



Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera – MAF
Proyecto de Grado
Universidad EAFIT, 2016

Valoración a Banco Bogotá, BBVA, Occidente, y Popular para determinar si el valor generado por la fusión con las compañías de leasing fue superior al valor cuando eran entidades independientes

Trabajo como requisito para obtener el título de Magister en Administración Financiera

Jorge Enrique López Sosa

jlopezs1@eafit.edu.co

Ana Diadila Vega Hormaza

avegaho@eafit.edu.co

Asesor: Gustavo Alberto Sánchez Ribero

Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera
Bogotá, 2016

Resumen

Después de aprobarse la Ley 1328 del 15 de julio de 2009 a los establecimientos bancarios, se les da la potestad de realizar operaciones de *leasing*, facultad otorgada únicamente por las Compañías de Financiamiento Comercial o Compañías de Financiamiento, como fueron llamadas a partir de la Ley expuesta. Esto conllevó a que las compañías que operaban el negocio del *leasing* iniciaran un proceso de fusión con cada uno de sus bancos, quedando solo cuatro compañías independientes como Leasing Bancolombia, Leasing Bolívar, Leasing Bancoldex y Leasing Colombiana. Los establecimientos bancarios al absorber a sus filiales *leasings*, convirtieron la operación *leasing* como una línea de negocio, con el objeto de fortalecer el portafolio de servicio a los clientes.

El desarrollo de este trabajo se realizó en aras de valorar el Banco de Bogotá, el Banco de Occidente, el Banco BBVA y el Banco Popular, para determinar el valor generado por la fusión de las entidades de *leasing*, y de esta manera determinar si su valor fue superior cuando eran entidades independientes. El modelo de valoración efectuado para nuestro análisis fue realizado a través del modelo de Gordon por Dividendos Descontados, antes y después de la fusión. Para un mayor análisis de resultados, la valoración fue tomada con cuatro escenarios diferentes establecidos por la tasa de crecimiento g y costo Equity K_e .

Palabras claves

Leasing, Fusión, Integración, Compañías Bancarias, Compañías de Financiamiento, Procesos, Valoración, Sinergia, Margen de intermediación.

Abstract

After the adoption of the law 1328 of July 15, 2009, banking institutions give them the power to perform leasing operations, power granted solely by commercial finance companies or Finance Companies as they were called exposed law. This led to the companies operating the business of leasing initiate a merger process with each of its Banks, leaving only four independent companies like leasing Bancolombia, leasing Bolivar, leasing Colombia y leasing Bancoldex Colombiana. Banking intitutions to absorb this leasing subsidiaries became the leasing operation as a business kine, in order to strengthen the portfolio of services to customers.

The measurement of financial institutions under study after merging with commercial finance.

Key words

Leasing, Fusión, Banking companies, Finance companies, Processes, Assessment, Synergies, Intermediation margin.

Contenido

Introducción	5
1. Marco conceptual	5
1.1. Fundamentos de las fusiones y adquisiciones	5
1.1.1. ¿Qué es una fusión y una adquisición?	5
1.1.2 Tipos de fusiones y /o adquisiciones.....	6
1.1.3 Motivos para una fusión o adquisición	8
1.1.4 Sinergias en las fusiones y adquisiciones.....	9
1.1.5 Negocios M&A en Colombia y el mundo.....	10
1.2 Valoración de empresas	12
1.2.1 Concepto de valoración.....	12
1.2.2 Fases elaboración de una valoración.....	13
1.2.3 Modelos de valoración de acciones.....	13
1.3 Conceptos de <i>leasing</i>	17
1.4 Breve historia de la evolución del <i>leasing</i> en Colombia.....	18
1.5 Breve historia de la evolución de los bancos en Colombia.....	20
1.6. Breve historia de las compañías de financiamiento y bancos comerciales objeto de estudio	23
1.7 Sistema financiero colombiano	27
1.8 Estructura del sistema financiero	27
1.9 Informe histórico de mercado <i>leasing</i> a diciembre 2015	30
2. Método de solución	35
2.1 Valoración y análisis de sensibilidad	35
3. Presentación y análisis de resultados	47
4. Conclusiones	50
Referencias	51

Lista de tablas

Tabla 1. Número de establecimientos de crédito (1998 – 2012).....	29
Tabla 2. Número de sociedades servicios financieros (1998 – 2012).....	30
Tabla 3. Parámetros para la valoración	36
Tabla 4. Betas Bancos América Latina	37
Tabla 5. Resultados valoración Banco de Bogotá.....	38
Tabla 6. Análisis de sensibilidad año 2009 Banco de Bogotá	39
Tabla 7. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco de Bogotá	39
Tabla 8. Resultados valoración Banco de Occidente	40
Tabla 9. Análisis de sensibilidad año 2009 Banco de Occidente.....	41
Tabla 10. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco de Occidente.....	41
Tabla 11. Resultados valoración Banco de BBVA	42
Tabla 12. Análisis de sensibilidad año 2009 Banco de BBVA	42
Tabla 13. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco de BBVA	43
Tabla 14. Resultados valoración Banco Popular.....	44
Tabla 15. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco Popular	45
Tabla 16. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco Popular	45

Lista de gráficos

Gráfico 1. Crecimiento sector vs pib.....	31
Gráfico 2. Cartera <i>leasing</i> vs cartera del sector	32
Gráfico 3. Crecimiento saldos <i>leasing</i>	33
Gráfico 4. Participación de mercado histórico total <i>leasing</i> diciembre 2010-2015	34
Gráfico 5. Tasa de crecimiento g por banco.....	47
Gráfico 6. Payout por cada Banco.....	48
Gráfico 7. ROE por cada banco años 2009 y 2015	49

Introducción

El sistema financiero colombiano ha presentado diferentes cambios durante las dos últimas décadas, rescatando todo un ciclo de recuperación, expansión, sobredimensionamiento e inflación de activos, crisis y recuperación financiera. Al centrarnos en la consolidación del sector financiero, es posible identificar un interés en fusionar y adquirir entidades que proporcionen nuevas sinergias, por medio de los mercados financieros. En Colombia las fusiones y adquisiciones han presentado una tendencia hacia arreglos institucionales con los bancos comerciales para operar bajo el mismo techo: crédito hipotecario, comercial, de consumo y microcrédito, con un renovado interés, inclusive, por la micro-empresa, negocios fiduciarios, bancas de inversión, seguros y *leasing* comercial. Este sistema consolidado debe estar dirigido al servicio final de un consumidor, ofreciendo mayores alternativas de servicios y menores riesgos sistémicos para los portafolios de ahorro y crédito, que intermedia el sistema financiero nacional.

Teniendo en cuenta que las fusiones bancarias aportan un dinamismo y competitividad a los mercados financieros, el objetivo general de este trabajo de investigación será demostrar, mediante un ejercicio de valoración, las integraciones bancarias con las compañías de financiamiento comercial, demostrando que estas fusiones efectivamente cumplieron con un mecanismo de maximización del valor, mediante sinergias logradas en costos de fondeo, gastos de administración y composición de portafolio de cartera, a través de la participación de mercado de los bancos antes y después de ser fusionados.

1. Marco conceptual

1.1. Fundamentos de las fusiones y adquisiciones

1.1.1. ¿Qué es una fusión y una adquisición?

“La fusión consiste en el acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad” (Mascareñas, 2011, p. 19).

Es a partir de este momento cuando la nueva sociedad queda con una nueva personalidad jurídica o con la de una de las empresas integrantes. Sin embargo, no necesariamente hace falta hacerse al

control de otra empresa a base de fusiones o absorciones, también existe otra manera de controlar sin necesidad de mezclar los patrimonios de la vendedora y compradora, bastaría con hacerse a la mayoría de las acciones, a eso se denomina adquisiciones (Mascareñas, 2011).

Tributariamente las fusiones en Colombia tienen su trato especial y son aceptadas como un tipo de sociedad, la sociedad que nace o la que absorbe por la fusión, asume todas las obligaciones de impuestos, reportes de información a los entes territoriales y nacionales, sanciones e intereses y demás obligaciones a las que haya lugar.

1.1.2 Tipos de fusiones y /o adquisiciones

Los siguientes son los tipos de relación que se pueden establecer entre las empresas, los escenarios posibles al momento de realizar una fusión y/o adquisición.

- Horizontal: las dos compañías están en la misma rama comercial con el mismo objetivo de mercado y buscan ampliar sus actividades y operaciones, pueden buscar un monopolio de sus productos para ser más fuertes y tener mayor participación.
- Vertical: cuando una de las compañías es cliente de la otra y lo provee de una materia prima, así que se devuelve en la cadena de la industria, para tener el control del costo de estos materiales y asegurar la calidad del producto final entregado al consumidor; también tienen finalidad de monopolio.
- Concéntricas: están relacionadas en tecnología, procesos de producción y mercados, lo que genera una ampliación de participación en los mismos para las dos compañías.
- Conglomerado: no existe ninguna similitud de mercado, pero quieren compartir su estructura organizacional.

Como en las fusiones hablamos de una pérdida de personería jurídica de una de las dos sociedades, en tanto una de ellas deja de existir como ente económico, nos vamos a referir a tres formas de fusión:

- **Fusión pura:** consiste en unir lo que se tiene como patrimonio, en forma equivalente de cada una de las empresas, y sumarlo al de la otra u otras formando una sola, la cual va a existir

como única desde toda nueva forma jurídica, esto implica un cambio y restructuración organizacional, ya que ahora se va a pensar en un solo grupo; es un esfuerzo grande por cambiar lo que se venía pensando de manera separada, un trabajo con cambio de misión y visión de la empresa nueva, involucrando a toda la organización hacia nuevas metas.

- **Fusión por absorción:** una de las dos empresas sigue existiendo y suma el patrimonio de la otra, porque ésta es más fuerte, porque tiene mejor capital, porque tiene mejor mercado, pueden ser múltiples las razones, pero el objetivo será ampliar la parte competitiva y buscar mejores resultados financieros y gerenciales, uniendo el trabajo de las dos o más compañías.
- **Fusión con aportación parcial del activo:** una sociedad puede realizar simplemente un aporte de sus activos, como maquinaria y equipo, que es útil a la otra compañía para que ésta la trabaje; en este tipo de fusión se puede crear una nueva personería jurídica o simplemente se suma al capital de la otra, pero la que aporta sigue existiendo como ente económico, esto es un requisito indispensable.

En las adquisiciones, como el objetivo es que una compañía tome el mando sobre la otra, teniendo el mayor capital, lo cual le da poder a la hora de toma de decisiones, se establece las siguientes formas financieras de calcular la compra:

- **Compra mediante apalancamiento financiero (LBO):** esto se hace basados en lo que se puede endeudar, si se realiza la proyección de los flujos futuros que se van a obtener, y el valor de los activos fijos de la compañía que se adquiere, lo que da capacidad de endeudamiento, se busca financiar una parte de la compra, esto genera en muchos de los casos, unos cambios grandes en la estructura de capital.
- **La oferta pública de adquisición de acciones (OPA):** se trata de realizar una oferta, a través del lanzamiento de una oferta pública de compra de acciones, sobre la empresa que desea adquirir, buscando las mejores condiciones de negociación y poder tomar el control de dicha entidad. Este mecanismo aplica para empresas que cotizan en bolsa.

1.1.3 Motivos para una fusión o adquisición

Pueden clasificarse en 6 grandes apartados (Fernández y Bonet, 2012):

- **Mejora de la eficiencia conjunta (sinergias):** unir la fuerza de dos organizaciones para poder dar mejores resultados y una mejor posición en el mercado que se cubre, lo cual de manera independiente no se logra; lo que se busca es un mayor valor para la empresa por medio de varios factores como calidad de producto, procesos, nuevas estrategias, capacitación y conocimiento del personal, estrategias de mercadeo, tecnologías utilizadas y todo lo que se pueda compartir y mejorar de manera conjunta.
- **Mala gestión en la empresa adquirida:** en muchas ocasiones no podemos decir que los resultados en una compañía dependen del mercado, de los costos, de la competencia, entre otros; muchas veces podemos encontrar que todo se da por una deficiente estrategia financiera y organizacional, los resultados dependen de quien está al frente liderando.
- **Razones fiscales:** puede mirarse desde el punto fiscal, cuando al unirse se genera un déficit y se logra una reducción en las utilidades para presentación fiscal, se trata de manejar las pérdidas acumuladas.
- **Diferencia en la información disponible por distintos equipos directivos:** se presenta cuando la compañía adquiriente tiene información que la segunda desconoce, tiene una ventaja que le permite negociar, teniendo una proyección a futuro de la situación financiera que se puede llegar a presentar, de manera positiva, para la segunda compañía.
- **Motivaciones no económicas del equipo directivo:** es un reto para un equipo directivo desarrollar un proyecto de fusión y/o adquisición y lograr buenos resultados importantes y de una excelente estrategia.
- **Expropiación de las obligaciones:** al momento de realizar la fusión se puede disminuir la deuda, lo cual aumenta el valor para los accionistas que pueden ser compensados, aun si no se genera valor.

- **Diversificación de riesgo:** es una de las principales razones en las fusiones y adquisiciones de entidades bancarias, ya que busca diversificar sus portafolios, para así ofrecer mayores servicios a sus clientes.

1.1.4 Sinergias en las fusiones y adquisiciones

Las sinergias son el valor agregado que se logra, luego de unir esfuerzos de dos compañías, que de manera separada no eran tan eficientes; es una de las mayores razones por las cuales las entidades financieras se fusionan. Este concepto se desprende de la definición de sinergia, según la Real Academia, como la “Acción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales”.

A continuación detallamos las fortalezas que se pueden generar al unir dos compañías en un proceso de fusión o adquisiciones.

- Mayor participación en el mercado y por tanto mayor ingreso.
- Reducción importante de costos.
- Mejores condiciones de negociación.
- Ampliación de portafolio de servicios.
- Restructuración de cargos y funciones.
- Mayor estabilidad y valor para buscar financiaciones y alianzas.

Para que un proceso de fusión genere sinergias es importante que se involucre a todo el personal, que se entienda qué se busca con la unión, que participen, ya que siempre los cambios ocasionan resistencia y por tanto es importante difundir a todos la información, para que sea un proceso planificado.

Por eso es importante tener en cuenta las siguientes etapas:

Etapas preparación: es el momento clave donde se evalúa la compañía objetivo y se estructura la estrategia a seguir en todo el proceso.

Etapa negociación: se desarrolla toda la parte financiera, y todo lo que se debe procesar para la legalización de la compra y el acuerdo final.

Etapa de integración: se deben ajustar todos los procesos, estructuras fiscal, personal y demás, para la unificación de las compañías.

1.1.5 Negocios M&A en Colombia y el mundo

Los cambios fuertes en el crecimiento del precio del dólar y la liquidez acumulada de varias empresas y bancos de Estados Unidos puede afectar la compra de activos en Colombia, por tanto se estima que bajará de USD2.700 millones en 2014 a USD2.400 millones en año 2015; sin embargo, según un estudio realizado por Baker & McKenzie y Oxford Economics (2015), se llegará a su cima en el 2019 con USD6.300 millones. También muestra que en el 2014 se presentó un reducción del 45% en fusiones domésticas con relación al año 2013, y según el estudio, también el número de empresas fusionadas pasará de 68 a 109 en 2019 y bajará a 91 en 2020.

