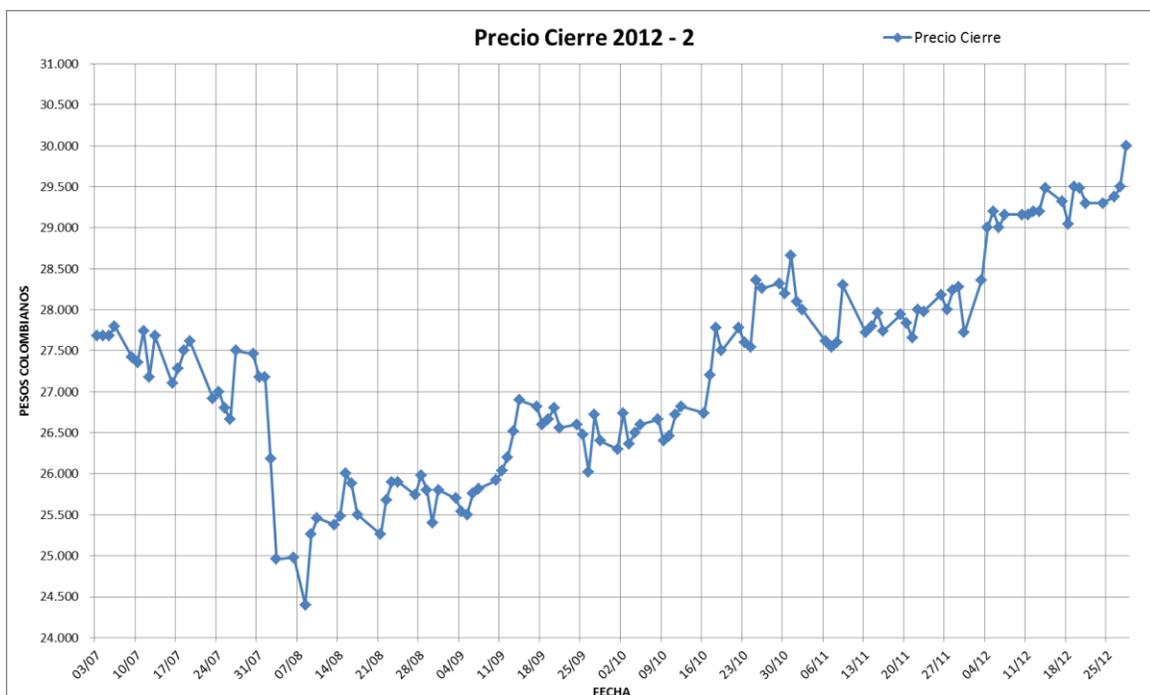
retorno requerida con relación a las primas de riesgo o a descuentos vinculados a la colocación de la nueva emisión de acciones, el efecto desagregado sobre el valor no es claro en 2013.

Gráfica 9: Movimiento Bursátil acción Bancolombia Periodo 2012-1



Fuente: Información extraída de la Bolsa de Valores de Colombia y diseño del gráfico hecha por el autor

Gráfica 10: Movimiento Bursátil acción Bancolombia Periodo 2012-2



Fuente: Información extraída de la Bolsa de Valores de Colombia y diseño del gráfico hecha por el autor

Por último, aún en el caso en que la nueva emisión de acciones haya jugado en contra del valor de mercado del banco en el corto plazo; la colocación de los bonos sigue siendo positiva en el mediano y largo plazo, ya que la entidad pudo incrementar su base de capital y de este modo adquirir una cantidad importante de endeudamiento reduciendo en términos efectivos los costos financieros. Adicionalmente, conservó el nivel de gobernabilidad al emitir bonos no colateralizados y con jerarquía menor a la deuda de primer nivel, al tiempo que mantuvo su estructura de capital prácticamente intacta. Con esto, el banco logró crecer en activos más de un 30% al tiempo que redujo su nivel de apalancamiento, así la relación Activos Totales sobre Deuda disminuyó más de un 10% al pasar de 1.9 a 1.7; lo que en últimas, incrementó su capacidad financiera para realizar adquisiciones importantes como la de ING en centro américa

5.6. Consideraciones con respecto al modelo Modigliani-Miller

La tesis principal del modelo Modigliani-Miller es que tanto el valor de la empresa en el mercado como el costo de capital son independientes de la estructura de capital de la misma en mercados perfectos (Modigliani-Miller, 1958), sin embargo, esta teoría ha recibido múltiples críticas como las de Fama (1978), Stiglitz (1969) y Brealey y Myers (1996) en

diversos aspectos relacionados por ejemplo con la política de dividendos, las particularidades en las emisiones de deuda y el supuesto de mercados eficientes.

El estudio de caso de Bancolombia ha puesto de manifiesto que la estructura de capital no es independiente de su costo, en un mercado imperfecto, pues las primas de riesgo son sensibles a diferentes factores como el grado de apalancamiento, las jerarquías de liquidación en bonos de deuda y las condiciones de mercado, entre otros.

Por otra parte, en una revisión posterior el modelo Modigliani-Miller fue ajustado para incorporar los beneficios fiscales obtenidos al incrementar el endeudamiento (Modigliani y Miller, 1963). En dicho trabajo los autores sostienen que una empresa puede llegar a un nivel óptimo, en donde incrementa el endeudamiento, tanto como puede, para maximizar el beneficio fiscal y de esa forma incrementar el valor de la firma, no obstante el caso de Bancolombia muestra que el endeudamiento no es una variable aislada como determinante del valor y que sus cambios pueden afectar negativamente otros factores generando así efectos netos indeseados.

La tesis de Modigliani-Miller en su modelo modificado sería válida si los retornos de los tenedores de deuda fueran indiferentes al nivel de apalancamiento; sin embargo, por la teoría del “Pecking Order” es posible concluir que ante un mayor grado de apalancamiento existe un mayor riesgo y por ende una mayor exigencia de retornos por parte de los tenedores de deuda. En el caso de Bancolombia, es claro como el banco buscó incrementar los niveles de deuda y paralelamente capitalizó la entidad con el objetivo de aprovechar mejores tasas de financiación, pues de no haber realizado la capitalización las primas de riesgo sobre sus títulos se habrían incrementado y en consecuencia el costo capital marginalmente también lo habría hecho. Por lo tanto, es claro que el nivel óptimo de endeudamiento no está dado únicamente por la maximización del beneficio fiscal sino también por el incremento marginal en el costo de capital dado el nivel de apalancamiento de la entidad.

5.7. Implicaciones en la gestión financiera de largo plazo

El caso de Bancolombia permite analizar varios aspectos generales con respecto al manejo del endeudamiento y su impacto en la creación de valor. En esta sección se ha ilustrado

como las decisiones con respecto a la emisión de deuda no son aisladas ni independientes de la estructura de capital, y cómo estas impactan tanto el costo de capital como el costo ponderado de todos los recursos utilizados por la compañía. De otro lado, un breve análisis al contexto macroeconómico da una perspectiva de como las empresas pueden aprovechar episodios laxos en términos monetarios y el acceso a mercados globales para mejorar los costos y perfiles de su endeudamiento. Además, se mostró que las decisiones sobre la estructura de capital pueden tener impactos tanto directos como indirectos en las primas de riesgo exigidas por los accionistas y que por ende puede influir el valor de una compañía, no obstante, el efecto no siempre es claro en términos desagregados.

Por otro lado, el caso evaluado también permite analizar otros aspectos que pese a ser pequeños o menos visibles no son menos importantes. Estos son: la cobertura cambiaria, los covenants²⁵ y las características propias de los bonos emitidos.

5.7.1. Cobertura cambiaria

Los bonos emitidos por Bancolombia en el exterior en el año 2012 bloquearon la tasa de interés efectiva en dólares gracias a una juiciosa gestión del endeudamiento a largo plazo en moneda extranjera a través de swaps. De no haberse realizado dichas coberturas el costo de la deuda habría podido triplicarse lo que subraya la importancia de que las empresas realicen una adecuada gestión del riesgo que les permita aprovechar mejores oportunidades en otros mercados en donde se pueda emitir a un mejor costo evitando el efecto negativo de las volátiles tasas de cambio.

5.7.2. Covenants

La emisión de nuevos bonos no es una tarea tan sencilla como lo sugieren las construcciones teóricas. Al contrario, los tenedores de deuda suelen tomar o exigir una serie de protecciones que en la práctica pueden elevar los costos de los nuevos recursos. Estos covenants pueden ser positivos cuando se refieren a requerimientos mínimos que la empresa debe alcanzar para mantener la financiación en los términos inicialmente

²⁵ Los covenants o compromisos en el contrato de crédito son acuerdos entre un prestamista que ofrece Recursos Financieros a un Deudor, y por el cual éste se compromete a ejecutar determinados actos estipulados, como proporcionar Estados Financieros o bien no endeudarse más allá de cierto nivel.

establecidos, o negativos cuando imponen restricciones sobre las acciones que una empresa puede tomar y poner en riesgo la forma en que se honran las obligaciones.

