

## Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

**BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA**  
UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
Chía - Cundinamarca

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA**  
**INSTITUTO DE POSTGRADOS- FORUM**  
**RESUMEN ANALÍTICO DE INVESTIGACIÓN (R.A.I)**

**ORIENTACIONES PARA SU ELABORACIÓN:**

*El Resumen Analítico de Investigación (RAI) debe ser elaborado en Excel según el siguiente formato registrando la información exigida de acuerdo la descripción de cada variable. Debe ser revisado por el asesor(a) del proyecto. EL RAI se presenta (quema) en el mismo CD-Room del proyecto.*

No.	VARIABLES	DESCRIPCIÓN DE LA VARIABLE
1	<b>NOMBRE DEL POSTGRADO</b>	Especialización en Finanzas y Mercado de Capitales
2	<b>TÍTULO DEL PROYECTO</b>	Base teórica del Caso Interbolsa
3	<b>AUTOR(es)</b>	Jennifer Michelle Aguilar Varela y Carlos Joaquín Gutierrez Orjuela
4	<b>AÑO Y MES</b>	2014, ENERO
5	<b>NOMBRE DEL ASESOR(a)</b>	Oscar Montilla
6	<b>DESCRIPCIÓN O ABSTRACT</b>	Este trabajo descriptivo quiere retomar desde el punto de vista analítico, teórico y financiero la evolución del caso denominado Interbolsa partiendo desde el año 2006 hasta su liquidación retomando los orígenes, trayectoria y desempeño, identificando los principales aspectos claves que generaron la liquidación de Interbolsa S.A. Evaluando el comportamiento del mercado, antes, durante y después de la liquidación a través de la evaluación de los índices e indicadores financieros del grupo empresarial. This descriptive essay wants to resume from the point of analytical, theoretical and financial evolution of the case called Interbolsa starting from 2006 until his foreclosure retaking the origins, history and development, therefore identifying the main key issues that led to the settlement of Interbolsa SA evaluating the market behavior before, during and after foreclosure through the evaluation of facts and financial indicators of the business group.
7	<b>PALABRAS CLAVES</b>	Interbolsa, Business History, Mercado de Valores, Comisionista, Evaluación Financiera.
8	<b>SECTOR ECONÓMICO AL QUE PERTENECE EL PROYECTO</b>	Sector Financiero
9	<b>TIPO DE ESTUDIO</b>	Trabajo descriptivo
10	<b>OBJETIVO GENERAL</b>	Elaborar una descripción analítica y teórica desde el punto de vista financiero del caso denominado Interbolsa partiendo desde el año 2006 hasta lo corrido del 2013.
11	<b>OBJETIVOS ESPECÍFICOS</b>	i. Realizar un recuento de los orígenes, trayectoria y desempeño de Interbolsa S.A ii. Identificar y destacar los principales aspectos claves que generaron la liquidación de Interbolsa S.A. iii. Evaluar el comportamiento del mercado, antes, durante y después de la liquidación de Interbolsa S.A. iv. Elaborar el recuento financiero de Interbolsa S.A v. Examinar los índices e indicadores financieros Interbolsa S.A.

12	<b>RESUMEN GENERAL</b>	<p>La historiografía empresarial es conocida como “Business History” busca reconstruir el desenvolvimiento de un fenómeno con el fin de comprender, explicar la dinámica, y el comportamiento de las empresas determinando una serie de dimensiones, entre estas, se destaca, los orígenes, funciones, estructura, estrategia, trayectoria, y desempeño</p> <p>Recientemente, el Mercado de Valores colombiano presentó una de las crisis más dramáticas de las que se tenga memoria, la cual está ligada a una de las más importantes Sociedades Comisionistas de Bolsa de la década en el mercado financiero, Interbolsa S.A. De esta circunstancia nace la necesidad de realizar un recuento del proceso de desarrollo económico y financiero de la firma. Dado que en el país, la información respecto a este tema es limitada y no se ha profundizado en los hechos claves que estimularon el desenlace que todos conocen.</p> <p>Las Sociedades Comisionistas de Bolsa son sociedades anónimas cuyo objeto es el contrato de comisión para la compraventa de valores en la Bolsa en la cual deberán estar adscritos. tienen una serie deberes para con sus clientes entre los cuales se destaca Adoptar políticas y procedimientos para que la información dirigida a sus clientes o posibles clientes sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara.</p> <p>Interbolsa en sus inicios se consolidó como una de las firmas líderes del mercado, hecho confirmado por el excelente desempeño, en particular, al evaluar los indicadores, para el 2006 ya se encontraba posicionado como el actor más importante de la industria de mercado de capitales, esto soportado por su posición patrimonial sin embargo en el 2008 inicia un proceso de reorganización empresarial donde especializo el objeto social y el manejo de las actividades y se logró eliminar las interferencias tanto operativas como no operativas. No obstante, es importante aclarar que la nueva Interbolsa Holding S.A continuo sujeta a la Superintendencia Financiera</p> <p>En 2010 y 2011, los diversos indicadores financieros permanecieron con las mismas tendencias después de la creación de la Holding márgenes de operación cercanos al 8%, márgenes de utilidad cercanos al 6%; razones corriente muy en su punto de equilibrio (1.1) y niveles de endeudamiento cercanos al 90%, estos dos últimos nos muestran a las claras que si bien el sistema mantenía su constante evolución, el nivel de riesgo que se tomo fue demasiado alto, pues en ningún momento se observa cambio en la política de inversión de la compañía, sin embargo en los resultados de 2011, el retorno de la utilidad frente al patrimonio (R.O.E), mostro una un considerable disminución llegando al 10.31% desde el 20.44% de 2010. La crisis había llegado, Interbolsa hasta 2011, no había visto su EVA por debajo de 7000 en ninguna ocasión, en 2011 llego a 6.700</p>
13	<b>CONCLUSIONES.</b>	<p>Este trabajo de investigación se realizó bajo la línea académica Business History, analizando una compañía que impacto en el mercado de valores colombiano desde su creación hasta su inminente liquidación, Interbolsa S.A. Es de notar, que desde 1990 hasta mediados de 2009, Interbolsa era una comisionista líder en el mercado, la cual desarrolló una estrategia de crecimiento acelerado en este periodo, focalizada principalmente en la fuerte concentración del patrimonio en inversiones de posición propia, por lo cual sus ingresos en su mayoría provenían de esta línea de inversión, lo que generó un alto nivel de exposición frente al riesgo de mercado.</p> <p>Se debe destacar la continua señalización de los informes de las diversas calificadoras de riesgo que se encargaron de examinar y calificar a la comisionista, en el aspecto, de exigir una mayor diversificación de sus fuentes de liquidez para reducir el inminente riesgo derivado de estas inversiones, en particular, por el comportamiento del mercado. Sin embargo este nivel de concentración no se logró reducir al nivel adecuado para evitar su liquidación. Lo cual genera inquietudes en la forma de calificación de dichas compañías pues aunque observaban el alto riesgo siempre calificaron positivamente a Interbolsa.</p> <p>A partir, del 2005, se enfatizó que Interbolsa se había focalizado en obtener fuentes de financiación de corto plazo, en particular, operaciones de recompra y simultaneas, incrementando el riesgo de la compañía. En este mismo año, se realizó una emisión de acciones con el propósito de fortalecer patrimonialmente la firma y el negocio de posición propia, la cual fue aprobada por la Superintendencia de Valores, con la Resolución 644. Por su parte, en este mismo año Interbolsa fue sancionada por realizar operaciones no autorizadas, lo cual fue un fenómeno que aunque no es objeto de esta investigación, se observó durante varios años y afecto a un sinnúmero de inversionistas en el país en el momento de la forzosa liquidación de Interbolsa.</p> <p>En el 2008, Interbolsa realiza una reorganización empresarial, con el fin de estructurar un grupo económico o Holding, con ello las negociaciones de la comisionista por posición propia se redujeron considerablemente respecto a los años anteriores, pues la mayoría se trasladaron a la Holding. En este periodo, el principal nicho fue las personas naturales, medianas empresas, corporativas, el sector financiero y los fondos internacionales, reduciendo su histórica concentración en el negocio de posición propia, pero incrementando el riesgo de los agentes de la economía, debido a que este año, en</p>

particular, estuvo influenciado por la fuerte crisis económica internacional. Por lo que Interbolsa presentó resultados negativos frente a los años anteriores (se contrajo el patrimonio en un 66%, los activos en un 53%, mientras que los pasivos no disminuyeron en la misma proporción, 17%). Con los nuevos cambios estructurales la empresa continuó en gran medida concentrando el apalancamiento en su pasivo corriente, es de destacar, que la estructura de deuda de la empresa esta correlacionada con su estructura de inversión por el objeto social de la compañía, para el 2008 por la nueva composición de la sociedad comisionista, la cual concentra la deuda en compromisos originados en la realización de operaciones simultáneas sobre simultáneas. Para el 2009, Interbolsa se recupera debido al buen comportamiento de las posiciones tomadas en operaciones simultaneas, sin embargo la concentración en la mismas aumentan y por ende el riesgo.

Interbolsa continuó con la estrategia planteada desde la creación de la misma, altas concentraciones en un solo tipo de inversión, y al ser operaciones relacionadas con operaciones simultáneas se genera obligaciones corrientes de un solo tipo, además vemos una estructura sobre apalancada. Sin embargo, la diferencia radicaba en que la estrategia comercial de la compañía había sido exitosa y se logró incrementar considerablemente el número de clientes, a los que se les ofreció productos y servicios diferenciados.

Por su parte, se debe destacar que el nivel de endeudamiento de Interbolsa desde el 2009 siempre rodeo el 90% sobre el total disponible, lo que significaría que con cualquier volatilidad del mercado no se lograría cumplir con los compromisos. Además, a pesar de que las operaciones siempre estuvieron concentradas en repos o en operaciones de simultáneas sobre simultáneas, las principales fuentes de ingresos en la época de crisis estuvieron ligadas a operaciones cambiarias.

No obstante, la apuesta que ocasionó la inminente liquidación fue con la empresa Fabricato, hasta finales del 2010 la acción de Fabricato se negociaba en un rango que no excedía los 30 pesos por acción y era sumamente liquida y barata en el mercado lo que la hacía ideal para realizar apalancamientos. Pero paso rápidamente, a valorarse a \$90 pesos por el nuevo panorama de la empresa ante el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos. Por lo cual, se puede aseverar que la concentración del riesgo es una de las principales causas de orden financiero que llevo a la crisis de la comisionista. Con lo anterior, el 2 de noviembre de 2012, la comisionista Interbolsa fue intervenida y suspendida, y el 7 de noviembre de 2012 se ordenó la liquidación forzosa.

Finalmente, se puede afirmar que es necesario una fuerte regulación para este tipo de empresas en la economía colombiana, pues aunque en la actualidad el gobierno ya ha realizado algunas regulaciones, las alarmas estuvieron presentes desde la creación de la comisionista y se debieron controlar y/o regular para evitar la pérdida de las inversiones de un gran número de colombianos.

- ASOBANCARIA. Informe Semanal de Regulación: Dirección de asuntos y riesgos financieros. Ed 436. Bogotá, 2012.
- AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA. Decreto único 2555 de 2010. Presidencia de la República. 2010.
- \_\_\_\_\_. Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación. Bogotá, 2009
- ANIF. Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y perspectivas de su marco regulatorio. [http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09\\_0.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf)
- BANCO DE LA REPÚBLICA. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. 2008
- \_\_\_\_\_. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. 2007
- BBVA. Reactivación negociación acciones Fabricato. 2013.
- BRC Investor Services S.A.. Primera emisión de bonos ordinarios de Interbolsa S.A. 19 Enero 2012. Bogotá, 2012.
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Agosto 2010
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Enero 2009
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Diciembre 2009
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Septiembre. 2008c
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Julio 2008b
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Enero 2008a
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Extraordinaria. Bogotá. Septiembre 2007
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Calificación Inicial. Bogotá. Abril 2007
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Anual. Bogotá. Enero 2007
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Anual. Bogotá. Diciembre 2005
- \_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Anual. Bogotá. Diciembre 2004
- BVC. Qué es una sociedad comisionista?. Revisado 15/09/2013 en: [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca\\_Comisionistas](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca_Comisionistas)
- \_\_\_\_\_. Mercado de Valores Colombiano 2012 - 2013: Creando oportunidades para todos. 2012
- \_\_\_\_\_. Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia. 2009. Revisado el 15/10/2013 en: [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca\\_Comisionistas](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca_Comisionistas)
- DÁVILA, Carlos. El empresariado colombiano (1850 - 2010) ¿microcosmos del empresariado latinoamericano? Una aproximación a sus características. Vol. XXXIX, No 70, primer semestre 2012: pág. 28 - 68 / ISSN 0252-1865. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. 2012
- \_\_\_\_\_. La presencia de la histografía empresarial de América Latina en los Journals internacionales (2000 - 2004): Balance, temáticas y perspectivas. Universidad de los Andes. Bogotá, 2012
- \_\_\_\_\_. El empresariado colombiano. Ni héroe ni villano. CEPEDA, Fernando (Ed.). Bogotá. Editorial Ariel. 2003
- \_\_\_\_\_. La historia empresarial de América Latina. Carmen (Ed.). Historia empresarial. Pasado, presente y retos del futuro. Barcelona. Editorial Ariel. 2003
- EL TIEMPO. Condena por crisis financiera de 1982. 1996. <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-458917>
- DECEVAL. Informe de Gestión 2012. Febrero, 2012.
- EAFIT. Títulos de tesorería TES. Boletín 10. 2013.
- HERNÁNDEZ CORREA, Gerardo. Retos de la Regulación y la Supervisión Financiera Colombiana. En: XXVIII Convención Bancaria (Cartagena, Junio 2013). Superintendencia Financiera de Colombia.

\_\_\_\_\_. Perspectivas del Mercado de Capitales Colombiano. En: XXV Simposio de Mercado de Capitales (Medellín, Abril 2013). Superintendencia Financiera de Colombia.

INTERBOLSA. Notas a los Estados Financieros 31 diciembre 2011 y 2010. Bogotá, 2011

\_\_\_\_\_. Notas a los Estados Financieros 31 diciembre 2009 y 2010. Bogotá, 2011

\_\_\_\_\_. Prospecto de Información: Primera emisión de bonos ordinarios de Interbolsa S.A. Medellín, 2009

\_\_\_\_\_. Titularizadora Colombiana S.A.: Contrato de Underwriting al mejor esfuerzo. Segundo Lote TIPS E-4.

\_\_\_\_\_. Prospecto de Inversión: Interbolsa S.A. Cartera Colectiva Abierta. Bogotá, 2011

\_\_\_\_\_. Prospecto de Inversión: Cartera colectiva escalonada "Interbolsa Credit". Bogotá, 2011

IRC. El mercado de valores en Colombia. 2011.  
[http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11\\_0.pdf](http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf)

SEMANA. Crisis Financiera ¿Qué paso? 1982. <http://www.semana.com/Imprimir.aspx?idItem=559>

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Comunicado de Prensa. Bogotá, 5 de Diciembre 2012.

\_\_\_\_\_. Comunicado de Prensa. Bogotá, 18 de Enero 2013.