Asimismo, se pronostica un aumento en los próximos años en el tema de fusiones y adquisiciones en el mundo y en las economías emergentes, se llegará a tener la participación del 21% sobre el total de transacciones en el año 2018; Asia va a surgir como un atractivo fuerte para las adquisiciones, ya que muchas compañías de Estados Unidos y Europa tienen mucha liquidez, lo que permite que salgan a invertir estos excedentes.

Los sectores en los cuales se van a enfocar las fusiones y adquisiciones en los próximos 5 años serán salud, telecomunicaciones y finanzas, por razones estructurales y los sectores de bienes y servicios; la tecnología y los fármacos se verán impulsados por las tendencias cíclicas de cada mercado, y por otro lado, las proyecciones muestran a Colombia y México como las que tendrán mayor crecimiento.

A continuación detallamos algunas de las más fuertes fusiones y adquisiciones durante el año 2015.

Servicios financieros y empresariales:

- El grupo DeLima compró la fiduciaria Fiducor y vendió 50% de Alianza Valores, al fondo de inversión Advent International.

- Almagrario fue adquirida por la sociedad matriz colombiana Inverluna, controlada por el Grupo Guerrero, uno de los fundadores de Servientrega y otras compañías de logística.
- Arkadin, una compañía de origen francés, enfocada en servicios de audio, internet y videoconferencia, adquirió a T Uno Colombia, que también se especializa en soluciones de comunicaciones.

Petróleo y minería:

- Andes Energía, compañía fundada por inversionistas argentinos, adquirió el 51 por ciento de la empresa Noruega Inter Oil Exploration & Production (IOX), que opera en Colombia.
- La sociedad matriz estadounidense QED Connect compró a Green M&A Solutions (GMS), compañía norteamericana que opera a Green Mine Solutions (GMS), empresa que por su lado explota negocios de oro en Colombia, como la mina ‘La Palmichala’, en Remedios (Antioquia).

Comercio y distribución:

- La caja de compensación familiar Cafam, le vendió por USD48 millones, a Almacenes Éxito todos los supermercados de su propiedad, que eran operados por esta cadena comercial. Por su parte, Éxito le enajenó a Cafam las droguerías que eran de su propiedad, por USD15,5 millones. Igualmente, acordaron la enajenación por parte Éxito y a favor de Cafam de las droguerías Carulla, por USD14 millones.
- Olímpica, la segunda cadena comercial más grande del país, con ventas por unos \$4 billones de pesos anuales, adquirió los activos muebles e inventarios del supermercado Súper Listo, en el corregimiento 60-San Cristóbal, en la parte suroccidental de Medellín.

Alimentos y hoteles:

- El Grupo Nutresa compró El Corral, por USD290 millones, y la española NH Hoteles del 81% de Hoteles Royal, por USD75 millones.

- La española Repsol compró la canadiense Talisman Energy. Las dos empresas participan en el negocio de crudo y gas en Colombia y tienen licencias de exploración y producción de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

1.2 Valoración de empresas

1.2.1 Concepto de valoración

Para abordar el tema de las fusiones y resultados de las mismas es muy importante tener claro el concepto de valoración de empresas, para poder identificar cuál es su concepto, uso, y ubicar el método a aplicar más apropiado. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos financieros principales de las empresas es la maximización del valor para los accionistas, el concepto es algo que deben tener presente los directores financieros y tiene que ser parte de la definición de cualquier estrategia financiera y empresarial.

Uno de los pioneros que hablaron de valor económico fue el economista británico Alfred Marshall en su obra *Los Principios de Economía*, publicada en el año de 1890. En los últimos tiempos es un concepto que cada día toma más fuerza y se vuelve importante para todos los gerentes financieros, buscando el valor agregado en cada uno de los puntos estratégicos de las compañías; se enfoca en los clientes, calidad de productos, trabajadores, proveedores y principalmente en los accionistas.

Se puede definir la valoración como “el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar” (Altaír, 2007, p. 10), dicha medición se basa en factores internos y externos, así como en objetivos y subjetivos que determinan en qué posición se encuentra la empresa ante el mercado y cuál es su precio, que se convierte en el límite de una oferta.

Lo importante al momento de realizar una valoración de la compañía es tener el mayor conocimiento de ella, ya que el desconocimiento puede hacer que se usen métodos de valoración no adecuados, los cuales generan un resultado impreciso.

1.2.2 Fases elaboración de una valoración

Para lograr una adecuada valoración de una compañía existen fases para su elaboración, las cuales detallamos a continuación (Altaír, 2007):

- i. **Análisis histórico de la empresa:** recolección de toda la información financiera y de la organización, su historia, posición en el mercado, productos que ofrece, crecimiento en el tiempo, tipo de compañía, situación fiscal, empleados y todo lo que permita tener un conocimiento general de toda la compañía.
- ii. **Proyecciones financieras:** establece cómo se ve la compañía en el futuro, cuáles serán sus flujos de caja determinados por su proyección de ingresos y gastos operacionales, sus inversiones, pago de deuda, pago a accionistas y todas las fuentes y usos que se pueden presentar.
- iii. **Componentes de la valoración:** en este paso se deben realizar los diferentes cálculos y estimaciones que se requieren para la valoración, de acuerdo al método que se use como costo de capital, costo de la deuda, TIR, valor residual.
- iv. **Interpretación de resultados:** se llega al análisis del valor obtenido y los principales determinantes.

1.2.3 Modelos de valoración de acciones

A continuación se presentan los principales modelos de valoración de acciones basados en flujo de caja descontados (Altamir, 2007, p. 14).

- **Modelo basado en descuentos de dividendos:**

Teniendo en cuenta que las entidades financieras tienen diferencia en su estructura de capital, no se pueden valorar de la misma manera y bajo los mismos métodos de las compañías del sector real, es por eso que el método más apropiado es el Modelo de Dividendos Descontados, en el que la variable más importante son los dividendos como una medida de distribución de riqueza.

Su fórmula es así:

$$E_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{E(d_t)}{(1 + Ke)^t}$$

E(d): Valor esperado de los dividendos en cada momento.

Ke: Tasa de rentabilidad exigida a las acciones ajustada a su nivel de riesgo.

También se puede simplificar asumiendo una tasa de crecimiento futura constante de los dividendos y se expresa así:

$$E_0 = \frac{d_0(1+g)}{Ke - g}$$

g: Es la tasa de crecimiento constante de los dividendos.

Supone que $Ke - g$ es mayor a 0.

- **Modelo basado en descuentos de flujos de caja libre:**

El valor depende de los flujos de caja que se generan.

$$E_0 = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + ECMS_0 - D_0 - PS_0 \quad (1)$$

[1] [2] [3] [4]

FCF: Son los flujos de caja libre.

ECMS: Valores líquidos y el exceso de caja de tesorería.

PS: Valor de mercado de las acciones preferentes.

D: Valor de la deuda.

- **Modelo basado en descuentos de la renta residual (RIM)**

Modelo que sí tiene en cuenta la situación financiera de las empresas y sus estados financieros.

Se expresa así:

$$E_t = BVe_t + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t [BDI_{t+n} - KeBVe_{t+n-1}]}{(1 + Ke)^n}$$

E(t): Valor intrínseco de la acción en el momento t.

BV_t: Valor en libros de la acción.

Ke: Tasa de descuento exigida a las acciones.

BDI(t+n): Beneficios por acción en el periodo t+n.

También puede ser de la siguiente manera:

$$E_t = BVe_t + \left[\sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t (ROE_{t+n} - Ke) BVe_{t+n-1}}{(1 + Ke)^n} \right]$$

E(t): Valor intrínseco de la acción en el momento t.

BV_t: Valor en libros de la acción.

ROE: Rentabilidad financiera.

Ke: Tasa de descuento exigida a las acciones, determinada por CAPM.

- **Metodología valoración contable (valor en libros):**

Este método se basa, para determinar el valor de la empresa, en hallar el patrimonio neto contable, partiendo de los estados financieros básicos, generados por medio de los principios generalmente aceptados, lo que indica una debilidad, ya que dichas cifras manejan aplicaciones contables que no muestran la realidad financiera de la compañía, como es el caso de los activos fijos, los inventarios y algunas inversiones, que si no se muestra a su valor comercial, pueden generar una gran diferencia al medir ese rubro, pero puede ayudar inicialmente a una aproximación de la situación financiera actual y por la facilidad del cálculo.

Para la aplicación de este método se tiene el Balance General, donde se determina el valor del ACTIVO, PASIVO Y PATRIMONIO, en los que al aplicar la ecuación contable $PATRIMONIO = ACTIVO$ (recursos que se tienen) – PASIVO (obligaciones con terceros), se obtiene el valor patrimonial, lo que contablemente queda para los accionistas, si cesara la actividad de la compañía.

Tiene unas desventajas muy grandes, ya que supone que son economías donde la inflación genera grandes cambios en el valor de los activos fijos, además, dicha información no muestra proyecciones a futuros, es muy estática, pero a pesar de lo anterior es muy usado.

- **Metodología valoración liquidación:**

Se aplica cuando la empresa no va a continuar con sus actividades, y se realiza la venta de manera inmediata de los recursos de la compañía (ACTIVOS), y se van a cubrir las obligaciones con terceros (PASIVOS), restando los gastos en que se incurra por dicho proceso, y lo que quede como excedente será el valor de liquidación.

La falla puede estar en que generalmente se usan los métodos de valoración para ver una compañía con sus resultados a futuro y en marcha, y no con la idea de liquidarla, pueden existir casos en los que la empresa cuente con activos fijos, que al venderlos pueden generar un ingreso mayor por la valorización que se pueda tener, que si se contempla seguir usando dichos activos.

Generalmente se puede usar la valoración por este método para tener un tope mínimo del valor de la empresa, ya que casi siempre este es menor al valor económico.

1.3 Conceptos de *leasing*

Leasing es una palabra en idioma inglés que significa “arriendo” y es una forma de financiación que usan las empresas por medio de un contrato de arrendamiento para obtener capital de trabajo necesario para el desarrollo de sus actividades, como maquinaria, vehículos y otros bienes. Además, aplica a quien quiera obtener vivienda por esta operación. Bajo esta modalidad les permite a las empresas tomar o no la opción de compra al terminar el tiempo del contrato, a un porcentaje del valor del bien que se establece al inicio.

En esta modalidad la empresa *leasing* hace la adquisición a su nombre y luego la deja en arriendo a un tercero, es favorable para quien toma el arriendo ya que no incrementa su patrimonio para temas de renta, pero si hay un incumplimiento en el canon pactado, se puede perder el derecho sobre el mismo inmediatamente y perder lo pagado a la fecha; en otras modalidades, como crédito hipotecario, si hay incumplimiento se debe iniciar un proceso judicial de remate, ya que el bien sí está a nombre del deudor.

Para las empresas es más favorable que tomar créditos para comprar maquinaria, vehículos, mobiliarios, ya que éstos, de acuerdo a la actividad económica, se deprecian muy rápido y se debe renovar en poco tiempo, lo que puede salir más costoso, esto ayuda a no perder liquidez y las cuotas normalmente son fijas.

Existen dos modalidades de *leasing* de acuerdo a las necesidades: el *leasing* financiero y el *leasing* operativo.

Leasing operativo: es un tipo de contrato de arriendo común y corriente, el pago del canon establecido como un gasto de arrendamiento; su duración es de corto plazo, entre 1 y 3 años, y por lo general no se ejerce la opción de compra por el valor residual, el objetivo es que se renueve el

contrato y se pueda seguir disfrutando del bien a través del arrendamiento financiero; tributariamente es un gasto deducible de renta.

Elementos esenciales del *leasing* operativo:

- La entrega del bien.
- El pago de un canon.
- La aptitud del bien para producir renta.

***Leasing* financiero:** es la forma de *leasing* más usada, la entidad compra el bien que necesita y lo entrega con un contrato con opción de compra, el objetivo de esta opción no es vender el bien sino prestar un servicio financiero.

Elementos esenciales del *leasing* financiero:

- La entrega de un bien para su uso y goce.
- El establecimiento de un canon periódico, que lleva implícito el precio del derecho a ejercer una opción de adquisición.
- La existencia, en favor del deudor, de una opción de adquisición al terminarse el plazo pactado en el contrato, que podrá ejercer siempre y cuando cumpla con la totalidad de las prestaciones a su cargo.
- Que el bien objeto del *leasing* sea susceptible de producir renta.

1.4 Breve historia de la evolución del *leasing* en Colombia

A principio de la década de los 70's en Colombia aparece un mecanismo de financiación llamado *leasing*, el cual consiste en la adquisición de un activo o bien mediante un contrato, a través de un canon de arrendamiento. El arrendatario usa el bien que le pertenece a la compañía *leasing*, quien es llamado el arrendador.

Inicialmente, esta actividad comercial no estaba vigilada, así que el gobierno nacional a partir del Decreto 2059 de agosto de 1981, establece que las sociedades comerciales con actividad de *leasing*, que por su naturaleza, son establecimiento de crédito y estará vigilada y controlada por la

Superintendencia de Sociedades. En 1982 Colombia pasa por una crisis financiera que llevó a la liquidación y nacionalización de varios bancos, sin embargo, el sistema *leasing* pasa la prueba en tema de solidez. En este mismo periodo, el gobierno mediante el Decreto 2920, señaló la prohibición de captar recursos en forma masiva.

Fue en 1989, por medio de la Ley 74, que se trasladó el control de vigilancia y control a la Superintendencia Bancaria, y esta mediante la Resolución 4460 del mismo año, se encargó de reglamentar su actividad y ordenó la vigilancia de las compañías *leasing*.

Mediante la Ley 45 de 1990 de reforma financiera, las compañías *leasing* fueron presentadas como sociedades de servicios financieros al mismo nivel de las fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, y comisionistas de bolsas.

Durante la década de los 90's, diferentes decretos fortalecieron los contratos *leasing* como una operación especial diferente al de crédito con normas de carácter tributario y características del mismo, por medio del Decreto 836 de 1991. Posteriormente, el Decreto 1250 de 1992 estableció beneficios tributarios al eliminar el IVA para los cánones de arrendamiento y el descuento sobre la renta sobre los bienes adquiridos por *leasing*. A partir de 1993 las compañías *leasing* se convierten en Compañías de Financiamiento Comercial, con la posibilidad de fondear sus operaciones por medio de préstamos de las Corporaciones Financieras, redescuento ante IFI y Bancoldex, emisión de bonos ordinarios y captación mediante CDT. Adicionalmente, les permitirá la captación de ahorro público. También las Compañías de Financiamiento Comercial se dividen en dos grupos: las compañías especializadas en *leasing* y las compañías tradicionales de financiamiento comercial.

Más adelante, en el año 2003, mediante la Ley 795, se permitió a los bancos y a las compañías de financiamiento comercial, realizar operaciones de *leasing* habitacional con beneficio tributario, el cual consistía en la financiación para la adquisición de inmuebles para vivienda, dirigido especialmente a aquellos deudores que tuvieron que entregar sus inmuebles por dación de pago. Ya en el Decreto 1787 del 3 de junio de 2004, establecen dos modalidades de *leasing* habitacional: adquisición de vivienda familiar y no familiar (Fedeleasing, 2014).