Estas limitaciones pueden estar relacionadas con aspectos legales, titularizaciones, o niveles de jerarquía entre distintos bonos de un mismo emisor entre otros aspectos, y pueden incrementar los costos marginales de adquirir más endeudamiento de manera considerable para una compañía en un momento dado. Por ejemplo, si Bancolombia no hubiese realizado una capitalización paralela que ayudara a respaldar la deuda, los covenants impuestos sobre las emisiones habrían sido más estrictos o de lo contrario el banco no habría podido financiarse a las tasas a las que lo logró en el caso observado.

5.7.3. Características propias

Los bonos emitidos por una entidad pueden llegar a ser de características muy diversas entre ellos. Además de los aspectos básicos como la frecuencia de los pagos y los vencimientos, existe un número importante de factores específicos que aumentan o disminuyen marginalmente los costos asociados al endeudamiento, entre estos: las opciones incrustadas en bonos, las tasas escalonadas, la jerarquía de pago, los colaterales o las opciones de convertibilidad en otros bonos.

Estas características específicas son una herramienta útil para optimizar los perfiles de endeudamiento y de esta manera gestionar mejor los flujos de caja, los costos de oportunidad y la sensibilidad de las primas de riesgo ante cambios significativos en la estructura de capital, sin embargo, este es un tema poco explorado en el país.

Bancolombia por ejemplo, aprovechó la coyuntura de apetito por activos en mercados emergentes para lograr tasas atractivas en deuda subordinada sin colateral ni garantía. Además, al realizar una capitalización paralela redujo el nivel de apalancamiento y mantuvo la gobernabilidad sobre el banco. En pocas palabras, como resultado de la transacción, Bancolombia se convirtió en un banco más grande y sólido en términos financieros, menos apalancado y con un mayor potencial de generación de valor para los accionistas, dada su disminución en el costo de capital.

6. CONCLUSIONES

Se realizó la revisión de la literatura relacionada con la estructura de capital, enfocada en: la teoría de financiamiento, el análisis de costo de capital y el aprovechamiento de oportunidades de mercado en la emisión de bonos construyendo un marco para el análisis del caso de estudio.

Se identificaron las condiciones que generaron las oportunidades de mercado, que privilegiaban la emisión de bonos como mecanismos de financiación en donde, de acuerdo con el análisis realizado a las condiciones económicas y de mercado en Colombia, se estableció que existían condiciones propicias para colocar y medir el impacto de emisión de bonos, en el periodo comprendido entre 2011 y 2013, entre otras: búsqueda de oportunidades por inversionistas extranjeros y locales; condiciones de las tasas de interés de captación y colocación de recursos que generaban una oportunidad de arbitraje para colocar deuda; y una necesidad de recursos que en el caso estudiado BANCOLOMBIA coincidía con acciones estratégicas de crecimiento en otros mercados.

Adicionalmente, el impacto generado por la crisis mundial del 2008 tuvo repercusiones que permitieron volver más atractivos para inversionistas extranjeros los países como Colombia: se generó una desaceleración de la cartera que incentivo a las empresas a emitir más bonos, la cuota de financiamiento se mantuvo estable desde el año 2011, reducciones de la tasa de interés de los bancos centrales de todo el mundo y una expansión cuantitativa que hacía que los inversionistas se trasladaran a donde les dieran mejores retornos (Leiton Rodriguez, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014).

La presente investigación encontró que los elementos que permitieron que la emisión de bonos de Bancolombia, fuera un medio de financiación de bajo costo: a) Beneficios tributarios b) Disciplina de gerencia para asumir un pago periódico y permita administrar un mejor flujo de caja y c) un menor costo financiero debido a los beneficios tributarios y el menor riesgo que asumen los prestamistas, debido a la naturaleza contractual de los pagos.

Se estimó el costo de capital mediante las metodologías de: a) Tasa de retorno estándar y constante; b) Diferencial sobre la deuda corporativa de largo plazo; y c) Tasa de retorno

implícita en el mercado; en el año de emisión como en el año inmediatamente anterior y posterior a la emisión, permitiendo evidenciar el impacto positivo que tuvo el endeudamiento en el valor de la empresa al aprovechar los elementos de la coyuntura colombiana favorable para colocar bonos en el mercado de deuda: particulares e instituciones buscando mayores rentabilidades de las ofrecidas; disminuir sus costos de endeudamiento; y finalmente obtener financiamiento sin perder gobernabilidad de la empresa.

Una vez realizado el análisis de cifras antes y después de la emisión de bonos de Bancolombia S.A. en el año 2012, se logró estimar un aumento en el valor de la Compañía. El análisis de la emisión, permite inferir que el aumento de valor de la empresa está relacionado con la misma; en el desarrollo del estudio se pudo observar que al poder reducir los costos de endeudamiento por parte de la entidad se generó un efecto positivo en las tasas de retorno requeridas sobre los flujos de caja.

Se intentó determinar cómo la disminución del costo de capital influyó en el valor del banco, sin embargo si bien se presentó un incremento de valor en entre los años 2012 y 2013, establecido por el valor de mercado según precio de la acción, no se puede concluir que dicha variación corresponda únicamente al efecto de la variación en el costo de capital.

Dados las anteriores consideraciones se concluye que la emisión de bonos, como ejemplo de uso de instrumentos financieros, efectivamente puede ser un medio de financiación de bajo costo, en las entidades financieras en Colombia, aportando en la reducción del costo de capital y pudiendo aumentar el valor de la empresa.

Como se logró identificar en la sección 5.5, la colocación de bonos en mediano y largo plazo, permite incrementar la base de capital, permitiendo reducir los costos financieros. Además al emitir bonos no colateralizados, le permitió a la entidad mantener su nivel de gobernabilidad a la vez que mantuvo su estructura de capital.

Es importante rescatar, que para tomar decisiones sobre emisión de bonos, se deben considerar las condiciones de cada organización en cuanto cómo aportara a su estrategia, la coyuntura del mercado dónde se ofrecerán y el contexto macroeconómico.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Alarcón Pérez, O. A. (2013). Gestión de financiación en el gremio transportador de carga en al provincia de tundama (2006-2009): Diagnóstico y análisis. Colombia.
- AMV. (2013). Todo lo que un inversionista debe saber sobre bonos. *Cartilla No. 5*. Bogotá, Colombia, Colombia: Educación financiera para todos amv.
- Aneiro, M. (12 de Marzo de 2010). Mostrando su confianza en la economía, empresas vuelven al mercado de deuda. *El Tiempo*, pág. Wall Street Journal.
- Antonelli, E. (2011). Keynes, Minsky, Palley: determinación y financiamiento de la inversión, y redistribución del ingreso. *ENSAYOS DE ECONOMÍA* . No.38, 13-43.
- Aswath, D. (2013). Valuing Financial Service Firms. *Journal of Financial Perspectives*, 59-74.
- Azofra Palenzuela, V., & Fernández Alvarez, A. I. (1992). Evolución reciente de la moderna teoría financiera. En U. d. Valladolid, *Anales de estudios económicos y empresariales N° 7* (págs. 111-126). Valladolid: Universidad de Valladolid: Servicio de Publicaciones.
- Banca Inversión Bancolombia. (2011). *Editorial Informe mensual Septiembre*. PULSO FINANCIERO Análisis y Prospección de Negocios.
- Banca Inversión Bancolombia. (2012). La emisión de bonos como mecanismo alterno para la consecución de recursos. *Pulso Financiero Análisis y prospección de negocios*.
- BANCOLOMBIA S.A. (2008). *Prospecto de información de multiples y sucesivas emisiones de bonos ordinarios subordinados de BANCOLOMBIA S.A. con cargo a un cupo global*. Medellin.
- BANCOLOMBIA S.A. (2012). *Prospecto de información programa de emisión y colocación de bonos ordinarios y bonos subordinados de BANCOLOMBIA S.A.* Medellin.
- BANCOLOMBIA S.A. (Julio de 2012). *Prospecto De Información, Programa De Emisión Y Colocación De Bonos Ordinarios Y Bonos Subordinados De Bancolombia S.A.* Medellin.
- Besley, S., & Brigham, E. (2009). *Fundamentos de Administración Financiera, 14a. Edición*. México D.F.: Cengage Learning.
- Brealy, R., Myers, S., & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México, D.F: McGraw-Hill.
- Bunkerroad Reports Latinoamerica. (2011). *Presentación del reporte Grupo Bancolombia 2011*. Medellín: Universidad EAFIT.