\_\_\_\_\_. Perspectivas del Mercado de Capitales Colombiano. 2013<sup>a</sup>

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2011

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2010

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2009

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2008

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2007

\_\_\_\_\_. Decreto No 4432 de 2006. Por el cual se dictan las disposiciones sobre las operaciones de reporto o repo, simultaneas y transferencia temporal de valores. 2006.

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2006

VRISK. Revisión Anual de la Calificación. 2012.

ZULUAGA, Julio César. Emprendimiento e Historia empresarial: Apuntes para un diálogo interdisciplinario en América Latina. Grupo de Investigación Historia y Empresariado. Universidad de IOS Andes. Bogotá, 2010.

\_\_\_\_\_. La mano visible: Un clásico por debatir en la histografía empresarial colombiana. Revista de Economía Institucional. Vol 11. No 20. Primer semestre. 2009. pág. 453 - 459.

\_\_\_\_\_. La histografía económica sobre el Valle del Cauca: Siglos XIX - XX.

#### Internet

<http://interbolsasai.com/wp-content/uploads/2013/02/prospetointerbolsacredit.pdf>

[http://www.interbolsacomisionista.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=508787f2-e3ac-40e7-ad78-d9dca034d867&groupId=81058](http://www.interbolsacomisionista.com/c/document_library/get_file?uuid=508787f2-e3ac-40e7-ad78-d9dca034d867&groupId=81058)

[http://www.interbolsacomisionista.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=2a7be2d0-9d7e-4e98-934c-e5bcb0061d32&groupId=81058](http://www.interbolsacomisionista.com/c/document_library/get_file?uuid=2a7be2d0-9d7e-4e98-934c-e5bcb0061d32&groupId=81058)

<http://www.interbolsacomisionista.com/fondos-en-colombia> (fichas técnicas a octubre de 2012)

<http://www.interbolsacomisionista.com/fondos-en-colombia>

[http://www.interbolsacomisionista.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=f8f94e84-3001-4f5c-abf0-1876d45a0d56&groupId=81058](http://www.interbolsacomisionista.com/c/document_library/get_file?uuid=f8f94e84-3001-4f5c-abf0-1876d45a0d56&groupId=81058)

[http://www.interbolsacomisionista.com/invertir\\_interbolsa](http://www.interbolsacomisionista.com/invertir_interbolsa)

[http://www.dinero.com/upload/documentos/Documento\\_175292\\_20130508.pdf](http://www.dinero.com/upload/documentos/Documento_175292_20130508.pdf)

<http://www.grupointerbolsa.com.co/en/tenedores-de-bonos>

[http://brc.com.co/archivos/OPEFO08\\_II08\\_CAP\\_INTERBOLSA\\_RE\\_08.pdf](http://brc.com.co/archivos/OPEFO08_II08_CAP_INTERBOLSA_RE_08.pdf)

<http://www.supersociedades.gov.co>

<http://www.dinero.com/inversionistas/caso-interbolsa/articulo/interbolsa-razones-quebra/181954>

[http://www.larepublica.co/caso-interbolsa/la-corredora-antioque%C3%B1a-que-se-convirti%C3%B3-en-l%C3%ADder\\_27974](http://www.larepublica.co/caso-interbolsa/la-corredora-antioque%C3%B1a-que-se-convirti%C3%B3-en-l%C3%ADder_27974)

**BASE TEÓRICA DEL CASO INTERBOLSA**

**JENNIFER MICHELLE AGUILAR VARELA  
CARLOS JOAQUÍN GUTIÉRREZ ORJUELA**

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES  
BOGOTÁ  
2013**

**BASE TÉORICA DEL CASO INTERBOLSA**

**JENNIFER MICHELLE AGUILAR VARELA  
CARLOS JOAQUÍN GUTIÉRREZ ORJUELA**

**TRABAJO DE GRADO PARA OBTENER EL TÍTULO DE ESPECIALISTA EN  
FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES**

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES  
BOGOTÁ  
2013**



## CONTENIDO

1. Introducción .....	5
2. Objetivos .....	8
2.1 Objetivo general .....	8
2.2 Objetivos específicos .....	8
3. Marco de Referencia.....	9
3.1 Marco Teórico .....	9
3.2 Marco Conceptual.....	12
4. Capítulo I. Antecedentes del Mercado de Valores Colombiano .....	14
4.1 Descripción del mercado de valores colombiano .....	16
4.2 Descripción de la economía colombiana.....	20
5. Capítulo II. Origen de Interbolsa.....	26
6. Capítulo III. Posicionamiento y auge de la Comisionista de Bolsa.....	30
7. Capítulo IV. Holding y fortalecimiento de Interbolsa .....	46
8. Capítulo V. Crisis y Liquidación de la Comisionista Interbolsa .....	55
9. Conclusiones.....	65

## **Lista de Gráficas**

Gráfica 1.1. Origen, Crecimiento y Crisis de Interbolsa S.A

Gráfica 1.2. Sistema Financiero Colombiano

Gráfica 1.3. Desarrollo del Mercado de Valores en Colombia, datos importantes

Gráfica 1.4. Intermediarios de Valores de Colombia

Gráfica 1.5. Evolución del Mercado de Valores Colombiano

Gráfica 1.6. Evolución diaria del mercado accionario por tipo de operación

Gráfica 1.7. Capitalización Bursátil de Colombia

Gráfica 1.8. Evolución de las emisiones y colocaciones de títulos según especie (2007 – 2012)

Gráfica 1.9. Evolución Interbolsa, Etapa de Origen (1990 – 2004)

Gráfica 1.10. Evolución de la etapa de posicionamiento y auge de Interbolsa S.A (2005 – 2010)

Gráfica 1.11. Líneas de negocio de la Holding

Gráfica 1.12. Principales inversiones 2008

Gráfica 1.13. Principales compromisos 2008

Gráfica 1.14. Principales inversiones 2009

Gráfica 1.15. Principales compromisos 2009

Gráfica 1.16. Evolución de la Crisis y Liquidación de Interbolsa S.A (2011 – 2013)

Gráfico 1.17. Comportamiento Acción Fabricato (Precio de Cierre) Enero 2005 – Mayo 2013

## **Lista de Tablas**

Tabla 1.1 Estado Financiero Principales empresas Grupo Colombia

Tabla. 1.2 Histórico Calificación por parte de la Calificadora de Riesgo BRC Investor Services S.A (BRC)

Tabla 1.3. Líneas de negocio de 2004

Tabla 1.4. Evolución de la Calificación de Interbolsa S.A (Primer periodo de expansión – 2005 a 2007)

Tabla 1.5. Evolución de las líneas de negocio

Tabla 1.6. Evolución de la Estructura Organizacional 2004 – 2007

Tabla 1.7. Principales cuentas de Interbolsa S.A 2006

Tabla 1.8. Principales inversiones en el 2006

Tabla 1.9. Principales compromisos 2006

Tabla 1.10. Estructura del Balance 2007

Tabla 1.11. Principales inversiones 2007

Tabla 1.12. Principales compromisos 2007

Tabla 1.13. Evolución de la calificación de Interbolsa 2008 - 2009

Tabla 1.14. Evolución de las líneas de negocios de la nueva Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa (2008 – 2010)

Tabla 1.15. Evolución estructura organizacional Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa 2008 - 2010

Tabla 1.16. Estructura del Balance 2008

Tabla 1.17. Estructura del Balance 2009

Tabla 1.18. Evolución de la Calificación 2011 - 2012

Tabla 1.19. Estructura del Balance 2010 – 2011

Tabla 1.20. Estructura de Inversiones 2010 - 2011

Tabla 1.21. Principales compromisos 2010 – 2011

## BASE TEÓRICA DEL CASO INTERBOLSA

### Introducción

Ante las dinámicas de inserción de Colombia en el mercado internacional se abren nuevas oportunidades y retos para las empresas de los distintos sectores de la economía colombiana, en particular, en el Mercado de Valores, donde se construye todo el andamiaje del mundo Bursátil.

Recientemente, el Mercado de Valores colombiano presentó una de las crisis más dramáticas de las que se tenga memoria, la cual está ligada a una de las más importantes Sociedades Comisionistas de Bolsa de la década en el mercado financiero, **Interbolsa S.A.** De esta circunstancia nace la necesidad de realizar un recuento del proceso de desarrollo económico y financiero de la firma. Dado que en el país, la información respecto a este tema es limitada y no se ha profundizado en los hechos claves que estimularon el desenlace que todos conocen, la liquidación de la sociedad comisionista más grande del país tomando en cuenta los patrimonios de las empresas de similar objeto social<sup>1</sup>.

La importancia de este desarrollo histórico se justifica en la necesidad de realizar una reflexión de la historiografía empresarial del país, línea académica que se está desarrollando con gran velocidad. La historiografía empresarial es conocida como “*Business History*” y busca reconstruir el desenvolvimiento de un fenómeno con el fin de comprender, explicar la dinámica, y el comportamiento de las empresas determinando una serie de dimensiones, entre estas, se destaca, los orígenes, funciones, estructura, estrategia, trayectoria, y desempeño (Dávila, 2012; Zuluaga; 2009).

La historiografía empresarial surgió en 1920 en Estados Unidos bajo el liderazgo de la Universidad de Harvard, en América Latina inicio en la década de 1970 enfocada bajo la línea de la historia económica. Por su parte, Colombia incursionó en este

---

<sup>1</sup> “Interbolsa SCB es líder en el mercado, ocupando el primer lugar tanto en Renta Variable como en deuda privada en las que por número de operaciones cuenta con una participación de 24.86% y 24.55% respectivamente. Así mismo, en deuda pública ocupa el primer lugar con participación del 31.74%, y en derivados el 17.41%, con lo cual la participación global en el mercado se ubica en el 29.85%. Cabe mencionar que a mayo de 2012 los activos de Interbolsa SCB totalizaron \$1.255 millones y el patrimonio \$128.481 millones, posicionando a la compañía en el primero y segundo lugar respectivamente” (Value, 2012).

tema en 1974, no obstante son muy pocas las investigaciones realizadas, tan solo hasta 1994 se consiguió incrementar su producción en el país (Dávila, 2003, 2007).

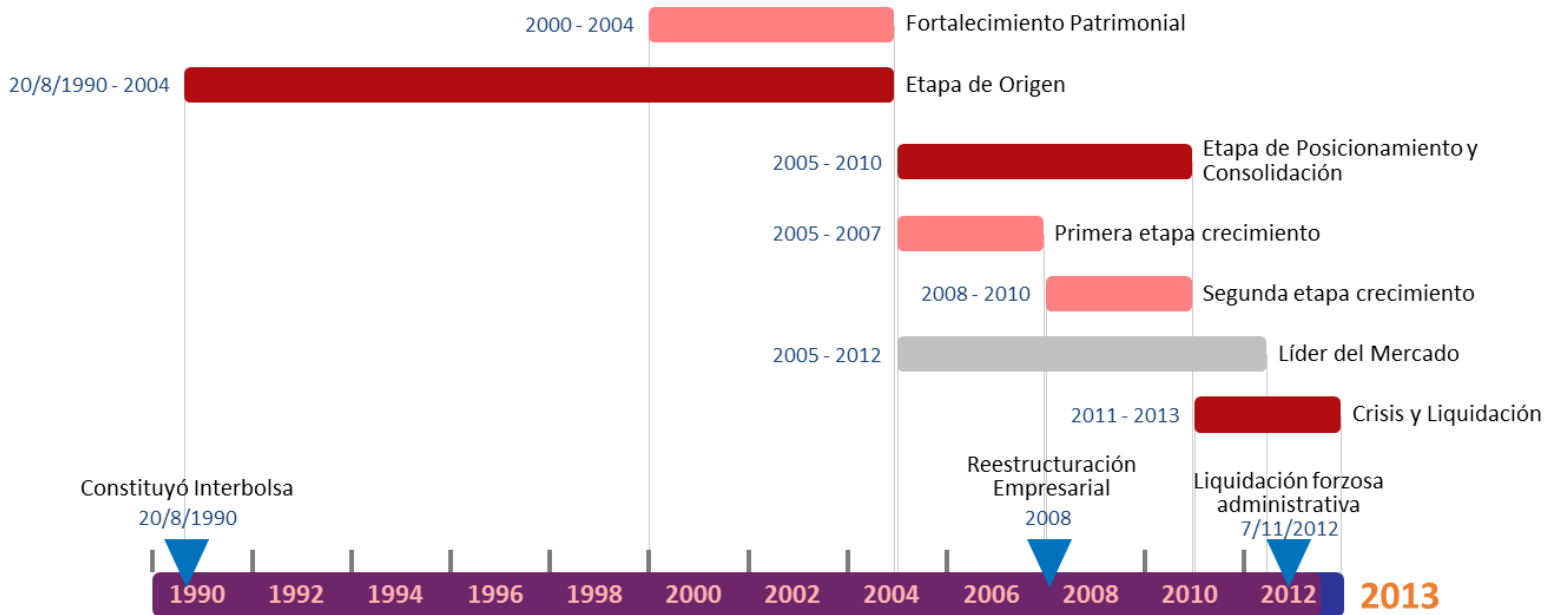
Este trabajo de investigación, adelantado como requisito académico para la Especialización en Finanzas y Mercado de Capitales, se elabora desde esta perspectiva histórica con un alto componente financiero, lo que permitirá identificar la evolución y desarrollo de las actividades de Interbolsa S.A.

El objetivo general de esta investigación es *“Elaborar una descripción analítica y teórica desde el punto de vista financiero de Interbolsa S.A partiendo desde el año 2006 hasta lo corrido del 2013”*, reconstruyendo sus orígenes, expansión y consolidación en el mercado, identificando los principales aspectos claves que generaron un posible trastorno empresarial, evaluando el comportamiento del mercado, antes, durante y después de la liquidación, en particular desde la óptica financiera, por medio del análisis de los principales indicadores financieros de la firma.

El análisis del fortalecimiento y auge de Interbolsa S.A se circunscribe en aquellos aspectos claves seleccionados para la evaluación financiera, donde se utilizó información detallada de las entidades encargadas del mercado financiero de Colombia (Banco de la República de Colombia, Superintendencia Financiera de Colombia, Autorregulador del Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Colombia y Sociedades Calificadoras de Valores), de la firma analizada (Prospectos de emisión, Decisiones de la Junta Directiva, Estatutos, Estados Financieros, Notas de los Estados Financieros, entre otras), de los líderes de opinión del mercado (académicos, medios de comunicación especializados por medio de las hemerotecas, entre estas se destaca, Diario la República, El espectador, Portafolio, Revista Semana, Revista Dinero, Diario El Tiempo) y de fuentes estadísticas como (Bloomberg y Grupo Aval), las fuentes de carácter gubernamental y oficial son tomadas bajo el criterio de que sus recursos son información auditada y certera, y se toman los medios periodísticos y estadísticos del más alto reconocimiento y prestigio para apuntar a que la información traída a este documento cuente con garantías de seriedad, especialidad y fidelidad.

Esto para obtener un completo panorama de la estructura organizacional, administrativa, financiera y económica de la firma con la profundidad teórica y académica que exige el mercado, y así poder brindar información relevante para su transmisión al mercado, y aplicación de prácticas correctivas a futuro por parte de los legisladores o creadores de política.