Mediante la Ley 1328 del 15 de julio de 2009, el gobierno amplía a los establecimientos bancarios otorgar operaciones de *leasing*, es decir, es a partir de este momento que los bancos comienzan a registrar operaciones de *leasing* en sus libros contables y muchas compañías de *leasing* deciden fusionarse con sus bancos matrices transfiriendo su cartera. Podemos destacar las fusiones Leasing

de Occidente que pasó a Banco de Occidente; Leasing Bogotá que pasó a Banco de Bogotá; Leasing Colpatría al Banco Colpatría; Leasing Popular al Banco Popular; Leasing BBVA al Banco BBVA; y Helm Leasing al Helm Bank. Hasta la elaboración de este trabajo, las compañías como Leasing Bancolombia, Leasing Bancoldex y Leasing Colombiana continúan su independencia. Leasing Bolívar inició un proceso de fusión con Banco Davivienda.

1.5 Breve historia de la evolución de los bancos en Colombia

En sus inicios, la banca contaba con esquemas rudimentarios de crédito provenientes de la Colonia. Los bancos comerciales en Colombia estaban controlados por la Iglesia Católica, los créditos que otorgaban estaban respaldados por una especie de hipoteca, llamada la capellanía, la cual consistía en que algunos bienes estaban sujetos a compromisos religiosos. En 1841 Judas Tadeo Landinez fundó en Bogotá un establecimiento mercantil y financiero, que se convirtió más adelante en una compañía de giro y descuento. Este banco privado generó la primera banca rota en el país al ocuparse en la compra de vales del gobierno. Las primeras garantías ofrecidas fueron las hipotecas, letras y pagarés, los cuales eran negociables y endosables, convirtiéndose en títulos valores circulantes en los bogotanos.

En 1844 se fundó la Caja de Ahorros, pero fue liquidada 30 años más adelante por el manejo de los fondos por parte de sus directores. A través de la Ley 14 aprobada en 1859, se autorizó la creación de establecimientos bancarios destinados a la emisión, giro, depósito y descuento. Sin embargo, el primer establecimiento bancario surgió hasta 1869.

En 1865 se permitió a bancos particulares emitir billetes, entre ellos, se creó el Banco de Londres, México y Suramérica. En 1870 se creó en Bogotá el Banco de Bogotá y en 1874 el Banco de Colombia. En Medellín se crearon el Banco de Antioquia, el Banco de Sonsón y el Banco de Sucre. La banca comercial se constituyó cuando el país inició una vinculación con el extranjero, por medio de las exportaciones agrícolas.

Durante los periodos de 1870 a 1923 no existía un banco central así que este periodo fue llamado “banca libre”. En 1880 el presidente Rafael Núñez organizó el Banco Nacional como agente financiero del gobierno central. Los bancos privados aceptaron obligadamente los billetes emitidos por el Banco Nacional sin respaldo en oro. Durante este periodo se crearon 95 bancos comerciales

en diferentes regiones del país: 32 en el departamento de Antioquia; 21 en Bogotá; 18 en la Costa Atlántica; 23 en otras regiones del país como Bucaramanga, Cali, Neiva, Ibagué y Sogamoso. Es preciso aclarar que durante este periodo no existía una base monetaria firme y estable, no había un control en la emisión de dinero, las reservas de los bancos estaban dispersas. No existía un sistema serio de garantías y un respaldo gubernamental a los bancos existentes. Con base en lo anterior, y a la falta de solidez y estabilidad de la moneda, fue determinada la necesidad de crear un banco central, un sistema de vigilancia y una legislación¹, así que en 1923 en el gobierno del presidente Pedro Nel Ospina, nació el Banco de la República mediante la Misión Kemmerer (nombre otorgado porque fue presidida por el profesor Edwin Kemmerer de la Universidad de Princeton en los Estados Unidos), para organizar la moneda y las finanzas públicas. En este periodo surgió un sistema financiero moderno, enfocado al mercado interno en la economía como el sector cafetero, la apertura de vías de comunicación y se restringió la libre entrada al negocio bancario. Luego, en 1923, se creó la Superintendencia Bancaria dedicada a la regulación del sistema financiero, otorgado de profundas facultades legales.

En 1930 se presentó una de las crisis financieras y económicas más fuertes ocurridas en los Estados Unidos, llamada la Gran Depresión. Colombia también fue golpeada con una situación económica débil y quebrantada. En ese momento el sistema bancario estaba precedido por el Banco de Bogotá, el Banco de Colombia y el Banco Alemán Antioqueño. En 1931 nació la Caja de Crédito Agrario Industrial y Minero, y en 1932 el Banco Central Hipotecario. En 1936 nació la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia–ASOBANCARIA, conformada por los bancos comerciales nacionales y extranjeros, públicos y privados. En 1944 en Medellín se fundó el Banco Industrial Colombiano y en 1949 se estableció el Banco del Comercio en Bogotá.

Fue hasta 1951 que, a través de una reforma financiera, el Banco de la República otorgó recursos a los bancos comerciales para que éstos pudieran ser colocados al público. Los hechos más importantes dentro de este periodo fue la afectación del sector bancario en su deuda por irregularidades administrativas de los principales bancos de ese momento, debido al uso de los recursos del público destinados a préstamos a personas naturales y/o jurídicas, sin garantías de cobertura suficientes como respaldo de sus obligaciones. En 1955 se fundaron los bancos estatales

¹ Ley 45 de 1923.

como el Banco Popular, el Banco Ganadero y el Banco Cafetero, orientados a la financiación de sectores específicos. Finalizando la década del sesenta y comienzos del setenta, iniciaron las corporaciones financieras destinadas a realizar inversiones en los sectores productivos. De la misma manera, varios empresarios se unieron para fundar corporaciones. Durante los setentas se autorizó la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, especializadas en la captación de recursos, para que fueran destinados a la construcción de vivienda, con el sistema llamado UPAC. Las entidades que nacieron fueron: Davivienda, Granahorrar, Concasa, Conavi, Corpavi, Colpatria, Colmena y Ahorramas. A finales de los setenta nacieron las Compañías de Financiamiento Comercial, provenientes de la formalización de intermediarios financieros extra bancarios. En 1982 la crisis llegó a su punto más alto, debido a los malos manejos de recursos, corrupción y falta de normatividad. Varias entidades entraron en proceso de iliquidez como el caso de Banco de Bogotá, el cual fue intervenido, cierre del Banco Nacional, se nacionalizó el Banco del Estado. Asimismo, se oficializaron los bancos: Banco de Colombia, el Banco Tequendama y el Banco del Comercio. Todo este escándalo mediático generó pérdida de confianza del público en las entidades bancarias. En 1985 se creó FOGAFIN², entidad estatal creada para la protección de los ahorradores de las entidades financieras, inscritas en caso de su liquidación (FOGAFIN). La creación de esta entidad fue promover nuevamente confianza, proteger los ahorros del público y generar estabilidad al sistema financiero colombiano.

El mercado financiero no era compatible con el nuevo entorno de apertura y globalización de la economía colombiana. Así que, mediante la Ley 45 de 1990, entró en vigencia la reforma financiera, la cual desregula y liberaliza el sector financiero mediante la entrada a instituciones extranjeras e inversión extranjera, esto llevó a una competencia entre las entidades financieras. Adicionalmente, permitió la privatización de entidades oficiales, la desaparición de bancos mixtos y la aparición de bancos hipotecarios. En 1992 se creó Bancoldex³, sociedad anónima de economía mixta, diseñada para impulsar la competitividad, la productividad, crecimiento y el desarrollo de las micro, pequeñas, medianas y grandes empresas colombianas mediante instrumentos financieros (Bancoldex, 2015).

² Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

³ Banco de Comercio Exterior de Colombia.

A finales de la década de los noventa, se presentó la mayor crisis financiera debido a las altas tasas de interés, las cuales estaban indexadas a la inflación por el sistema UPAC. En 1998 la crisis de la banca se llevó por delante a varias Corporaciones de Ahorro y Vivienda y bancos comerciales como el Banco Andino, el Banco del Pacífico y el Banco Selfin. Se oficializaron Interbanco, Granahorrar y Banco Cafetero. También varios bancos se agruparon como Megabanco y se disolvió BCH. El UPAC desapareció y fue reemplazado por un nuevo sistema de financiación hipotecaria llamado UVR. En el 2003 inició una nueva etapa para el sistema bancario. Los principales protagonistas del sistema fueron: el Grupo Aval, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco AV Villas y Banco Popular; Bancolombia, Davivienda, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria – BBVA. Le siguen Banco Agrario de Colombia – Banagrario, Banco de Crédito, Sudameris y el Banco Caja Social Colmena (BCSC). A la fecha estos bancos se mantienen, pero se consolidan con otras entidades para su fortalecimiento como: Grupo Aval, Grupo Bancolombia, Grupo Bolívar y Grupo Colpatria. Actualmente, el sistema financiero se reduce a un menor número de entidades, pero más especializadas y con mayor confianza del público por su solidez y eficiencia.

1.6. Breve historia de las compañías de financiamiento y bancos comerciales objeto de estudio

Banco de Bogotá: fue la primera institución financiera creada en el país, inició sus labores el 15 de noviembre de 1870. Su primer Director – Gerente fue el señor Salomón Koppel.

El Banco se fortaleció y extendió su ámbito geográfico gracias a la fusión con otros bancos regionales, que hasta 1928 fueron: Banco del Huila, Banco Social del Tolima, Banco del Cauca, Banco Santander, Banco Republicano, Banco de Pamplona, Banco Central, Nuevo Banco de Boyacá y el Banco de Pereira. Para 1947 la institución poseía 105 sucursales. En 1967, contando con 214 oficinas en el país, estableció una oficina en Panamá, siendo así el primer banco colombiano en tener operaciones en el exterior. Esta oficina en 1970 fue convertida en filial. En 1974 el Banco de Bogotá estableció una oficina en Nueva York y en 1977 creó el Banco de Bogotá Trust Company, el cual más adelante fue llamado First Bank of the Americas. En 1980, se creó en Miami el Banco de Bogotá INTERNATIONAL CORPORATION. En 1987 el Banco de Bogotá entró a formar parte del grupo de empresas de la propiedad de la Organización Luis Carlos Sarmiento Angulo, consolidando su

desarrollo y proyección dentro del sistema financiero. A la luz de la reforma financiera (Ley 45 de 1990), el Banco de Bogotá estableció en 1992 nuevas filiales en Colombia como son: Fiduciaria Bogotá, Leasing Porvenir (llamado luego Leasing Bogotá S.A) y Fondo de Pensiones y Cesantías Porvenir. En 1991 adquirió el 76% del Banco del Comercio y en 1992 se fusionó con el mismo, incorporando nuevas filiales a su grupo: la Compañía de Bolsa del Comercio (actualmente Valores Bogotá S.A), Fiducomercio y el Banco del Comercio Panamá. Este último, más adelante se convertiría en Leasing Porvenir Panamá (llamado luego Leasing Bogotá S.A. Panamá). En 1997 el Banco de Bogotá vendió el 100% de la inversión que poseía en el First Bank of the Americas al Commercial Bank of New York. Con la creación de Grupo Aval en 1998, el Banco de Bogotá entró a formar parte del Grupo Financiero más importante del país. En el 2003 el Banco y sus filiales Fiducomercio y fiduciaria Bogotá compraron el 11.67% de la Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A., al grupo Provida Internacional S.A. El 21 de junio de 2006, el Banco de Bogotá adquirió el 94.99% de las acciones del Banco de Crédito y Desarrollo Social Megabanco. El 24 de mayo de 2010 el Banco de Bogotá completó exitosamente el proceso de integración con Leasing Bogotá S.A. La adquisición fue con fines de integración y absorción, en la cual Leasing Bogotá S.A. se integró al Banco que absorbió su patrimonio y Leasing Bogotá S.A. se disolvió sin liquidarse. Los activos, pasivos, patrimonio, ingresos y gastos, cuentas contingentes y de orden de Leasing Bogotá S.A., al 24 de mayo de 2010, fueron incorporados en las respectivas cuentas del Banco. El Banco de Bogotá continuó con su posicionamiento en Centroamérica al cerrar la adquisición de BBVA Panamá y de Grupo Financiero Reformador en Guatemala, en diciembre de 2013.

Banco de Occidente: el Banco de Occidente inició operaciones como sociedad anónima comercial de naturaleza bancaria, debidamente constituida, el 3 de mayo de 1965, bajo la administración del Doctor Alfonso Díaz. Las primeras oficinas fuera de Cali se abrieron en Palmira, Pereira y Armenia. En 1970, el Banco contaba con una red de 15 oficinas. En 1973 El Banco de Occidente inició una nueva etapa bajo la orientación del grupo económico Sarmiento Angulo. Al llegar 1980, el Banco ha desarrollado ya considerablemente su red de oficinas y su envergadura financiera, lo que lo lleva a formar Direcciones Regionales. En diciembre de ese año el Banco cuenta con 80 oficinas. En junio del 82 el Banco inaugura su filial Banco de Occidente de Panamá, como respuesta a la necesidad de

nuevos recursos para el financiamiento externo. En junio de 1997 inaugura su nueva sede principal en el sector histórico de Cali, donde se concentra la Dirección General del Banco, el Staff de la Región Sur occidental, sus Filiales y Vinculadas. Para el 28 de febrero de 2005 y el 02 de octubre de 2006, se iniciaron nuevos procesos de integración comercial con el Banco Aliadas y Banco Unión Colombiano respectivamente, logrando así fortalecer y ampliar el servicio a todos nuestros clientes. En el año 2010 se fusionó con Leasing Occidente.

Mediante Resolución número 0952 de mayo 6 de 2010, la Superintendencia Financiera de Colombia, autorizó la fusión por absorción del Banco de Occidente S.A., con Leasing de Occidente S.A., acto que fue formalizado en la Escritura Pública, número 1170 del 11 de junio de 2010 de la Notaria 11 del círculo de Cali y debidamente inscrita en las cámaras de Comercio de Bogotá y Cali. Con esta fusión, el Banco adquirió la operación de arrendamiento financiero o *leasing* en todas las modalidades y en relación con toda clase de bienes muebles e inmuebles.

El Banco de Occidente S.A., adquirió el derecho de la totalidad de los bienes y obligaciones de Leasing de Occidente S.A., así como la participación en inversiones, activos fijos y oficinas, garantías y otras seguridades, incluidos los referentes a la propiedad industrial o intelectual, establecimientos de comercio, agencias, nombres comerciales, marcas, logotipo, etc. Sin que sea necesario trámite, autorización o reconocimiento alguno, asumió las obligaciones, pasivos internos y externos, así como las contingencias a cargo de Leasing de Occidente S.A.