- Cardozo Ortíz, P., Huertas Campos, C., Parra Polania, J., & Patiño Echeverri, L. (2011). Mercado Interbancario Colombiano y Manejo de Liquidez del Banco de la República. *Borradores de Economía, No. 673*.
- Castañeda, J. (12 de Noviembre de 2012). *Qué es la expansión cuantitativa – Quantitative Easing QE*. Obtenido de Oro Y finanzas, diario digital del dinero: <https://www.oroymasfinanzas.com/2012/11/que-es-expansion-cuantitativa-quantitative-easing-qe/>
- Castro García, C. A. (2011). *Financiación Por Medio del Mercado de Capitales VS. Financiación Tradicional por Medio de la banca*. Bogotá.
- Contreras, R. (2002). Titularización de Activos: Aspectos Básicos y su implementación en El Salvador. *Boletín Económico*. Obtenido de Boletín Económico del Banco .
- Cruz, J. S., Villareal Navarro, J., & Rosillo, J. (2003). Parte 3: Política de Financiamiento y estructura óptima de capital. En J. S. Cruz, J. Villareal Navarro, & J. Rosillo, *Finanzas corporativas: Valoración, Política de financiamiento y Riesgo* (págs. 283-476). Bogotá, Colombia: Thomson.
- Damodaran, A. (2009). Valuing Distressed and Declining Companies. *Stern School of Business*.
- DAVIVIENDA S.A. (2011). *Prospecto de información programa de emisión y colocación de bonos ordinarios y bonos subordinados banco DAVIVIENDA S.A.* Bogotá, Colombia.
- DAVIVIENDA S.A. (2011). *Prospecto De Información Programa De Emisión Y Colocación De Bonos Ordinarios Y Bonos Subordinados Banco Davivienda S.A.* Bogotá, Colombia.
- Departamento de Investigaciones y Estrategia Corredores Asociados. (2014). *Actualización Precio Objetivo Bancolombia*. Bogotá: Corredores Asociados.
- Dermine, J. (2008). Bank valuation with an application to the implicit duration of non-maturing deposits. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1-40.
- Dinero.com. (14 de Diciembre de 2010). *Bancolombia lanza oferta de bonos por US\$211,1*. Obtenido de Dinero.com: <http://www.dinero.com/actualidad/noticias/articulo/bancolombia-lanza-oferta-bonos-us2111/109662>
- Dinero.com. (26 de Julio de 2010). *Exitosa colocación de bonos Bancolombia en dólares*. Obtenido de Dinero.com: <http://www.dinero.com/economia/articulo/exitosa-colocacion-bonos-bancolombia-dolares/100120>
- Dirección de Investigaciones Económicas y Estrategias de BancolombiaS.A., D. d. (2010). *Evolución Mercado de Deuda Privada*.

- Dumrauf, G. L. (2012). Parte V: Estructura de capital y política de dividendos y Parte VI: Planificación y administración financiera de corto plazo. En P. Larraga, *Finanzas corporativas, Un enfoque Latinoamericano 2a. edición* (págs. 417-578). México: Alfaomega.
- Duque oliva, E. J., & Báez Roa, M. (2011). El efecto de los impuestos sobre el costo de capital: Estudio del caso almacenes Éxito (2006-2010). *Revista facultad de ciencias económicas, XX*, 205-229.
- El Tiempo. (23 de Diciembre de 2010). Con bonos, las empresas obtuvieron \$13,6 billones. *El Tiempo*, pág. Sección Economía.
- El tiempo. (30 de Abril de 2013). Este año empresas romperán récord de pagos tras auge de bonos de deuda. *El Tiempo*, pág. Economía.
- Exley, C. J., & Smith, A. D. (2006). The cost of capital for financial firms. *British Actuarial Journal, 12(01)*, 229-283.
- Exley, C., & Smith, A. (2006). The Cost of Capital for Financial Firms. *British Actuarial Journal, 12*, 229-283.
- Fama, E. F. (1978). The Effects of a Firm's Investment and financing decisions on the welfare of Its security holders. *The american economic review, Vol 68, No. 3* , 272-284.
- Fernández, P. (2008). Metodos de valoración de empresas. En CIIF, *Documento de Investigación DI-771*. Barcelona: IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2011). Rentabilidad y creación de valor de 125 empresas españolas en 2010. En CIIF, *Documento de investigación DI-892*. Barcelona: IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Fradique-Méndez L, C., & Brigard & Urrutia Abogados. (2014). *Guía del mercado de valores*. Bogotá, Colombia: COLOMBIA CAPITAL.
- Fradique-Méndez, C. (2007). *Guía Colombiana del mercado de valores*. Bogotá, Colombia: COLOMBIA CAPITAL.
- Gamboa, L. F. (2008). Endeudamiento: ¿una estrategia empresarial para establecer barreras a la entrada en Colombia durante 1995-2003? *Cuadernos de Economía, v. XXVII, n. 48*, 267-285.
- Ganguin, B., & Bilardello, J. (2004). Chapter 7, Debt Instruments and Documentation. En B. Ganguin, & J. Bilardello, *Fundamentals Of Corporate Credit Analysis (Standard & Poor's)* (págs. 158-199). McGraw-Hill.
- Gitman, L. (2007). *Principios de Administración Financiera*. México D.F.: Pearson Educación.

- González, J. (2003). La financiación de las empresas en las perspectivas de Modigliani-Miller y Williamson. En U. N. económicas, *Cuadernos de economía Vol. 22 No. 39*. Bogotá: Cuadernos de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia.
- Grado Rodríguez, Á. (2011). Teoría de la estructura de capital y su impacto en la toma de decisiones de inversión y financiamiento. *Visión Gerencial*, 188-206.
- Grupo Bancolombia . (2012). *Informe Gestión Empresarial*.
- Grupo Bancolombia. (2011). *Informe gestión empresarial responsabilidad corporativa*.
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucia, P. (2010). Parte 1: Los enfoques cuantitativo y cualitativo en la investigación científica. En R. Hernández Sampieri, C. Fernández Collado, & P. Baptista Lucia, *Metodología de la investigación, Quinta Edición* (págs. 1-31). México: McGraw Hill.
- Investigaciones económicas y estrategias. (2012). El avance de la deuda corporativa emergente. *Investigaciones económicas y estrategias*.
- Larraga, P. (2008). Capítulo 3: Mercado de Deuda Pública española y capítulo 4: Mercado monetario y mercado de renta fija. En *Mercado Monetario y mercado de renta fija* (págs. 99-166). Barcelona, España: Profit.
- Larraga, P. (2008). Mercado monetario y mercado de renta fija. En *Mercado monetario y mercado de renta fija* (págs. 151-166). Barcelona, España: Profit.
- Lauricella, T. (06 de Mayo de 2010). Los mercados emergentes alimentan el apetito por bonos. *El tiempo*, pág. Wall Street Journal.
- Leiton Rodrpiguez, K. J., Rassa Robayo, J. S., & Rojas Moreno, J. S. (2014). Mercado De Deuda Corporativa en Colombia. *Borradores de Economía Núm. 829*.
- León, C. (2012). Implied Probabilities of Default from Colombian Money Market Spreads: The Merton Model under equity market informational constraints. En B. d. Colombia, *Borradores de Economía*. Bogota: Banco de la República de Colombia.
- Martínez Lemus, C. J., Cepeda Chavez, J. C., & García Díaz, C. M. (s.f.). Emisión de deuda Vs financiamiento tradicional como fuentes de capital de trabajo: Caso Colvanes S.A. (ENVÍA). *Contexto, Vol. (2)*, 96-112.
- Mejía Amaya, A. F. (2013). *La estructura de capital en la empresa: Su estudio contemporáneo*. Bogotá.
- Méndez L, C. F., & Brigard & Urrutia Abogados. (2014). Valores negociables en el mercado de valores. En C. F. Méndez L, & B. &. Abogados, *GUÍA DEL MERCADO DE VALORES* (págs. 47-69). Bogota.
- Miller, M. H. (2009). Las Proposiciones de Modigliani y Millers pasados treinta años. *REVISTA ASTURIANA DE ECONOMÍA - RAE N° 43 2009*, 7-35.