### Gráfica 1.1. Origen, Crecimiento y Crisis de Interbolsa S.A



Fuente: Autor, con base en la reconstrucción realizada de los Informes de BRC Investor Services S.A. y Value & Risk desde el año 1990 a 2013.

Para lo cual, se desagregó en etapas de desarrollo de la firma, entre estas, origen (I), Posicionamiento y Consolidación (II), Holding (III), y Crisis y Liquidación (VI). Es de notar que la evaluación financiera se realizará desde el 2006, año clave para la firma ante el entorno nacional e internacional (Ver gráfica 1.1).

La investigación se compone de seis secciones, el Marco de Referencia que incluye el Marco Teórico y Conceptual. Capítulo I. Antecedentes del Mercado de Valores que propone un recuento al mercado de valores en Colombia, por su parte, Capítulo II. *Origen de Interbolsa*. Capítulo III. *Posicionamiento y auge de la Comisionista de Bolsa*; Capítulo IV. *Holding y fortalecimiento de Interbolsa*; Capítulo V. *Crisis y liquidación de la Comisionista Interbolsa*, y finalmente las Conclusiones.

## **Objetivos**

### **Objetivo general**

Elaborar una descripción analítica y teórica desde el punto de vista financiero del caso denominado Interbolsa partiendo desde el año 2006 hasta lo corrido del 2013.

### **Objetivos específicos**

- i.* Realizar un recuento de los orígenes, trayectoria y desempeño de Interbolsa S.A
- ii.* Identificar y destacar los principales aspectos claves que generaron la liquidación de Interbolsa S.A.
- iii.* Evaluar el comportamiento del mercado, antes, durante y después de la liquidación de Interbolsa S.A.
- iv.* Elaborar el recuento financiero de Interbolsa S.A
- v.* Examinar los índices e indicadores financieros Interbolsa S.A.

## **Marco de Referencia**

### **Marco Teórico**

Este documento se fundamenta en el desarrollo de una nueva línea académica que se está fomentando en el país, conocida como histografía empresarial o “Business History”, esta nueva área de trabajo se implementó con el fin de reconstruir algún fenómeno empresarial de gran impacto en la economía nacional e internacional. Ello con el objetivo de comprender mejor el comportamiento y los efectos en un determinado sector, para lo cual se evalúa los orígenes, funciones, estructura, estrategia, trayectoria y desempeño (Dávila, 2007; Zuluaga; 2012).

En Colombia desde 1990 comenzó una etapa de auge del desarrollo empresarial, focalizado principalmente en algunas regiones estratégicas, ya sea por la dotación de recursos, estructura social, alta diversificación. No obstante la producción de conocimiento en este campo, tan solo se ha desarrollado en el país desde 1994. Es por esto, que en este documento se analizará con un enfoque basado en esta nueva área del conocimiento la empresa Interbolsa S.A. Esta compañía fue seleccionada por el reciente impacto que ocasionó en la economía colombiana y en el Mercado de Valores.

Para comprender la magnitud del caso Interbolsa S.A. es importante partir desde hechos generadores de crisis anteriores en el sistema financiero similares, los cuales son notables para este objeto de investigación como se presentan a continuación el desplome del grupo Gran Colombiano, y por supuesto el más reciente caso Proyectar. Estos casos análogos dados en situaciones transitorias de liquidez, advertidos desde perspectivas financieras que indicaban tales situaciones, como múltiples anomalías en el manejo de las entidades causantes de dificultades económicas para el país, son reveladores para tener en cuenta.

Por ende, se podrá concluir que una interrelación entre las distintas variables partícipes no solo del sistema financiero, hace que una acción puntual para enfrentar un problema, pueda generar inconvenientes graves en otras áreas, es decir, solo la caída de una entidad importante del mercado de valores podrá generar una situación fluctuante crítica para la solvencia de toda una economía.

### **Grupo Colombiano: (1982)**

En 1982 se desató en el país uno de las crisis bancarias más importantes, la cual se desato por problemas de manejo del conocido Grupo Colombia, el cual estaba conformado por empresas filiales dedicadas al financiamiento comercial, entre estas el Banco Nacional. Esta compañía estaba dirigida por el señor Félix Correa, uno de los protagonistas de esta crisis.

Desde 1978, se empezó a presentar una fuerte concentración de la cartera del Banco Nacional en empresas pertenecientes al Grupo Colombia, es de resaltar que



el objetivo del Grupo era adquirir empresas en mala situación financiera, empero estaban recurriendo para ello a los dineros depositados en sus firmas financieras por un gran número de ahorradores. “A finales de 1981, el Grupo casi entra en insolvencia por falta de liquidez ante la pérdida registrada por la firma Fabricato, una de sus últimas adquisiciones” (Semana, 1982).

Es por dicha fecha que comienzan a revelarse una serie de anomalías en una de las entidades financieras más grandes e importantes del grupo: Furatena, por lo que ante esos rumores, la superintendencia Bancaria realizó las investigaciones pertinentes que revelaron documentos falsos y créditos en poder personal elevados que afectaron cerca de 24.000 personas que habían depositado en ella sus dineros (Semana, 1982).

Dicha crisis afectó no solamente a Furatena, por esos días fue intervenido también el Banco Nacional luego que cerró sus puertas dos días tras el pánico desatado por la anterior compañía, dando a conocer que también pasaba por una situación peor, ya que no contaban con el respaldo económico necesario para cubrir sus tan elevadas deudas, presentando además un 63% de su cartera vencida.

La crisis del Banco Nacional se mantuvo hasta diciembre de 1981, cuando el Banco recibió una inyección de 800 millones de pesos, con lo cual en enero de 1982 la entidad mostró una situación normal y una posición positiva de encaje, no obstante esto solo duró hasta la última semana de mayo del mismo año. El 25 de junio de 1982 la Superintendencia profirió la resolución 3259 con la que tomó posesión de los negocios, bienes y haberes del Banco Nacional debido a la absoluta iliquidez que presentaba (El Tiempo, 1996).

Estas son las 44 empresas que integraron el Grupo Colombia a partir de agosto de 1978: Cartex de Colombia, Corporación Financiera Antioqueña, Empaques de Antioquia "Corfiantioquia", Maderas Laminadas de Antioquia, Banco Nacional, Inmobiliaria Furatena, Seguros Colombia, Constructora Furatena, Financiera Furatena, Industrial de Plásticos, Autofinanciera Colombia, Cepillos de Antioquia, Financiera e Inversiones S.A., Colapsibes de Antioquia Seguros de Vida, Colombia Calcomanías de Antioquia, Capitalizadora Colombia, Ele-Decoración, Fiduciaria Colombia, Edifiquemos Propiedad Raíz, Fabricato, Prointer, Vicuña, Feltom, Riotex, Tejidos Calidad Texmeralda, Concentrados La Estancia, Confecciones Primavera, Administradora de Inversión Colombia Mercantil, Ajustadora Fábrica de Tejidos Santana, Transcarga, Hilanderías Procolombia, Aerocolombia, Urbanizadora del Sur, Promotur Ajustadora Colombiana, Colcepillos Maderal.

El estado financiero de cuatro de esas empresas al final de 1981 era el siguiente:

**Tabla 1.1 Estado Financiero Principales empresas Grupo Colombia**

<b>EMPRESA</b>	<b>CAPITAL</b>	<b>ACTIVOS</b>	<b>CAPTACIONES</b>
Banco Nacional	450,00	10.972,00	6.170,00
Financiera Colombia	500,00	3.500,00	3.000,00
Financiera Furatena	400,00	3.686,00	2.507,00
Financiera e Inversiones	100,00	260,00	107,00

\*Millones de Pesos

Fuente: Autor con Base en Semana (1982)

### **Proyectar S.A. (2011)**

En cuanto al caso Proyectar S.A., dicha comisionista de bolsa fue creada en mayo de 1950 en Medellín, por iniciativa de Hernando y Arturo Escobar, la cual fue creciendo a través de los años, hasta consolidarse como la firma líder en la Bolsa de Valores de Medellín y hacia el año 1995, amplió sus operaciones en Bogotá.

Sin embargo, su desplome se evidencia cuando sale a relucir el caso de “Los Nule”, los primos Manuel, Miguel y Guido Nule tomaron los dineros que recibieron del Instituto de Desarrollo Urbano (IDU) como anticipo de las obras de la Fase III de Transmilenio en Bogotá. Los Nule participaron a través de la denominada Unión Temporal Transvial, es cuando se conoce que ellos consignaban recursos de los anticipos, que eran girados a otras de sus empresas y luego volvían a Proyectar Valores, en donde ya estaban limpios para gastarlos, es decir, esta firma se prestó como su firma personal de asesores financieros. A través de Proyectar Valores se convenció a un sinnúmero de personas para realizar supuestas inversiones en las obras correspondientes a la fase III de Transmilenio, igualmente se participó en la operación correspondiente a la Empresa de Energía de Pereira, en lo que aún se investiga como un presunto proceso irregular de capitalización sin la aprobación de la junta directiva de la misma.

Así mismo, surge el caso SaludCoop, donde Proyectar Valores seguía precisas instrucciones de la tesorería de la EPS SaludCoop, realizando operaciones rutinarias en el mercado de valores, conocidas como de ‘liquidez y a la vista’, invirtiendo excedentes en forma temporal, con el fin de obtener mejores rendimientos.

Sin embargo, la decisión de Proyectar Valores de solicitar su inactivación como firma comisionista de la Bolsa de Valores tiene unos antecedentes, a raíz de la intervención oficial y de los temas Nule y Saludcoop, los bancos empezaron a tomar distancia de la sociedad comisionista de bolsa, y por ende a suspender operaciones, hasta llegar a su disolución por falta de liquidez, y se llegó al hallazgo de un faltante de 7.000 millones de pesos en obligaciones sin cumplir, conllevando a un fuerte golpe para el mercado de valores, no obstante aunque se descubrieron situaciones de riesgo e ilegales al día de hoy no han sido judicializadas.

## Marco Conceptual

Las Sociedades Comisionistas de Bolsa son sociedades anónimas cuyo objeto es el contrato de comisión para la compraventa de valores en la Bolsa en la cual deberán estar adscritos.

Con corte a 2012, se encontraban activas 27 Sociedades Comisionistas activas, entre las cuales figuran las bancarizadas (cuando su dueño es un banco) y las tradicionales (cuando sus dueños son personas naturales o un grupo familiar).

“Para llevar a cabo su actividad, las Sociedades Comisionistas cuentan con profesionales especializados en el mercado (los comisionistas), que realizan en nombre de sus clientes negociaciones de compraventa de títulos. Este servicio se ejecuta bajo lo que se denomina "contrato de comisión". Las sociedades y sus comisionistas están bajo el control y vigilancia de la Superintendencia Financiera y el Autorregulador del Mercado de Valores. Todas las Sociedades Comisionistas miembros de la Bolsa de Valores de Colombia los cobijan unos principios generales formulados en el Código de Conducta de las Sociedades Comisionistas miembros de la BVC” (BVC, 2013)

A través de estas sociedades, los clientes tienen acceso a la compra y venta de las diferentes alternativas de inversión en los mercados locales e internacionales a través de las siguientes operaciones según el Decreto 2555 de 2010: i) Operaciones por cuenta propia, ii) Administrar valores de sus comitentes, iii) Administrar portafolios de valores de terceros, iv) Asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales, v) Representantes de oficinas de representación en Colombia de las bolsas de futuros y opciones del exterior, así como de las que constituyan las entidades financieras extranjeras especialmente calificadas por el Banco de la República, vi) Contratos de corresponsalía en sociedades de banca, administradoras de carteras colectivas, sociedades privadas de banca de inversión y/o casas de bolsa extranjeras con el objeto de promocionar la celebración de negocios entre terceros y tales entidades y promocionar los propios en el exterior, vii) Financiar la adquisición de valores (Decreto 2555 de 2010, Título 2, Capítulo 1).

Para la celebración de acuerdos de compra o de venta de los activos que se negocian en el mercado bursátil, estos intermediarios profesionales, tienen una serie de deberes para con sus clientes, entre otros los relacionados a continuación:

- Prestar una adecuada asesoría a sus clientes, respecto de las actividades y las operaciones sobre bienes y productos agropecuarios
- Permanecer constantemente actualizados sobre las tendencias del mercado, realizar análisis periódicos del mercado y estudiar las consecuencias de utilizar un determinado instrumento de inversión en la coyuntura del mercado
- Solicitar instrucciones específicas de los clientes, cuando en la ejecución de una orden se presenten hechos que de ser conocidos por el cliente,

implicarían que él modificara radicalmente las instrucciones inicialmente impartidas

- Adoptar políticas y procedimientos para que la información dirigida a sus clientes o posibles clientes sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara, informando a su cliente por lo menos: (i) La naturaleza jurídica y las características de la operación que se está contratando; (ii) Las características generales de los bienes, productos y servicios que puedan transarse en la Bolsa, así como los riesgos inherentes a los mismos
- Adoptar políticas y procedimientos para la ejecución de sus operaciones, propendiendo por el mejor resultado posible para el cliente de conformidad con sus instrucciones
- Contar con los mecanismos idóneos que le permitan acreditar que las órdenes y operaciones encomendadas fueron ejecutadas de conformidad con la política de ejecución de la entidad y en cumplimiento del deber de mejor ejecución
- Documentar oportuna y adecuadamente las órdenes que reciban y las operaciones que realicen en virtud de éstas
- Entregar oportunamente la documentación que dé cuenta de la celebración, compensación y liquidación de los negocios realizados.

