

UNIVERSIDAD EAFIT



Trabajo de grado:

LA GENERACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES CROSSBORDER (CASO
BANCOLOMBIA-BANISTMO)

Presentado por:

Adrián Mauricio Betancourt Bastidas

Lina María Mejía Valencia

MAF MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Asesor: ÓSCAR EDUARDO MEDINA ARANGO

Santiago de Cali, Junio de 2016

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	6
1. RECOPIACIÓN HISTÓRICA	8
1.1 GRUPO AVAL ADQUIERE BBVA PANAMÁ	8
1.2 GRUPO AVAL INGRESA A CENTROAMÉRICA CON LA OPERACIÓN DE BAC CREDOMATIC	8
1.3 DAVIVIENDA COMPRA LA OPERACIÓN DE HSBC CENTROAMÉRICA	9
1.4 BANCOLOMBIA ADQUIERE EL 40% DE GRUPO FINANCIERO AGROMERCANTIL GUATEMALA	9
2. MARCO CONCEPTUAL.....	18
2.1 GENERACIÓN DE VALOR Y EVA®	18
2.2 MODELO DE DESCUENTOS POR DIVIDENDOS (MDD).....	20
2.3 RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE).....	20
2.4 RETORNO SOBRE LOS ACTIVOS (ROA).....	20
2.5 COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (WACC)	21
2.6 P/E RATIO.....	21
2.7 PAYOUT RATIO	22
2.8 NOPLAT.....	22
2.9 UTILIDAD POR ACCIÓN (UPA).....	23
2.10 ADQUISICIONES.....	23
3. SOLUCIÓN DESARROLLADA	24
4. PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS	29
4.1 Tabla de indicadores 2010-2015	29
5. CONCLUSIONES	40
6. REFERENCIAS.....	42

TABLA DE CUADROS

Cuadro 1. Múltiplos de valoración, precio valor en libros (P/VL) y precio ganancia (P/U), de transacciones de adquisición de compañías comparables.....	10
Cuadro 2. Comparativo de precio de las acciones	10
Cuadro 3. Principales Operaciones M&A.....	11
Cuadro 4. América latina y el Caribe: Ingresos netos de IED, por países	13
Cuadro 5. Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED), en Colombia, por sector económico (2000-2010).....	13
Cuadro 6. Comparativo de Adquisiciones	17
Cuadro 7. Evolución de indicadores de rentabilidad, calidad de cartera y solvencia Bancolombia (2000-2015)	29
Cuadro 8. Resultados de la Valoración de Bancolombia antes de la adquisición de Banistmo por Dividendos Descontados en dos etapas.	33
Cuadro 9. Resultados de la Valoración de Bancolombia después de la adquisición de Banistmo por Dividendos Descontados dos etapas.	34
Cuadro 10. Resultados de la Valoración de Bancolombia antes de la adquisición de Banistmo por Método EVA®.....	37
Cuadro 11. Resultados de la Valoración de Bancolombia después de la adquisición de Banistmo por Método EVA®.....	38

TABLA DE FIGURAS

Figura 1. Transacciones realizadas con entidades bancarias en Colombia	11
Figura 2. Margen Neto de Interés, Cartera e Inversiones trimestral de Bancolombia (4T 2010 – 4T 2015)	31

LA GENERACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES CROSSBORDER (CASO BANCOLOMBIA-BANISTMO)

RESUMEN

En este trabajo de grado -titulado “La generación de valor en las Adquisiciones Crossborder (Caso Bancolombia.Banismo)- se pretendió determinar si Bancolombia, con la adquisición de Banistmo en Panamá, ha generado o destruido valor. Se aplicó el modelo de Valor Económico Agregado EVA®, y se utilizaron los índices ROA, ROE y precio de la acción, dada la importancia que tiene para el accionista y el mercado, en general, saber si las decisiones gerenciales del Banco más grande de Colombia están generando utilidades, por encima de su costo de capital. Se analizó un buen soporte bibliográfico teórico, con el que se realizó la valoración tanto por Método de Dividendos Descontados como por EVA®; así, se obtuvieron los indicadores de Generación de Valor, con su sensibilización. Además de lo anterior, se utilizó información financiera pública, reportada por el Banco en la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera) y en la web “Relación con Inversionistas”. Se manejó la información financiera, antes y después de la adquisición, de la siguiente manera: antes (3 años) y después de la operación (1 año más 10 años de proyección). Esta entrega se terminó con una tabla comparativa de los indicadores financieros EVA®, ROA, ROE, y precio de la acción sensibilizados por WACC, Ke y g, en los años de estudio.

Palabras clave

Generación de valor, adquisiciones, EVA®, UPA, ROE, ROA, WACC y Ke.

ABSTRACT

In this work for the degree named - “La generación de valor en las adquisiciones crossborder (Caso Bancolombia Banismo) - It is to determinated if Bancolombia, with the acquisition of Banistmo in Panama, has created or destroyed value. EVA® model, Economic Value Added, was applied, and ROA, ROE and Stock Price indices were used, given the importance to shareholders and the market in general whether the management decisions of the largest bank of Colombia are generating profits above their cost of capital. A good theoretical bibliographic support was analyzed, with which the valuation was made thus Discounted Dividend Method as EVA®; so, Value Generation indicators were obtained, with their sensitization. Besides the above, it was used public financial information reported by the Superfinanciera and in the web "Investor Relations", working in the financial information before and after the acquisition as follows: before (3 years) and after operation (1 year plus 10-year projection) and ends with the delivery of a comparative table of financial indicators, EVA®, ROA, ROE, and stock price with sensibility analysis changing by WACC and g in the years of study.

Key words

Value Generation, acquisitions, EVA®, ROE, ROA, WACC.

INTRODUCCIÓN

En Colombia, hemos vivido épocas en las que las fusiones y adquisiciones se han convertido en las herramientas más importantes de ese momento. Por ejemplo: de 1990 a 2007 y de 2010 a 2013, hubo varias en ciertos sectores y países del mundo. Se realizaron con el fin de crecer, llegar a otros mercados, aumentar participación en el mercado, generar sinergias financieras y/o productivas, o para aprovechar oportunidades del mercado (crisis y empresas en quiebra).

Bancolombia no fue la excepción. En el 2007, compró una gran participación del Banco Agrícola, en el Salvador, por \$900 millones de dólares y, en 2013, compró Banistmo Panamá (HSBC), por \$2.100 millones de dólares. Sin embargo, hasta ahora, el precio de la acción de Bancolombia -en el mercado- no supera el precio de la última emisión: primer semestre de 2013 (\$24.000 pesos por acción). Dicha emisión se realizó para cumplir las obligaciones de la adquisición en Panamá. Esto creó la siguiente incertidumbre: ¿la más reciente operación de mercado crossborder generó valor a los accionistas?, o ¿el precio actual de la acción solo es una percepción del mercado bursátil, en países emergentes latinoamericanos?

Este trabajo de grado se centra en el caso de la adquisición de Banistmo, en Panamá, en el 2013, por parte de Bancolombia. El objetivo central es saber si Bancolombia ha generado valor con la última adquisición. Se utilizó el modelo de valoración EVA® y una valoración de la empresa, por método de dividendos descontados en dos etapas: antes y después de la adquisición de Banistmo

Panamá. Esto, para lograr indicar el valor de la acción, la generación de EVA®, ROA, ROE y sensibilizados por el WACC o K_e y el gradiente. De esta manera, se pudieron sacar conclusiones respecto al tema de estudio. Por tanto, se analizó un buen soporte bibliográfico teórico, con el que se realizó la valoración tanto por método de dividendos como por EVA®; así, se pudo obtener los indicadores de Generación de Valor, con su sensibilización.

El trabajo de grado se inició con una recopilación histórica (antecedentes) de diferentes casos de entidades financieras que, en los últimos 5 años, han optado por realizar una fusión o adquisición de otra entidad. Posteriormente, se revisaron, detalladamente, la forma y las condiciones en las que Bancolombia realizó la adquisición de Banistmo Panamá; como también, un referente de la situación de mercado en ese momento (2013). Simultáneamente, se hizo un estudio bibliográfico sobre el concepto y método de valoración de empresas por EVA® y de los Dividendos descontados en dos etapas. Adicionalmente, se recopiló la información financiera histórica (disponible para el público) sobre Bancolombia y Banistmo Panamá. Luego de tener las bases teóricas e históricas, se ejecutaron los dos modelos de valoración de Bancolombia: antes y después de la adquisición. Para esto, se presenta una tabla con los indicadores financieros (ROE, ROA, Precio por Acción y EVA®), sensibilizados por el WACC, K_e y g . Así, se logró conocer si Bancolombia generó, o destruyó valor para el inversionista, al haber realizado esta operación.

Realmente, la adquisición de Banistmo Panamá, por parte de Bancolombia, no le generó mayor valor. Pero sí un mayor crecimiento de cartera e ingresos, pues Bancolombia adquirió una cartera de menor calidad, con mayores necesidades de provisiones; lo cual la hizo menos rentable. Esto

contrajo el Margen de Interés Neto y requirió una emisión de acciones, que diluyó la participación de los accionistas.