Banco Popular: comenzó el 30 de junio de 1950, cuando se expidió el Decreto-Ley 2143 que autorizó la creación del Banco Popular de Bogotá. Inició labores el 18 de diciembre de 1950. En 1951 adquirió el carácter nacional con todas las facultades de un establecimiento crediticio comercial e inauguró su primera sucursal en Manizales. En 1976 se trasladó la sede social del Banco a la ciudad de Cali y ese mismo año se inició el proceso de descentralización administrativa que dio origen a la creación de las zonas o regionales. El 21 de noviembre de 1996, el Grupo Luis Carlos Sarmiento Angulo Ltda., a través de la Sociedad Popular Investment S.A., se convirtió en su mayor accionista. Desde ese momento, el Banco Popular comenzó su etapa de privatización, de cambio de esquemas para adaptarse a nuevas políticas administrativas y comerciales. En el 2010 se fusionó con Leasing Popular.

Mediante Escritura Pública No. 3832 del 7 de diciembre de 2010 de la Notaría Veintitrés de Bogotá, el Banco absorbió los activos y pasivos de Leasing Popular. La Superintendencia Financiera de Colombia autorizó su funcionamiento por medio de la Resolución No. 1004 del 24 de julio de 1950 y mediante Resolución No. 3140 del 24 de septiembre de 1993, renovó con carácter definitivo el permiso de funcionamiento del Banco.

El Banco Popular S.A. adquirió el 10 de diciembre de 2010, con fines de integración y absorción, a la Sociedad Leasing Popular Compañía de Financiamiento S.A., la cual se disolvió sin liquidación. Esta decisión no generó efectos significativos en la situación financiera consolidada del Banco y subordinadas, vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia al 31 de diciembre de 2010, ni afectó de manera importante su comparación con el semestre terminado en 30 de junio de 2010. Hasta el 30 de junio de 2010 se incluyó para el proceso de consolidación a la Subordinada Leasing Popular Compañía de Financiamiento S.A. En diciembre de 2010 se perfeccionó jurídicamente la fusión del Banco con Leasing Popular S.A. Esta situación no generó efectos importantes en la situación financiera del Banco.

Banco BBVA: la historia de BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria) comenzó en 1857 en Bilbao, una ciudad situada al norte de España, cuando la Junta de Comercio promovió la creación del Banco de Bilbao como banco de emisión y descuento. En agosto de 1996 el BBVA hizo efectiva la operación de adquisición del 40% del capital accionario del Banco Ganadero, convirtiéndose en la primera entidad bancaria española que entró al mercado financiero colombiano. En julio de 1998 el BBVA adquirió el 15% adicional de la propiedad accionaria. En septiembre del año 2000, luego de una capitalización de USD260mm, el BBVA pasó a ser el propietario del 85,12% del capital del banco colombiano. En 2004 se produjo el cambio de marca, para pasar de ser el BBVA Banco Ganadero a BBVA, para acoger así la marca de su casa matriz española. En el año 2010 se fusionó con Leasing BBVA.

BBVA Colombia se acogió a la Reforma Financiera y como accionista mayoritario de BBVA Leasing S.A. C.F., por medio de la figura consagrada en el artículo 63 del E.O.S.F. (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero⁴), adquirió el total de las acciones en circulación de esa

⁴ Adquisición de entidades financieras.

subordinada, para lo cual dio aviso anticipado de la operación a realizarse a la Superintendencia, la cual expidió la Resolución Número 1934 de fecha (15) de diciembre de 2009, por medio de la cual resolvió no objetar la adquisición de BBVA Leasing, por parte de BBVA Colombia S.A.

Efectuada la adquisición, BBVA Colombia S.A. se convirtió en el único accionista de BBVA Leasing, y esta última entró en la causal de disolución prevista en el artículo 457, numeral 3° del Código de Comercio, también prevista en el artículo 73, literales c y d de los Estatutos Sociales. El día 16 de diciembre de 2009 la Asamblea General de Accionistas de BBVA Colombia S.A., en reunión extraordinaria, aprobó la absorción de BBVA Leasing y su patrimonio, en los términos de los artículos 63 y siguientes del E.O.S.F, y de esta forma se enervó la causal de disolución antes señalada.

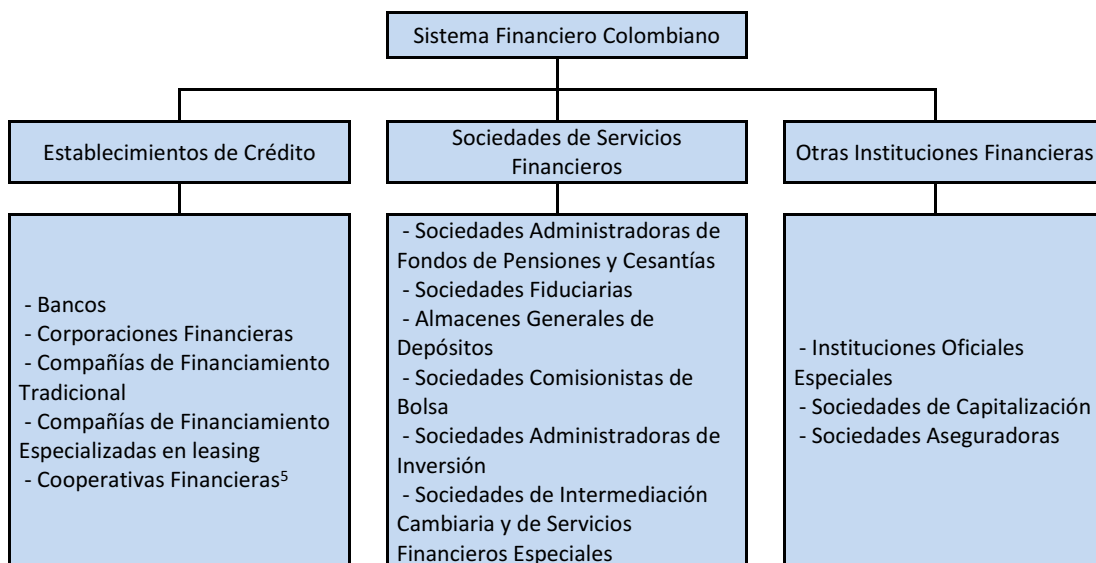
1.7 Sistema financiero colombiano

El sistema financiero en Colombia está conformado por instituciones que tienen como función económica proveer recursos financieros a la economía. De acuerdo al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, la estructura actual del sistema financiero está conformado por los establecimientos de crédito (EC), las entidades de servicios financieros (ESF) y otras entidades financieras, conformados en la mayoría en conglomerados financieros. Como se había comentado anteriormente, luego de la crisis financiera a finales de los noventas, el sector ha venido fortaleciéndose gracias a la regulación del gobierno nacional y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), reflejando mejores indicadores de rentabilidad, riesgo y solvencia.

1.8 Estructura del sistema financiero

Bajo la vigilancia de la Superintendencia Financiera se encuentran las siguientes clases de instituciones: i) Los Establecimientos de Crédito (EC); ii) Las Sociedades de Servicios Financieros; iii) otras instituciones financieras (Cuadro 1).

Cuadro 1. Sistema financiero colombiano



Fuente: Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), 2013.

Establecimientos de crédito: su función es canalizar recursos de los agentes superavitarios de la economía hacia los deficitarios, mediante la captación de fondos del público en moneda legal y posteriormente es colocado por medio de préstamos y otras operaciones activas. Después de la crisis de finales de los años noventa, y dadas las liquidaciones y fusiones de varios EC, su número se ha reducido (de 105 entidades en 1998 a 56 en diciembre de 2012) y su concentración ha venido aumentando, en tanto que el valor total de sus activos como proporción del producto interno bruto (PIB), se ha mantenido alrededor del 56% (Tabla 1).

⁵ Las cooperativas financieras son supervisadas por la SFC, mientras que las cooperativas de ahorro y crédito, y las multiactivas son supervisadas por la Superintendencia de la Economía Solidaria. El seguro de depósitos de las entidades mencionadas está a cargo del Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas (Fogacoop).

Tabla 1. Número de establecimientos de crédito (1998 – 2012)

Intermediario	Número de Identidades		
	dic-98	dic-08	dic-12
Establecimientos de crédito (EC)			
Bancos ⁶	38	18	23
Corporaciones financieras	16	3	5
Compañías de financiamiento tradicionales	27	17	16
Compañías de financiamiento especializadas en leasing	23	10	5
Cooperativas financieras	1	8	7
Total EC	105	56	56

Fuente: Tomado Nota Editorial: El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente, 2013.

Sociedades de Servicios Financieros (SSF): el papel de este grupo de entidades es el de prestar asesoría financiera especializada en la administración de recursos, pero no prestan una labor tradicional de intermediación de recursos. A este grupo pertenecen instituciones como las sociedades fiduciarias, los almacenes generales de depósito, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, y las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales; sin embargo, para efectos de agrupar aquellas entidades que administran no solo recursos propios, sino también de terceros, se pueden adicionar las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) y las sociedades administradoras de inversión (SAI). Existen otras entidades de servicios financieros, como los almacenes generales de depósito, que se encargan de custodiar mercancías sobre las que se expiden certificados de depósito, que son títulos valores negociables. Las SAI son entidades facultadas para captar capital del sector privado, administrarlo y gestionarlo mediante fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado. Finalmente, dentro de este grupo se encuentran las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales (antes, casas de cambio), las cuales, además de realizar operaciones de cambio, fueron autorizadas para efectuar pagos, recaudos, giros y transferencias nacionales en moneda nacional y ser corresponsales no bancarios (Tabla 2).

⁶ Para diciembre de 1998 incluye los bancos especializados en crédito hipotecario. Para las demás fechas éstos forman parte de los bancos comerciales.

Tabla 2. Número de sociedades servicios financieros (1998 – 2012)

Intermediario	Número de Identidades		
	dic-98	dic-08	dic-12
Sociedades servicios financieros (SSF)			
Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías Fondos ⁷	9	6	5
Fiduciarias Fondos ⁸	43	26	27
Comisionistas de Bolsa Fondos	56	35	26
Total SSF	108	67	58

Fuente: Tomado Nota Editorial: El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente, 2013.

Otras instituciones financieras: conformadas por las instituciones oficiales especiales (IOE), las sociedades de capitalización y las sociedades aseguradoras. La mayoría de las IOE hacen referencia a entidades de redescuento; las sociedades de capitalización estimulan el ahorro mediante planes de capitalización y sorteos periódicos, en tanto que las aseguradoras, aunque no son legalmente instituciones financieras, su actividad como inversionista institucional es importante en el mercado financiero.

1.9 Informe histórico de mercado *leasing* a diciembre 2015

En el informe presentado por Fedeleasing⁹ en febrero 2016, se muestran comportamientos del mercado *leasing* en Colombia en los últimos 5 años. A continuación analizamos el comportamiento de los bancos objeto de estudio.

⁷ Corresponde a la administración de los fondos de inversión colectiva (antes carteras colectivas), pensiones voluntarias, pasivos pensionales y otros activos fideicomitidos. A diciembre de 1998 solo incluye los fondos de inversión colectiva, única información disponible para esa fecha.

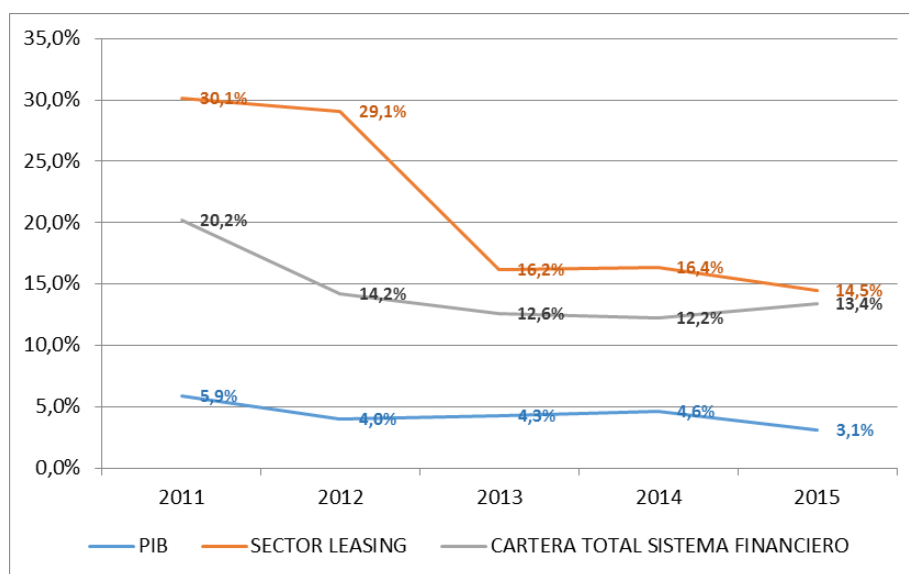
⁸ Corresponde a la administración de los fondos de inversión colectiva, única información disponible.

⁹ Federación Colombiana de Compañías de Leasing.

Crecimiento sector vs PIB en Colombia:

La economía colombiana en 2015 fue de 3,5%, 0,9 puntos porcentuales (pps) inferior al periodo anterior, reflejo de las dificultades que enmarcaron el entorno macroeconómico, como la fuerte devaluación del dólar en el último trimestre y la disminución del precio de los *comodities*, jalonado por la disminución del precio del petróleo. Los sectores que se destacaron fueron Servicios Financieros, Inmobiliarios con un 4,3%; Comercio, Restaurante y Hoteles con un 4,1%; y Construcción con 3,9%. Los sectores que peor se desempeñaron fueron Explotación de Minas y Canteras con un crecimiento del 0,6% con respecto a 2014, este último obedece a factores como el desfavorable comportamiento del sector petrolero y los problemas sociales y ambientales. El periodo de 2015 fue el de más bajo crecimiento en los últimos 6 años, y pese a su desaceleración, el nivel de expansión sigue siendo representativo.