- Ministerio de Hacienda y crédito Público. (22 de mayo de 1995). RESOLUCIÓN NÚMERO 400 DE 1995. Bogotá, Colombia.
- Ministerio de Hacienda y crédito Público. (15 de Julio de 2010). Decreto número 2555 de 2010. Bogotá, Colombia.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (s.f.). Ley 964 de 2005. Colombia.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm. *The American Economic Review*, Volume XLVIII Number three, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
- Moreira Da Silva , C., & Rodríguez Sanz, J. (2006). Contraste de la teoría del pecking order versus la teoría del trade-off para una muestra de empresas portuguesas. *Documentos de trabajo" Nuevas tendencias en dirección de empresas"*, 1-25.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Novoa Hoyos, A. (Mayo de 2006). Fuentes de financiamiento y líneas de crédito en Colombia en la banca de segundo piso. Colombia.
- Oliveros Saldarriaga, P. A. (2011). Emisiones de deuda corporativa: ¿por qué han disminuido en lo corrido de 2011? *Investigaciones Económicas y financieras*.
- Quivy, R., & Van Campenhoudt, L. (2007). *Manual de investigaciones en ciencias sociales*. México D.F: Editorial Lumisa.
- Revista Dinero. (12 de Abril de 2014). Crece endeudamiento externo de los bancos. *Revista Dinero*.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). Teoría Sobre la Estructura de Capital. *Estudios Gerenciales*, 31-59.
- Romero Moreno, C. S. (2005). El pensamiento financiero: Una visión de su desarrollo y de sus fronteras. *Odeón No. 2. Observatorio de economía y operaciones numéricas. Universidad Externado de Colombia*.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2010). Parte 6: Costo de capital y políticas de financiamiento a largo plazo. En S. A. Ross, R. W. Westerfield, & J. Jaffe, *Finanzas Corporativas, Novena edición* (págs. 437 - 578). McGraw Hill.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing static trade off against Pecking Order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219-244.

- Stiglitz, J. E. (1969). A Re-Examination of the Modigliani Miller Theorem. *Review of Economics and Statistics*, 784-793.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2008). *Guía para los Emisores*. Bogotá.
- Tenjo G., F., López E., E., & Zamudio, N. (Marzo 2003). Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002). En F. Tenjo, *Borradores de economía No. 380*. Bogotá: Banco de la República.
- Turner, P. (2002). Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. *BIS Paper, No 11*.
- Vera Colina, M. A., Melgarejo Molina, Z. A., & Mora Riapira, E. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada. *Innovar*, 24(53), 149-160.
- Villareal Ramos, R. L., Acosta, J. G., & Saavedra, A. (2010). Análisis de la emisión de bonos corporativos y sus efectos sobre la creación de valor de las empresas en Colombia para el periodo 1999-2009. En J. M. Tejedor Estupiñan, *REVISTA FINANZAS Y POLÍTICA ECONÓMICA Vol 2, N° 2*, (págs. 79-100). Bogotá: Universidad Católica de Colombia.
- Wadnipar Herazo, S. M., & Cruz Merchán, J. S. (2008). Determinación de la estructura de capital de las empresas Colombianas. *Soluciones de Postgrado EIA, Número 1.*, 23-44.
- Zambrano Vargas, S. M., & Acuña Corredor, G. A. (2011). Estructura de capital. Evolución teórica. *Criterio libre Vol. 9 No. 15*, 81-102.

8.2. Anexo 2. Balance General y estructura de capital

8.2.1. Balance General

Balance General (Millones de pesos)	2011	2012	2013
Total Activos	62.183.997	75.141.682	90.004.946
Total Pasivos	53.390.110	63.640.732	77.575.845
Operativos	45.343.856	54.229.397	68.077.125
De largo plazo	8.046.254	9.411.335	9.498.720
Patrimonio	8.793.887	11.500.950	12.429.101
Pasivo + Patrimonio	62.183.997	75.141.682	90.004.946

8.2.2. Estructura de Capital (Nominal y porcentual)

Estructura de Capital Depurada en millones de pesos colombianos	2011	2012	2013
Activos	16.840.141	20.912.285	21.927.821
Pasivos	8.046.254	9.411.335	9.498.720
Patrimonio	8.793.887	11.500.950	12.429.101
Pasivo + Patrimonio	16.840.141	20.912.285	21.927.821

Estructura de Capital (% Activos)	2011	2012	2013
Activos	100%	100%	100%
Pasivos	47,8%	45,0%	43,3%
Patrimonio	52,2%	55,0%	56,7%
Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%

8.2.3. Provisión Imporenta

	2011	2012	2013
Provisión Imporenta	295.242	296.483	223.698
UAI	1.487.509	1.580.973	1.691.605
Impuesto Efectivo	19,85%	18,75%	13,22%
Cartera Crediticia	41.843.668	50.991.402	57.062.302
PPyE	658.776	618.716	557.308
Var. KdT	- 9.031.090	- 9.147.734	- 6.070.900
Var. PPyE	- 3.595	- 40.060	- 61.408

CONVENCIONES:

AUI: Utilidad antes de impuestos

PPyE: Propiedad, planta y equipos

Var. KdT: Variación del Capital de trabajo

Var. PPyE: Variación Propiedad, planta y equipos entre años

8.3. Anexo 3. Flujo de caja Operativo

Concepto	2011	2012	2013	2014
Utilidad Neta Operacional	1.268.139	1.456.957	1.548.786	
Amortizaciones	50.847	112.827	232.058	
Depreciaciones	72.003	73.010	67.032	
Provisiones	503.258	933.457	1.010.312	
Inversiones en PPyE	- 3.595	- 40.060	- 61.408	
Flujo de Caja al accionista	1.897.842	2.616.311	2.919.596	31.909.608 (2)
Valor Flujos descontados(1)	24.915.874	28.881.651	20.019.905	
Retorno Capital	13,52%	9,84%	33,75%	
Valor por Acción	29.250	33.906	23.502	
Acciones en circulación (valor en millones)	852			
Precio de Mercado	29.250	33.906	23.502	23.005
g largo plazo	4%			

(1): Valor presente neto del flujo de caja entre 2011 y 2014, teniendo una tasa de descuento correspondiente al retorno de capital de cada año

(2): Corresponde a la siguiente ecuación: $(\text{Valor flujo de caja del accionista} * (1 + g \text{ de largo plazo})) / (\text{Retorno de capital del año 2011} - g \text{ largo plazo})$

8.4. Anexo 4. Pasivos de largo plazo

Para el desarrollo del modelo se realizaron las siguientes tablas. Adicionalmente, para el entendimiento de las mismas, es necesario tener en cuenta lo siguiente:

- 1) Las tasas de financiación en dólares se convirtieron a pesos con la devaluación observada del periodo, por lo tanto todas las tasas están calculadas en pesos.
- 2) Para cada año, se realizó el costo efectivo del endeudamiento teniendo en cuenta los montos tanto en moneda nacional como extranjera junto con su participación dentro del año, junto con la tasa EA de financiación en cada moneda, permitió obtener la tasa EA que se usó en cada año para el modelo desarrollado
- 3) El banco cubrió la deuda con swaps y por consiguiente no se expuso a riesgo cambiario

8.4.1. Pasivos en 2011

Moneda nacional (Millones de pesos)

Emisión	Colocado	Saldo	Proporción	Tasa EA
2000-1	200.000	300	0,01%	14,17%
2002-1	1.179.052	19	0,00%	9,63%
2006-1	3.000	3.000	0,10%	5,33%
2007-1	107.400	107.400	3,45%	7,87%
2007-3	61.752	61.752	1,98%	9,56%
2008-3	65.541	65.541	2,11%	7,75%
2008-3	143.210	143.210	4,60%	10,41%
2008-4	64.430	64.430	2,07%	10,66%
2008-4	64.100	64.100	2,06%	12,59%
2009-1	65.100	65.100	2,09%	10,70%
2009-1	125.900	125.900	4,05%	10,06%
2009-1	209.000	209.000	6,72%	10,53%
2009-2	53.310	53.310	1,71%	7,89%
2009-2	53.298	53.298	1,71%	7,32%
2009-2	51.677	51.677	1,66%	8,18%
2009-2	43.759	43.759	1,41%	9,15%
2010-1	138.868	138.868	4,46%	5,90%
2010-1	55.177	55.177	1,77%	6,11%
2010-1	153.192	153.192	4,92%	6,96%
2010-1	252.763	252.763	8,12%	8,00%
2011-1	246.123	246.123	7,91%	6,41%
2011-2	127.282	127.282	4,09%	6,75%