1. RECOPILOCIÓN HISTÓRICA

1.1 GRUPO AVAL ADQUIERE BBVA PANAMÁ

El Grupo Aval, una de las principales corporaciones colombianas, acordó -con el grupo financiero Español BBVA- la adquisición del 98.92% de las acciones del BBVA Panamá, por valor de US\$490 millones, en julio de 2013. Antes de hacer efectiva la transacción, BBVA Panamá repartió dividendos al grupo español, por valor de US\$140 Millones. Esta operación se consolidó como parte de la estrategia del grupo español, para reforzar su capital y remediar la debilidad del mercado latinoamericano, afectado por la recesión. Con esta adquisición, el grupo financiero colombiano incrementó sus inversiones, aproximadamente, en US\$1,700 millones. Para ellos, la estrategia de las adquisiciones es su crecimiento tanto nacional como internacional. El valor en libros de la empresa, en el momento de la compra, era de 2.4x.

1.2 GRUPO AVAL INGRESA A CENTROAMÉRICA CON LA OPERACIÓN DE BAC CREDOMATIC

El Grupo Aval (colombiano), en el año 2010, anunció que iba a ingresar a Centroamérica, a través de la compra de Bac Credomatic (Islas Vírgenes Británicas), por un valor de US\$1,900 millones. Esto corresponde al ciento por ciento de las acciones que el grupo GE Consumer Finance Central Holdings Corp, tenía en Bac Credomatic. El Bac Credomatic es un grupo financiero que opera en la región centroamericana. Ofrece servicios bancarios. Tiene presencia en Guatemala,

Honduras, El Salvador, Nicaragua, Costa Rica y Panamá. Y operaciones de tarjeta de crédito en México. El valor en libros de la empresa, en el momento de la compra, era de 2.07x.

1.3 DAVIVIENDA COMPRA LA OPERACIÓN DE HSBC CENTROAMÉRICA

El Banco Davivienda (Colombia) compró las operaciones del HSBC en Costa Rica, El Salvador Honduras y Panamá, por valor de US\$801 millones, lo que implicó un pago de 1.57 veces el valor en libros de las tres entidades adquiridas (para la fecha de compra, este valor correspondía a 1.4x). Para poder cumplir -en el año 2012- con el monto de pago de esta transacción, Davivienda emitió acciones, en el año 2011. Con esta transacción, Davivienda adquirió las operaciones bancarias y realizó la adquisición de los bancos (oficinas), compañías de seguro y financieras en Panamá. Así, logró hacerles competencia a los otros bancos colombianos que tienen presencia en ese país.

1.4 BANCOLOMBIA ADQUIERE EL 40% DE GRUPO FINANCIERO AGROMERCANTIL GUATEMALA

Bancolombia (colombiano) -en el año 2012, a través de su subsidiaria en Panamá- acordó comprar el 40% del Grupo Financiero Agromercantil Guatemala, por valor de US\$217 millones; lo cual le permitió participación en una aseguradora y en otra entidad en Bardados. Su propósito real es poder comprar el ciento por ciento de las acciones, una vez tenga todas las autorizaciones del caso. Esta entidad no tuvo que salir al mercado local colombiano para obtener los fondos, ya que tenía los recursos suficientes para realizar esta transacción.

Para el Grupo Bancolombia, esta fue una operación, en la que logró el afianzamiento de la internacionalización que quiere tener y el fortalecimiento de su presencia. El valor en libros de la empresa, en el momento de la compra, era de 2.5x.

Cuadro 1. Múltiplos de valoración, precio valor en libros (P/VL) y precio ganancia (P/U), de transacciones de adquisición de compañías comparables.

	P/VL P/U	
	P/VL	P/U
Grupo Aval - BBVA Panamá **	2.4x	13.4x
Grupo Aval - BAC Credomatic	2.07x	12.72x
Davienda - HSBC Centroamérica	1.4x	36.70x
Bancolombia adquiere el 40% de Grupo Financiero Agromercantil Guatemala	2.5x	15.0x

indicadores a la fecha de compra

Fuente: Elaboración propia, con base en el Reporte Financiero Burkenroad. (2014).

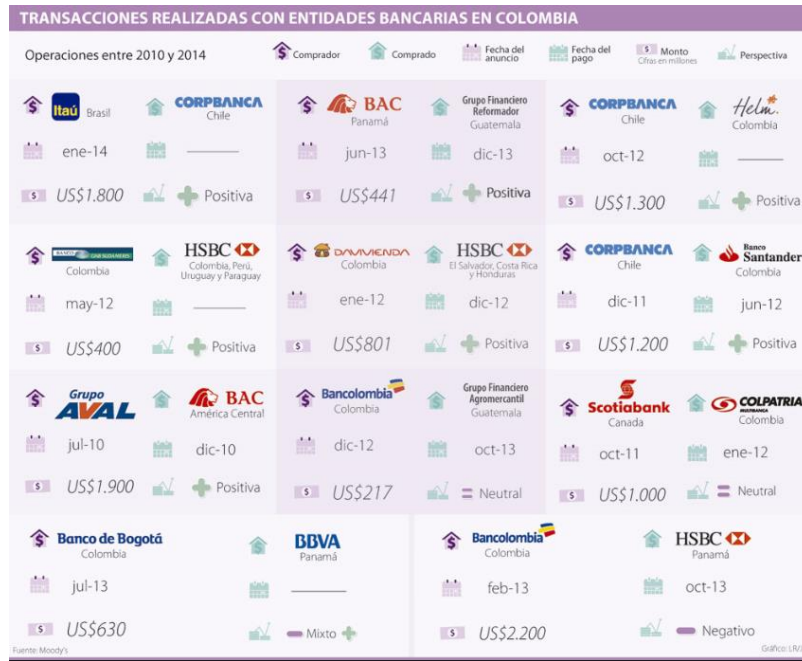
Cuadro 2. Comparativo de precio de las acciones

COMPARATIVO PRECIO DE LAS ACCIONES

	Precio de la acción antes de la compra (6 meses antes del mes de compra)	Precio de la acción después de la compra (1er día hábil después del mes de compra)
Grupo Aval - BBVA Panamá	1,280.00 (31 Enero 2013 - Preferencial)	1,395.00 (2 Ago 2013 - Preferencial)
Grupo Aval - BAC Credomatic	1,040(30 julio 2010- ordinaria)	1,700 (1 enero 2011 – ordinaria)
Davienda - HSBC Centroamérica	**fecha de anuncio – 19,780 (30 enero 2012)	23,340 (2 enero 2012)
Bancolombia adquiere el 40% de Grupo Financiero Agromercantil Guatemala	** Fecha de anuncio 30,000 (30 dic 2012)	26,500 (1 nov 2013)

Fuente: Elaboración propia, con base en datos de Bloomberg.

Figura 1. Transacciones realizadas con entidades bancarias en Colombia



Fuente: Diario La República (2014).

Cuadro 3. Principales Operaciones M&A

PRINCIPALES OPERACIONES M&A

Fecha	Target	País	Comprador	País	% Adquirido	Monto (Millones Us\$)
Jul-13	BBVA Panamá SA	Panamá	Grupo Aval	Colombia	98.8%	490.0
Jun-13	Grupo Reformador Guatemala	Guatemala	Grupo Aval	Colombia	100.0%	411.0
Feb-13	HSBC Bank Panamá	Panamá	Bancolombia S.A	Colombia	100.0%	2,100.0
Dec-12	Grupo Financ. Agromercantil	Guatemala	Bancolombia S.A	Colombia	40.0%	216.0
Jan-12	HSBC Panamá	Costa Rica, El Salvador, Hond.	Banco Davivienda SA	Colombia	100.0%	801.0
Nov-11	Banco Americano SA	Guatemala	Grupo Financ Ficohsa	Honduras	90.0%	?
Jul-10	BAC Credomatic SA	Centroamérica	Grupo Aval	Colombia	100.0%	1,920.0
Feb-08	Banco Altas Cumbres SA	Rep. Dominicana	Scotiabank	Canadá	100.0%	200.0
Feb-08	Banco de Antigua SA	Guatemala	Scotiabank	Canadá	100.0%	?
Oct-07	Corporación Interfín SA	Costa Rica	Scotiabank	Canadá	79.1%	293.5
Dec-07	Banco Agrícola SA	El Salvador	Bancolombia S.A	Colombia	97.7%	878.9
Dec-06	Grupo Financiero Cuscatlán	El Salvador, Guatemala, C. Rica	Citigroup	EE.UU	100.0%	1,510.0
Oct-16	Grupo Financiero Uno	Panamá	Citigroup	EE.UU	100.0%	1,400.0
Jul-06	Grupo Banistmo	Panamá	HSBC	Honk Kong	100.0%	1,769.6
Jun-06	Banco Americano SA	El Salvador	G&T Continental	Guatemala	100.0%	20.0
Sep-06	Banco de Occidente	Guatemala	Banco Industrial SA	Guatemala	100.0%	136.0
Feb-06	Inv. Financieras Bancosal	El Salvador	Grupo Banistmo SA	Panamá	56.0%	131.0
Mar-05	BAC Credomatic SA	El Salvador	General Electric CF	EE.UU	100.0%	1,000.0
Jan-05	Banco de Comercio	El Salvador	Scotiabank	Canadá	97.7%	180.0
TOTAL						13,457.0

Fuente: Elaboración propia, con base en Diario de Fusiones & Adquisiciones (2013).