Gráfico 1. Crecimiento sector vs PIB



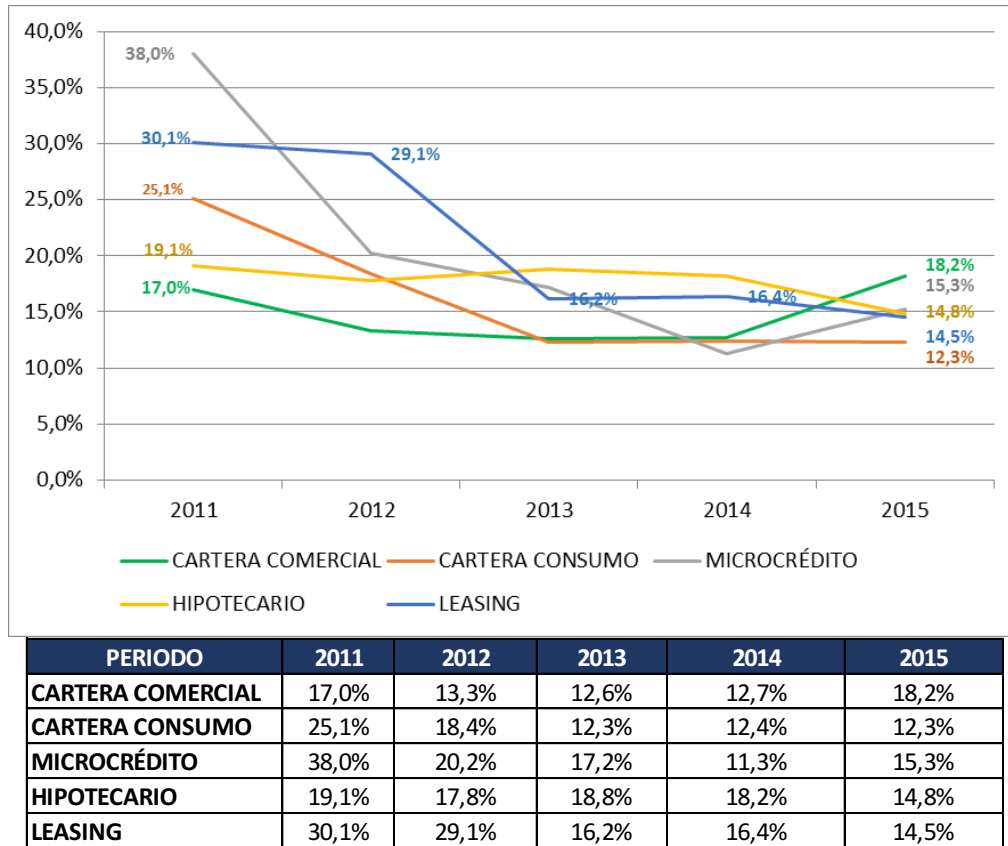
CRECIMIENTO SECTOR VS CRECIMIENTO PIB EN COLOMBIA					
	2011	2012	2013	2014	2015
PIB	5,9%	4,0%	4,3%	4,6%	3,1%
SECTOR LEASING	30,1%	29,1%	16,2%	16,4%	14,5%
CARTERA TOTAL SISTEMA FINANCIERO	20,2%	14,2%	12,6%	12,2%	13,4%

Fuente: Informe Fedeleasing, 2015.

Cartera *leasing* vs cartera del sector

Durante los periodos de estudio la cartera *leasing* presenta un crecimiento superior a la cartera total del sistema financiero, sin embargo, su crecimiento es cada vez menor, de acuerdo a la relación en la desaceleración de la producción del país. Tanto la cartera *leasing* como la cartera total del sistema financiero pierden crecimiento.

Gráfico 2. Cartera *leasing* vs cartera del sector



Fuente: Informe Fedeleasing, 2015.

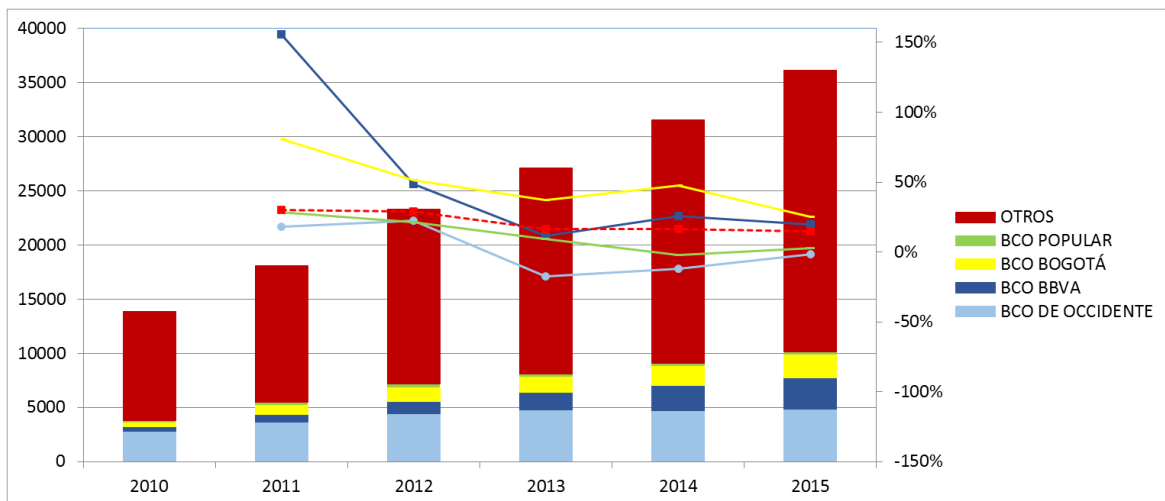
La cartera real del sistema financiero se encuentra representado por las carteras hipotecaria, microcrédito, comercial y consumo, la cual presentó un crecimiento en el 2015 del 13,4% con respecto a 2014, este comportamiento se explica por el dinamismo de la cartera comercial, ya que

tuvo un crecimiento del 18,2% con respecto a 2014; seguido por la cartera de microcrédito, crédito hipotecario, *leasing* y cartera de consumo. Durante el 2011 y el 2012 la cartera *leasing* logró mantener su crecimiento en un 29%, sin embargo, en el 2013 el crecimiento tendió a ser menor llegando solo al 16% en los siguientes periodos, llegando al crecimiento más bajo en el 2015, 14,5%. Se destaca a la cartera comercial que, a pesar de su bajo crecimiento en el 2012, logró mantenerse en los periodos posteriores y llegó a tener el mejor crecimiento en el 2015 del 18,2%.

Crecimiento saldos *leasing*

Bancolombia, Banco de Bogotá, Davivienda y BBVA son las entidades con mayor peso en el mercado de crédito en Colombia. Conjuntamente representan el 56% del crédito otorgado en el país.

Grafico 3. Crecimiento saldos *leasing*



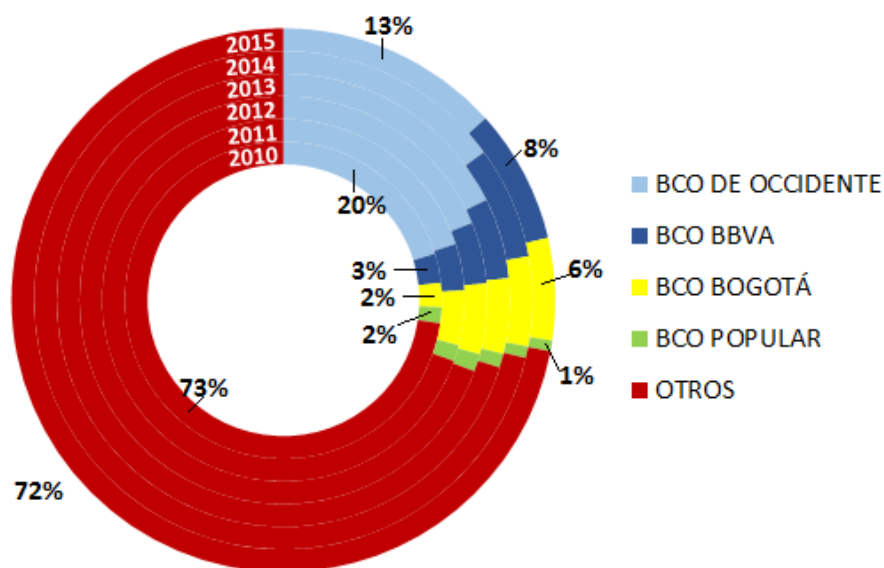
CRECIMIENTO SALDOS LEASING DICIEMBRE 2010 A DICIEMBRE DE 2015											
	dic-10	dic-11	VARIACIÓN 2010-2011	dic-12	VARIACIÓN 2011-2012	dic-13	VARIACIÓN 2012-2013	dic-14	VARIACIÓN 2013-2014	dic-15	VARIACIÓN 2014-2015
BCO DE OCCIDENTE	\$ 2.815,0	\$ 3.612,5	28,3%	\$ 4.388,0	21,5%	\$ 4.796,1	9,3%	\$ 4.694,7	-2,1%	\$ 4.821,1	2,7%
BCO BBVA	\$ 416,1	\$ 751,7	80,7%	\$ 1.139,8	51,6%	\$ 1.562,2	37,1%	\$ 2.304,2	47,5%	\$ 2.882,5	25,1%
BCO BOGOTÁ	\$ 344,5	\$ 880,4	155,6%	\$ 1.307,4	48,5%	\$ 1.457,4	11,5%	\$ 1.834,8	25,9%	\$ 2.193,3	19,5%
BCO POPULAR	\$ 224,9	\$ 265,0	17,8%	\$ 324,2	22,3%	\$ 267,6	-17,5%	\$ 235,0	-12,2%	\$ 230,9	-1,7%
OTROS	\$ 10.097,2	\$ 12.573,4	24,5%	\$ 16.180,5	28,7%	\$ 19.031,7	17,6%	\$ 22.492,7	18,2%	\$ 26.020,9	15,7%
TOTAL	\$ 13.897,7	\$ 18.083,0	30,1%	\$ 23.339,9	29,1%	\$ 27.115,0	16,2%	\$ 31.561,4	16,4%	\$ 36.148,7	14,5%

Fuente: Informe Fedeleasing, 2015.

Participación de mercado histórico total *leasing* diciembre 2010-2015

Dentro de las entidades objeto de estudio, se observa que el Banco de Occidente tiene la mayor cartera, en el 2010 la participación frente al saldo total *leasing* era del 20% y durante los periodos posteriores fue disminuyendo su participación, llegando a representar solo el 13%.

Gráfico 4. Participación de mercado histórico total *leasing* diciembre 2010-2015



	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BCO DE OCCIDENTE	20%	20%	19%	18%	15%	13%
BCO BBVA	3%	4%	5%	6%	7%	8%
BCO BOGOTÁ	2%	5%	6%	5%	6%	6%
BCO POPULAR	2%	1%	1%	1%	1%	1%
OTROS	73%	70%	69%	70%	71%	72%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Informe Fedeleasing, 2015.

2. Método de solución

2.1 Valoración y análisis de sensibilidad

Para determinar si el valor generado por la fusión de las entidades de *leasing* fue superior al valor de cuando eran entidades independientes de los Bancos, se realizará la valoración del Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco BBVA y el Banco Popular antes y después de la fusión.

La metodología que se usará para valorar los bancos es el Modelo de Descuento de Dividendos (DDM), siendo el modelo más práctico para valorar el patrimonio de una compañía. Este modelo valúa las acciones con base en el pronóstico de los dividendos futuros, que se pagarían a los accionistas, bajo incertidumbre, y bajo el supuesto que pagan todo lo que pueden en dividendos. Los dividendos corresponden al *Cash Flow to Equity*, subestimando el valor del *equity* de la empresa. El Modelo de Descuento de Dividendos es muy utilizado para la valoración de bancos, ya que sus flujos de caja no son fácilmente determinados desde sus estados financieros, como el activo (préstamos) y los pasivos (depósitos) que son su materia prima para el otorgamiento de préstamos. El valor obtenido por cada banco se halló mediante dos etapas: la primera etapa por medio de la proyección de flujo de fondos en los próximos 10 años y trayéndolos a valor presente, antes (2009) y después (2015) de la fusión con las compañías de financiamiento comercial. La segunda, se espera que el flujo de dividendos sea igual al dividendo repartido recientemente, por una tasa de crecimiento a perpetuidad con un crecimiento nominal g . Para estimar g en el largo plazo, se trabajará con la fórmula $g = ROE (1 - \text{payout})^{10}$ y también con el supuesto de una tasa g estimada del 5% para el 2009 y 7% para el 2015. La tasa de crecimiento estimado en el 2009, se tomó bajo el supuesto de que los bancos no van a tener una ventaja competitiva muy grande y que ninguna de las entidades va estar por encima de los demás, lo cual genera un crecimiento estable para todo el sector del 5%, sin factores económicos importantes durante ese periodo. En cuanto a la tasa estimada en el 2015, se toma un crecimiento del 7%, basado en la puesta en marcha del plan de infraestructura vial, como las autopistas de 4G. A través de este programa, se permitirá a los bancos participar en la financiación a las concesiones adjudicadas, por medio de línea *leasing* o crédito ordinario. Se consideró solo un crecimiento del 200 pbs, teniendo en cuenta que no todos los bancos participarían

¹⁰ Es la tasa de reparto de dividendos sobre la utilidad neta.

en la financiación, debido a su debilidad patrimonial, mientras que otros bancos cuentan con un músculo financiero suficiente.

La variable relevante dentro de la valoración es el costo del patrimonio de cada banco, calculado a través del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) con la siguiente fórmula:

$$K_e \text{ COP} = (1 + K_e \text{ USD}) * [(1 + \text{Inf COL}) / (1 + \text{Inf USA})] - 1$$

Donde el K_e expresado en USD es:

$$K_e \text{ USD} = R_f + (\text{ERP}^{11}) * \text{Beta} + \text{Riesgo País}$$

Parámetros de valoración:

Los parámetros fijos para los cuatro bancos objeto de estudio, que se utilizaron en el modelo de valoración durante los periodos 2009 y 2015, son los siguientes:

Tabla 3. Parámetros para la valoración

	2009	2015
Rf¹²	3,59%	1,93%
ERP	4,29%	4,54%
Riesgo País¹³	1,96%	3,21%
Bu¹⁴	0,3	0,47
Inf COL¹⁵	1,5%	6,77%
Inf USA¹⁶	2,7%	0,73%

Para hallar el beta se realizó de dos maneras:

¹¹ ERP

¹² Promedio ponderado de yield de 10 años. www.treasury.gov

¹³ www.ambito.com

¹⁴ Beta desampalancado www.damodaran.com

¹⁵ www.banrep.gov.co

¹⁶ www.es.global-rates.com

1. Beta apalancado: se toma la beta desapalancada del sector, tomada de Damodaran. Deberá tenerse la estructura financiera de cada banco y su tasa impositiva aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{Beta apalancado} = \text{Beta desapalancado} * [1 + D/E * (1-t^{17})]$$

2. Beta promedio: para establecer otro escenario se obtiene una beta promedio entre los principales bancos similares de América Latina.

Tabla 4. Betas¹⁸ Bancos América Latina

BANCO	31/12/2015	31/12/2009
BANCOLOMBIA	0,78	0,74
BANORTE	1,25	1,72
ITAU	1,52	1,56
BRDESCO	1,36	1,35
BANCO DO BRASIL	1,36	3,98
BANCO DE CHILE	0,83	0,87
CREDICORP	0,77	0,74
BANCO SANTANDER CHILE	0,79	0,76
BANCO MACRO	1,21	1,07
GRUPO FINANCIERA GALICIA	1,28	1,22
Promedio	1,11	1,40

Fuente: www.bloomberg.com

Para valorar las acciones de cada Banco se usó la fórmula de acuerdo al modelo de Gordon, asumiendo una estructura de capital fija. Es un modelo que no requiere de una mayor proyección, ya que se emplea solo un periodo proyectado y se espera que el flujo de dividendos sea igual al dividendo repartido recientemente por una tasa de crecimiento perpetua constante g . El valor de la acción se puede determinar bajo la siguiente expresión.

$$P_0 = D_0 (1 + g) / (k_e - g).$$

¹⁷ Tasa impositiva

¹⁸ www.bloomberg.com

Po: Valoración en términos del precio por acción.

Do: Dividendo por acción.

g: Es la tasa de crecimiento dividendo por acción a perpetuidad y se calcula tomando $ROE^{19} * (1 - \text{Payout}^{20})$.

Ke: Tasa de descuento equivalente al costo de capital accionario del Banco o rentabilidad esperada por los accionistas.