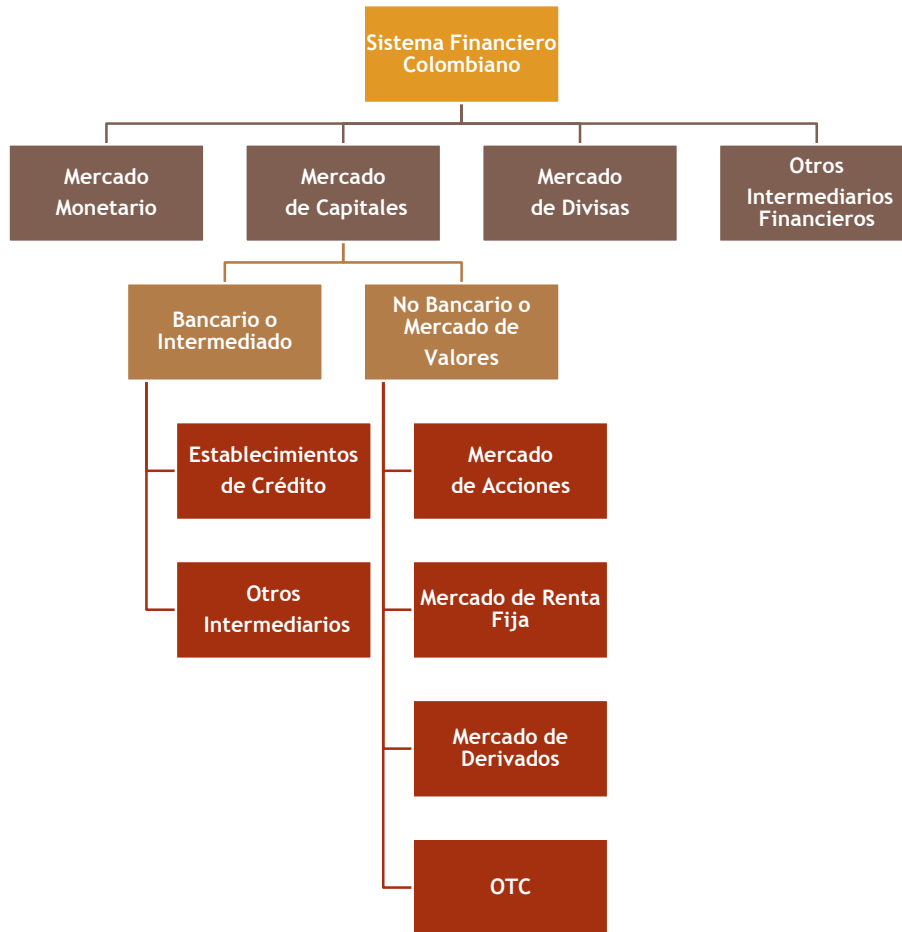
## **Capitulo I. Antecedentes del Mercado de Valores Colombiano**

Para comprender el mercado de valores, es importante partir del origen del sistema financiero colombiano, el cual es entendido como un conjunto de entes conformado por las autoridades que gobiernan, regulan y supervisan, así como las que operan en los mercados el ahorro, la inversión, el crédito y los servicios auxiliares de los mismos; siendo parte fundamental de dicho sistema las instituciones financieras, los activos financieros y el mercado financiero. Sus principales funciones son resumidas en los siguientes ítems, los cuales por no ser énfasis de este documento, no se analizarán ni serán objeto de estudio:

- Promover recursos financieros a la economía
- Captar excedentes de dinero provenientes de unidades económicas y dirigirlos hacia aquellas que tienen situaciones deficitarias bajo condiciones de seguridad y eficiencia
- Movilizar el ahorro y ofrecer crédito
- Transformar plazos y riesgos para financiar capital de trabajo y los proyectos de inversión

A continuación se muestra una breve esquematización el sistema financiero colombiano:

**Gráfica 1.2. Sistema Financiero Colombiano**



Fuente: Autor, BVC, 2012

Ahora bien, el mercado de capitales es un conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (de mediano y largo plazo destinados a la inversión), los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a inversión, el cual cumple las siguientes funciones:

- Facilita la transferencia de recursos de los ahorradores a inversiones en el sector productivo de la economía.
- Asigna de forma eficiente recursos a la financiación de empresas del sector productivo.
- Reduce los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas.
- Posibilita la diversificación del riesgo para los agentes participantes.

Así bien, el mercado de valores siendo un segmento de dicho mercado, se define como un tipo de mercado en el cual se ofrecen y se demandan instrumentos financieros, representativos de valores disponibles y negociables, objeto de comercialización y cuya regulación es propia a cada título.

En el mercado de valores los participantes de acuerdo a sus funciones son los siguientes:

- Los emisores, que buscan captar recursos del público a través de la emisión de valores, entre ellos i) Las Sociedades Anónimas, ii) Gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras, iii) Organismos multilaterales de crédito, iv) Entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras, v) Las universalidades a que se refiere la Ley 546 de 1999, y vi) Otros Emisores.
- Los intermediarios, que sirven de puente entre los inversionistas y los emisores, como son: i) Intermediarios de valores, ii) Comisionistas de bolsa, e iii) Inversionistas.
- Los proveedores de infraestructura, que dan soporte a las actividades y operaciones en el mercado
- Los inversionistas, que son los que ofrecen sus recursos con fines de inversión de largo o corto plazo

En conclusión, el mercado de valores se consolida cada vez más como una herramienta necesaria para la economía del país, puesto que facilita el financiamiento de las actividades económicas, el ingreso de capitales y sobre todo el desarrollo significativo a nivel de competitividad y globalización.

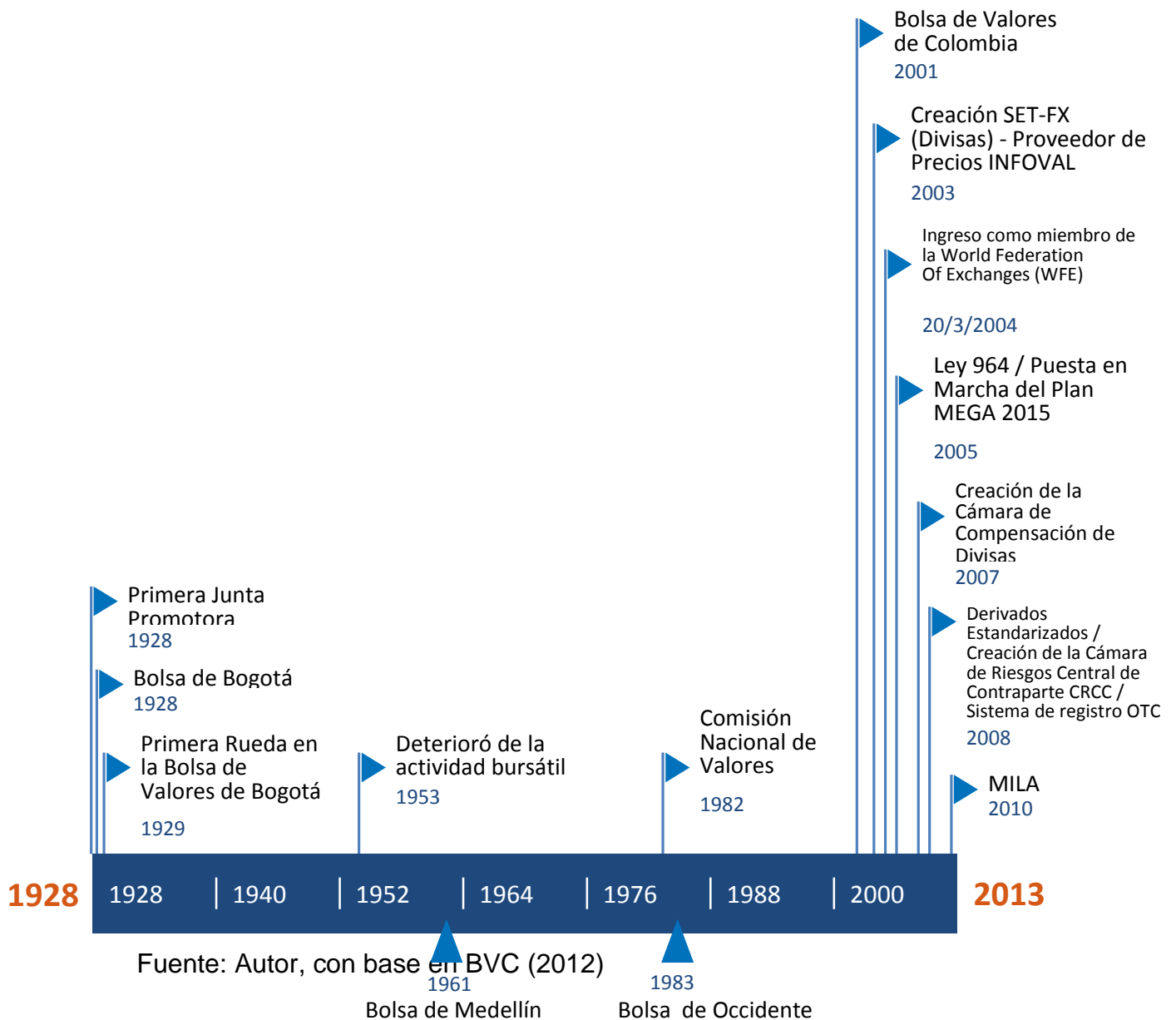
Sin embargo, como no siempre ha existido esta segmentación de mercado, en líneas seguidas analizaremos la historia del mercado de valores colombiano.

### **Descripción del mercado de valores colombiano**

El mercado de valores aparece a finales del siglo XVI como una respuesta ante la necesidad de apalancamiento de las sociedades anónimas que emiten acciones y valores como recursos objeto de comercio, formando así los primeros escenarios de negociación de los mismos, llamados bolsas de valores de mercado bursátil.

En Colombia, ante el desarrollo de la economía del país en las primeras dos décadas del siglo XX se movilizó una corriente de capitales significantes en las regiones de Antioquia y Cundinamarca, lo que condujo al crecimiento del sector financiero e indujo a la conformación de entidades de gran importancia como el Banco de la República, la Superintendencia Bancaria, la consolidación de varios bancos comerciales y por supuesto dio lugar a la primera bolsa de valores como *“un organismo adecuado para la transacción controlada y pública de los valores que empezaban a representar las nuevas expresiones de la riqueza nacional”* (BVC, 2009).

**Gráfica 1.3. Desarrollo del Mercado de Valores en Colombia, datos importantes.**



Sin embargo, como datos históricos son importantes mencionar los siguientes:

- En un periodo entre 1905 y 1921 se trabajó para la conformación de un sistema apto para la transacción de valores, creando hasta 1928 la primera “junta promotora” que tuvo la responsabilidad de estructurar e impartir los estatutos de la Bolsa de Valores.



- Transcurrieron casi veinte años para que en 1928 se consolidara la Bolsa de Bogotá, con la unión entre el Banco de Colombia, Nacional de Chocolates y Banco de Bogotá, entre otras compañías. Esta mencionada bolsa fue conformada con un capital social de \$20.000 y con un mínimo grupo de sociedades comisionistas creadas con tal fin.
- Se registra la primera rueda de la Bolsa de Bogotá, hasta el día 02 de abril de 1929 con la participación de 17 comisionistas, la inclusión de las empresas emisoras de acciones y la participación de un consejo directivo de la misma.
- Sin embargo, teniendo en cuenta que el modelo económico implantado en los años 50 afectó negativamente la actividad bursátil, en 1953 se presentó un detrimento en este mercado nacional, al acoger una legislación que gravaba las acciones con una doble tributación y una imposición tributaria que hacía más fácil la financiación de las empresas por la vía del endeudamiento, deteriorando la capitalización accionaria.
- En 1961 se creó la Bolsa de Medellín con un capital de \$522.000 aportado por 29 corredores, que conformaban la Asociación de Corredores de Medellín.
- En 1982 la vigilancia y el control de las Bolsas de Valores se delegó en la Comisión Nacional de Valores, creada para tal fin, organismo que luego dio origen a la Superintendencia de Valores, hoy extinta.
- En 1983 se crea la Bolsa de Occidente la cual empezó a manejar volúmenes altos adquiriendo mayor importancia en el sistema financiero colombiano.

No obstante, surge la necesidad de una regulación al mercado de capitales colombiano, en cuanto a la canalización del ahorro del público hacia la inversión por los motivos propios de la época del narcotráfico. Adicionalmente la fragmentación en el mercado, débil presencia institucional, concentración de ingresos en ciertos gremios y posible competencia entre las bolsas fueron razones suficientes para la fusión de las tres bolsas del país, creando así el 03 de julio de 2001 la única Bolsa de Valores de Colombia.

Esta entidad, “es una entidad financiera privada, vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia y adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público que actúa como intermediario entre demandantes y oferentes de activos tanto de renta variable como de renta fija. Su principal función es canalizar los recursos del público hacia las empresas colombianas que requieren capital” (IRC, 2011).

En cuanto a la regulación del mercado de valores, se encuentra a cargo de las siguientes entidades (Ley 964 de 2005):

- Banco de la República, respecto a las funciones de regulación e incidentes en el mercado de valores
- Congreso de la República, que expide la ley marco del mercado de valores
- Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que expide regulaciones que concretan las normas generales de la ley marco de valores

- Superintendencia Financiera, que expide instrucciones sobre el cumplimiento de las normas emitidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público
- Autorregulador del Mercado de Valores
  - Bolsa de Valores de Colombia

Si bien es cierto que las entidades reguladoras mencionadas anteriormente, desempeñan un papel fundamental en la regulación del sistema financiero, la legislación del mercado de valores se limita principalmente en la Ley 964 de 2005, la cual nace ante la ausencia de normas concretas de autorregulación, leyes que promueven derechos de los accionistas minoritarios, y la falta de transparencia del mercado, y busca *“proveer una estructura única de regulación, dando estabilidad jurídica y reglamentando las actuaciones del Gobierno en el mercado de valores. Adicionalmente, dicha Ley dispone el fortalecimiento institucional de la infraestructura del mercado, creando nuevas entidades. En particular, se desarrollan: 1) las “cámaras centrales de riesgo de contraparte”; 2) se mejora el esquema de autorregulación y 3) se abrió la posibilidad de fusionar las entidades de supervisión y vigilancia del Gobierno, con el fin de lograr una mejor coordinación y armonizar el marco regulatorio. En consecuencia, la Ley 964 de 2005 adopta gran parte de las recomendaciones emitidas por la OCDE en términos de gobierno corporativo en las empresas, incluidas las instituciones proveedoras de infraestructura. También incluye las disposiciones de la Organización Mundial de las Comisiones de Valores, IOSCO, sobre cómo se deben regular los mercados de valores. Todo ello va en la dirección de lograr la protección de los derechos de los inversionistas, la promoción del desarrollo y la eficiencia del mercado, la prevención y el manejo del riesgo sistémico y la preservación del buen funcionamiento, la justicia y la integridad del mercado, reforzando la confianza del público en las instituciones financieras”* (ANIF, 2009).

**Gráfica 1.4. Intermediarios de Valores de Colombia**



Fuente: Autor, con base en BVC (2012) y Ley 964 de 2005.

### Descripción de la economía colombiana

Los principales hechos que impactaron a la economía colombiana y por ende al mercado de valores desde el 2006 se enumeraran a continuación:

- En el 2006 la economía colombiana presentó un buen dinamismo al crecer 6,8% lo cual supero las proyecciones realizadas por el Banco de la República (en el 2004 fue de 4,9% y en el 2005 fue de 4,7%), el cual obedeció al incremento de la formación de capital bruto (maquinaria, equipo y construcciones) lo que generó un aumento en la capacidad productiva y por ende en la productividad en el país. Este auge económico se extendió a sectores como: industria, construcción, comercio y transporte. De igual forma, en este año se consolido el consumo de los hogares que estuvo fuertemente afectado durante la crisis de los años noventa. Por su parte, la inflación fue de 4,5% (inferior al nivel observado en el 2005 – 4,9%), ello aumento la credibilidad de la política monetaria. Sin embargo, es importante

destacar el aumento del desempleo según las cifras reportadas por el DANE y de la progresiva apreciación del peso durante todo el año<sup>2</sup>.