1.5 SITUACIÓN DEL MERCADO Y LA ADQUISICIÓN DE BANCOLOMBIA A BANISTMO (PANAMÁ)

Colombia no fue ajena al proceso de globalización financiera. En los inicios de la década de 1990, el sistema financiero colombiano presentó una expansión importante con aparición de entidades financieras internacionales, oferta de nuevos servicios financieros y la consolidación de las entidades de crédito hipotecario. A finales de la misma década, la economía sufrió una profunda crisis financiera, caracterizada por la quiebra de entidades y el deterioro de la salud del sistema financiero. Durante la posterior recuperación, a comienzos de la década actual, se intensificó en gran medida la capacidad productiva de las instituciones financieras y se dio un proceso de fortalecimiento de las entidades sobrevivientes. En síntesis, en el período comprendido entre 1990 y 2007 se presentó un proceso de transformación en la composición del sistema financiero colombiano, y los procesos de fusión adquisición jugaron un papel protagónico en dicho proceso (García, Gómez, 2009, p.3-4).

En el 2011, Colombia logró que se le diera el grado de inversión, conferido por Standard & Poors, y la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos de Norte América. En cuanto a la inversión extranjera, tuvo un desempeño extraordinario, comparado con el 2010, ya que logró duplicarse. Esto hizo que las Fusiones y Adquisiciones se dinamizaran, y llevó, durante los siguientes años, a que compañías colombianas optaran por estos modelos de negocio, para poder expandirse y obtener mayor concentración del mercado, con lo cual logró una mayor capacidad de producción / servicio, debido a la diversificación. Es importante resaltar que, cada vez más, los gobiernos quieren incentivar la inversión extranjera en sus países, y lo hacen apoyados en los estándares de gobierno corporativo. Esto genera un ambiente institucional y legal, que favorece el desarrollo de los mercados.

Cuadro 4. América latina y el Caribe: Ingresos netos de IED, por países

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: Ingresos netos de IED por países 2000-2011 (Millones de dólares)

País	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Argentina	10,418.3	2,166.0	2,148.9	1,652.0	4,124.7	5,265.2	5,537.0	6,473.0	9,725.6	4,017.1	7,055.0	7,243.1
Bahamas	469.1	492.6	312.4	641.7	632.4	911.5	842.8	886.8	1,031.6	753.1	960.2	840.0
Barbados	19.4	18.6	64.6	121.7	24.0	127.6	297.8	394.2	470.3	303.5	344.0
Belice	23.3	61.2	25.4	-10.9	111.5	126.9	108.8	143.1	179.9	112.5	101.0	98.4
Bolivia (Estado Plurinacional de)	733.9	703.3	674.1	194.9	82.6	-290.8	277.8	362.3	507.6	425.7	671.8	858.9
Brasil	32,779.2	22,457.4	16,590.2	10,143.5	18,145.9	15,066.3	18,822.2	34,584.9	45,058.2	25,948.6	48,506.0	66,660.0
Chile	4,860.0	4,199.8	2,550.0	4,307.4	7,172.7	6,983.9	7,298.4	12,533.6	15,150.0	12,874.0	15,095.0	17,299.0
Colombia	2,436.5	2,541.9	2,133.7	1,720.5	3,015.6	10,252.0	6,656.0	9,048.7	10,619.6	7,137.1	6,899.3	13,234.2

Fuente: Elaboración propia con base en el Sistema de Información Minero Colombiano (Simco) (s.f).

Cuadro 5. Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED), en Colombia, por sector económico (2000-2010).

Año	Total	Sector Petrolero	Petroleo y explotación de minas y canteras	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Minas y canteras (Incluye carbon)	Manufacturera	Electricidad y gas	Construcción	Comercio, restaurantes y hoteles	Transportes, almacenamiento y comunicaciones	Servicios financieros y empresariales	Servicios comunales
2000	2,436	-384	123	0	507	556	13	-21	10	876	792	88
2001	2,542	521	1,044	12	524	261	-71	84	205	416	560	30
2002	2,134	449	915	-5	466	308	135	-4	116	345	293	31
2003 pr	1,720	278	905	8	627	289	68	-8	222	-47	243	40
2004 pr	3,016	495	1,741	3	1,246	188	88	74	202	481	244	-6
2005 p	10,252	1,125	3,282	6	2,157	5,513	-251	146	305	1,021	246	-16
2006 p	6,656	1,995	3,777	8	1,783	803	-141	156	523	1,061	464	4
2007 p	9,049	3,333	4,433	40	1,100	1,867	-79	210	803	414	1,319	40
2008 p	10,620	3,428	5,226	41	1,798	1,748	156	380	1,049	853	1,095	72
2009 p	7,137	2,428	5,453	28	3,025	621	-977	262	594	348	720	88
2010 p	6,899	2,781	4,536	67	1,755	656	36	298	370	-425	1,252	110
2011 p	13,234	5,083	7,704	131	2,621	533	585	454	2,264	1,421	343	-201

Fuente: Elaboración propia, con base en el Sistema de Información Minero Colombiano (Simco) (s.f).

Dentro del ámbito empresarial, existen -como estrategia de crecimiento y generación de valor- las Fusiones y Adquisiciones (M&A, siglas en inglés). Estas nacieron, debido a la necesidad de competencia en los mercados cada vez más globalizados, los cuales buscaban alcanzar sinergias operativas y/o financieras, alineadas con la estrategia corporativa (Zozaya, 2007). Según González, Peñaranda, Manzano (2013) buscaban economías a escala, aumentar la capacidad innovadora de la compañía o adquirir recursos para un crecimiento sostenido a largo plazo. Pero hay casos en los que las partes negociadoras actúan de forma tal que no se produce valor; por tanto, los accionistas

y analistas del mercado de la empresa que adquiere no percibe el valor ni las califica bien. Esto sucede, cuando los directivos no persiguen los objetivos de agregación o creación de valor (González, 2013). Según Zozaya (2007), las decisiones de adquisición que no generan valor, generalmente, están basadas en aumentar la utilidad por acción en el corto plazo, o por motivos de personalidad y ego de la gerencia que quiere aumentar su poder en el mercado. Son estrategias defensivas, en periodos de crisis y estancamiento de la demanda. Su propósito es ganar más participación en el mercado y aprovechar especulaciones de mercado, cuando la empresa está subvalorada. Esto sucedió con Helm Bank Colombia, 2011.

En el año 2013, se encontró que -en el entorno macroeconómico- la actividad económica mundial se fortaleció, a pesar de iniciar el año con incertidumbre y preocupación, por el panorama de lo que sería el año: la crisis por la que atravesaron los países europeos y una menor demanda de países como China, India y EEUU. En el ámbito local, la economía presentaba niveles adecuados de liquidez, y una menor volatilidad. Sin embargo, en el segundo semestre del año, el comportamiento del mercado local estaba claramente marcado por la tendencia que se vivía internacionalmente: los anuncios del desmonte gradual del programa de estímulo monetario de la FED (Tapering). A raíz de esto, Colombia vivió desvalorizaciones en los mercados de deuda pública y renta variable. Es importante resaltar que la moneda se desvalorizó frente al dólar.

El Grupo Bancolombia, a inicios de 2013, suscribió un acuerdo de adquisición con HSBC Latin America Holdings, para comprar HSBC Bank (Panamá), antes Banistmo; dentro de la transacción, incluyó el negocio de intermediación de valores, servicios fiduciarios, servicios bancarios y una compañía de seguros. La transacción se cerró en el último trimestre de 2013, cuando Bancolombia

pagó USD\$ 2.100 millones (financiada con caja e inversiones temporales y una emisión de acciones preferenciales en 2014), como contraprestación del 100% de las acciones ordinarias y el 90,1% de las acciones preferenciales del Banco. Esto dio, como resultado, una compra equivalente, aproximadamente, a PVL 3.0x y P/E de 16,8x. Con esta adquisición, Bancolombia sería el Banco número 1 en El Salvador y Panamá (así, se consolidó con Bancolombia Panamá) y número 4, en Guatemala.

Si se miraban, en ese momento, los múltiplos en los que se realizó la transacción -en comparación con otras adquisiciones realizadas en Centro América, durante los últimos años- era evidente que se ubicaban por encima de las transacciones comparables; sin embargo, es bueno resaltar que el ROE del Banco era superior a sus pares en Panamá y a los de Bancolombia. Adicionalmente, si se compara el ROE de la adquisición con el ROE de los bancos HSBC Centroamérica (adquiridos por Davivienda), la diferencia es muy notoria, puesto que el ROE de estos bancos, en el momento de la compra, eran, aproximadamente, 5% inferiores al 16,6% de HSBC Panamá.