Para profundizar nuestro análisis de valoración en la fusión entre las compañías *leasing* y los bancos objeto de estudio, se presentan los siguientes escenarios.

Escenario I = Ke con beta desapalancada vs g para cada banco.

Escenario II = Ke con beta promedio vs g para cada banco.

Escenario III = Ke con beta desapalancada vs g estimado.

Escenario IV = Ke con beta promedio vs g estimado.

Valoración Banco de Bogotá

Tabla 5. Resultados valoración Banco de Bogotá

	Banco de Bogotá							
	Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3		Escenario 4	
Periodos	2009	2015	2009	2015	2009	2015	2009	2015
Beta	1,56	1,81	1,4	1,11	1,56	1,81	1,4	1,11
Ke COP	10,91%	20,18%	10,23%	16,79%	10,91%	20,18%	10,23%	16,79%
ROE	9,51%	15,74%	9,51%	15,74%	-	-	-	-
Payout	60,93%	39,05%	60,93%	39,05%	-	-	-	-
G	3,72%	9,59%	3,72%	9,59%	5,00%	7,00%	5,00%	7,00%
Po	\$ 23.540	\$ 27.965	\$ 25.977	\$ 41.142	\$ 29.017	\$ 21.928	\$ 32.758	\$ 29.522

Fuente: Elaboración propia, 2016.

¹⁹ Rentabilidad del patrimonio.

²⁰ Tasa de retención de utilidades.

Tabla 6. Análisis de sensibilidad año 2009 Banco de Bogotá

		Escenario 1					Escenario 2				
2009		Ke COP (nominal)									
		9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
g Terminal	2,7%	\$ 23.313	\$ 21.797	\$ 20.467	\$ 19.289	\$ 19.289	\$ 25.726	\$ 23.893	\$ 22.303	\$ 20.912	\$ 20.912
	3,2%	\$ 25.177	\$ 23.427	\$ 21.903	\$ 20.566	\$ 20.566	\$ 28.000	\$ 25.851	\$ 24.009	\$ 22.412	\$ 22.412
	3,7%	\$ 27.343	\$ 25.299	\$ 23.540	\$ 22.010	\$ 22.010	\$ 30.686	\$ 28.136	\$ 25.977	\$ 24.125	\$ 24.125
	4,2%	\$ 29.889	\$ 27.474	\$ 25.421	\$ 23.653	\$ 23.653	\$ 33.908	\$ 30.834	\$ 28.271	\$ 26.102	\$ 26.102
	4,7%	\$ 32.925	\$ 30.032	\$ 27.606	\$ 25.543	\$ 25.543	\$ 37.842	\$ 34.070	\$ 30.982	\$ 28.407	\$ 28.407
	4,0%	\$ 28.741	\$ 26.497	\$ 24.579	\$ 22.919	\$ 22.919	\$ 32.446	\$ 29.615	\$ 27.239	\$ 25.216	\$ 25.216
	4,5%	\$ 31.550	\$ 28.879	\$ 26.624	\$ 24.697	\$ 24.697	\$ 36.048	\$ 32.602	\$ 29.758	\$ 27.370	\$ 27.370
	5,0%	\$ 34.932	\$ 31.701	\$ 29.017	\$ 26.752	\$ 26.752	\$ 40.501	\$ 36.220	\$ 32.758	\$ 29.900	\$ 29.900
	5,5%	\$ 39.082	\$ 35.098	\$ 31.852	\$ 29.155	\$ 29.155	\$ 46.147	\$ 40.693	\$ 36.393	\$ 32.914	\$ 32.914
	6,0%	\$ 44.294	\$ 39.267	\$ 35.265	\$ 32.003	\$ 32.003	\$ 53.540	\$ 46.365	\$ 40.886	\$ 36.565	\$ 36.565
		Escenario 3					Escenario 4				

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 7. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco de Bogotá

		Escenario 1					Escenario 2				
2015		Ke COP (nominal)									
		19,2%	19,7%	20,2%	20,7%	21,2%	15,8%	16,3%	16,8%	17,3%	17,8%
g Terminal	8,6%	\$ 27.709	\$ 26.459	\$ 25.317	\$ 24.269	\$ 23.305	\$ 40.766	\$ 38.117	\$ 35.790	\$ 33.732	\$ 31.897
	9,1%	\$ 29.218	\$ 27.837	\$ 26.581	\$ 25.433	\$ 24.381	\$ 44.014	\$ 40.954	\$ 38.292	\$ 35.955	\$ 33.887
	9,6%	\$ 30.883	\$ 29.351	\$ 27.965	\$ 26.703	\$ 25.550	\$ 47.786	\$ 44.216	\$ 41.142	\$ 38.468	\$ 36.120
	10,1%	\$ 32.732	\$ 31.024	\$ 29.485	\$ 28.092	\$ 26.825	\$ 52.221	\$ 48.004	\$ 44.417	\$ 41.330	\$ 38.643
	10,6%	\$ 34.797	\$ 32.881	\$ 31.165	\$ 29.619	\$ 28.220	\$ 57.509	\$ 52.458	\$ 48.222	\$ 44.619	\$ 41.517
	6,0%	\$ 21.723	\$ 20.929	\$ 20.190	\$ 19.502	\$ 18.860	\$ 29.246	\$ 27.824	\$ 26.534	\$ 25.359	\$ 24.283
	6,5%	\$ 22.686	\$ 21.825	\$ 21.027	\$ 20.286	\$ 19.594	\$ 30.966	\$ 29.384	\$ 27.955	\$ 26.660	\$ 25.478
	7,0%	\$ 23.729	\$ 22.793	\$ 21.928	\$ 21.126	\$ 20.381	\$ 32.882	\$ 31.111	\$ 29.522	\$ 28.087	\$ 26.785
	7,5%	\$ 24.861	\$ 23.840	\$ 22.899	\$ 22.030	\$ 21.225	\$ 35.029	\$ 33.035	\$ 31.257	\$ 29.660	\$ 28.218
	8,0%	\$ 26.094	\$ 24.976	\$ 23.950	\$ 23.006	\$ 22.133	\$ 37.452	\$ 35.192	\$ 33.189	\$ 31.402	\$ 29.798
		Escenario 3					Escenario 4				

Fuente: Elaboración propia, 2016.

El precio de la acción a 31 de diciembre 2009 y 2015 del Banco de Bogotá fue de \$33.800 y \$59.500 respectivamente, con un crecimiento de la acción del 76%. En la matriz de sensibilidad de 2009, se puede observar que en los cuatro escenarios, el precio por acción estuvo por debajo del precio de la acción real. Sin embargo, el precio por acción más cercano al precio real en el 2009 es en el escenario

IV, con una tasa g estimado de 5% y un Ke de 10,2%. De la misma manera, en la matriz de sensibilidad de 2015, el precio por acción de los cuatro escenarios se encontraron por debajo al precio real de la acción Sin embargo, el precio por acción que estuvo más cercano al precio real fue el escenario II, con un valor de \$41.142, es decir, \$18.358 por debajo al precio de la acción del mercado, con una tasa g de 9,6% y un Ke de 16,8%.

Beta desapalancado del Banco de Bogotá en el 2009 y 2015 fue de 1,56 y 1,81 respectivamente. Este crecimiento se debe principalmente al cambio de la estructura financiera D/E, en el 2009 fue de 6,26 mientras que en el 2015 fue de 4,27. El Ke con un beta desapalancado fue de 10,91% y 20,18% en 2009 y 2015 respectivamente, con una variación de 927 pbs. Al trabajar con un beta promedio de 1,40 y 1,11, el resultado de Ke fue inferior al Ke con beta desapalancado. El Ke en el 2009 fue de 10,23% mientras que el Ke en el 2015 fue de 16,79% con una variación de 656 pbs. A pesar de que el monto pagado en el 2015 fue superior al 2009, el payout muestra lo contrario. El payout de 2009 fue del 60,9%, mientras que en el 2015 fue del 39%.

La tasa de crecimiento g en el 2009 fue de 3,72% con un payout de 60,93% y un ROE del 9,51%. En el 2015 la tasa g crece en 587 pbs con un resultado de 9,59% con un payout de 39% y un ROE de 39%.

Valoración Banco de Occidente

Tabla 8. Resultados valoración Banco de Occidente

	Banco de Occidente							
	Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3		Escenario 4	
Periodos	2009	2015	2009	2015	2009	2015	2009	2015
Beta	1,56	2,78	1,4	1,11	1,56	2,78	1,4	1,11
Ke COP	10,92%	24,81%	10,23%	16,79%	10,92%	24,81%	10,23%	16,79%
ROE	9,16%	12,49%	9,16%	12,49%	-	-	-	-
Payout	53,08%	58,42%	53,08%	58,42%	-	-	-	-
G	4,30%	5,19%	4,30%	5,19%	5,00%	7,00%	5,00%	7,00%
Po	\$ 20.128	\$ 9.977	\$ 22.473	\$ 16.879	\$ 22.659	\$ 11.177	\$ 25.653	\$ 20.337

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 9. Análisis de sensibilidad año 2009 Banco de Occidente

		Escenario 1					Escenario 2				
2009		Ke COP (nominal)									
		9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
g Terminal	3,3%	\$ 19.935	\$ 18.536	\$ 17.320	\$ 16.254	\$ 15.311	\$ 22.258	\$ 20.527	\$ 19.047	\$ 17.765	\$ 16.645
	3,8%	\$ 21.668	\$ 20.032	\$ 18.625	\$ 17.404	\$ 16.332	\$ 24.424	\$ 22.365	\$ 20.627	\$ 19.139	\$ 17.851
	4,3%	\$ 23.708	\$ 21.772	\$ 20.128	\$ 18.715	\$ 17.487	\$ 27.030	\$ 24.542	\$ 22.473	\$ 20.726	\$ 19.231
	4,8%	\$ 26.147	\$ 23.822	\$ 21.876	\$ 20.225	\$ 18.805	\$ 30.225	\$ 27.160	\$ 24.660	\$ 22.581	\$ 20.825
	5,3%	\$ 29.114	\$ 26.272	\$ 23.935	\$ 21.981	\$ 20.321	\$ 34.231	\$ 30.369	\$ 27.290	\$ 24.777	\$ 22.689
	4,0%	\$ 22.443	\$ 20.696	\$ 19.201	\$ 17.908	\$ 16.777	\$ 25.408	\$ 23.192	\$ 21.331	\$ 19.746	\$ 18.381
	4,5%	\$ 24.631	\$ 22.551	\$ 20.796	\$ 19.293	\$ 17.994	\$ 28.229	\$ 25.530	\$ 23.303	\$ 21.433	\$ 19.841
	5,0%	\$ 27.263	\$ 24.749	\$ 22.659	\$ 20.895	\$ 19.386	\$ 31.715	\$ 28.364	\$ 25.653	\$ 23.415	\$ 21.536
	5,5%	\$ 30.490	\$ 27.393	\$ 24.867	\$ 22.767	\$ 20.995	\$ 36.137	\$ 31.867	\$ 28.499	\$ 25.775	\$ 23.526
	6,0%	\$ 34.540	\$ 30.634	\$ 27.522	\$ 24.984	\$ 22.875	\$ 41.927	\$ 36.308	\$ 32.018	\$ 28.634	\$ 25.897
		Escenario 3					Escenario 4				

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 10. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco de Occidente

		Escenario 1					Escenario 2				
2015		Ke COP (nominal)									
		23,8%	24,3%	24,8%	25,3%	25,8%	15,8%	16,3%	16,8%	17,3%	17,8%
g Terminal	4,2%	\$ 9.882	\$ 9.636	\$ 9.403	\$ 9.180	\$ 8.967	\$ 16.719	\$ 16.028	\$ 15.391	\$ 14.803	\$ 14.259
	4,7%	\$ 10.189	\$ 9.929	\$ 9.683	\$ 9.448	\$ 9.224	\$ 17.556	\$ 16.799	\$ 16.104	\$ 15.465	\$ 14.874
	5,2%	\$ 10.513	\$ 10.238	\$ 9.977	\$ 9.729	\$ 9.493	\$ 18.473	\$ 17.640	\$ 16.879	\$ 16.181	\$ 15.539
	5,7%	\$ 10.854	\$ 10.563	\$ 10.286	\$ 10.024	\$ 9.775	\$ 19.480	\$ 18.561	\$ 17.724	\$ 16.960	\$ 16.258
	6,2%	\$ 11.215	\$ 10.906	\$ 10.613	\$ 10.335	\$ 10.072	\$ 20.593	\$ 19.573	\$ 18.649	\$ 17.808	\$ 17.040
	6,0%	\$ 11.073	\$ 10.770	\$ 10.484	\$ 10.212	\$ 9.955	\$ 20.147	\$ 19.168	\$ 18.279	\$ 17.469	\$ 16.728
	6,5%	\$ 11.446	\$ 11.125	\$ 10.821	\$ 10.533	\$ 10.261	\$ 21.332	\$ 20.242	\$ 19.258	\$ 18.365	\$ 17.552
	7,0%	\$ 11.842	\$ 11.500	\$ 11.177	\$ 10.872	\$ 10.583	\$ 22.652	\$ 21.432	\$ 20.337	\$ 19.349	\$ 18.452
	7,5%	\$ 12.262	\$ 11.898	\$ 11.554	\$ 11.229	\$ 10.923	\$ 24.131	\$ 22.758	\$ 21.532	\$ 20.432	\$ 19.439
	8,0%	\$ 12.709	\$ 12.320	\$ 11.953	\$ 11.608	\$ 11.282	\$ 25.800	\$ 24.243	\$ 22.864	\$ 21.633	\$ 20.527
		Escenario 3					Escenario 4				

Fuente: Elaboración propia, 2016.

En cuanto a Banco de Occidente, el precio de la acción a 31 de diciembre 2009 fue de \$28.500 y a 31 de diciembre de 2015 fue de \$38.200, con un crecimiento de la acción del 34%. La matriz de sensibilidad de 2009, en los cuatro escenarios, el precio por acción estuvo por debajo del precio de la acción en ese periodo. El escenario más cercano fue el IV, el precio por acción fue de \$25.653,

\$2.847 menor al precio de la acción del mercado, con una tasa g estimado de 5% y un K_e de 10,2%. Asimismo, en la matriz de sensibilidad de 2015, el precio por acción de los cuatro escenarios, se encontraron por debajo del precio de mercado de la acción. Sin embargo, el precio por acción que tuvo más cerca fue el escenario IV, con un precio por acción de \$20.337, es decir, \$17.863 por debajo, con una tasa g de 7% y un K_e de 16,8%.

El beta desapalancado del Banco de Occidente en el 2009 y 2015 fue de 1,56 y 2,78 respectivamente. La estructura financiera D/E, en el 2009 fue de 6,28 mientras que en el 2015 fue de 7,32. El K_e con un beta desapalancado fue de 10,92% y 24,81% en 2009 y 2015 respectivamente, con una variación de 1389 pbs. El modelo con un beta promedio de 1,40 y 1,11, el resultado de K_e fue inferior al K_e con beta desapalancado. El K_e en el 2009 fue de 10,23% mientras que el K_e en el 2015 fue de 16,79% con una variación de 656 pbs.