- Respecto al sector financiero se puede resaltar que en el 2006 se mostraron buenos indicadores de riesgo y desempeño del sistema financiero, ello explicado por las altas rentabilidades, la solidez patrimonial del sistema, los buenos indicadores de la calidad de cartera y niveles de cubrimiento<sup>3</sup>.
- En el 2007 se prolonga el ciclo de expansión de la actividad económica que se observó el año anterior, la economía colombiana creció a tasas de 7,5%, lo que es explicado por la solidez del consumo, la inversión, el aumento de las exportaciones motivado por el dinamismo de nuestros principales socios comerciales y los favorables términos de intercambio. No obstante, en este año no se logró alcanzar la meta de inflación (5,69%), 119 puntos básicos por encima de lo esperado, ello gracias al incremento de los precios de los alimentos y el petróleo. Lo anterior ocasionó que durante este año la autoridad monetaria aumentara las tasas de interés.
- De otro lado, a nivel internacional se debe mencionar el fuerte fenómeno económico que surgió motivado por la crisis en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y su transmisión al resto del sistema financiero, lo cual ocasionó una fuerte desaceleración económica (caída en el consumo explicada por las restricciones en el crédito y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares causada por la fuerte reducción en los precios de la vivienda y de las acciones)<sup>4</sup>.
- El cambio de tendencia se observó claramente en el 2008, donde la economía colombiana tan solo creció al 2,5%. Dicha desaceleración se explica por la fuerte apreciación cambiaria que afectó la industria nacional (-2%), la lenta ejecución de las obras civiles, el incremento del precio de las materias primas (aumento los costos de producción). Por su parte la inflación se aceleró, en particular, en los alimentos lo cual afectó directamente el ingreso de los hogares, sumado a ello el continuo aumento de las tasas de interés provocó la contracción. Sin lugar a dudas la crisis financiera internacional incrementó la desaceleración económica pues se contrajo las ventas externas (fuerte caída de los precios del petróleo y de otras materias primas). Otro factor es la fuerte devaluación del peso (40%). Es por ello que la autoridad monetaria eliminó el encaje marginal y se redujo el ordinario, disminuyó la tasa de interés lo que se transmitió al mercado.
- En el 2009 bajo el panorama internacional de incertidumbre, pérdida de confianza, caída del comercio internacional y de la fuerte debilidad de los mercados financieros, la economía colombiana se vio gravemente afectada, no obstante, este impacto fue moderado si se compara con otras economías de la región. Los sectores más afectados son la industria manufacturera

---

<sup>2</sup> Banco de la República (2007). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República.

<sup>3</sup> *Ibíd.*

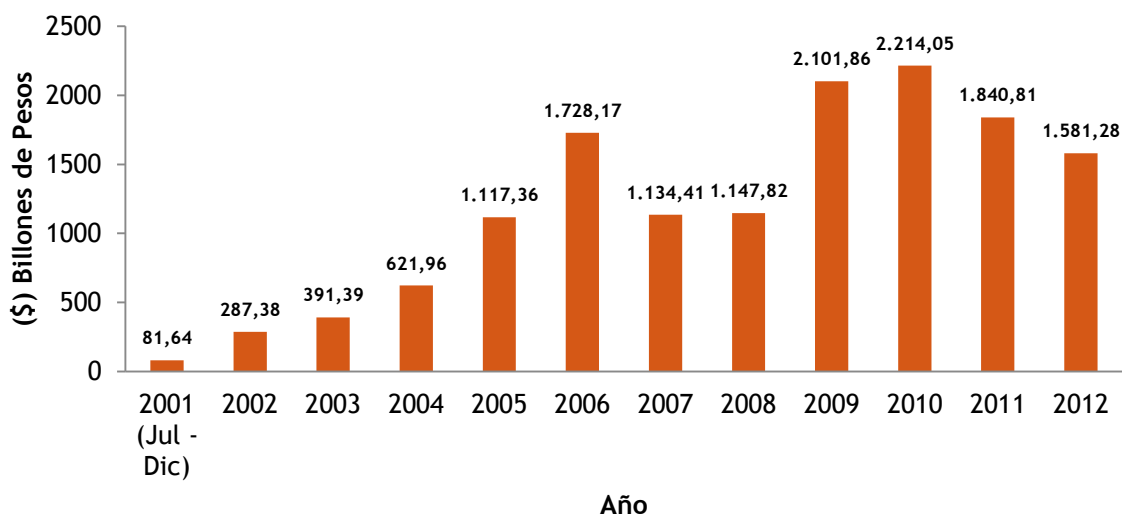
<sup>4</sup> Banco de la República (2008). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República.

(vehículos, prendas de vestir y confecciones, molinería y almidones, hierro y acero, y sustancias químicas), y el sector agropecuario.

- En el 2010 la economía colombiana creció al 4,3%, lo que representó una recuperación importante frente al entorno internacional, ello se explica por el dinamismo del consumo de los hogares y de la formación de capital bruta (se debe resaltar que este ritmo de crecimiento no fue uniforme durante todo el periodo). Los sectores que más contribuyeron a la recuperación fueron: minería (11,1%), comercio (6%), y la industria (4,9%). La inflación finalizó alrededor de 3,17%. No obstante, continuó la tensión en los mercados financieros, sumado a ello, el aumento del precio del petróleo.
- Para el 2011 la tensión financiera a nivel mundial se pronunció, a nivel global las economías crecieron a tasas 3.8%, ello se explica por la crisis de la economía europea (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia). Las economías emergentes son las que han liderado el crecimiento mundial. Por su parte, Colombia logró un buen desempeño, con un crecimiento de 7,5%, esto se explica por el fortalecimiento de la demanda interna estimulado por los altos precios de los productos básicos internacionales y las bajas tasas de interés. No obstante, esta última ha contribuido a la rápida tendencia de endeudamiento en el sector financiero.
- En el 2012 continuó la débil tendencia de la economía global lo que impulsó una nueva desaceleración en la actividad económica mundial. Aun así la economía nacional logró crecimientos de 4%, sin embargo, sectores como agricultura e industria presentaron estancamiento en el primer semestre del año. Esta tendencia se acentuó en el segundo semestre del año donde se observó una marcada desaceleración económica. Se debe resaltar en este año la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos que afectó fuertemente a las empresas textilera del país, en particular por la eliminación del APTDEA y por la fuerte competencia de esta economía.

Lo anterior influyó en el avance del mercado de valores colombiano, pasando de \$81,64 billones de pesos en el 2001 a \$2.214,05 billones de pesos en el 2010, lo que implica una tasa de crecimiento en el periodo mencionado de 2,612%, donde los años más importantes fueron el 2005 con un crecimiento del 79% respecto al mismo periodo del año anterior y 2009 con un crecimiento del 83%. Es de notar la fuerte caída que se presentó en el periodo 2011 y 2012, dicha reducción fue alrededor de un 14%.

**Gráfica 1.5. Evolución del Mercado de Valores Colombiano**



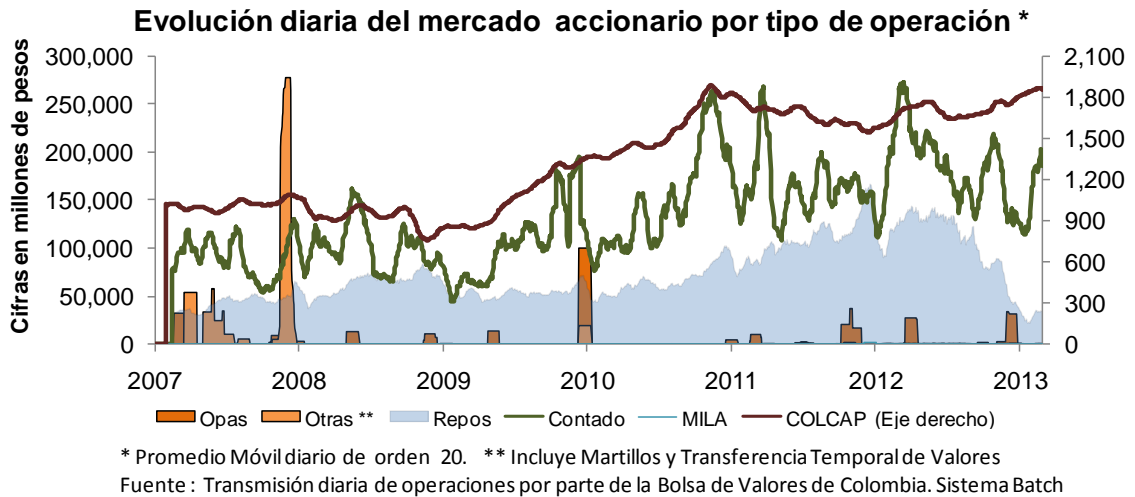
Fuente: Autor. Correa, Hernández (2013)

Respecto al comportamiento del IGBC de la Bolsa de Valores de Colombia, en el 2012 se valorizó en 16.20% (Colombia fue el país que registró la mayor valorización después de México al compararse con los países de la región). Es de resaltar que en el 2012 la dinámica del mercado exteriorizó una reducción en los volúmenes de negociación en el cuarto trimestre del año, particularmente de las operaciones repo sobre acciones, lo que se explicará con mayor detalle a continuación.

A febrero de 2013, la capitalización bursátil del mercado se ubicó en \$477.3 b (USD 266.6 mm) lo que representa el 76.71% del PIB, registrando incremento real anual de 4.10%<sup>5</sup>. Así se puede observar el fuerte desarrollo que ha tenido el mercado de valores en el país desde la integración entre las bolsas en el 2001.

<sup>5</sup> Superintendencia Financiera de Colombia (2013a). Perspectivas del Mercado de Capitales Colombiano.

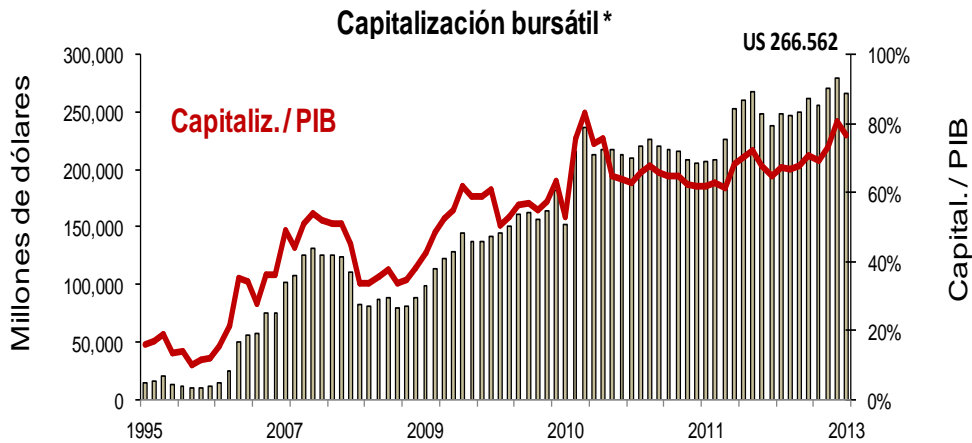
**Gráfica 1.6. Evolución diaria del mercado accionario por tipo de operación**



Fuente: BVC, Superfinanciera (2013)

Por su parte, los montos promedio diarios negociados al contado continúan con una tendencia al alza desde la tercera semana de enero del presente año, situándose alrededor de los \$200 mm al final del mes de febrero.

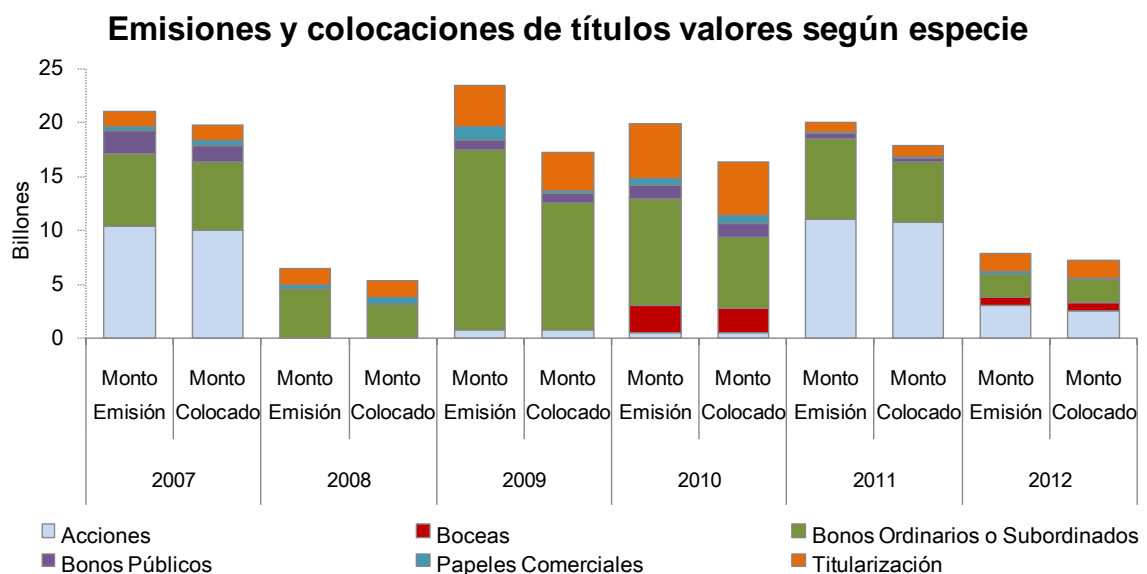
**Gráfica 1.7. Capitalización Bursátil de Colombia**



Fuente: BVC, Superfinanciera (2013)

Respecto a las emisiones y colocaciones desde el 2007 en el país se exhibe un importante crecimiento así para el 2007 en Renta Variable se realizó emisiones primarias en el mercado por un valor total de \$8,04 billones de pesos, en Renta Fija por \$5,14 billones de pesos. En el 2012, se destacó el ingreso de nuevos emisores tales como Construcciones el Cóndor S.A., Carvajal Empaques S.A. y Cemex Latam Holdings S.A y la acción preferencial del Grupo Argos S.A., las cuales contribuyeron a aumentar la oferta de títulos en el mercado local alcanzando cifras en Renta Variable por \$2,28 billones de pesos y Renta Fija \$10,15 billones de pesos (BVC, 2012).

**Gráfica 1.8. Evolución de las emisiones y colocaciones de títulos según especie (2007 – 2012)**



Fuente: BVC, Superfinanciera (2013)

Según cifras reportadas por la Superfinanciera, por tipo de especie, en 2012 los papeles más importantes fueron las acciones, alcanzando alrededor del 37.3% de las ofertas y colocaciones, seguidas de los bonos ordinarios y subordinados que representaron el 28.50%.