HSBC Panamá, en el momento de la adquisición, contaba con un historial sólido, pues era el segundo banco más grande en Panamá, en términos de participación de mercado en créditos y depósitos de clientes. A septiembre de 2012 (última información disponible previa adquisición), HSBC Panamá contaba con, aproximadamente, USD\$7.600 millones en activos, USD\$ 5.600 millones en depósitos y USD\$ 5.700 millones en préstamos. Además, tenía más de 420.000 clientes, a quienes les prestaba servicio, a través de una red de 57 sucursales, 264 cajeros y de

2.300 empleados en Panamá, con unos indicadores de calidad de cartera de 1.3%, un ROE de 16,6% y un ROA de 1,7%; como puede observarse, son mejores a los presentados por Bancolombia en la misma fecha. Con base en los estados financieros a septiembre de 2012, HSBC Panamá representaba, en 2013, un 15% de los activos de Bancolombia, 13% del patrimonio, 9% de los ingresos y 14% de la utilidad neta.

A raíz del anuncio de la compra de los activos de HSBC Panamá, en un reporte divulgado por Deutsche Bank Group - Equity Research, y titulado “*Bancolombia Alert - Bancentralamerica could lead to share issuance*”, se concluyó que, según los cálculos internos (realizados por Deutsche Bank Group - Equity Research), Bancolombia se vería en la necesidad de emitir, aproximadamente, USD\$1.700 millones, lo cual representaría un porcentaje cercano al 13% de su actual capitalización bursátil. Este suceso fue confirmado a finales d 2013, con el anuncio de la intención, por parte de Bancolombia, de emitir acciones preferenciales que fueron adjudicadas en 2014. El total de la emisión fue por 110 millones de acciones a \$24.200 cada una.

Cuadro 6. Comparativo de Adquisiciones

Comparativo de adquisiciones

Adquisición	Banco/Comprador	Valor (USD Millones)	P/VL	P/U
2013 HSBC Panamá	Bancolombia	2,100	2.98x	16.8x
2012 Grupo Agromercantil Holding	Bancolombia	216	2.50x	15.0x
2012 Helmbank	Corpbanca	1,279	1.63x	14.20x
2012 Banco Santander	Corpbanca	1,225	2.73x	14.84x
2012 HSBC Centroamérica	Davivienda	801	1.40x	36.70x
2011 Banco Santander	Corpbanca	1,225	3.07x	18.24x
2011 Colpatría	ScotiaBank	1,000	3.57x	16.90x
2010 BAC Credomatic	Banco de Bogotá	1,920	2.07x	12.72x
2007 Colpatría	GE Money	289	2.33x	11.27x
2006 Banagricola	Bancolombia	900	2.06x	11.27x
2006 Megabanco	Banco de Bogotá	404	5.88x	13.96x
2006 Bancafé	Davivienda	1,100	2.38x	13.45x
2006 Bansuperior	Davivienda	226	2.94x	20.08x
2005 Banco Granahorrar	BBVA	423	1.75x	13.57x
Promedio			2.66x	16.37x

Fuente: Elaboración propia, con base en Alerta de Mercado – Corredores Asociados. Comisionista de Bolsa (2012).

2. MARCO CONCEPTUAL

2.1 GENERACIÓN DE VALOR Y EVA®

Actualmente, en el mundo empresarial, cada vez se utiliza con más fuerza el concepto de valor agregado y todo lo que gira en torno a este; es decir, valor agregado para los clientes, cadena de valor agregado, decisiones que agregan valor; entre otros conceptos. El concepto de agregación de valor no es nuevo. Desde el siglo XIX, los economistas clásicos lo mencionaban para decir que el capital tenía que rendir y generar ingresos mayores a su costo de oportunidad. Este concepto es el Objetivo Básico Financiero de la Empresa (el aumento de la riqueza y el patrimonio de los accionistas) (León, 2003). Cabe resaltar que el concepto de agregación de valor va de la mano con la gerencia de valor (GDV), la cual comporta una serie de procesos que permiten la correcta sincronía de los ejecutivos con el Direccionamiento Estratégico, para que las decisiones sean encaminadas por el permanente aumento de valor en la empresa (León, 2003). El EVA® es el método más utilizado desde que la firma Stern y Stewart & Co lo registrara y patentara.

¿Qué es el Economic Value Added (EVA®, por sus siglas en inglés)? Es un índice financiero que mide la agregación de valor como el valor residual (positivo o negativo) que resulta de la resta de la utilidad operativa, después de impuestos, menos el costo del uso de los activos operativos, medidos por el costo del capital. En otras palabras, es la diferencia entre la utilidad operativa que genera la empresa menos la que debería generar.

También, puede entenderse como el remanente que generan los activos operativos netos, cuando tienen una rentabilidad por encima del costo de capital (León, 2003). Stewart (1991), por su parte, menciona que el EVA® es una medida de utilidad neta, después de la deducción de costos operativos del negocio, que incluye el costo de capital de los accionistas. De hecho, este indicador es un buen método para medir el desempeño y la gestión de los directivos, con base en los resultados. “Este modelo ha venido a revolucionar y complementar la manera en la cual se evalúa una empresa, ya que posteriormente se utilizaban solo razones financieras, dictadas por las normas contables que en muchas ocasiones solo muestran parte de la realidad” (Grundy, 1998; Koller, 1994; Prober, 2000; Medina, 2000 citado en Saavedra, Saavedra, 2012).

Aunque el EVA no es un método común para valorar el desempeño de una entidad financiera, Uyemura (1996) en el “Journal of Applied Corporate Finance” de Morgan Stanley argumenta que el método EVA tiene una mejor correlación con los valores del mercado de los principales 100 bancos del mundo, que los métodos convencionales para valorarlos, sin embargo, es necesario hacer ajustes en el capital de trabajo (pasivos de Fondeo) y en el capital adicional para cumplir medidas regulatorias, que fueron tomadas para el desarrollo del ejercicio de valoración.

Por lo tanto, medir la generación de valor y crecimiento es importante en las empresas, para obtener ganancias futuras que esperan, por ejemplo, de una operación de Fusión o Adquisición. Para el accionista lo es más, puesto que es quien ha confiado en los directivos de la empresa, para que su capital crezca de manera sostenible. Cabe resaltar que la generación de valor de la empresa debe ser sostenible y poder generar una ventaja competitiva, frente a otras empresas de su mismo sector; esto hace que las empresas centren sus actividades de forma eficiente y económica. En cuanto al accionista, siempre buscará un retorno sobre la inversión, superior al costo de capital, y que su inversión esté segura, protegida, confiable y obtenga los resultados de acuerdo con el riesgo

tomado. Adicionalmente, en este trabajo, fue importante evaluar si para los accionistas y el mercado bursátil, en general, la adquisición que realizó Bancolombia, por medio de una valoración EVA®, se ejecutó de manera tal que generara un valor medible financieramente; puesto que era la más pertinente en este caso.

2.2 MODELO DE DESCUENTOS POR DIVIDENDOS (MDD)

El Modelo de descuentos por dividendos (MDD, por sus siglas en inglés) fue creado para calcular el valor intrínseco de las acciones ordinarias. Se hace bajo unos supuestos, respecto al valor esperado del crecimiento de los dividendos futuros, que se pagan a los accionistas de la empresa y de la tasa de descuento que se aplicaría.

2.3 RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)

La Rentabilidad Financiera (ROE, en inglés, Return on Equity) nace de la necesidad de poder precisar el rendimiento del capital empleado en una inversión. Este indicador se define como el cociente entre el beneficio neto, después de impuestos, sobre los fondos propios. Tradicionalmente, ha sido un ratio utilizado para medir la rentabilidad de una compañía. Cuanto más alto sea este indicador, mayor será la rentabilidad que la empresa puede llegar a tener en función de los recursos propios que emplea para su financiación. Este es un indicador que se utiliza para comparar empresas del mismo sector.

2.4 RETORNO SOBRE LOS ACTIVOS (ROA)

El Retorno sobre los Activos (ROA, en inglés, Return on Assets) hace referencia a la rentabilidad económica de la empresa, es decir, mide el beneficio (eficiencia) que genera el activo con independencia de las fuentes de financiación utilizadas. Este indicador se halla, calculando la utilidad operativa sobre el activo total. Según León (2009), mide el éxito de una empresa ya que, desde el análisis, se puede tener una visión amplia de los factores que inciden -tanto favorable como desfavorablemente- en el proceso de generación de valor de la empresa.

2.5 COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (WACC)

WACC (en inglés, Weighted Average Cost of Capital) es la tasa que se utiliza para descontar los flujos de fondos operativos para valorar la empresa. Engloba, en términos porcentuales, el costo de financiamiento que usará una empresa para fondear algún proyecto específico. El WACC es el promedio ponderado del costo de las fuentes de financiación (acciones y deuda financiera). Para calcular este indicador, se requiere conocer los costos de cada una de las fuentes de financiación, tasas de interés y efectos fiscales de cada una de las fuentes de financiación.

2.6 P/E RATIO

Price to Earnings (P/E RATIO) es un indicador de valoración de compañías. Mide la relación entre el precio de la acción de una empresa que cotiza en bolsa versus el ingreso por acción actual

de la compañía. Este indicador es una representación práctica del crecimiento de los ingresos por acción, que los accionistas en el mercado, esperan que genere la compañía.