La tasa de crecimiento g en el 2009 fue de 4,30% con un payout de 53,08% y un ROE de 4,30%. En el 2015 la tasa g creció en 89 pbs con un resultado de 5,19%, con un payout de 58,42% y un ROE de 12,49%.

Valoración Banco BBVA

Tabla 11. Resultados valoración Banco de BBVA

	Banco BBVA							
	Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3		Escenario 4	
	2009	2015	2009	2015	2009	2015	2009	2015
Periodos	2009	2015	2009	2015	2009	2015	2009	2015
Beta	1,98	4,29	1,4	1,11	1,98	4,29	1,4	1,11
Ke COP	12,7%	32,1%	10,2%	16,8%	12,7%	32,1%	10,23%	16,79%
ROE	18,06%	15,81%	18,06%	15,81%	-	-	-	-
Payout	57,55%	48,31%	57,55%	48,31%	-	-	-	-
G	7,67%	8,17%	7,67%	8,17%	5,00%	7,00%	5,00%	7,00%
Po	313,22	94,84	\$ 613,5	\$ 263,5	\$ 199,5	\$ 89,4	\$ 293,3	\$ 229,4

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 12. Análisis de sensibilidad año 2009 Banco de BBVA

		Escenario 1					Escenario 2				
2009	Ke COP (nominal)										
	11,7% 12,2% 12,7% 13,2% 13,7%					9,2% 9,7% 10,2% 10,7% 11,2%					
g Terminal	6,7%	\$ 310,3	\$ 311,8	\$ 258,8	\$ 238,9	\$ 221,9	\$ 607,8	\$ 610,6	\$ 437,2	\$ 383,5	\$ 341,4
	7,2%	\$ 346,2	\$ 347,8	\$ 283,5	\$ 260,0	\$ 240,1	\$ 758,5	\$ 762,1	\$ 511,0	\$ 439,3	\$ 385,2
	7,7%	\$ 391,1	\$ 392,9	\$ 313,2	\$ 284,9	\$ 261,2	\$ 1.005,7	\$ 1.010,3	\$ 613,5	\$ 513,4	\$ 441,3
	8,2%	\$ 448,7	\$ 450,8	\$ 349,5	\$ 314,7	\$ 286,2	\$ 1.485,0	\$ 1.491,9	\$ 765,6	\$ 616,3	\$ 515,7
	8,7%	\$ 525,3	\$ 119,9	\$ 394,7	\$ 351,1	\$ 316,1	\$ 2.814,2	\$ 150,1	\$ 1.015,0	\$ 769,1	\$ 619,2
	4,0%	\$ 197,6	\$ 198,6	\$ 174,9	\$ 165,4	\$ 156,8	\$ 290,5	\$ 291,9	\$ 243,8	\$ 225,7	\$ 210,1
	4,5%	\$ 212,4	\$ 213,4	\$ 186,4	\$ 175,7	\$ 166,1	\$ 322,7	\$ 324,3	\$ 266,4	\$ 245,0	\$ 226,8
	5,0%	\$ 229,3	\$ 230,4	\$ 199,5	\$ 187,3	\$ 176,5	\$ 362,6	\$ 364,3	\$ 293,3	\$ 267,7	\$ 246,2
	5,5%	\$ 249,0	\$ 250,2	\$ 214,4	\$ 200,5	\$ 188,2	\$ 413,1	\$ 415,1	\$ 325,8	\$ 294,7	\$ 268,9
	6,0%	\$ 272,2	\$ 119,9	\$ 231,5	\$ 215,4	\$ 201,4	\$ 479,3	\$ 150,1	\$ 366,0	\$ 327,3	\$ 296,1
Escenario 3						Escenario 4					

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 13. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco de BBVA

		Escenario 1					Escenario 2				
2015	Ke COP (nominal)										
	31,1% 31,6% 32,1% 32,6% 33,1%					15,8% 16,3% 16,8% 17,3% 17,8%					
g Terminal	7,2%	\$ 94,0	\$ 92,0	\$ 90,2	\$ 88,4	\$ 86,7	\$ 261,1	\$ 246,8	\$ 233,9	\$ 222,4	\$ 211,9
	7,7%	\$ 96,4	\$ 94,4	\$ 92,5	\$ 90,6	\$ 88,8	\$ 278,5	\$ 262,3	\$ 247,9	\$ 235,0	\$ 223,4
	8,2%	\$ 99,0	\$ 96,9	\$ 94,8	\$ 92,9	\$ 91,0	\$ 298,2	\$ 279,8	\$ 263,5	\$ 249,1	\$ 236,1
	8,7%	\$ 101,7	\$ 99,4	\$ 97,3	\$ 95,3	\$ 93,3	\$ 320,6	\$ 299,5	\$ 281,1	\$ 264,8	\$ 250,2
	9,2%	\$ 104,4	\$ 102,1	\$ 99,9	\$ 97,8	\$ 95,7	\$ 346,4	\$ 322,1	\$ 300,9	\$ 282,4	\$ 266,0
	6,0%	\$ 88,6	\$ 86,9	\$ 85,2	\$ 83,6	\$ 82,1	\$ 227,3	\$ 216,2	\$ 206,2	\$ 197,0	\$ 188,7
	6,5%	\$ 90,8	\$ 89,0	\$ 87,3	\$ 85,6	\$ 84,0	\$ 240,6	\$ 228,3	\$ 217,2	\$ 207,2	\$ 198,0
	7,0%	\$ 93,1	\$ 91,2	\$ 89,4	\$ 87,7	\$ 86,0	\$ 255,5	\$ 241,7	\$ 229,4	\$ 218,2	\$ 208,1
	7,5%	\$ 95,6	\$ 93,6	\$ 91,7	\$ 89,8	\$ 88,1	\$ 272,2	\$ 256,7	\$ 242,9	\$ 230,5	\$ 219,3
	8,0%	\$ 98,1	\$ 96,0	\$ 94,0	\$ 92,1	\$ 90,3	\$ 291,0	\$ 273,5	\$ 257,9	\$ 244,0	\$ 231,5
Escenario 3						Escenario 4					

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Al analizar el Banco BBVA, el precio de la acción a 31 de diciembre 2009 fue de \$160 y a 31 de diciembre de 2015 fue de \$250, con un crecimiento de la acción del 56%. A diferencia de las anteriores entidades financieras, la matriz de sensibilidad de 2009, en los cuatro escenarios, el precio por acción estuvo por encima del precio de la acción del mercado. El escenario más cercano fue el III, donde el precio por acción fue de \$199,5, es decir, \$39,5 superior, con una tasa g estimado de 5% y un Ke de 12,7%. En cambio, en la matriz de sensibilidad de 2015, el precio por acción de los

cuatro escenarios se encontró por debajo al precio real de la acción, excepto el escenario II. Precisamente el precio por acción más cercano al precio real fue este escenario, con un precio por acción de \$263,5, es decir, \$14 por encima al precio real, con una tasa g de 8,2% y un K_e de 16,8%.

Ahora bien, el beta desapalancado en el 2009 fue de 1,98 y en el 2015 fue de 4,29. La estructura financiera D/E, fue de 8,36 y 12,14. El K_e con un beta desapalancado fue de 12,69% y 32,10% en 2009 y 2015 respectivamente, con una variación de 1941 pbs. Al manejar el modelo con un beta promedio de 1,40 y 1,11, el resultado de K_e fue menor que al K_e con beta desapalancado. El K_e en el 2009 fue de 10,23% mientras que el K_e en el 2015 fue de 16,79%, con una variación de 656 pbs.

La tasa de crecimiento g en el 2009 fue de 7,67% con un payout de 57,55% y un ROE de 18,06%. En el 2015 la tasa g fue de 8,17% con un crecimiento de 51 pbs con un payout de 48,31% y un ROE de 15,81%.

Valoración Banco Popular

Tabla 14. Resultados valoración Banco Popular

Periodos	Banco Popular							
	Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3		Escenario 4	
	2009	2015	2009	2015	2009	2015	2009	2015
Beta	1,29	2,68	1,4	1,11	1,29	2,68	1,4	1,11
Ke COP	9,75%	24,33%	10,23%	16,79%	9,75%	24,33%	10,23%	16,79%
ROE	8,01%	12,76%	8,01%	12,76%	-	-	-	-
Payout	42,95%	50,90%	42,95%	50,90%	-	-	-	-
G	4,57%	6,27%	4,57%	6,27%	5,00%	7,00%	5,00%	7,00%
Po	\$ 402	\$ 118	\$ 368	\$ 203	\$ 440	\$ 124	\$ 400	\$ 220

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 15. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco Popular

		Escenario 1					Escenario 2				
2009		Ke COP (nominal)									
		8,75%	9,25%	9,8%	10,3%	10,8%	9,23%	9,73%	10,2%	10,7%	11,2%
g Terminal	3,6%	\$ 398	\$ 363	\$ 334	\$ 309	\$ 287	\$ 364	\$ 335	\$ 310	\$ 288	\$ 269
	4,1%	\$ 443	\$ 400	\$ 365	\$ 335	\$ 310	\$ 402	\$ 366	\$ 336	\$ 311	\$ 289
	4,6%	\$ 498	\$ 445	\$ 402	\$ 367	\$ 337	\$ 447	\$ 404	\$ 368	\$ 338	\$ 313
	5,1%	\$ 568	\$ 500	\$ 447	\$ 404	\$ 368	\$ 503	\$ 449	\$ 405	\$ 370	\$ 340
	5,6%	\$ 661	\$ 571	\$ 503	\$ 449	\$ 406	\$ 574	\$ 505	\$ 451	\$ 407	\$ 371
	4,0%	\$ 436	\$ 395	\$ 360	\$ 331	\$ 307	\$ 396	\$ 361	\$ 332	\$ 308	\$ 286
	4,5%	\$ 490	\$ 438	\$ 396	\$ 362	\$ 333	\$ 440	\$ 398	\$ 363	\$ 334	\$ 309
	5,0%	\$ 558	\$ 492	\$ 440	\$ 398	\$ 364	\$ 494	\$ 442	\$ 400	\$ 365	\$ 336
	5,5%	\$ 646	\$ 560	\$ 494	\$ 442	\$ 400	\$ 563	\$ 497	\$ 444	\$ 402	\$ 367
	6,0%	\$ 767	\$ 649	\$ 563	\$ 497	\$ 444	\$ 654	\$ 566	\$ 499	\$ 446	\$ 404
		Escenario 3					Escenario 4				

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tabla 16. Análisis de sensibilidad año 2015 Banco Popular

		Escenario 1					Escenario 2				
2015		Ke COP (nominal)									
		23,3%	23,8%	24,3%	24,8%	25,3%	15,8%	16,3%	16,8%	17,3%	17,8%
g Terminal	5,3%	\$ 117	\$ 114	\$ 111	\$ 108	\$ 105	\$ 201	\$ 192	\$ 184	\$ 176	\$ 169
	5,8%	\$ 121	\$ 118	\$ 115	\$ 112	\$ 109	\$ 212	\$ 202	\$ 193	\$ 185	\$ 177
	6,3%	\$ 125	\$ 122	\$ 118	\$ 115	\$ 112	\$ 224	\$ 213	\$ 203	\$ 194	\$ 185
	6,8%	\$ 130	\$ 126	\$ 122	\$ 119	\$ 116	\$ 238	\$ 225	\$ 214	\$ 204	\$ 195
	7,3%	\$ 134	\$ 130	\$ 126	\$ 123	\$ 119	\$ 253	\$ 239	\$ 226	\$ 215	\$ 205
	6,0%	\$ 123	\$ 119	\$ 116	\$ 113	\$ 110	\$ 218	\$ 207	\$ 198	\$ 189	\$ 181
	6,5%	\$ 127	\$ 124	\$ 120	\$ 117	\$ 114	\$ 231	\$ 219	\$ 208	\$ 198	\$ 190
	7,0%	\$ 132	\$ 128	\$ 124	\$ 121	\$ 117	\$ 245	\$ 232	\$ 220	\$ 209	\$ 199
	7,5%	\$ 136	\$ 132	\$ 128	\$ 125	\$ 121	\$ 261	\$ 246	\$ 233	\$ 221	\$ 210
	8,0%	\$ 142	\$ 137	\$ 133	\$ 129	\$ 125	\$ 279	\$ 262	\$ 247	\$ 234	\$ 222
		Escenario 3					Escenario 4				

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Finalmente, la valoración de Banco Popular generó los siguientes resultados. El precio de la acción de Banco Popular a 31 de diciembre 2009 y 2015 fue de \$300 y \$494 respectivamente, con un

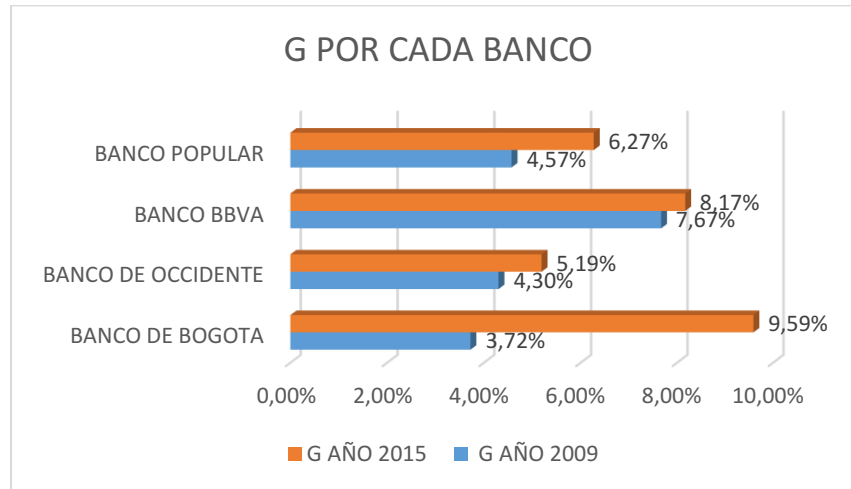
crecimiento de la acción del 65%. Igual que Banco BBVA, la matriz de sensibilidad de 2009, en los cuatro escenarios, el precio por acción estuvo por encima al precio de la acción del mercado. El escenario más cercano fue el escenario II, donde el precio por acción fue de \$368, es decir, \$68 por encima, con una tasa g estimado de 4,6% y un Ke de 10,2%. Sin embargo, en la matriz de sensibilidad de 2015, el precio por acción de los cuatro escenarios se encontró muy por debajo al precio de mercado. El precio por acción más cercano de nuestra valoración fue el escenario IV, con un valor de \$220, es decir, \$274 por debajo, con una tasa g de 7% y un Ke de 16,8%.

El beta desapalancado en el 2009 fue de 1,29 y en el 2015 fue de 2,68. La estructura financiera D/E, fue de 4,91 y 7,01. El Ke con un beta desapalancado fue de 9,75% y 24,33% en 2009 y 2015 respectivamente, con una variación de 1458 pbs. Al manejar el modelo con un beta promedio de 1,40 y 1,11, el resultado de Ke fue mayor en el 2009 que al Ke con beta desapalancado y un Ke en el 2015 menor que el Ke con beta desapalancado. El Ke en el 2009 fue de 10,23% mientras que el Ke en el 2015 fue de 16,79%, con una variación de 656 pbs.