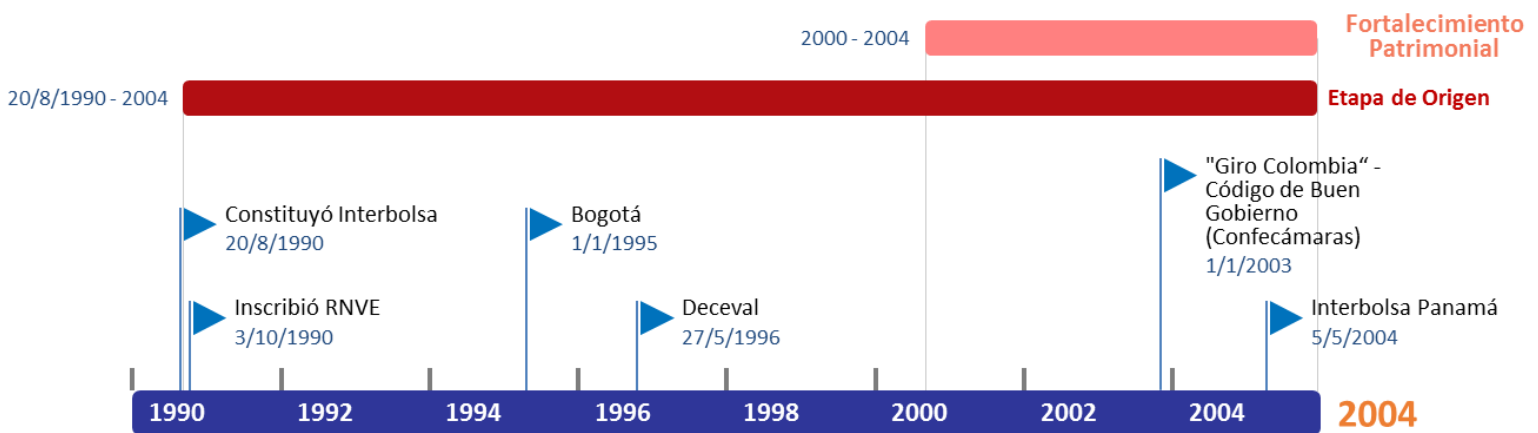
Lo anterior es un claro marco de la economía colombiana, en el cual se exhibe un escenario propicio para la fuerte expansión que desarrollo Interbolsa en la década pasada, la cual se profundizará a continuación.



## Capítulo II. Origen de Interbolsa

El 20 de agosto de 1990 se constituyó INTERBOLSA S.A., mediante escritura pública 1561 en la Notaria 17 de Medellín por parte de Rodrigo Jaramillo. El objeto social de esta nueva sociedad era invertir en sociedades o empresas de cualquier sector económico, bajo cualquier forma asociativa, cualquiera que sea su nombre o bajo firmas unipersonales, y en general realizar inversiones en Colombia o el exterior a través de la adquisición, enajenación, alquiler o realización de cualquier negocio jurídico típico o atípico.

**Gráfica 1.9. Evolución Interbolsa, Etapa de Origen (1990 – 2004)**



Fuente: Autor, BRC (2004)

Es de recordar la coyuntura económica y financiera de la época, pues en el país existía tres bolsas que operaban de manera independiente, la Bolsa de Bogotá (1928), la Bolsa de Occidente (1983) y la Bolsa de Medellín, esta última desde 1961 y en donde se localizó la firma de estudio.

Por su parte, el 3 de septiembre de 1990, mediante la Resolución No 572, se inscribió en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (actual Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores) por la entidad encargada de la época, la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia). En este momento Interbolsa S.A quedó habilitada para desarrollar su objeto social, antes mencionado, en Colombia, y fue admitida como miembro activo de la Bolsa de Valores de Medellín S.A.

Desde esta fecha Interbolsa S.A inició su estrategia de crecimiento a largo plazo, es así que para agosto de 1995 inauguró la sucursal en Bogotá. Por otro lado, el 27 de mayo de 1996 Interbolsa S.A celebró el contrato de depósito de valores con Deceval S.A (Deceval, 2012). Es de destacar que desde la fecha de constitución hasta el 30 de Marzo de 2001, esta sociedad había realizado quince (15) reformas estatutarias, lo que revela la rápida transformación estratégica de la firma.

Durante este periodo la firma en cabeza de la junta directiva, se puso como objetivo principal el aumento del patrimonio para lograr ingresar como creador de mercado<sup>6</sup> en uno de los más importantes mercados del país, TES<sup>7</sup>. Para ello se aumentó la estructura logrando la incorporación de nuevos accionistas y a su vez de nuevos traders. De igual forma, se inició el negocio de posición propia de la firma.

Así que para el 2002, la calificadora de riesgo Bankwatch Ratings de Colombia S.A. le otorga a Interbolsa la calificación como sociedad comisionista de bolsa Doble A sencilla (AA), la modificación de la calificación se da por la mayor exposición del patrimonio frente a la volatilidad observada de los títulos de tesorería - TES -, sumado a ellos se evaluó la efectividad de las políticas y herramientas de control interno de cada compañía<sup>8</sup>.

El progreso de la firma se puede evidenciar por la calificación otorgada por la firma pues esta evalúa la administración del riesgo, la capacidad operativa de la firma, su estructura financiera, así como la eficiencia y la capacidad gerencial.

**Tabla. 1.2 Histórico Calificación por parte de la Calificadora de Riesgo BRC Investor Services S.A (BRC)**

Fecha de la Revisión	Calificación
Nov 2002	AA
Abril 2003	AA+
Diciembre 2003	AA
Septiembre 2004	AA

<sup>6</sup> “Se entiende como Creadores de Mercado (CM), el grupo de Establecimientos Bancarios, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa, designados como tal por la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, para lo cual los participantes en el Programa deberán acreditar, el cumplimiento de los requisitos de calificación mínima de riesgo que, a continuación se señalan: i) Establecimientos Bancarios y Corporaciones Financieras: Deberán acreditar como mínimo la cuarta mejor calificación de riesgo emisor de corto y de largo plazo de acuerdo con las escalas usadas por la Sociedad Calificadora que la otorga. En su defecto la calificación deberá ser internacional de por lo menos grado de inversión de acuerdo con las escalas usadas por la Sociedad Calificadora que la otorga. ii) Sociedades Comisionistas de Bolsa: Deberán acreditar como mínimo la tercera mejor calificación de Riesgo de contraparte” (Superfinanciera, 2010).

<sup>7</sup> Los TES (Clase B) se utilizan para profundizar el mercado de capitales, incentivar el ahorro interno a largo plazo, informar al mercado financiero sobre las expectativas y precios por plazo lo que genera una curva de rendimientos, estos son emitidos por la Nación, por lo que tanto sus rendimientos y redención están a cargo de los recursos del Presupuesto General de la Nación. Son títulos a la orden y son libremente negociables en el mercado secundario, estos títulos se colocan a través de un proceso de subasta en el mercado primario donde participan los creadores del mercado (EAFIT, s.f).

<sup>8</sup> Carta dirigida a la Superintendencia de Valores por parte de BRC Investor Services S.A el 10 de septiembre de 2002 con No Radicación 200229-3192, por parte de Rafael González Guillen presidente de la calificadora.

Fuente: Autor, BRC (2004)

En el 2003 Interbolsa incursionó en el negocio de giros y remesas, con un nuevo producto denominado “Giro Colombia”, no obstante, este producto no tuvo los resultados esperados. Además inicio un proceso de mejora continua enfocado en el área de *compliance*, al desarrollar una estrategia para prevenir y controlar el lavado de activos, revisión del código de buen gobierno<sup>9</sup> y el código de ética y conducta, diseño de auditoría, al igual que la implementación de un conjunto de herramientas tecnológicas que muestran su necesidad de prepararse para desarrollar su estrategia de mercado enfocada al reconocimiento nacional.

Bajo este contexto, el mantenimiento de la calificación en el 2004 se fundamentó en el favorable desempeño financiero y el continuo crecimiento patrimonial, lo que le permitió posicionarse como uno de los actores más importantes del mercado de deuda pública y como creador del mercado. Contaba para ese momento con 34 mesas de negociación<sup>10</sup> y una estructura de segregación de áreas (Front<sup>11</sup>, Middle<sup>12</sup> y Back Office<sup>13</sup>).

Con respecto a su estructura organizacional, en el 2004 se creó la vicepresidencia comercial, administrativa y desarrollo y tecnología. Las principales líneas de negocio se concentraron en:

**Tabla 1.3. Líneas de negocio de 2004**

	2004	Activos
<b>Líneas de Negocio</b>	Posición Propia	Títulos de deuda pública ( <b>TES</b> ), externa ( <b>Yankees</b> ), y Divisas ( <b>Euro, Dólar</b> )
	Banca corporativa y privada	Renta fija y variable
	Administración de carteras colectivas	Fondo a la vista ( <b>Fondo Efectivo Día</b> ) y Fondo escalonado ( <b>Fondo Efectivo 90</b> )
	Banca de Inversión	Creador de mercado de algunas colocaciones

<sup>9</sup> Contrato que se realizó con Confecámaras

<sup>10</sup> No todas las mesas estaban autorizadas para realizar operaciones por cuenta propia.

<sup>11</sup> El *front office* se encarga de las estrategias comerciales y de negociación.

<sup>12</sup> El *middle* se encarga de las estrategias de monitoreo y control de los riesgos asumidos por los traders de la sociedad.

<sup>13</sup> El *back office* se encarga de las estrategias de cumplimiento de todas las operaciones de la firma.

Inversiones Internacionales	Representante para Colombia del <b>Premium Capital Appreciation Fund</b> (Fondo de inversión en moneda extranjera con sede en las Antillas Holandesas)
Giros y Remesas	Cajeros automáticos

Fuente: Autor, BRC (2004)

Es de resaltar que para este periodo la principal fuente de ingresos fue la toma de posición propia (línea de negocio de la cual provinieron más del 90% de los ingresos), lo que generó un incremento notorio en su exposición al riesgo de mercado<sup>14</sup>.

En este periodo sobresale el proceso de fortalecimiento patrimonial, en particular, desde el 2000, así para el 2004<sup>15</sup> el patrimonio de Interbolsa sumó \$54.672 millones (crecimiento de 22% entre septiembre del 2003 y el mismo periodo para el 2004), con una utilidad neta a septiembre del 2004 de \$8.274 millones (lo que implicó un crecimiento de 10,4% con respecto al mismo periodo del año anterior). Con esto la firma logró ser la firma comisionista de mayor capital y obtener un mayor nivel de apalancamiento.

Es de resaltar que en el informe de la calificadora de riesgos BRC, la firma se compromete a lograr una mayor diversificación de sus fuentes de ingresos (carteras colectivas y el diseño y estructuración de soluciones para el mercado de capitales, banca de inversión, entre otros) para reducir la exposición, en especial, por la volatilidad derivada de los ingresos de posición propia debido al comportamiento de las tasas del mercado.

Entre las medidas tomadas se desarrolló una fuerte estrategia para incursionar en el mercado internacional, así para el 2004 ya se tenía la autorización por parte de la Superintendencia de Valores para la constitución de una firma comisionista en Panamá.

Al respecto conviene decir que según los resultados el indicador del apalancamiento<sup>16</sup> para el 2004 se evidenció un mayor nivel de riesgo asumido para obtener un margen de utilidad similar. Al igual, la liquidez de la firma, si bien presentó un comportamiento positivo permaneció por debajo del promedio del sector de las comisionistas del país (66,07% mientras el del agregado de firmas comisionista fue

<sup>14</sup> BRC (2004). Revisión Anual de la Calificación para Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa.

<sup>15</sup> En el informe de la calificadora de riesgo se confirma por parte del Revisor Fiscal de la firma que durante 2004, la Cámara disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia de Valores no presentaron sanciones en contra de la firma y no se presentaron contingencias que puedan afectar el desarrollo de su actividad.

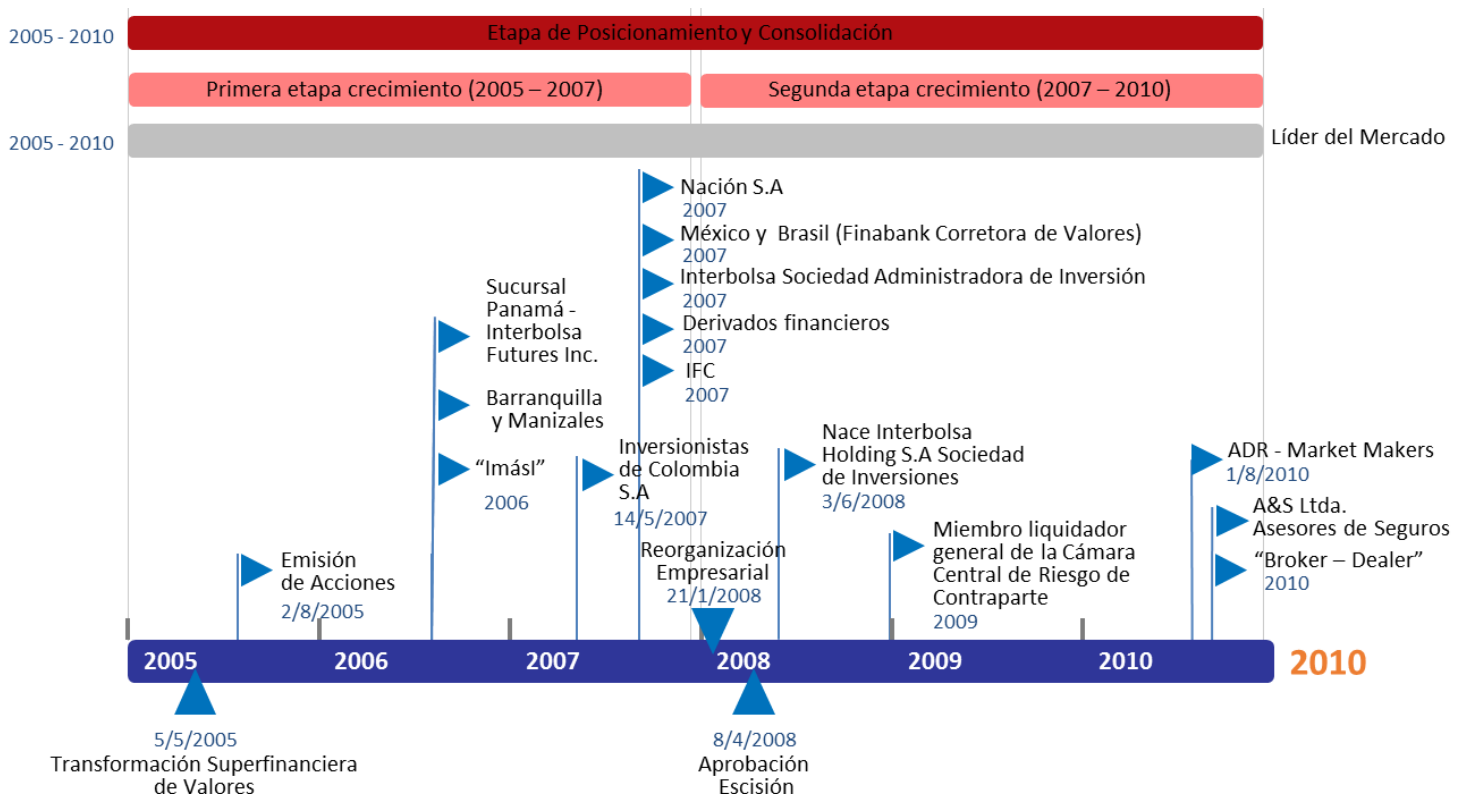
<sup>16</sup> “El apalancamiento promedio mensual entre enero y septiembre de 2004 fue de 15,42 veces, superior al promedio de 13,4 veces y 12,34 veces presentados durante el mismo periodo en los años 2003 y 2002, respectivamente” (BRC, 2004)

de 71,65%, para el mismo periodo analizado). Por lo que, según el informe de la calificadora, Interbolsa inició un proceso de financiación para adquirir activos líquidos y reducir sus activos impropios, entre estos, vehículos y equipos informáticos.