2011-1	87.654	87.654	2,82%	6,53%
2011-1	100.563	100.563	3,23%	7,93%
2011-1	117.630	117.630	3,78%	8,13%
2011-1	248.030	248.030	7,97%	8,50%
2011-2	132.840	132.840	4,27%	7,97%
2011-2	115.828	115.828	3,72%	8,35%
2011-2	224.050	224.050	7,20%	8,52%
Total	4.490.529	3.111.796	100%	8,29%

Obtención de Tasa EA año 2011

Emisión	Colocado	Saldo USD	Saldo COP	Proporción	Tasa EA (USD)	Tasa EA (COP)
2007	400.000	400.000	777.080.000	15,75%	6,99%	-0,79%
2010	620.000	620.000	1.204.474.000	24,41%	6,21%	-1,51%
2011	520.000	520.000	1.010.204.000	20,47%	4,29%	-3,29%
2011	1.000.000	1.000.000	1.942.700.000	39,37%	6,03%	-1,68%
Total	2.540.000	2.540.000	4.934.458.000	100,00%	5,87%	-1,83%

Costo Efectivo del endeudamiento 2011

	Monto	Proporción	Tasa EA (SC) en moneda extranjera	Tasa EA (CC) pesos colombianos	Ben. Fiscal (SC)	Ben. Fiscal (CC)
Moneda Nacional	3.111.796	38,67%	8,29%	8,29%	6,64%	6,64%
Moneda Extranjera	4.934.458	61,33%	-1,83%	5,87%	-1,46%	4,70%
Total Pasivos	8.046.254	100,00%	2,09%	6,81%	1,67%	5,45%

SC: Sin Cambio. Se usa la información en USD

CC: Con Cambio. Se usa la información en COP

8.4.2. Pasivos en 2012

Moneda nacional (Millones de pesos)

Emisión	Colocado	Saldo	Proporción	Tasa EA
2000-1	200.000	300	0,01%	14,18%
2002-1	1.179.052	19	0,00%	9,63%
2006-1	3.000	3.000	0,11%	5,17%
2008-3	65.541	65.541	2,38%	8,17%
2008-3	143.210	143.210	5,21%	9,40%
2008-4	64.430	64.430	2,34%	9,65%

2008-4	64.100	64.100	2,33%	12,59%
2009-1	125.900	125.900	4,58%	10,22%
2009-1	65.100	65.100	2,37%	10,70%
2009-1	209.000	209.000	7,60%	10,68%
2009-2	53.298	53.298	1,94%	7,91%
2009-2	51.677	51.677	1,88%	8,15%
2009-2	43.759	43.759	1,59%	9,12%
2010-1	55.177	55.177	2,01%	5,80%
2010-1	153.192	153.192	5,57%	5,74%
2010-1	252.763	252.763	9,19%	6,77%
2011-1	246.123	246.123	8,95%	5,83%
2011-2	127.282	127.282	4,63%	7,28%
2011-1	87.654	87.654	3,19%	5,96%
2011-1	100.563	100.563	3,66%	7,25%
2011-1	117.630	117.630	4,28%	7,46%
2011-1	248.030	248.030	9,02%	7,82%
2011-2	132.840	132.840	4,83%	7,31%
2011-2	115.828	115.828	4,21%	7,67%
2011-2	224.050	224.050	8,15%	7,84%
Total	4.129.199	2.750.466	100%	7,91%

Tasa EA 2012

Emisión	Colocado	Saldo USD	Saldo COP	Proporción	Tasa EA (USD)	Tasa EA (COP)
2007	400.000	199.512	352.783.000	5,30%	6,99%	14,38%
2010	620.000	620.000	1.096.302.278	16,46%	6,22%	13,56%
2011	520.000	520.000	919.479.330	13,80%	4,30%	11,51%
2011	1.000.000	1.000.000	1.768.229.480	26,55%	6,04%	13,37%
2012	1.200.000	1.200.000	2.121.875.376	31,86%	5,13%	12,40%
2012	227.458	227.458	402.197.941	6,04%	5,13%	12,40%
Total	3.967.458	3.766.970	6.660.867.404	100,00%	5,53%	12,83%

Costo Efectivo del Endeudamiento 2012

	Monto	Proporción	Tasa EA (SC)	Tasa EA (CC)	Ben. Fiscal (SC)	Ben. Fiscal (CC)
Moneda Nacional	2.750.466	29,23%	7,91%	7,91%	6,42%	6,42%
Moneda Extranjera	6.660.867	70,77%	12,83%	5,53%	10,42%	4,50%
Total Pasivos	9.411.333	100,00%	11,39%	6,23%	9,25%	5,06%

8.4.3.Pasivos en 2013

Moneda nacional (Millones de pesos)

Emisión	Colocado	Saldo	Proporción	Tasa EA
2000-1	200.000	300	0,01%	14,18%
2002-1	1.179.052	13	0,00%	9,63%
2006-1	3.000	3.000	0,13%	5,17%
2008-4	64.430	64.430	2,88%	8,17%
2008-4	64.100	64.100	2,86%	9,40%
2009-1	125.900	125.900	5,62%	9,65%
2009-1	65.100	65.100	2,91%	12,59%
2009-1	209.000	209.000	9,33%	10,22%
2009-2	53.298	53.298	2,38%	10,70%
2009-2	51.677	51.677	2,31%	10,68%
2009-2	43.759	43.759	1,95%	7,91%
2010-1	153.192	153.192	6,84%	8,15%
2010-1	252.763	252.763	11,28%	9,12%
2011-2	127.282	127.282	5,68%	5,80%
2011-1	87.654	87.654	3,91%	5,74%
2011-1	100.563	100.563	4,49%	6,77%
2011-1	117.630	117.630	5,25%	5,83%
2011-1	248.030	248.030	11,07%	7,28%
2011-2	132.840	132.840	5,93%	5,96%
2011-2	115.828	115.828	5,17%	7,25%
2011-2	224.050	224.050	10,00%	7,46%
Total	3.619.148	2.240.409	100%	8,06%

Tasa EA 2013

Emisión	Colocado	Saldo USD	Saldo COP	Proporción	Tasa EA (USD)	Tasa EA (COP)
2007	400.000	199.512	384.426.000	5,30%	6,99%	32,88%
2010	620.000	620.000	1.194.635.511	16,46%	6,22%	31,92%
2011	520.000	520.000	1.001.952.364	13,80%	4,30%	29,54%
2011	1.000.000	1.000.000	1.926.831.469	26,55%	6,04%	31,70%
2012	1.200.000	1.200.000	2.312.197.763	31,86%	5,13%	30,57%
2013	227.458	227.458	438.273.232	6,04%	5,13%	30,57%
Total	3.967.458	3.766.970	7.258.316.338	100,00%	5,53%	31,07%

Costo Efectivo del Endeudamiento 2013

	Monto	Proporción	Tasa EA (SC)	Tasa EA (CC)	Ben. Fiscal (SC)	Ben. Fiscal (CC)
Moneda Nacional	2.240.409	23,59%	8,06%	8,06%	6,99%	6,99%
Moneda Extranjera	7.258.316	76,41%	31,07%	5,53%	26,96%	4,80%
Total Pasivos	9.498.725	100,00%	25,64%	6,13%	22,25%	5,32%