La tasa de crecimiento g en el 2009 fue de 4,57% con un payout de 42,95% y un ROE de 8,01%. En el 2015 la tasa g fue de 6,27% con un crecimiento de 170 pbs con un payout de 50,9% y un ROE de 12,76%.

3. Presentación y análisis de resultados

Gráfico 5. Tasa de crecimiento g por banco

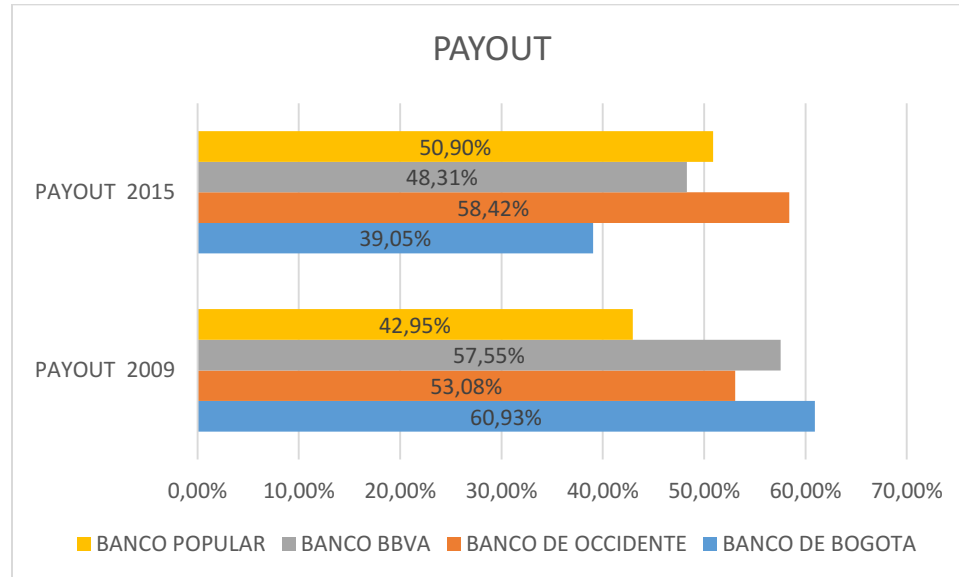


g	2009	2015
BANCO DE BOGOTA	3,72%	9,59%
BANCO DE OCCIDENTE	4,30%	5,19%
BANCO BBVA	7,67%	8,17%
BANCO POPULAR	4,57%	6,27%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Tomando el ROE y el payout de cada banco, se identifica una tasa de crecimiento g en aumento entre los años 2009 y 2015 para cada uno de los bancos objeto de estudio, mostrando un crecimiento en la rentabilidad por un fuerte aumento en los beneficios, luego de la fusión de las compañías *leasing* y los bancos.

Gráfico 6. Payout por cada Banco

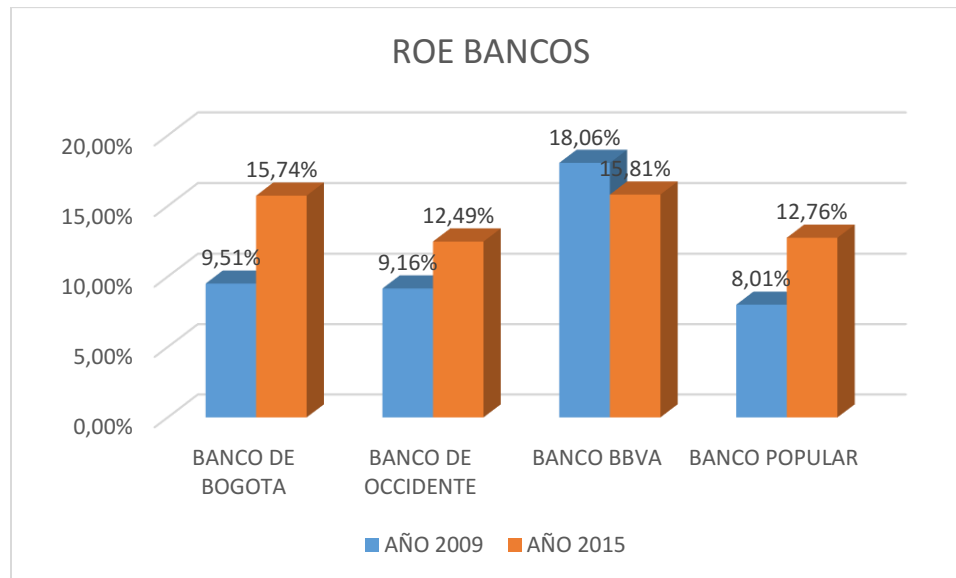


PAYOUT	2009	2015
BANCO DE BOGOTA	60,93%	39,05%
BANCO DE OCCIDENTE	53,08%	58,42%
BANCO BBVA	57,55%	48,31%
BANCO POPULAR	42,95%	50,90%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

En general es evidente el aumento de la tasa de reparto de dividendos entre los años 2009 y 2015, lo que representa de manera positiva el crecimiento de cada uno de los bancos, mejorando las ganancias de los accionistas.

Gráfico 7. ROE por cada banco años 2009 y 2015



ROE	2009	2015
BANCO DE BOGOTA	9,51%	15,74%
BANCO DE OCCIDENTE	9,16%	12,49%
BANCO BBVA	18,06%	15,81%
BANCO POPULAR	8,01%	12,76%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Identificamos que el ROE tiene un crecimiento comparativamente entre los años 2009 y 2015, generando mayor rentabilidad del capital que invierten los accionistas, lo cual determina un cumplimiento del objetivo financiero. El ROE es uno de los indicadores que miden principalmente los resultados de las sinergias financieras, en la fusión de las compañías *leasing* y los Bancos objeto de estudio.

4. Conclusiones

- Las fusiones y adquisiciones son una gran alternativa en los diferentes sectores que ayudan a lograr grandes alianzas en busca de mejores resultados. También permite identificar sinergias potenciales como financiera, comercial y operacional.
- Al realizar la valoración antes de la fusión (2009) y después de la fusión (2015), el valor obtenido por cada entidad financiera, presenta una generación de valor por la fusión entre las compañías, demostrando la capacidad de predecir la viabilidad de la fusión.
- Este tipo de valoración permitirá a otras fusiones bancarias, como las fiduciarias, tener un modelo de valoración que captura el valor cercano dentro de un proceso de fusión, y así lograr optimizar los recursos invertidos, con el fortalecimiento del sistema financiero. Asimismo, el modelo permitirá disminuir recursos ociosos dentro del proceso de integración y fusión, también decisiones oportunas y eficientes.

Referencias

Altair (2007). *Valoración de empresas por flujos de caja descontados*. Valencia (España): Editorial Altair.

Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008). *Boletín de finanzas corporativas y recuperaciones, Fusiones, adquisiciones*. Venezuela: Espiñeira, Sheldon y Asociados.

Estrada, Darío (2005). *Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero colombiano*. Bogotá: Banco de la República.

Marshall, Alfred (1890). *Los principios de economía*. Londres: Editorial Síntesis.

Mascareñas, Juan (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid (España): Editorial del Economista.

Pereyra Terra, Manuel (2008). *Valoración de empresas: Una revisión de los métodos actuales*. Montevideo (Uruguay): Universidad OUR.

Topa, Guillermo (2011). *Algunos de los métodos para valoración de empresas*. Asesor delegatura para servicios financieros. Bogotá: Topa & Asociados.

Uriz Urzainqui; Javier (2005). *Homo valens: Naturaleza origen y gestión del valor de la empresa*. Madrid: Editorial Edígrafos S.A.

Sánchez, Gustavo (Mayo 2015). *Métodos de valoración de empresas clase 3*.

Cibergrafía

Actualidad del Sistema Financiero Colombiano. Superintendencia Financiera de Colombia (2012). Consultado el 26 de abril de 2016, en:

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10086157>.

Arrendamiento operativo. Gerencia. Consultado el 26 de abril de 2016 en:

<http://www.gerencie.com/arrendamiento-operativo.html>.

Bancoldex. Disponible en: <https://www.bancoldex.com/acerca-de-nosotros92/Que-es-Bancoldex.aspx>

Banco BBVA Colombia (2009). Informe Consolidado. 2009. Disponible en: www.bbva.com.co

Banco BBVA Colombia (2010). Informe Consolidado. 2010. Disponible en: www.bbva.com.co

Banco BBVA Colombia (2015). Informe Anual. 2015. Disponible en: www.bbva.com.co

Banco de Occidente (2009). Balance semestral a Diciembre 31 de 2009. Disponible en: www.bancodeoccidente.com.co.

Banco de Occidente (2010). Balance semestral a Diciembre 31 de 2010. Disponible en: www.bancodeoccidente.com.co

Banco de Occidente (2015). Balance semestral a Diciembre 31 de 2015. Disponible en: www.bancodeoccidente.com.co

Banco Popular (2009). Informe a la Asamblea General de Accionistas Segundo Semestre de 2009. Disponible en: www.bancopopular.com.co

Banco Popular (2010). Informe a la Asamblea General de Accionistas Segundo Semestre de 2010. Disponible en: www.bancopopular.com.co

Banco Popular (2015). Informe de Gestión y Estados Financieros Segundo Semestre de 2015. Disponible en: www.bancopopular.com.co

Banco de Bogotá (2010). Notas a los estados financieros consolidados 2010. Disponible en: www.bancodebogota.com

Banco de Bogotá (2015). Informe de Gestión 2015. Disponible en: www.bancodebogota.com.

Caballero Argáez, C. (2010). Un rápido recorrido por la historia del sector financiero en Colombia. Revista Dinero. Consultado el 26 de abril de 2016 en: <http://www.dinero.com/columnistas/edicion-impres/a/articulo/un-rapido-recorrido-historia-del-sector-financiero-colombia-carlos-caballero-argaez/95393>

Colombia: Balance 2015 y Perspectivas 2016. ANDI. Consultado el 06 de junio de 2016, en: <http://www.andi.com.co/Documents/Balance2015/ANDI%20-%20Balance%202015%20y%20Perspectivas%202016.compressed.pdf>

Crisis financieras y fin de UPAC. El Tiempo. Consultado el 20 de mayo de 2016, en: [.http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1347546](http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1347546).

Crisis financieras sistémicas en Colombia y contraste con el escenario actual (2012). Fogafin. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: <https://www.fogafin.gov.co/default/imagenes/file/Informacion%20al%20Ciudadano/Publicaciones/Crisis%20financieras%20sistemicas%20en%20Colombia%20y%20Contraste%20con%20el%20escenario%20actual.pdf>

Decreto 663 de 1993. Superintendencia financiera de Colombia. Consultado el 07 de junio de 2016, en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?action=dummy>

Desempeño del Sector Financiero al cierre de diciembre de 2009 (2010). Comunicado de Prensa, Superintendencia Financiera de Colombia. Consultado el 07 de junio de 2016, en: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ComunicadosyPublicaciones/comsectorfinanciero122009.pdf>.

Es mejor ¿leasing o crédito? Finanzas personales. Consultado el 07 de junio de 2016, en: <http://www.finanzaspersonales.com.co/credito/articulo/que-mejor-leasing-credito/53504>.

El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente (2013). Banco de la República. Consultado el 26 de marzo de 2016, en: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_nota_1023.pdf

Valoración de empresas, gerencia de valor y EVA. Oscar León García. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: <http://www.oscarleongarcia.com/capitulos/cap1val.pdf>.

Fusiones y Adquisiciones paso lento Colombia .Baker & McKenzie y Oxford Economics (2015). Consultado el 25 de Junio de 2016, en: <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/fusiones-adquisiciones-paso-lento-colombia-26080>.

Fusiones y Adquisiciones en el Sector Financiero Colombiano: Análisis y Propuestas sobre la Consolidación Bancaria (1990-2006) (2006). ANIF. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: http://anif.co/sites/default/files/uploads/EficienciaSistema%20bancario-06_0.pdf

Fusiones y Adquisiciones y control de las empresas: IESE. Consultado el 15 de mayo de 2016, en: <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/16.fusionesBonet.pdf>.

Garay S. L. J. Colombia: estructura industrial e internacionalización 1967 – 1996. Biblioteca virtual Luis Ángel Arango. Consultado el 09 de marzo de 2016 en: www.banrepcultural.org

Grupo BBVA va por el 100% del Banco Ganadero. El Tiempo. Consultado el 09 de marzo de 2016 en: <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-627909>.

Informe de mercado sector leasing a diciembre de 2015 (2016). Fedeleasing. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: http://www.fedeleasing.org.co/documentos/informe_marzo_2016.pdf

Información financiera con fines de supervisión Bancos-NIIF. Superintendencia Financiera de Colombia Consultado el 09 de julio de 2016, en:

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones.&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10084375>.

La economía Colombiana creció 3,5% en 2015. DINERO. Consultado el 15 mayo 2015 en: <http://www.dinero.com/economia/articulo/pib-de-2015-en-colombia-crecimiento-de-la-economia-fue-de-31/221260>.

Las 10 Fusiones y Adquisiciones más grandes del mundo. Expansión en alianza con CNN. Consultado el 15 de mayo de 2016, en: <http://www.cnnexpansion.com/negocios/2015/10/13/las-5-fusiones-y-adquisiciones-mas-grandes-de-la-historia>.

Leasing operativo y financiero. Temas de interés para contadores. Consultado el 15 de mayo de 2016, en: <http://temasdeinteresparacontadores.blogspot.com.co/>.

Manual Jurídico del leasing (2014). Fedeleasing. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: http://www.fedeleasing.org.co/documentos/manual_juridico_2014.pdf

Meisel Roca, A. (2001). Orígenes de la banca y la industria en Colombia 1850-1950; Credencial Historia. Bogotá. Revista Credencial Historia. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: www.banrepcultural.org

Mora Cuartas. A; Serna Rodríguez. M.; Serna Rodríguez. N. (2011). Las entidades bancarias en Colombia. Revista MBA EAFIT, N°2. 32-53. Consultado el 09 de marzo de 2016, en: http://www.eafit.edu.co/revistas/revistamba/Documents/mba2011/MBA_2011.pdf

M&A Negocios 16 Billones. DINERO. Consultado el 20 mayo 2015 en:
<http://www.dinero.com/edicion-impres/negocios/articulo/ma-negocios-16-billones/86585>

Proceso de Fusión y Adquisición. Catarina.udlap. Consultado el 15 de mayo de 2016, en:
http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/cisneros_t_c/capitulo1.pdf.

Que es leasing? Leasing de occidente. Consultado el 15 de mayo de 2016, en:
<https://www.leasingdeoccidente.com.co/wps/portal/leasingoccidente/bienvenido/productos/que-es-leasing#horizontalTab2>.

Que es leasing? BANCAMIA. Consultado el 15 de mayo de 2016, en:
<http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/Contenido?indice=1.2&idPublicacion=30000000000000064&idCategoria=9>

Un rápido recorrido por la historia del sector financiero en Colombia. Dinero. Consultado el 15 de mayo de 2016, en:
<http://www.dinero.com/columnistas/edicion-impres/articulo/un-rapido-recorrido-historia-del-sector-financiero-colombia-carlos-caballero-argaez/95393>.