2.7 PAYOUT RATIO

Es un indicador financiero que representa la porción de la Utilidad Neta, aquella que paga los dividendos a los accionistas; normalmente, denominado porcentaje. También, se le conoce como la porción del flujo de caja con la que se realiza el pago de dividendos. Para el caso en estudio, se utiliza como base la Utilidad Neta de Bancolombia. Este indicador es una métrica financiera fundamental, que permite determinar la sustentabilidad de los pagos de dividendos de la compañía en el futuro; pues si una compañía paga más del 100% de la utilidad neta, vería comprometido el pago de dividendos futuros a los accionistas.

2.8 NOPLAT

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes: en español, es el Beneficio Operativo neto, menos Impuestos. Mediante el uso de la utilidad operativa, o el ingreso operativo antes del pago del servicio de la Deuda, restando los impuestos producidos por la operación, se puede hallar un mejor

indicador de la eficiencia operativa de los ingresos. Por ejemplo, el NOPLAT es ampliamente utilizado en fusiones o adquisiciones, ya que permite el cálculo de caja libre de una inversión.

2.9 UTILIDAD POR ACCIÓN (UPA)

Hace referencia a la cantidad de la utilidad que le corresponde a cada una de las acciones. A mayor cantidad de utilidad, se obtiene mayor beneficio, en términos absolutos. Este indicador muestra el rendimiento que se alcanza por cada acción que la compañía posee. Este ratio es calculado de la siguiente manera: utilidad neta, menos dividendo preferencial, sobre promedio de las acciones comunes que se encuentran en circulación.

2.10 ADQUISICIONES

Este concepto hace referencia al proceso realizado por una empresa, cuando toma el proceso operacional de otra, siempre y cuando, se haya pactado un valor definido y se cumplan las regulaciones establecidas en el sitio donde residen. Es una negociación directa, por medio de la cual se adquieren los activos y acciones de otra compañía. Las entidades, a través la historia, han establecido las adquisiciones y/o las fusiones como los mecanismos de crecimiento, de

sostenimiento en el tiempo y de expansión hacia nuevos mercados. En algunas ocasiones, han utilizado esta herramienta para mejorar la eficiencia en costos, beneficios, nuevos productos; entre otros. Todo esto, impulsado por la globalización.

3. SOLUCIÓN DESARROLLADA

Para realizar este trabajo, se utilizaron dos métodos de solución. A continuación, se exponen las consideraciones de cada uno de ellos. Uno de los métodos de valoración más comunes, utilizados por analistas e inversionistas, es el Modelo por Descuentos de Dividendos (MDD), por su sencillez y rápida aplicabilidad. Los inversionistas, cuando compran acciones, esperan tener dos tipos de beneficios, realizables en caja: a) los dividendos que pagaría la inversión durante el período en el cual se tiene la acción y b) la valorización que obtenga el título en el que se invirtió, una vez se liquide, o se decida vender.

Este modelo MDD se utiliza normalmente, cuando la empresa, en la que se está invirtiendo, tiene una política de dividendos estable (Payout ratio) y predecible. Por ende, no es un modelo para startups; es importante resaltar que la empresa debe tener -en línea- el pago de dividendos con su capacidad de pago. Este método parte de la hipótesis de que el valor del Equity está determinado por los beneficios futuros, en dividendos, que produzca la inversión. Traduciéndolo

en fórmula matemática, quiere decir que el valor de la empresa depende plenamente de la sumatoria de los valores de estos beneficios, en una temporalidad infinita. Estos dividendos se descuentan a una tasa que representa el costo de los recursos propios, o la rentabilidad mínima, exigida por los accionistas K_e .

$$EqV = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1 + K_e)^i}$$

El método más sencillo y conocido de valoración por Dividendos es el desarrollado por Gordon (1962), denominado como su creador. Su solución radica en la hipótesis, en que la empresa que se va a valorar se encuentra en un punto, cuyo crecimiento es estable y el valor de sus acciones puede determinarse con solo los beneficios en dividendos esperados en el periodo siguiente. Se descuentan por la diferencia entre un Costo de recursos propios, K_e constante y un crecimiento perpetuo de los dividendos (g).

$$EqV = \frac{D_1}{(K_e - g)}$$

El modelo de Gordon considera los siguientes supuestos:

1. La empresa no se endeuda para el financiamiento del crecimiento.
2. La tasa de crecimiento g del dividendo perpetuo.
3. El retorno esperado por el inversionista es constante.
4. La tasa de crecimiento del dividendo debe ser menor al retorno esperado por los inversionistas.

Damodaran (2006) menciona que tener un K_e constante limita la percepción de riesgo del inversionista sobre el negocio, el mercado y las variables macroeconómicas que son volátiles en el mediano y largo plazo. Además, menciona que este modelo estima que el crecimiento de las utilidades y otras variables de rendimiento de la empresa son constantes e iguales a g , suponiendo una política de dividendos que no varía. Es una limitación que impidió el uso de este modelo en un ámbito profesional.

Por esto, Damodaran (2006) dice que, durante la práctica profesional, se han creado variantes al MDD que permiten solucionar las limitaciones que tiene el modelo académico, para que se puedan manejar crecimientos diferentes en el tiempo y, así, flexibilizar las soluciones y llegar a una valoración más consecuente. Una de las variantes más conocidas y utilizadas es el MDD, de dos etapas o intervalos temporales, para representar dos periodos, con diferentes crecimientos para la empresa: una primera etapa, con crecimientos variables y, probablemente, más altos; y una segunda etapa de crecimiento constante y perpetuo.

$$EqV = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + K_e)^i} + \frac{D_{n+1}}{K_e - g} * (1 + K_e)^{-n}$$

$$D_{n+1} = D_n(1 + g)$$

Como se puede notar, el Equity Value de la empresa es la sumatoria del valor presente de los dividendos que se van a pagar, descontados a un K_e (que no necesariamente tiene que ser el mismo en todos los periodos de tiempo), más el valor terminal, que es igual al valor presente de los dividendos perpetuos constantes, descontados a K_e , menos el crecimiento perpetuo g . Sin

embargo, esta modificación no resuelve el problema de los crecimientos perpetuos de la empresa, pues estos no pueden ser mayores al K_e .

El modelo de valoración, que se desarrolló en este trabajo, fue el MDD en dos etapas. Para la primera, se proyectó el comportamiento del Bancolombia, antes y después de la adquisición de Banistmo (Balance General, P&G y Flujo de Caja). Estos eran consecuentes a un nivel de solvencia estable y un crecimiento de cartera razonable, para ambos casos, durante 10 años. Se mantuvo un Payout ratio promedio para hallar los dividendos. En la segunda, se halló el valor terminal, o perpetuo, no con un crecimiento g , sino con el múltiplo P/E que los analistas esperaban de Bancolombia en cada periodo de estudio. Así, se resolvió el inconveniente del denominador, cuyo crecimiento no puede ser mayor al K_e . También, se tuvieron en cuenta las expectativas que asumía el mercado, respecto al crecimiento de los ingresos del banco.

El método de Valoración por EVA® es un modelo que depende del cálculo del EVA®, generado durante todos los años proyectados de la compañía. Se entiende como el valor agregado que genera una empresa, cuando obtiene una rentabilidad superior al costo del capital invertido.

$$EVA^{\circledR} = NOPAT_t - C_t \times WACC_t$$

Es un método complejo de valoración de empresas, pues, en la actualidad, todavía existen diferencias en su forma de emplear el EVA® para valorar una compañía; prácticamente, cada banca de inversión tiene una metodología propia. En este trabajo, elaboramos la valoración de

Bancolombia -antes y después de la adquisición de Banistmo en Panamá- con la metodología de Kislingerová (2000), presentada en una revista del Banco Nacional de Eslovaquia.

Se trabajaron las mismas proyecciones utilizadas para la valoración por MDD. Así, se logró una base más clara para la comparación de resultados. Con estas proyecciones, hallamos los Activos de Operación Netos, en los 10 periodos proyectados en cada valoración; después, se utilizaron como la base del cálculo de la rentabilidad del NOPLAT (NOPAT), que es la Utilidad Operativa después de impuestos.

Se realizó el cálculo del WACC, para Bancolombia, utilizando el Ke hallado en el método de MDD y agregando el costo de la deuda. Este WACC se restó a la rentabilidad del NOPLAT, en cada periodo, para mostrar si se agregó o destruyó valor (EVA®). Para hallar el valor de la compañía, se trabajó la siguiente metodología, explicada en Kislingerová (2000):

$$\text{Valor de la Operación} = \text{Capital invertido} + V.P \text{ EVA}^{\circledR}$$

$$\text{Valor de la Operación} = C_t + \sum_{t=1}^n \frac{EVA^{\circledR}_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{EVA_n / WACC_n}{(1 + WACC_n)^n}$$

Esto quiere decir que el Valor de la Operación del banco es igual al Capital Invertido inicial, más la sumatoria de los Valores Presentes de los EVA®, calculados en cada periodo, más el Valor Presente del Residual de Bancolombia hallado por EVA®. Para obtener el Valor del Patrimonio, al valor anterior, se le suma la caja y se le resta la deuda del periodo, en el que se está valorando el banco, y se divide por el número de acciones suscritas y pagadas en el periodo de valoración.

4. PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS

4.1 Tabla de indicadores 2010-2015

Es importante, antes de entrar en la evaluación de la adquisición de Bancolombia, analizar indicadores históricos de Bancolombia, tanto de rentabilidad como de calidad de cartera, para tener presente cuál es el comportamiento normal del Banco y ver cómo han cambiado estos indicadores con la adquisición de Banistmo. De igual manera, es importante saber cuáles son los indicadores de rentabilidad de Banistmo antes de ser comprado; así, se puede plantear una hipótesis fundamentada sobre los efectos de generación de valor del ejercicio de expansión de Bancolombia, con un M&A en Panamá.

Cuadro 7. Evolución de indicadores de rentabilidad, calidad de cartera y solvencia Bancolombia (2000-2015)

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	2.60%	2.40%	2.00%	1.60%	1.4%	1.5%
ROE	22.10%	23.10%	16.50%	16.0%	11.9%	13.8%
Margen neto de interés	6.20%	5.90%	6.50%	5.5%	5.7%	5.3%

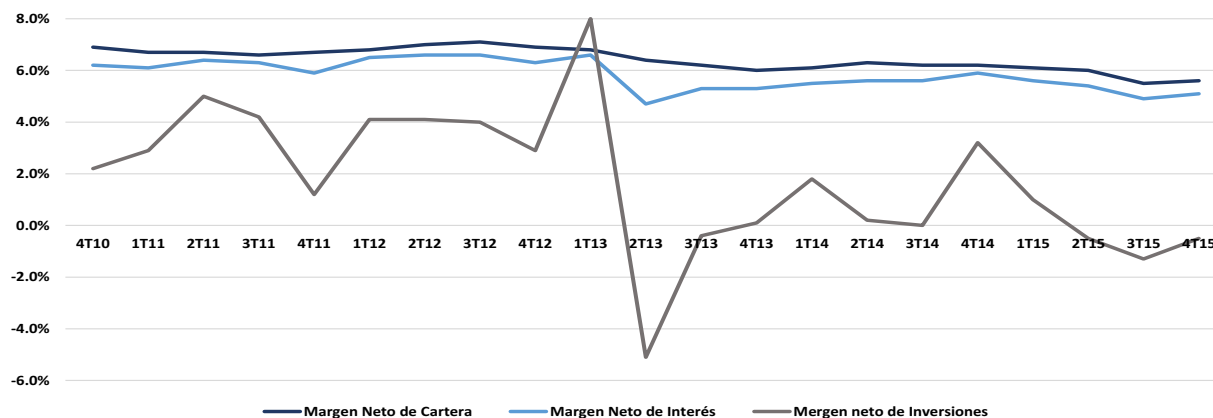
Calidad de los Activos	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CALIDAD	2.90%	2.18%	2.62%	2.9%	3.06%	2.98%
CUBRIMIENTO	179.80%	209.80%	177.30%	156.5%	118.68%	115.16%

Capital	2010	2011	2012	2013*	2014	2015
Solvencia	14.7%	12.5%	15.8%	10.3%	13.2%	12.5%

Fuente: Bancolombia y cálculos propios.

En Bancolombia, se puede notar un progresivo deterioro del ROA, durante -por los menos- los últimos seis años. Esto se explica, principalmente, por el mayor crecimiento de la cartera, respecto al crecimiento de la utilidad neta. EL ROE fue comprado con el crecimiento de la utilidad neta; y, al igual que el ROA, se ha venido deteriorando desde el 2012, por el mayor crecimiento del Patrimonio, proveniente de emisiones de acciones. Sin embargo, en 2014, el ROE tuvo una caída importante, pues, para mantener la relación de Solvencia -tras una nueva normativa, publicada en el 3T de 2013, y la adquisición de Banistmo- fue necesario emitir acciones preferenciales. El Margen Neto de Interés es un poco volátil durante los 6 años, pues depende también del margen de inversiones y del margen de cartera; sin embargo, se ve un deterioro progresivo en 2013 y 2014, respectivamente.

Figura 2. Margen Neto de Interés, Cartera e Inversiones trimestral de Bancolombia (4T 2010 – 4T 2015)



Fuente: Bancolombia y elaboración propia.

El Margen Neto de Inversiones, en 2013, se vio afectado por una desvalorización, en los TES, que llevó el margen de inversiones a -5,1%, entre junio y septiembre de 2013; acompañado por el deterioro de Margen Neto de Cartera, pues la adquisición de Banistmo en Balance se vio reflejada en el segundo semestre de 2013: contrajo -de forma extraordinaria- el Margen de Interés Neto, en el año 2013. En 2014, el Margen Neto de Interés aumentó respecto al 2013, debido, principalmente, al comportamiento del margen de Inversiones que no tuvo choques extraordinarios. Además, el Margen de Interés de Cartera se comportó estable, ligeramente superior al 2013; pero inferior al margen de 2010, 2011 y 2012; esto se atribuye, principalmente, al margen de cartera proveniente de Banistmo.

El indicador de calidad de la cartera venía en progreso de 2010 a 2012; sin embargo, de 2013 a 2015, se nota un deterioro, especialmente, por la menor calidad de la cartera proveniente de la adquisición de Banistmo Panamá y por el rápido crecimiento de la cartera de consumo en

Colombia. Además, el cubrimiento de la cartera viene bajando, en forma gradual, desde el 2012. Aunque el nivel de cubrimiento sigue siendo robusto: por encima del ciento por ciento.

El indicador de solvencia -durante el periodo de 2010 – 2012- se estaba calculando bajo una normativa de Basilea II para Colombia; por esto, se tenía un indicador alto. Pero, en 2013, se publicó, por parte de la Superintendencia Financiera, una nueva normativa para el cálculo del Indicador de Solvencia, respecto al Basilea III, en la que se incorporaban los activos ponderados por nivel de riesgo y goodwill, producto de la compra de Banistmo. Esto hizo que se contrajera el indicador de 15,77% (en 2012, y 15,30%, en el tercer trimestre de 2013) a 10,61%, al cierre de 2013. Por tanto, fue necesario realizar una emisión de acciones preferentes que ayudaron a aumentar un 2,3% la solvencia y a la capitalización de las utilidades de Banistmo de 2013, las cuales se encontraban en reserva hasta la Asamblea del banco, en marzo de 2014, que ayudó a aumentar la solvencia en 0,9%.

Cuadro 8. Resultados de la Valoración de Bancolombia antes de la adquisición de Banistmo por Dividendos Descontados en dos etapas.

BANCOLOMBIA

Flujo de Efectivo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad Operacional	1,816,395	1,883,759	2,461,789	2,324,458	2,754,015	3,202,038	3,585,306	3,974,651	4,269,381	4,857,852	4,413,329
(+) Otros Ingresos (Egresos)	481,288	408,147	358,591	353,607	317,431	291,729	272,784	249,884	230,746	213,467	196,661
(-) Impuestos	531,728	510,139	629,675	604,118	687,568	783,299	866,086	947,160	1,009,363	1,137,617	1,148,695
Utilidad Neta	1,765,956	1,781,766	2,190,706	2,073,947	2,383,878	2,710,468	2,992,004	3,277,375	3,490,764	3,933,702	3,461,295
Dividendos Pagados	1,236,169	1,247,236	1,533,494	1,451,763	1,668,715	1,897,328	2,094,403	2,294,162	2,443,535	2,753,591	1,315,292
Dividendos Pagados al Accionista	1,236,169	1,247,236	1,533,494	1,451,763	1,668,715	1,897,328	2,094,403	2,294,162	2,443,535	2,753,591	1,315,292
Indice de Solvencia	13.2%	12.5%	11.9%	11.2%	10.7%	10.2%	9.7%	9.4%	9.0%	8.6%	8.6%
Utilidad Neta											3,763,758
PE Ratio											11.10
Valor Terminal											41,777,710
Factor de Descuento	1.125	1.266	1.425	1.604	1.805	2.031	2.285	2.572	2.894	3.257	3.665
Valor Presente	1,098,496	984,895	1,076,078	905,270	924,666	934,255	916,440	892,049	844,313	845,483	358,879
VPN Bancolombia	9,780,823	46%									
Valor Perpetuo	11,399,101	54%									
(+) Inversiones en otras sociedades	2,931,365										
Valor Patrimonio	24,111,290										
Acciones	851,827										
Valor por Acción	28,305										

Multiplo Terminal PE Ratio	Costo del Capital (Ke)		
	13.5%	12.5%	11.5%
11.4 x Veces	27,330	28,667	30,735
12.4 x Veces	28,447	29,873	32,069
13.4 x Veces	29,564	31,078	33,404

Fuente: Los autores. Cálculos propios.

Cuadro 9. Resultados de la Valoración de Bancolombia después de la adquisición de Banistmo por Dividendos Descontados dos etapas.