### Capitulo III. Posicionamiento y auge de la Comisionista de Bolsa

El periodo de posicionamiento, consolidación y auge de Interbolsa inicia entre el 2005 y finaliza en el 2010, caracterizado por una serie de estructuraciones tanto organizacionales como financieras. No obstante, conviene distinguir dos sub periodos, donde el punto neurálgico, es la reorganización empresarial que se desarrolló en el 2008. Es por eso que a continuación se analizará el proceso de consolidación en dos fases, la primera desde 2005 hasta 2007, y la segunda desde 2007 hasta 2010, esta última se detallará en el IV capítulo de este documento debido a su relevancia.

**Gráfica 1.10. Evolución de la etapa de posicionamiento y auge de Interbolsa S.A (2005 – 2010)**



Fuente: Autor, BRC (2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010)

Con esto en mente, en el 2005 Interbolsa se consolidó como una de las firmas líderes del mercado, hecho confirmado por el excelente desempeño, en particular, al evaluar los indicadores de Utilidad Neta alcanzando un monto de \$34.813 millones (con un crecimiento del 321% con respecto al mismo periodo de año anterior, mientras que el crecimiento del promedio del mercado fue de 183%). Lo cual se debió al comportamiento de los Ingresos operacionales que llegaron a ser \$132.343 millones (64% con respecto al mismo periodo del año anterior), los ingresos por comisiones (211%) con una participación respecto a sus ingresos de 4,2%, y los ingresos por cuenta propia (61%) con una participación respecto a los ingresos de 95,80%.

**Tabla 1.4. Evolución de la Calificación de Interbolsa S.A (Primer periodo de expansión – 2005 a 2007)**

Fecha de la Revisión	Calificación
Septiembre 2005	AA (PP)
Diciembre 2005	AA (PP)
Septiembre 2006	AA (PP)
Enero 2007	AA
Julio 2007	AA
Septiembre 2007	AA- (PN)

Fuente: Autor, BRC (2005, 2006, 2007)

De este acontecimiento nace el hecho de que logrará una calificación AA – PP (Doble A con Perspectiva Positiva), por parte de la calificador de Riesgos BRC. Se debe tener en cuenta, que aunque el resultado del nivel de apalancamiento para el 2005 (6,5 veces), está por encima del promedio del mercado (7,5 veces), es inferior al del año anterior (7,5 veces), este hecho llamo la atención de la Calificadora, en su momento, debido a que las fuentes de financiación de la firma son de corto plazo, en particular, por operaciones de recompra, lo que implica un mayor riesgo (BRC, 2005).

Es por ello, que en este año se realizó una emisión de acciones con el “*propósito de fortalecer patrimonialmente la firma, mejorar el índice de solvencia y mejorar el apalancamiento con el propósito de fortalecer el negocio de posición propia*”<sup>17</sup>, con la Resolución 644 del 2 de agosto de 2005, la Superintendencia de Valores autorizó el reglamento de suscripción y colocación de 6.000.000 acciones ordinarias de

<sup>17</sup> El Tiempo (2013). Revisado 11/07/2013. <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1959788>

Interbolsa, los cuales tuvieron un valor nominal de 1.000 pesos y equivalen al 0,37% de las acciones suscritas y pagadas a la fecha.

En este mismo año, se transformó la Superintendencia de Valores hoy conocida como Superintendencia Financiera, lo que implicó importantes cambios en materia de supervisión y regulación, que al no ser objeto de esta investigación no se profundizará. Empero, si se puntualizará que en este año Interbolsa fue sancionado por los entes reguladores a causa de: i) Realizar operaciones no autorizadas con portafolios de terceros, de operaciones entre la posición propia y un portafolio administrado y desconocimiento de normas sobre conflicto de interés; y ii) el incumplimiento de los deberes de los administradores, lo que ocasionó una suspensión temporal del Sistema Electrónico de Negociaciones (SEN).

Para el 2006 Interbolsa continuó siendo el líder de la industria, en particular, por su fuerte posición patrimonial (Utilidad Neta de \$23.221 millones) lo que le permitió apalancar el crecimiento de la compañía a través de nuevos productos ofrecidos a los clientes. A pesar de lo anterior, los indicadores de rentabilidad tuvieron un débil resultado, ello explicado por los altos niveles de volatilidad y la coyuntura económica de la época, aun así en comparación con el mercado el desempeño de la firma en este año fue bueno, especialmente, por la incursión a los nuevos negocios (derivados financieros, administración de portafolios, productos de apalancamiento<sup>18</sup>) y mercados nacional (oficinas en Barranquilla y Manizales) e internacional (sucursal en Panamá y Interbolsa Futures Inc. en Nueva York).

Sumado a ello, la Súperfinanciera aprobó la opción de compra del 9,99% de Interbolsa por parte de Internacional Finance Corporation IFC<sup>19</sup>, se proyectó que dicha participación accionario contribuiría al desarrollo del mercado de capitales del país (el 14 de mayo del 2007 se suscribió 7.995.334 acciones ordinarias y nominativas de la sociedad, a un precio de \$2.537,98 cada una, lo que representa el 6,27% de la participación en el capital social).

El 2007 para Interbolsa fue un año difícil, en especial, por la fuerte exposición que tenía en posición propia, pues este año el comportamiento del spread que históricamente había existido entre la tasa de negociación de los TES tasa fija y las tasas de interés de fondeo se contrajo fuertemente lo que ocasiono una importante reducción en los ingresos y en la rentabilidad de la firma<sup>20</sup>. No obstante, Interbolsa continuó su profundización y crecimiento a través de realizar alianzas para ingresar

---

<sup>18</sup> Cuentas de Margen apalancadas, REPO en acciones, OPCE y OPCF.

<sup>19</sup> Internacional Finance Corporation IFC es una institución financiera multilateral miembro del Grupo del Banco Mundial, la cual invierte y presta dinero para proyectos del sector privado en países en desarrollo en todo el mundo, está conformado por 175 países quienes participan en la estructuración de las políticas y toma de decisiones.

<sup>20</sup> “Como consecuencia de la alta concentración histórica de sus ingresos en posición propia, el impacto de la alta volatilidad del mercado de capitales junto con la caída de los precios de renta fija en el último año, ha afectado los resultados financieros de Interbolsa en mayor proporción que otras firmas del sector” (BRC, 2007)

a Brasil y México, su nivel patrimonial representaba a noviembre del 2007 el 29,83% del mercado (alcanzando un total de \$289.783 millones).

### ***Evolución de las Líneas de Negocio (2005 – 2007)***

Como se especifica en la tabla 1.5 la evolución de las líneas de negocio de Interbolsa han buscado la diversificación, sin embargo, siempre ha predominado la participación de las operaciones de cuenta propia, los cuales alcanzaron un nivel de ingresos en el 2005 de \$128.112 millones (61%) representando el 96,98% de los ingresos operacionales, los ingresos por comisiones representaron el 4,7% (207%).

Esto llevó a Interbolsa a incursionar en la Administración de Portafolios de terceros con la adquisición de Nación S.A (a septiembre de 2006, administraba \$235.300 millones de pesos), la cual era una sociedad administradora de fondos de valores, quedando bajo propiedad de Interbolsa (49%) y de Inversionistas de Colombia e invirtiendo fundamentalmente en Tribeca Partners<sup>21</sup>.

Con respecto a la líneas de negocio, para fortalecer la banca de inversión, en el 2006, Interbolsa realizó la alianza estratégica entre Interbolsa e Inverlink “i+i” y por la línea de inversiones internacionales, abrió una sucursal en Panamá y estaba esperando la aprobación por parte de NFA (National Futures Association) e ingresar al Mercado Norteamericano, en la plaza de Nueva York.

De otro lado, se anunció en el 2006 la intención de fusión por absorción entre Interbolsa e Inversionistas de Colombia (patrimonio de \$246.859 millones y más de 12.000 clientes activos), lo que consolidó la posición de la firma evaluada en el sector bursátil nacional<sup>22</sup>.

Para el 2007, Interbolsa incursionó en el negocio de derivados financieros, en especial, con la emisión y venta de opciones sobre divisas y títulos de renta fija. Es de notar, que para esta fecha la firma continua con una fuerte dependencia en operaciones de cuenta propia y algunas de carácter especulativo (se concentró en el trading de posición propia de títulos de renta fija y variable, divisas y derivados financieros cuando no son usados como coberturas, ello fortalecido por la reciente fusión con Inversionistas de Colombia que le permitió consolidar una base patrimonial importante).

Otro acontecimiento al que se tiene mención, es la transformación de Nación S.A sociedad administradora de carteras colectivas, a lo que hoy, se conoce como

---

<sup>21</sup>Tribeca Partners es un fondo de inversión de capital privado que busca invertir en empresas con un alto potencial de crecimiento a través de la adquisición, total o mayoritaria, de su participación accionaria (.<http://www.tribeca.com.co/s-nosotros/>)

<sup>22</sup> El 23 de mayo de 2007 se publicó la autorización de la fusión mediante la Resolución 735 de 2007, donde se declaró que no existe objeción a la operación de fusión entre Interbolsa S.A e Inversionistas de Colombia S.A. Para el 12 de Junio de 2007 las dos comisionistas se integraron en su operación.



Interbolsa Sociedad Administradora de Inversión (conocida como Interbolsa SAI) que continuo con la administración de los fondos (Renta, Dólar, Plazo, Agrario, Nación, Multiagro, Monex y Factoring). En cuanto a las inversiones internacionales, se desarrolló un acuerdo para incursionar en Brasil por medio de Finabank Corretora de Valores<sup>23</sup>.

### ***Evolución de la Estructura Organizacional (2005 – 2007)***

La estructura organizacional de Interbolsa en este sub periodo inicial de crecimiento y desarrollo se destacó por ser muy dinámica, ello precisamente por el afanoso fortalecimiento institucional que estimuló la ejecución de mejoras en los procedimientos, en particular, orientados en afianzar las buenas prácticas del gobierno corporativo.

Así, para el 2005 se seleccionó miembros externos en la Junta Directiva (cuatro miembros externos y cuatro internos) con el propósito de evitar posibles conflictos de intereses, se reemplazó la Dirección de Operaciones por la Vicepresidencia de Operaciones y la Contraloría de Prácticas Corporativas por la Vicepresidencia de Contraloría, ambas reportando directamente a la Presidencia. Al igual, se creó: i) la Secretaria General con el objetivo de fortalecer la estructura jurídica de la firma, ii) la Dirección de Tesorería y Planeación Financiera, y iii) la Estructura de Negocios, entre otros cambios (Ver Tabla 1.6).

En el 2006, la estructura de la Junta Directiva era 1 miembro interno administrativo, 2 miembros externos, y 2 miembros independientes, se crea el área de: i) Seguimiento estratégico de negocios, y ii) Comunicación e imagen corporativa. Dentro de la Vicepresidencia Comercial se creó las líneas: i) Administración de Portafolio a Terceros y ii) Negocios Internacionales, pues ya se estaba perfilando la estrategia de la firma en busca de expandirse a nivel internacional, en particular, hacia Panamá y Estados Unidos, como se mencionó anteriormente. Dentro de la Vicepresidencia de Operaciones se creó las áreas: i) Apertura, ii) Garantías, iii) Tesorería Operativa, estas eran las encargadas de asignar los límites para los clientes de la línea de negocios de cuentas de margen, entre otros. Lo anterior se fundamentó a razón de la estrategia de la empresa, en ser la líder del mercado con una alta formalidad en los procesos operativos, procedimientos, metodologías para de esta forma, medir y controlar el riesgo de crédito y de mercado (al que se encontraban expuestos por su poca diversificación).

Para el 2007 se estructuró la Asamblea Nacional de Accionistas y se creó: i) Dirección de proyectos especiales, ii) Coordinación de Títulos, iii) Coordinación de Liquidaciones; iv) Coordinación de Negocios Internacionales; v) Coordinación de atención a requerimientos, todas estas bajo la supervisión de la Vicepresidencia de

---

<sup>23</sup>Finabank Corretora Cambio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda., es un banco comercial que ofrece servicios de banca personal y una amplia gama de productos financieros a sus clientes, con sede en Sao Paulo, Brasil. (Bloomberg, 2013)

operaciones. Bajo la cabeza de la Vicepresidencia Comercial se estructuró el departamento de análisis económico, al igual la Vicepresidencia Administrativa y Financiera organizó la coordinación de tesorería y planeación financiera, la dirección de gestión y control de presupuesto y la dirección de gestión humano. Todo ello indica el fortalecimiento institucional y organizacional de la firma en el periodo de análisis (Ver tabla 1.5).

**Tabla 1.5. Evolución de las líneas de negocio**

		2004	2005	2006	2007
<b>Líneas de Negocio</b>	Posición Propia	Títulos de deuda pública (TES), externa (Yankees), y Divisas (Euro, Dólar)	Títulos de deuda pública (TES), externa (Yankees), y Divisas (Euro, Dólar) y Acciones	Títulos de Deuda Pública interna y externa, divisas spot, forward y acciones.	Acciones, Títulos de renta fija, derivados de deuda pública interna y externa, divisas spot y forward
	Banca corporativa y privada	Renta fija y variable			
	Administración de carteras colectivas	Fondo a la vista (Fondo Efectivo Día) y Fondo escalonado (Fondo Efectivo 90)	Adquisición Nación S.A (Dólar, Plazo, Agrario, Nación, Multiagro, Monex y Factoring)	n.d	n.d
	Banca de Inversión	Creador de mercado de algunas colocaciones		Alianza estratégica Interbolsa - Inverlink "i+i"	Alianza estratégica Interbolsa - Inverlink "i+i"
	Inversiones Internacionales	Representante para Colombia del Premium Capital AppreciationFund (Fondo de inversión en moneda extranjera con sede en las Antillas Holandesas)			Presencia directa en Panamá, Nueva York y próximamente en Brasil a través de Finabank Corretora de Valores. Además actúa como representante para Colombia de Premium Capital AppreciationFund
	Giros y Remesas	Cajeros automáticos	n.d	n.d	n.d

Administración de Portafolios de Terceros	n.d	n.d	Portafolios de terceros y Cuentas de Margen
Interbolsa Sociedad Administradora de Inversión (antes Nación S.A)	n.d	n.d	Carteras Colectivas, Fondos (Renta, Dólar, Plazo, Agrario, Nación, Multiagro, Monex y Factoring)

Fuente: Autor (n.d. no disponible)

**Tabla 1.6. Evolución de la Estructura Organizacional 2004 – 2007**

Concepto / Año	2004		2005		2006		2007	
<b>Dirección</b>	<b>Junta Directiva</b>						<b>Asamblea General de Accionistas</b>	
<b>Comités</b>	Presidencia		<b>Secretaría General</b>		<b>Seguimiento Estratégico de Proyectos</b>			
	Auditoría	Control de Prácticas Corporativas	<b>Nómina y Compensación</b>					
		Control y Gestión de Riesgos	<b>Riesgo</b>					
		Prevención Lavado de Activos	<b>Revisoría Fiscal</b>					
Auditoría Interna			<b>Comunicaciones e Imagen Corporativa</b>					
<b>Vicepresidencia</b>	<b>Comercial</b>	Banca Corporativa	<b>Operaciones</b>	Compensación, cumplimiento y envíos	Comercial	<b>Administración de Portafolio de Terceros</b>	Operaciones	<b>Dirección de Proyectos especiales</b>
		Banca Institucional		Administración y custodia de valores		<b>Negocios Internacionales</b>		<b>Coordinación de Títulos</b>
		Carteras Colectivas		International Operations				<b>Operaciones</b>
		Banca de Inversión			<b>Aperturas</b>	<b>Coordinación de Negocios Internacionales</b>		
		Dirección de Operaciones				<b>Coordinación de</b>		