8.5. Anexo 5. Información Bursátil acción Bancolombia 2012

8.5.1. Información 2012-1

Nemotécnico	fecha	Cantidad	Volumen	Precio Cierre	Precio Mayor	Precio Medio	Precio Menor
BCOLOMBIA	03/01/2012	47.220	1.341.250.740	28.440	28.440	28.404	28.300
BCOLOMBIA	04/01/2012	23.861	676.353.200	28.400	28.400	28.346	27.660
BCOLOMBIA	05/01/2012	70.145	1.969.218.460	28.380	28.380	28.074	27.880
BCOLOMBIA	06/01/2012	97.295	2.604.414.540	26.980	27.320	26.768	26.420
BCOLOMBIA	10/01/2012	113.001	3.038.381.640	26.960	27.000	26.888	26.700
BCOLOMBIA	11/01/2012	81.763	2.186.230.120	26.740	26.820	26.739	26.700
BCOLOMBIA	12/01/2012	153.206	4.055.519.800	26.440	26.800	26.471	26.380
BCOLOMBIA	13/01/2012	35.343	933.436.900	26.460	26.460	26.411	26.300
BCOLOMBIA	16/01/2012	115.142	3.000.067.120	26.000	26.460	26.055	26.000
BCOLOMBIA	17/01/2012	275.090	7.149.970.580	26.000	26.000	25.991	25.900
BCOLOMBIA	18/01/2012	68.018	1.763.684.980	26.000	26.000	25.930	25.800
BCOLOMBIA	19/01/2012	54.065	1.400.273.140	26.000	26.000	25.900	25.820
BCOLOMBIA	20/01/2012	670.181	17.415.848.260	26.100	26.100	25.987	25.840
BCOLOMBIA	23/01/2012	202.215	5.288.982.560	26.020	26.400	26.155	26.000
BCOLOMBIA	24/01/2012	236.601	6.175.072.760	26.160	26.160	26.099	26.020
BCOLOMBIA	25/01/2012	275.487	7.171.301.380	26.100	26.180	26.031	26.000
BCOLOMBIA	26/01/2012	114.770	2.982.582.180	26.100	26.100	25.987	25.920
BCOLOMBIA	27/01/2012	72.687	1.883.118.640	25.900	26.000	25.907	25.800
BCOLOMBIA	30/01/2012	678.717	17.979.139.020	27.200	27.200	26.490	25.900
BCOLOMBIA	31/01/2012	325.344	8.935.389.960	27.980	27.980	27.464	26.500
BCOLOMBIA	01/02/2012	282.548	7.659.509.740	27.000	27.520	27.109	27.000
BCOLOMBIA	02/02/2012	98.130	2.644.020.960	26.960	27.000	26.944	26.900
BCOLOMBIA	03/02/2012	626.690	17.041.583.080	27.220	27.400	27.193	26.900
BCOLOMBIA	06/02/2012	81.442	2.223.145.180	27.220	27.440	27.297	27.220
BCOLOMBIA	07/02/2012	116.876	3.192.167.300	27.320	27.380	27.312	27.060
BCOLOMBIA	08/02/2012	620.273	17.106.707.780	27.500	27.680	27.579	27.400
BCOLOMBIA	09/02/2012	177.973	4.895.741.560	27.500	27.560	27.508	27.420
BCOLOMBIA	10/02/2012	229.016	6.277.412.400	27.600	27.600	27.410	27.300
BCOLOMBIA	13/02/2012	18.870	521.199.160	27.600	27.800	27.621	27.500
BCOLOMBIA	14/02/2012	205.736	5.686.561.120	27.700	27.700	27.640	27.300
BCOLOMBIA	15/02/2012	437.145	12.119.003.940	27.520	27.920	27.723	27.500
BCOLOMBIA	16/02/2012	261.198	7.209.795.220	27.680	27.680	27.603	27.300
BCOLOMBIA	17/02/2012	1.794.272	49.720.651.920	27.960	27.980	27.711	27.660
BCOLOMBIA	20/02/2012	461.751	12.882.852.020	27.800	28.000	27.900	27.800
BCOLOMBIA	21/02/2012	60.131	1.685.674.600	28.100	28.100	28.033	27.840
BCOLOMBIA	22/02/2012	882.127	24.726.593.320	28.120	28.200	28.031	28.000

BCOLOMBIA	23/02/2012	46.360	1.303.146.000	28.160	28.160	28.109	28.040
BCOLOMBIA	24/02/2012	39.874	1.116.280.420	28.000	28.080	27.995	27.920
BCOLOMBIA	27/02/2012	55.620	1.541.964.040	27.600	27.840	27.723	27.600
BCOLOMBIA	28/02/2012	410.633	11.420.247.780	27.540	27.900	27.811	27.300
BCOLOMBIA	29/02/2012	390.602	10.883.695.080	27.900	27.900	27.864	27.760
BCOLOMBIA	01/03/2012	290.181	8.130.544.500	27.940	28.120	28.019	27.800
BCOLOMBIA	02/03/2012	187.413	5.255.584.240	27.980	28.120	28.043	27.900
BCOLOMBIA	05/03/2012	39.830	1.107.851.660	27.880	27.880	27.815	27.620
BCOLOMBIA	06/03/2012	70.341	1.918.402.560	27.040	27.580	27.273	27.040
BCOLOMBIA	07/03/2012	63.571	1.753.352.220	27.600	27.600	27.581	27.440
BCOLOMBIA	08/03/2012	116.071	3.224.682.080	27.900	27.900	27.782	27.620
BCOLOMBIA	09/03/2012	12.854	357.608.160	27.840	27.840	27.821	27.740
BCOLOMBIA	12/03/2012	20.840	575.685.540	27.700	27.700	27.624	27.500
BCOLOMBIA	13/03/2012	514.177	14.277.224.980	28.000	28.000	27.767	27.600
BCOLOMBIA	14/03/2012	439.164	12.380.331.760	28.180	28.260	28.191	28.000
BCOLOMBIA	15/03/2012	332.058	9.345.972.440	28.100	28.220	28.146	27.900
BCOLOMBIA	16/03/2012	712.746	19.677.026.360	27.100	28.140	27.607	27.100
BCOLOMBIA	20/03/2012	77.066	2.134.516.980	27.840	27.840	27.697	27.140
BCOLOMBIA	21/03/2012	107.051	2.971.995.460	27.660	27.820	27.762	27.540
BCOLOMBIA	22/03/2012	178.855	4.974.298.140	27.820	27.840	27.812	27.520
BCOLOMBIA	23/03/2012	14.035	390.915.840	27.880	27.880	27.853	27.720
BCOLOMBIA	26/03/2012	995.123	27.855.386.820	27.980	28.100	27.992	27.860
BCOLOMBIA	27/03/2012	399.716	11.190.329.420	27.980	28.020	27.996	27.900
BCOLOMBIA	28/03/2012	30.765	861.531.480	28.100	28.100	28.004	27.900
BCOLOMBIA	29/03/2012	166.749	4.680.446.280	28.260	28.260	28.069	27.800
BCOLOMBIA	30/03/2012	611.895	17.198.044.060	28.100	28.160	28.106	28.000
BCOLOMBIA	02/04/2012	72.851	2.046.824.740	27.900	28.200	28.096	27.900
BCOLOMBIA	03/04/2012	145.091	4.076.524.220	28.100	28.140	28.096	27.980
BCOLOMBIA	04/04/2012	39.887	1.115.350.940	28.080	28.080	27.963	27.700
BCOLOMBIA	09/04/2012	25.323	708.830.420	28.100	28.100	27.992	27.880
BCOLOMBIA	10/04/2012	79.579	2.229.053.080	27.980	28.100	28.011	27.840
BCOLOMBIA	11/04/2012	983.245	27.661.264.140	28.180	28.200	28.133	28.100
BCOLOMBIA	12/04/2012	395.166	11.167.700.360	28.280	28.300	28.261	28.000
BCOLOMBIA	13/04/2012	36.490	1.027.500.160	28.200	28.260	28.158	28.000
BCOLOMBIA	16/04/2012	86.814	2.456.324.680	28.340	28.380	28.294	28.200
BCOLOMBIA	17/04/2012	364.371	10.320.363.540	28.400	28.420	28.324	28.220
BCOLOMBIA	18/04/2012	40.898	1.158.599.840	28.400	28.400	28.329	28.200
BCOLOMBIA	19/04/2012	67.158	1.905.232.820	28.400	28.400	28.369	28.320
BCOLOMBIA	20/04/2012	193.045	5.488.634.060	28.500	28.500	28.432	28.400
BCOLOMBIA	23/04/2012	108.991	3.093.665.800	28.460	28.460	28.385	28.300