BANCOLOMBIA

Flujo de Efectivo	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad Operacional	2,141,901	2,003,227	2,599,924	3,353,221	3,874,918	4,312,247	4,938,328	5,440,285	5,910,853	6,435,280	6,885,745
(+) Otros Ingresos (Egresos)	325,895	430,669	448,559	395,682	418,596	414,632	403,492	406,056	401,939	393,733	390,562
(-) Impuestos	589,075	662,583	893,731	1,125,243	1,288,710	1,418,786	1,603,362	1,754,795	1,894,802	2,049,747	2,184,003
Utilidad Neta	1,878,721	1,771,313	2,154,752	2,623,660	3,004,804	3,308,093	3,738,458	4,091,546	4,417,990	4,779,267	5,092,303
Dividendos Pagados	734,805	692,795	842,766	1,026,165	1,175,238	1,293,860	1,462,184	1,600,284	1,727,963	1,869,265	1,991,700
Dividendos Pagados al Accionista	734,805	692,795	842,766	1,026,165	1,175,238	1,293,860	1,462,184	1,600,284	1,727,963	1,869,265	1,991,700
Índice de Solvencia	12.2%	15.3%	14.6%	14.1%	13.7%	13.3%	12.9%	12.7%	12.4%	12.1%	12%

G = Gradiente (Growth Factor)	
G = Nominal (Growth Factor)	3.00%
Valor en libros Terminal	36,807,900
Múltiplo Terminal PVL	1.70
Valor Terminal	62,573,429
Utilidad Neta	5,626,256
PE Ratio	12.4 x
Valor Terminal	69,484,257

Factor de Descuento con Ke	1.125	1.27	1.43	1.60	1.80	2.03	2.29	2.57	2.89	3.26	3.67
Valor Presente	-	547,074	591,383	639,881	651,221	637,104	639,803	622,245	597,062	573,953	543,438

VPN Bancolombia	6,043,163	24%
Valor Perpetuo	18,958,868	76%
(+) Caja de emision	-	0 #Acct.2014

Valor Patrimonio	25,002,031
-------------------------	-------------------

# Numero de Acciones	961,827
-----------------------------	----------------

Valor por Acción	25,995	40.8 x ADR
-------------------------	---------------	-------------------

Múltiplo Terminal PE Ratio	Costo del Capital (Ke)		
	13.5%	12.5%	11.5%
11.4 x Veces	22,436	24,398	26,720
12.4 x Veces	23,887	25,995	28,487
13.4 x Veces	25,340	27,590	30,253

Fuente: Los autores. Cálculos propios.

La valoración por Flujo y Dividendos -pagados al accionista, descontados en dos etapas, antes de la adquisición de Banistmo Panamá- dio, como resultado, \$28,305 como precio de la acción, con un K_e del 12.5% y un PE ratio de 11.1. En efecto, este es el promedio del mercado para el año 2013. Si se realiza con un PE de 12.4 (promedio del mercado cuando Bancolombia adquirió a Banistmo), el precio de la acción sería \$29,873.

Con esta misma metodología, se realizó una valoración de Bancolombia, después de la adquisición de Banistmo. Dio, como resultado, un precio de \$25,995 por acción, inferior en un -8.16% a la valoración con los estados financieros sin Banistmo. Toda esta valoración se realizó con un K_e del 12.5% y un PE ratio de 12.4; este es el múltiplo de Bancolombia en el mercado, para el año 2014. Si se compara con el anterior precio (el precio de la acción hallado antes de la compra Banistmo), con un PE de 12.4, en vez del 11.1, el precio de \$25.995 sería un -12,98 % inferior.

Bancolombia se vio en la necesidad de emitir acciones para adquirir Banistmo, porque debía mantener la relación de solvencia dentro del rango exigido por la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera), y no como mecanismo para financiar la compra. En efecto, la Superfinanciera, en el 2013, publicó una nueva normatividad, en la que exigía más capital por la cartera emitida. Por ende, una vez los Estados Financieros Consolidados de Bancolombia reflejaran el aumento de cartera proveniente de Banistmo, el capital no sería suficiente para mantener un indicador de solvencia fuerte, ni para sostener el crecimiento a futuro de la cartera.

Por este motivo, si se retiran esas acciones emitidas por Bancolombia, en la valoración después de Banistmo, el precio por acción sería \$29,352 y no \$25,995. Esto deja entrever que la adquisición no generó un mayor precio en la acción para los accionistas (29,873 precio de la acción antes de Banistmo) y, en cambio, diluyó la acción.

Cuadro 10. Resultados de la Valoración de Bancolombia antes de la adquisición de Banistmo por Método EVA®.

Valoración EVA® - Antes	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023
Activos Netos PPE Prop.Planta.Equipo	1,641,189	1,640,732	1,644,447	1,672,030	1,713,705	1,767,935	1,841,775	1,933,322	2,043,722	2,176,286	2,328,847
Incremento del Capital de Trabajo (Cartera - Fondo)	14,229,199	12,145,480	13,789,247	18,044,043	18,918,904	20,643,383	21,968,930	24,376,747	26,546,596	29,474,176	33,386,810
Incremento Activos Fijos	307,463	304,174	342,066	376,682	415,341	455,592	499,739	547,689	598,846	654,881	712,325
Inversión Bruta	14,536,662	12,449,654	14,131,313	18,420,726	19,334,245	21,098,975	22,468,669	24,924,437	27,145,442	30,129,057	34,099,135
Depreciación	-288,584	-304,632	-338,350	-349,099	-373,666	-401,362	-425,899	-456,142	-488,446	-522,317	-559,764
Inversión Neta	14,248,077	12,145,022	13,792,963	18,071,626	18,960,579	20,697,613	22,042,770	24,468,295	26,656,996	29,606,740	33,539,371
Incremento Patrimonio (Cap y Reservas) Solvencia	1,123,679	534,530	657,212	622,184	715,163	813,140	897,601	983,212	1,047,229	1,180,111	2,146,003
Activos Netos de Operación Finales	15,371,756	12,679,552	14,450,175	18,693,810	19,675,742	21,510,753	22,940,371	25,451,507	27,704,226	30,786,851	35,685,374
EBIT (Earning Before Interest and Taxes)	1,816,395	1,883,759	2,461,789	2,324,458	2,754,015	3,202,038	3,585,306	3,974,651	4,269,381	4,857,852	4,413,329
Impuestos (Taxes)	531,728	510,139	629,675	604,118	687,568	783,299	866,086	947,160	1,009,363	1,137,617	1,148,695
NOPLAT	1,284,668	1,373,620	1,832,115	1,720,340	2,066,447	2,418,740	2,719,220	3,027,491	3,260,018	3,720,235	3,264,634
NOPLAT / Activos Netos Oper.	9.4%	8.9%	14.4%	11.9%	11.1%	12.3%	12.6%	13.2%	12.8%	13.4%	10.6%
WACC	5.6%	5.9%	6.3%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
EVA®	586,041	387,266	1,175,155	1,069,199	984,310	1,342,590	1,511,699	1,818,687	1,872,036	2,271,109	1,624,565
Factor de Descuento	1.056	1.12	1.19	1.26	1.34	1.42	1.51	1.60	1.69	1.80	1.90
										Valor Residual	26,845,559
EVA® Descontados	554,848	346,286	988,367	846,867	735,142	945,509	1,003,855	1,138,798	1,105,315	1,264,424	852,855
Valor Presente Residual EVA	14,093,229										
Valor Presente EVA	8,929,411										
+Cap. Inicial	13,616,952										
Valor de la Operación	36,639,592										
(-) Deuda	36,826,708										
(+) Caja	20,709,219										
Valor Patrimonio	20,522,103										
Acciones	851,827,000										
Valor por Acción	24,092										

Valoración Método EVA® antes de Banistmo

Fuente: Los autores. Cálculos propios

Cuadro 11. Resultados de la Valoración de Bancolombia después de la adquisición de Banistmo por Método EVA®.