BCOLOMBIA	24/04/2012	110.847	3.116.938.420	27.820	28.380	28.119	27.820
BCOLOMBIA	25/04/2012	392.241	11.127.462.080	28.400	28.440	28.369	28.300
BCOLOMBIA	26/04/2012	312.456	8.882.861.780	28.500	28.500	28.429	28.320
BCOLOMBIA	27/04/2012	368.914	10.520.143.400	28.500	28.600	28.517	28.420
BCOLOMBIA	30/04/2012	869.664	24.988.595.720	28.900	28.900	28.734	28.280
BCOLOMBIA	02/05/2012	738.423	21.454.015.720	29.180	29.180	29.054	28.800
BCOLOMBIA	03/05/2012	211.341	6.170.493.720	29.200	29.240	29.197	29.140
BCOLOMBIA	04/05/2012	345.807	10.101.352.680	29.240	29.240	29.211	29.180
BCOLOMBIA	07/05/2012	441.651	12.929.363.620	29.300	29.640	29.275	29.200
BCOLOMBIA	08/05/2012	476.734	13.880.499.260	29.340	29.340	29.116	29.000
BCOLOMBIA	09/05/2012	505.763	14.781.436.220	29.320	29.320	29.226	29.100
BCOLOMBIA	10/05/2012	208.274	6.015.331.340	28.820	29.200	28.882	28.600
BCOLOMBIA	11/05/2012	286.665	8.066.200.880	28.200	28.520	28.138	27.920
BCOLOMBIA	14/05/2012	151.836	4.216.128.260	27.920	27.920	27.768	27.600
BCOLOMBIA	15/05/2012	133.856	3.693.804.440	27.800	27.800	27.595	27.400
BCOLOMBIA	16/05/2012	123.275	3.417.048.580	27.540	28.200	27.719	27.540
BCOLOMBIA	17/05/2012	58.587	1.613.286.400	27.580	27.640	27.537	27.440
BCOLOMBIA	18/05/2012	41.733	1.139.916.400	27.220	27.500	27.315	27.160
BCOLOMBIA	22/05/2012	57.826	1.590.572.260	27.540	27.780	27.506	27.300
BCOLOMBIA	23/05/2012	37.887	1.033.177.120	27.320	27.400	27.270	27.160
BCOLOMBIA	24/05/2012	24.206	663.199.340	27.520	27.520	27.398	27.340
BCOLOMBIA	25/05/2012	34.293	931.038.560	27.160	27.360	27.150	27.000
BCOLOMBIA	28/05/2012	9.144	247.653.920	27.080	27.080	27.084	27.080
BCOLOMBIA	29/05/2012	43.292	1.168.252.920	26.920	27.220	26.985	26.920
BCOLOMBIA	30/05/2012	44.565	1.191.997.680	26.780	26.900	26.747	26.700
BCOLOMBIA	31/05/2012	231.251	6.239.901.220	27.200	27.200	26.983	26.380
BCOLOMBIA	01/06/2012	96.701	2.584.966.920	26.760	27.100	26.732	26.500
BCOLOMBIA	04/06/2012	31.435	820.241.200	25.920	26.300	26.093	25.920
BCOLOMBIA	05/06/2012	271.315	7.083.687.860	26.040	26.240	26.109	26.040
BCOLOMBIA	06/06/2012	145.012	3.851.100.940	26.600	26.680	26.557	26.400
BCOLOMBIA	07/06/2012	186.261	5.029.765.600	27.000	27.100	27.004	26.900
BCOLOMBIA	08/06/2012	100.749	2.653.177.920	26.020	26.880	26.335	25.900
BCOLOMBIA	12/06/2012	285.605	7.495.277.860	26.440	26.440	26.244	26.020
BCOLOMBIA	13/06/2012	188.139	5.033.616.000	26.900	26.900	26.755	26.400
BCOLOMBIA	14/06/2012	112.908	2.991.106.660	26.400	26.860	26.492	26.400
BCOLOMBIA	15/06/2012	1.912.923	50.625.095.760	26.520	26.520	26.465	26.380
BCOLOMBIA	19/06/2012	490.258	13.157.860.780	27.120	27.120	26.839	26.520
BCOLOMBIA	20/06/2012	343.515	9.320.044.040	27.200	27.200	27.131	27.080
BCOLOMBIA	21/06/2012	135.414	3.634.524.420	26.360	27.200	26.840	26.320
BCOLOMBIA	22/06/2012	97.185	2.565.033.220	26.700	26.700	26.393	26.320

BCOLOMBIA	25/06/2012	83.962	2.223.650.600	26.100	26.700	26.484	26.100
BCOLOMBIA	26/06/2012	170.624	4.461.832.540	26.200	26.340	26.150	26.080
BCOLOMBIA	27/06/2012	382.471	10.124.960.500	26.840	26.840	26.472	26.200
BCOLOMBIA	28/06/2012	76.166	2.026.756.520	26.800	26.800	26.610	26.300
BCOLOMBIA	29/06/2012	189.630	5.089.375.880	26.980	26.980	26.838	26.720

8.5.2. Información 2012-2

Nemotécnico	fecha	Cantidad	Volumen	Precio Cierre	Precio Mayor	Precio Medio	Precio Menor
BCOLOMBIA	03/07/2012	148.446	4.100.039.280	27.680	27.720	27.620	27.200
BCOLOMBIA	04/07/2012	16.930	468.112.180	27.680	27.680	27.650	27.680
BCOLOMBIA	05/07/2012	66.910	1.837.799.040	27.680	27.680	27.467	27.400
BCOLOMBIA	06/07/2012	98.683	2.726.933.340	27.800	27.800	27.633	27.320
BCOLOMBIA	09/07/2012	153.090	4.237.808.880	27.420	27.800	27.682	27.420
BCOLOMBIA	10/07/2012	154.135	4.216.819.640	27.360	27.500	27.358	27.340
BCOLOMBIA	11/07/2012	176.927	4.844.106.980	27.740	27.740	27.379	27.120
BCOLOMBIA	12/07/2012	240.776	6.575.987.920	27.180	27.380	27.312	27.180
BCOLOMBIA	13/07/2012	96.656	2.662.695.380	27.680	27.680	27.548	27.300
BCOLOMBIA	16/07/2012	239.728	6.503.502.920	27.100	27.400	27.129	27.100
BCOLOMBIA	17/07/2012	88.016	2.385.623.540	27.280	27.280	27.104	27.000
BCOLOMBIA	18/07/2012	135.856	3.718.244.400	27.500	27.500	27.369	27.240
BCOLOMBIA	19/07/2012	257.959	7.091.438.020	27.620	27.620	27.491	27.300
BCOLOMBIA	23/07/2012	91.351	2.456.703.860	26.920	27.000	26.893	26.820
BCOLOMBIA	24/07/2012	116.709	3.151.321.000	27.000	27.080	27.002	26.980
BCOLOMBIA	25/07/2012	60.801	1.635.648.960	26.800	27.000	26.902	26.800
BCOLOMBIA	26/07/2012	71.537	1.906.170.280	26.660	26.800	26.646	26.500
BCOLOMBIA	27/07/2012	90.990	2.477.633.120	27.500	27.500	27.230	26.800
BCOLOMBIA	30/07/2012	43.895	1.196.728.060	27.460	27.460	27.263	27.120
BCOLOMBIA	31/07/2012	409.015	11.148.217.720	27.180	27.320	27.256	27.180
BCOLOMBIA	01/08/2012	29.785	810.234.680	27.180	27.260	27.203	27.100
BCOLOMBIA	02/08/2012	430.851	11.254.696.980	26.180	26.800	26.122	25.820
BCOLOMBIA	03/08/2012	156.706	3.978.273.380	24.960	26.700	25.387	24.960
BCOLOMBIA	06/08/2012	53.749	1.347.916.080	24.980	25.340	25.078	24.840
BCOLOMBIA	08/08/2012	540.440	13.156.091.640	24.400	24.500	24.343	23.700
BCOLOMBIA	09/08/2012	387.486	9.696.552.600	25.260	25.260	25.024	24.580
BCOLOMBIA	10/08/2012	207.431	5.270.092.180	25.460	25.500	25.406	25.320
BCOLOMBIA	13/08/2012	26.216	665.337.040	25.380	25.400	25.379	25.200
BCOLOMBIA	14/08/2012	45.725	1.162.959.280	25.480	25.500	25.434	25.320
BCOLOMBIA	15/08/2012	115.044	2.956.085.780	26.000	26.000	25.695	25.480
BCOLOMBIA	16/08/2012	30.630	794.531.020	25.880	26.000	25.940	25.800
BCOLOMBIA	17/08/2012	13.795	353.093.340	25.500	25.840	25.596	25.500