Valoración EVA® - Después	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024
Activos Netos PPE Prop.Planta.Equipo	2,438,790	2,318,425	2,241,123	2,218,048	2,219,005	2,251,600	2,324,100	2,444,845	2,605,189	2,815,337	3,089,970
Incremento del Capital de Trabajo (Cartera - Fondo)	34,147,903	17,139,427	22,038,631	37,217,608	37,843,982	42,796,194	48,473,058	54,968,730	62,328,264	72,020,777	82,451,764
Incremento Activos Fijos	661,871	356,400	424,138	496,146	560,888	628,393	707,725	804,602	895,733	1,002,930	1,132,266
Inversión Bruta	34,809,774	17,495,828	22,462,770	37,713,754	38,404,871	43,424,587	49,180,784	55,773,331	63,223,996	73,023,707	83,584,030
Depreciación	-537,129	-476,766	-501,440	-519,221	-559,931	-595,799	-635,225	-683,856	-735,389	-792,782	-857,633
Inversión Neta	34,272,645	17,019,061	21,961,330	37,194,533	37,844,940	42,828,788	48,545,558	55,089,475	62,488,607	72,230,925	82,726,397
Incremento Patrimonio (Cap y Reservas) Solvencia	5,342,347	1,078,518	1,311,986	1,597,495	1,829,566	2,014,233	2,276,274	2,491,262	2,690,028	2,910,001	3,100,603
Activos Netos de Operación Finales	42,053,782	20,416,004	25,514,439	41,010,076	41,893,511	47,094,621	53,145,932	60,025,582	67,783,824	77,956,264	88,916,970
EBIT (Earning Before Interest and Taxes)	2,520,352	2,495,455	3,424,473	4,430,008	5,248,015	6,057,122	7,026,408	8,239,800	9,106,608	9,933,768	11,139,169
Impuestos (Taxes)	831,716	873,409	1,198,566	1,550,503	1,836,805	2,119,993	2,459,243	2,883,930	3,187,313	3,476,819	3,898,709
NOPLAT	1,688,636	1,622,046	2,225,908	2,879,505	3,411,210	3,937,129	4,567,165	5,355,870	5,919,295	6,456,949	7,240,460
NOPLAT / Activos Netos Oper. WACC	9.9% 5.6%	3.9% 5.9%	10.9% 6.3%	11.3% 6.2%	8.3% 6.1%	9.4% 6.1%	9.7% 6.1%	10.1% 6.1%	9.9% 6.1%	9.5% 6.1%	9.3% 6.1%
EVA®	1,781,685	-413,356	1,170,057	2,091,515	949,499	1,575,985	1,937,874	2,416,717	2,582,405	2,708,415	2,877,644
Factor de Descuento	1.056	1.12	1.19	1.26	1.34	1.42	1.51	1.60	1.69	1.80	1.90
										Valor Residual	47,552,401
EVA® Descontados	1,686,852	-369,615	984,078	1,656,599	709,143	1,109,877	1,286,860	1,513,263	1,524,741	1,507,892	1,510,689
Valor Presente Residual EVA	24,963,788										
Valor Presente EVA + Cap. Inicial	11,609,690 17,128,635										
Valor de la Operación	53,702,114										
(-) Deuda (+) Caja	60,019,621 29,214,436										
Valor Patrimonio Acciones	22,896,929 961,827,000										
Valor por Acción	23,806										

Valoración Método EVA® después de Banistmo

Fuente: Los autores. Cálculos propios

Por otro lado, se realizó la valoración de Bancolombia -antes y después de la adquisición- con la metodología del EVA® y el mismo WACC de 5.6%, para el primer año de valoración; el último año de valoración terminó en 6.1%. Este WACC fue calculado tomando en cuenta el mismo K_e de la metodología pasada (MDD), y con las mismas proyecciones de ingresos, cartera y fondeo.

Para la valoración realizada antes de la adquisición de Banistmo, con la metodología EVA®, el precio de la acción dio -como resultado- un valor de \$24,092 de pesos: superior en 1.20% a \$23,806, precio de la acción resultante de la valoración, con la misma metodología realizada al Banco, después de la adquisición de Banistmo. Si comparamos el precio previo a la adquisición (\$24.092) con la post-adquisición, sin la emisión de acciones de \$26,880, es superior en un 10.37%. Esto permite ver que la adquisición de Banistmo generó una agregación de valor para Bancolombia, pero con un nivel de solvencia riesgoso, según la normatividad colombiana. Por tanto, es una estrategia de expansión en el mercado Centro Americano, y no una compra que agregara valor al accionista.

5. CONCLUSIONES

Las adquisiciones y fusiones han sido una herramienta bastante utilizada por muchas empresas de diferentes sectores, para crecer y consolidarse, tanto en el mercado local como internacional. Como también, para generar valor a los inversionistas. A partir del estudio anterior, se puede concluir:

- Después de realizadas las valoraciones, se observa que el precio de la acción de Bancolombia, después de la adquisición del banco Banistmo en Panamá, es inferior al previo de la adquisición, tanto por el método de MDD como por EVA®.
- Una de las razones de la diferencia en precios que produjo la adquisición de Banistmo, por ambos Métodos de Valoración, es la necesidad que tuvo Bancolombia de emitir acciones para mantener la relación de solvencia exigida por la Superintendencia Financiera de Colombia, para lo cual se tuvo que diluir la participación a los accionistas.
- La adquisición de Banistmo no le generó a Bancolombia un mayor valor, pero sí aceleró el crecimiento del Banco en cartera e ingresos obtenidos por la misma.
- La cartera de Banistmo le generó una mayor carga de provisiones a Bancolombia, por la menor calidad presentada; por ende, un menor margen de interés neto (NIM).
- La rentabilidad de Bancolombia se redujo: tanto en ROE (rentabilidad sobre Patrimonio) como en ROA (rentabilidad sobre Activos). Esto sucedió por dos causas, principalmente: a) la necesidad del banco de emitir acciones para mantener su margen de solvencia en línea con la regulación colombiana y b) por el crecimiento inorgánico

de la cartera proveniente de consolidación de Balances de Banistmo, que no necesariamente condujo a un crecimiento en utilidades netas de la misma magnitud.

- Después de la adquisición de Banistmo, se deterioraron tanto los indicadores de Calidad de cartera como el de Cubrimiento.

6. REFERENCIAS

Andonova, V.; Rodríguez, Y.; Sánchez, I. (2010). *El valor estratégico de la espera en las fusiones y adquisiciones colombianas: 1995-2008*. Revista de Globalización, Competitividad & Gobernabilidad. 4(1).

Ávila, S.; Ramírez, L. (2014). *Reporte Financiero Burkenroad: Banco de Bogotá*. Universidad Eafit.

Castañeda, J. Gálvez, A. *Flujos de Inversión Directa en Colombia 2000-2011*. Consultado el 3 de septiembre de 2015, de: <http://www.simco.gov.co/LinkClick.aspx?fileticket=JjRTKL4IyzE=&tabid=128>

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation. Tools and Techniques to Determining the Value of any Assets*. New York. John Wiley & Sons, Inc.

Dolz, C.; Iborra, M. (2014). *¿Cómo pueden crear valor las empresas adquirida y adquirente en un proceso de integración aprendiendo del socio o con el socio?* Revista de Globalización, Competitividad & Gobernabilidad. 8(3), 96-112.

Fernández, P. (2008). *Valoración de Empresas por Descuento de Flujos: 10 métodos y 7 teorías*. Barcelona, España: IESE Business School. Universidad de Navarra. DI-766

García, A.; Gómez, J. (2009). *Determinantes de las fusiones y adquisiciones en el sistema financiero colombiano. 1990-2007*. Borradores de Economía. (550), 3-4.

Gómez, M. (2013). *Valoración de Empresas*. Memoria del trabajo de grado curso académico 2012-2013 Universidad de la Rioja. España.

González, Y.; Peñaranda, M.; Manzano, O. (2013). *Creación de valor y rendimiento en las estrategias de diversificación, fusión y adquisición*. Revista Ingenio Ocaña, Colombia: UFFPSO. 6(1), 1-2.

Grupo Aval de Colombia acuerda la adquisición del 100% de BBVA Panamá en US\$ 490 millones. Consultado el 20 de Agosto de 2015 de: <http://www.diariodefusiones.com/?page=ampliada&id=672>

Hernández, A.; Ortiz. (2012). *Bancolombia anuncia acuerdo para la compra HSBC Panamá. Alerta de Mercado*. Corredores Asociados, Comisionista de Bolsa.

Kislingerová, E. (2000). *USING OF THE ECONOMIC VALUE ADDED MODEL FOR VALUATION OF A COMPANY*. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. 38-39

León, O. (2003). *Valoración de empresas y gerencia del valor y EVA®*. Cali: Prensa Moderna Editores.

León, O. (2009). *Administración Financiera: Fundamentos y Aplicaciones*. Cali: Prensa Moderna Editores.

López, R. (2014). *Siete de las once adquisiciones de los bancos locales tendrán un impacto positivo*. Consultado el 10 de agosto de 2015, de http://www.larepublica.co/finanzas/siete-de-las-once-adquisiciones-de-los-bancos-locales-tendr%C3%A1n-un-impacto-positivo_114876

Luna, C.; Saavedra, M.; Saavedra M. (2012). *La generación de valor corporativo a través de las fusiones: Aplicación de los modelos EVA® y FED*. Compendium. (29).

Méndez, S.; Feito, I. (2011). *Valoración de las fusiones y adquisiciones por los accionistas adquirentes*. Madrid, España: Universia Business Review. (29). 50-64.

Plaza, M. (2005). *Documento de Investigación Teoría: El Modelo de Descuento de Dividendos*. Lima, Perú: Pontificia Universidad Católica del Perú.

Saavedra, María. (2004). *La valuación de las empresas en México, aplicación del modelo de valor económico agregado 1991-2000*. México DF, México: Revista Contaduría y Administración, (214), 2-10.

Saavedra, M. L. y Saavedra, M.J. (2012). *El Valor Económico Agregado y su relación con el valor agregado de mercado, la utilidad por acción y el rendimiento de los activos, en México: 2001-2008*. Oaxaca, México: Revue Recherches en Sciences de Gestion Management Sciences Ciencias de Gestión. (90), 19-40.

Uyemura D. (1996). *EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement*. Oxford, United Kingdom: Journal of Applied Corporate Finance, 9.2, 94-113.

Zozaya, N. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección General de Política de la PYME, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Madrid.