BCOLOMBIA	21/08/2012	169.522	4.323.317.220	25.260	25.600	25.503	25.260
BCOLOMBIA	22/08/2012	27.478	701.773.600	25.680	25.680	25.539	25.360
BCOLOMBIA	23/08/2012	47.397	1.220.948.860	25.900	25.900	25.760	25.680
BCOLOMBIA	24/08/2012	149.123	3.874.386.420	25.900	26.140	25.981	25.900
BCOLOMBIA	27/08/2012	48.252	1.242.904.300	25.740	25.900	25.759	25.660
BCOLOMBIA	28/08/2012	29.695	766.036.440	25.980	25.980	25.797	25.600
BCOLOMBIA	29/08/2012	31.174	809.762.020	25.800	26.500	25.976	25.800
BCOLOMBIA	30/08/2012	38.659	991.872.920	25.400	25.720	25.657	25.400
BCOLOMBIA	31/08/2012	211.755	5.467.596.780	25.800	26.000	25.820	25.660
BCOLOMBIA	03/09/2012	2.369	60.900.200	25.700	25.700	25.707	25.700
BCOLOMBIA	04/09/2012	54.872	1.402.269.220	25.540	25.620	25.555	25.520
BCOLOMBIA	05/09/2012	137.503	3.496.256.420	25.500	25.500	25.427	25.380
BCOLOMBIA	06/09/2012	171.334	4.419.771.560	25.760	25.900	25.796	25.500
BCOLOMBIA	07/09/2012	97.618	2.522.745.580	25.820	25.900	25.843	25.820
BCOLOMBIA	10/09/2012	53.308	1.378.483.740	25.920	25.920	25.859	25.800
BCOLOMBIA	11/09/2012	40.606	1.051.490.680	26.040	26.040	25.895	25.860
BCOLOMBIA	12/09/2012	71.910	1.882.431.480	26.200	26.260	26.178	25.940
BCOLOMBIA	13/09/2012	160.262	4.239.657.860	26.520	26.600	26.455	26.200
BCOLOMBIA	14/09/2012	232.310	6.243.509.260	26.900	26.920	26.876	26.520
BCOLOMBIA	17/09/2012	61.363	1.645.159.560	26.820	26.820	26.810	26.780
BCOLOMBIA	18/09/2012	12.906	343.440.380	26.600	26.600	26.611	26.580
BCOLOMBIA	19/09/2012	223.237	5.946.459.560	26.660	26.660	26.637	26.160
BCOLOMBIA	20/09/2012	77.914	2.075.697.740	26.800	26.800	26.641	26.420
BCOLOMBIA	21/09/2012	48.309	1.284.588.680	26.560	26.660	26.591	26.560
BCOLOMBIA	24/09/2012	103.507	2.752.580.540	26.600	26.680	26.593	26.480
BCOLOMBIA	25/09/2012	101.995	2.701.272.480	26.480	26.700	26.484	26.400
BCOLOMBIA	26/09/2012	91.981	2.402.322.240	26.020	26.240	26.118	26.020
BCOLOMBIA	27/09/2012	105.821	2.802.683.580	26.720	26.720	26.485	26.100
BCOLOMBIA	28/09/2012	386.075	10.161.266.660	26.400	26.580	26.319	26.200
BCOLOMBIA	01/10/2012	23.160	610.930.960	26.300	26.900	26.379	26.240
BCOLOMBIA	02/10/2012	106.166	2.804.843.140	26.740	26.740	26.419	26.260
BCOLOMBIA	03/10/2012	26.826	707.663.480	26.360	26.480	26.380	26.340
BCOLOMBIA	04/10/2012	55.293	1.464.717.240	26.500	26.500	26.490	26.320
BCOLOMBIA	05/10/2012	156.913	4.173.854.320	26.600	26.640	26.600	26.460
BCOLOMBIA	08/10/2012	32.996	877.371.180	26.660	26.660	26.590	26.200
BCOLOMBIA	09/10/2012	130.531	3.460.238.960	26.400	26.600	26.509	26.360
BCOLOMBIA	10/10/2012	66.123	1.757.739.360	26.460	26.600	26.583	26.460
BCOLOMBIA	11/10/2012	52.899	1.410.186.580	26.720	26.720	26.658	26.500
BCOLOMBIA	12/10/2012	79.569	2.126.931.940	26.820	26.820	26.731	26.700
BCOLOMBIA	16/10/2012	921.143	24.701.004.020	26.740	26.880	26.816	26.740

BCOLOMBIA	17/10/2012	93.003	2.514.336.280	27.200	27.200	27.035	26.760
BCOLOMBIA	18/10/2012	135.460	3.728.311.500	27.780	27.780	27.523	27.200
BCOLOMBIA	19/10/2012	120.658	3.316.833.560	27.500	27.720	27.490	27.400
BCOLOMBIA	22/10/2012	184.668	5.128.024.800	27.780	27.840	27.769	27.680
BCOLOMBIA	23/10/2012	127.383	3.513.691.900	27.600	27.660	27.584	27.400
BCOLOMBIA	24/10/2012	88.969	2.465.487.120	27.540	27.800	27.712	27.540
BCOLOMBIA	25/10/2012	244.202	6.835.855.920	28.360	28.360	27.993	27.800
BCOLOMBIA	26/10/2012	234.230	6.615.852.440	28.260	28.360	28.245	28.000
BCOLOMBIA	29/10/2012	41.662	1.174.130.260	28.320	28.320	28.182	27.800
BCOLOMBIA	30/10/2012	24.761	697.135.100	28.200	28.200	28.155	28.100
BCOLOMBIA	31/10/2012	206.702	5.855.133.940	28.660	28.660	28.326	28.040
BCOLOMBIA	01/11/2012	197.604	5.555.040.680	28.100	28.800	28.112	27.900
BCOLOMBIA	02/11/2012	16.551	463.357.300	28.000	28.000	27.996	27.900
BCOLOMBIA	06/11/2012	73.305	2.043.211.640	27.620	28.000	27.873	27.580
BCOLOMBIA	07/11/2012	148.660	4.044.798.940	27.540	27.600	27.208	26.200
BCOLOMBIA	08/11/2012	55.514	1.526.719.780	27.600	27.600	27.502	27.120
BCOLOMBIA	09/11/2012	185.649	5.130.028.060	28.300	28.300	27.633	27.220
BCOLOMBIA	13/11/2012	148.378	4.111.284.980	27.720	27.800	27.708	27.500
BCOLOMBIA	14/11/2012	175.681	4.858.768.300	27.800	27.800	27.657	27.500
BCOLOMBIA	15/11/2012	128.496	3.563.091.600	27.960	27.960	27.729	27.620
BCOLOMBIA	16/11/2012	417.777	11.597.325.220	27.740	27.760	27.760	27.720
BCOLOMBIA	19/11/2012	36.638	1.019.369.460	27.940	28.000	27.823	27.760
BCOLOMBIA	20/11/2012	121.186	3.386.256.060	27.840	27.980	27.943	27.840
BCOLOMBIA	21/11/2012	39.581	1.096.501.320	27.660	27.780	27.703	27.660
BCOLOMBIA	22/11/2012	17.113	476.692.980	28.000	28.000	27.856	27.600
BCOLOMBIA	23/11/2012	65.647	1.832.534.760	27.980	27.980	27.915	27.900
BCOLOMBIA	26/11/2012	34.545	971.037.000	28.180	28.200	28.109	27.960
BCOLOMBIA	27/11/2012	68.294	1.908.381.060	28.000	28.180	27.944	27.780
BCOLOMBIA	28/11/2012	65.704	1.847.423.980	28.240	28.240	28.117	27.780
BCOLOMBIA	29/11/2012	26.898	759.179.160	28.280	28.280	28.224	28.000
BCOLOMBIA	30/11/2012	102.052	2.845.663.620	27.720	28.300	27.884	27.720
BCOLOMBIA	03/12/2012	94.213	2.646.158.300	28.360	28.360	28.087	27.720
BCOLOMBIA	04/12/2012	124.155	3.561.558.960	29.000	29.000	28.686	28.140
BCOLOMBIA	05/12/2012	208.032	6.057.684.260	29.200	29.200	29.119	29.000
BCOLOMBIA	06/12/2012	119.064	3.466.416.160	29.000	29.200	29.114	29.000
BCOLOMBIA	07/12/2012	110.040	3.178.731.640	29.160	29.160	28.887	28.700
BCOLOMBIA	10/12/2012	104.583	3.040.935.380	29.160	29.160	29.077	28.860
BCOLOMBIA	11/12/2012	194.844	5.678.181.140	29.160	29.180	29.142	28.760
BCOLOMBIA	12/12/2012	142.751	4.169.717.240	29.200	29.260	29.210	29.080
BCOLOMBIA	13/12/2012	139.833	4.078.000.720	29.200	29.200	29.163	28.820

BCOLOMBIA	14/12/2012	256.624	7.476.606.040	29.480	29.480	29.134	28.920
BCOLOMBIA	17/12/2012	145.033	4.262.748.820	29.320	29.480	29.392	29.020
BCOLOMBIA	18/12/2012	130.619	3.822.979.860	29.040	29.340	29.268	29.040
BCOLOMBIA	19/12/2012	115.440	3.378.396.160	29.500	29.500	29.265	29.140
BCOLOMBIA	20/12/2012	48.547	1.426.523.360	29.480	29.480	29.384	29.200
BCOLOMBIA	21/12/2012	92.788	2.715.938.100	29.300	29.420	29.270	28.980
BCOLOMBIA	24/12/2012	12.630	370.015.000	29.300	29.300	29.297	29.300
BCOLOMBIA	26/12/2012	4.961	144.775.960	29.380	29.380	29.183	28.960
BCOLOMBIA	27/12/2012	42.199	1.242.334.200	29.500	29.500	29.440	29.200
BCOLOMBIA	28/12/2012	109.408	3.279.085.300	30.000	30.000	29.971	28.940