								<b>atención a requerimientos</b>
		Dirección Jurídica	<b>Contraloría</b>	Control de Riesgos				<b>Coordinación de Clientes</b>
	<b>Administrativa</b>	Dirección Administrativa				<b>Garantías</b>	Comercial	<b>Mercadeo</b>
		Dirección de Gestión Humana		Prevención de Lavado de Activos				<b>Dirección Productos Especiales</b>
		Organización y Métodos						
		Contabilidad		Control Interno		<b>Tesorería Operativa</b>		<b>Dirección Negocios Internacionales</b>
		Giro Colombia						<b>Análisis Económico</b>
	<b>Desarrollo y Tecnología</b>	Desarrollo y Tecnología		Mejoramiento de Procesos		Administrativa y Financiera	<b>Coordinación de Tesorería y Planeación Financiera</b>	
		Dirección de Telecomunicaciones					<b>Dirección de gestión y control del presupuesto</b>	
							<b>Dirección de Gestión Humana</b>	

Fuente: Autor (\*Las estructuras resaltadas en rojo son aquellas que se crearon nuevas para cada periodo)

## Evolución Financiera 2006-2009 Posicionamiento y auge de la Comisionista de Bolsa

**Interbolsa S.A** para el 2006 ya se encontraba posicionado como el actor más importante de la industria de mercado de capitales, esto soportado por su posición patrimonial, que de acuerdo a los estados financieros presentados en esa época por la firma comisionista tenía una utilidad neta de \$23.235 millones sobre un patrimonio total de \$155.084 Millones, Activos totales de 1.907.797 Millones y Pasivos totales de \$1.752.712 Millones, con base en lo anterior se puede determinar que la empresa tiene concentrado su apalancamiento en el Pasivo, donde su indicador de endeudamiento total con corte a 31 de Diciembre de 2006 es del 91.87%, y márgenes ajustados de cubrimiento en sus razones corrientes en el 2006, así por cada peso que tenía la compañía tenía \$1.09 para cubrirlos.

Bajo estos indicadores es importante determinar cómo estaban compuestos los activos y pasivos de Interbolsa para tener datos más relevantes sobre comportamiento de la firma durante ese periodo fiscal.

**Tabla 1.7. Principales cuentas de Interbolsa S.A 2006**

CUENTA	Nombre Cuenta	2006	
100000	<b>ACTIVO</b>	<b>1.907.797,01</b>	<b>100,00%</b>
110000	DISPONIBLE	14.964,95	0,78%
120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y POSICIONES ACT	1.856.773,24	97,33%
130000	DEUDORES	28.605,37	1,50%
150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	2.386,57	0,13%
170000	DIFERIDOS	2.144,33	0,11%
180000	OTROS ACTIVOS	346,58	0,02%
190000	VALORIZACIONES	2.575,96	0,14%
200000	<b>PASIVO</b>	<b>1.752.712,29</b>	<b>91,87%</b>
210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y POSICIONES PASIVAS EN OPERACIONES DE	1.742.702,41	91,35%
220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	-	0,00%
230000	CUENTAS POR PAGAR	8.640,31	0,45%
240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	3,51	0,00%
250000	OBLIGACIONES LABORALES	1.366,06	0,07%
260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	-	0,00%
300000	<b>PATRIMONIO</b>	<b>155.084,72</b>	<b>8,13%</b>
310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	23.899,07	1,25%
320000	SUPERAVIT O DFICIT DE CAPITAL	81.448,54	4,27%
330000	RESERVAS	25.953,12	1,36%
340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	548,91	0,03%
360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	23.235,10	1,22%
	<b>PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>1.907.797,01</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Superintendencia Financiera (2006)

De acuerdo al análisis horizontal del 2006 se puede determinar que la composición de los activos casi en su totalidad corresponde al rubro de inversiones (**97.33%**) esto por el modelo de negocio de la firma y que los pasivos tanto internos como externos están representados en un alto porcentaje (**91.33%**) por pasivos corrientes de corto plazo, si bien esto puede ser normal para el modelo de negocio de los operadores del mercado, aumenta el riesgo de liquidez.

Con base en las concentraciones de esas posiciones de balance es necesario hacer un análisis detallado de los principales rubros que las componen, que para los efectos de estudio se agruparon en los principales rubros.

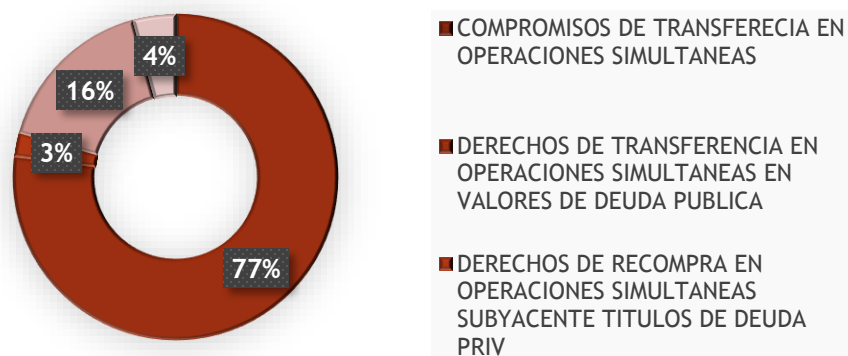
En cuanto a las inversiones se encuentra lo siguiente en 2006:

**Tabla 1.8. Principales inversiones en el 2006**

CUENTA	2006
COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	-
DERECHOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS EN VALORES DE DEUDA PUBLICA	1.429.563,25
DERECHOS DE RECOMPRA EN OPERACIONES SIMULTANEAS SUBYACENTE TITULOS DE DEUDA PRIV	44.098,30
COMPROMISOS DE REVENTA DE INVERSIONES EN OPERACIONES SIMULTANEAS	304.023,34
OTROS	79.088,34
<b>TOTAL INVERSIONES</b>	<b>1.856.773,24</b>

Fuente: Superintendencia Financiera

#### INVERSIONES 2006



Fuente: Superintendencia financiera

De acuerdo a lo anterior se puede observar que las inversiones están concentradas en un solo tipo a niveles superiores al 75%, este tipo de inversiones son las denominadas **derechos de transferencia en operaciones simultaneas en valores de deuda pública** con esto se incrementa el riesgo por la concentración.

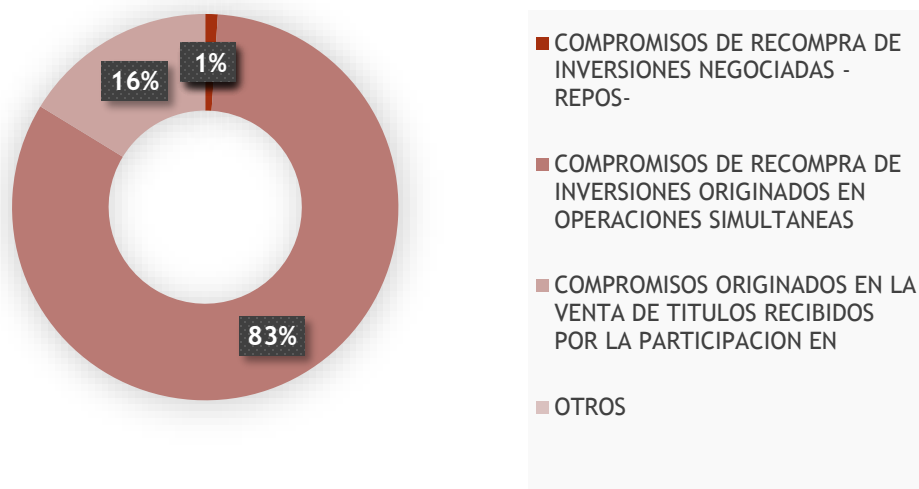
En cuanto a los pasivos corrientes se ve la siguiente distribución donde se manifiesta que alrededor del 80% de las operaciones de **Interbolsa S.A.** tanto de manera activa como pasiva tenían que ver con operaciones simultáneas.

**Tabla 1.9. Principales compromisos 2006**



CUENTA	2006
COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	
COMPROMISOS ORIGINADOS EN LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES SIMULTANEAS SOBRE SIMULT	
COMPROMISOS ORIGINADOS EN POSICIONES EN CORTO DE OPERACIONES SIMULTANEAS	
COMPROMISOS DE RECOMPRA DE INVERSIONES NEGOCIADAS - REPOS-	18.207,32
COMPROMISOS DE RECOMPRA DE INVERSIONES ORIGINADOS EN OPERACIONES SIMULTANEAS	1.440.994,95
COMPROMISOS ORIGINADOS EN LA VENTA DE TITULOS RECIBIDOS POR LA PARTICIPACION EN	283.500,14
OTROS	-
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1.742.702,41</b>

### PASIVO CORRIENTE 2006



Fuente: Superintendencia Financiera

Entrando en los principales indicadores financieros podemos observar que entre los principales indicadores de rentabilidad Interbolsa S.A tenía un **R.O.E** cercano al **15 %**, con esto se puede ver que la rentabilidad obtenida por la empresa a partir de sus propios recursos es positiva sin embargo es baja por los altos niveles de volatilidad de sus inversiones.

Otro indicador para resaltar que muestra la aparente solidez de la empresa en esta época es su **MARGEN OPERACIONAL** que al cierre del 2006 presentaba niveles cercanos al **13%**, si bien es positivo, es inferior al periodo anterior lo cual indica que la empresa empieza a generar una serie de alertas que deben ser tomadas en cuenta por los inversionistas y directivos, no obstante, si se analiza los fundamentales del sector para la época estos indicadores podrían ser desestimados.

Otra alarma es generada por el Retorno de los Activos frente a la Utilidad **R.O.A**, pues este no supera el 2%, si se compara con el tipo de interés bancario de la época se podría decir que los activos no podrán cubrir los costos financieros de la operación; sin embargo por la fuerte posición en el patrimonio de la empresa y un GoodWill, en la época la empresa no tendría problemas para seguir apalancando la operación.

En el año 2007 Interbolsa presentó resultados financieros que incrementan la Utilidad Neta a \$32.635 millones, es decir, un 40% mayor frente al año anterior, sin embargo, el patrimonio creció a \$283.557 Millones, principalmente por el incremento del capital social en un 70%, que paso de \$23.899 millones a \$40.974 millones, y el superávit de capital que creció un 108%, lo que se ve traducido en una disminución en el retorno de la utilidad frente al patrimonio (R.O.E), el cual mostró una disminución bajando al 11.51%.

Los Activos totales en 2007 fueron 1.593.981.81 Millones y Pasivos totales de \$1.310.424.07 Millones la empresa continuo en gran medida concentrando el apalancamiento en su pasivo corriente, donde su indicador de endeudamiento total con corte a 31 de Diciembre de 2007 bajo al 82.21%, es importante aclarar que lo anterior no es debido a un cambio en la operaciones o políticas si no al incremento del capital social y en si del patrimonio, lo anterior también permitió el incremento en márgenes de cubrimiento en sus **razones corrientes** en el 2007 por cada peso que tenía la compañía tenía **\$1.20** para cubrirlos.

La estructura de Balance del **2007** estaba compuesta de la siguiente forma:

**Tabla 1.10. Estructura del Balance 2007**

CUENTA	Nombre Cuenta	2007	
100000	ACTIVO	1.593.981,81	100,00%
110000	DISPONIBLE	20.786,44	1,30%
120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y POSICIONES ACT	1.503.123,95	94,30%
130000	DEUDORES	40.148,62	2,52%
150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	5.727,82	0,36%
170000	DIFERIDOS	19.388,03	1,22%
180000	OTROS ACTIVOS	1.169,49	0,07%
190000	VALORIZACIONES	3.637,47	0,23%
200000	PASIVO	1.310.424,07	82,21%
210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y POSICIONES PASIVAS EN OPERACIONES DE	1.301.297,00	81,64%
220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	-	0,00%
230000	CUENTAS POR PAGAR	5.340,24	0,34%
240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	2.048,41	0,13%
250000	OBLIGACIONES LABORALES	1.738,42	0,11%
260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	-	0,00%
300000	PATRIMONIO	283.557,74	17,79%
310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	40.974,81	2,57%
320000	SUPERAVIT O DFCIT DE CAPITAL	169.713,77	10,65%
330000	RESERVAS	40.233,98	2,52%
340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	-	0,00%
360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	32.635,19	2,05%
	PASIVO + PATRIMONIO	1.593.981,81	100,00%

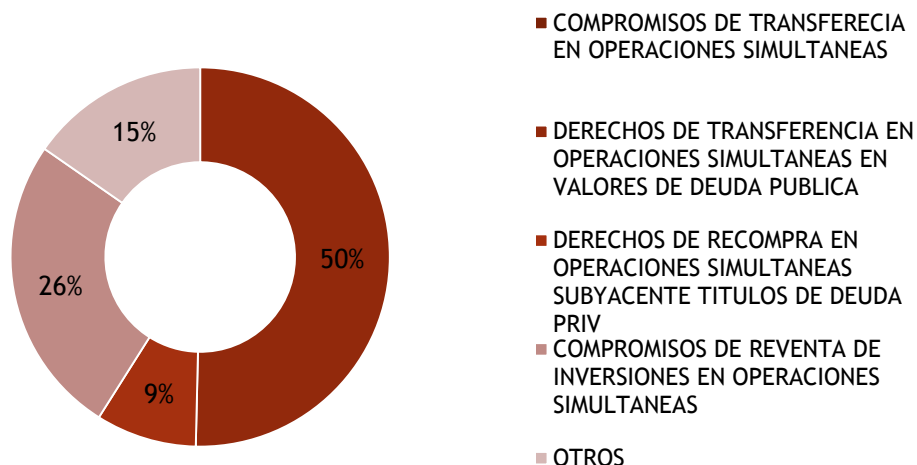
Fuente: Superintendencia Financiera (2007)

Se puede observar que las concentraciones en la parte activa siguen en las inversiones, pero debido al aumento de capital la estructura de financiación ha variado frente al año 2006, lo cual se ve reflejado en el cambio del **WACC** del negocio que pasa del **7.85%** al **8.25%**, tomando como tipo de interés de financiación una tasa del **7.5%**.

**Tabla 1.11. Principales inversiones 2007**

CUENTA	2007
COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	-
DERECHOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS EN VALORES DE DEUDA PUBLICA	757.156,16
DERECHOS DE RECOMPRA EN OPERACIONES SIMULTANEAS SUBYACENTE TITULOS DE DEUDA PRIV	129.224,49
COMPROMISOS DE REVENTA DE INVERSIONES EN OPERACIONES SIMULTANEAS	386.264,30
OTROS	230.479,00
<b>TOTAL INVERSIONES</b>	<b>1.503.123,95</b>

### INVERSIONES 2007



Fuente: Superintendencia Financiera (2007)

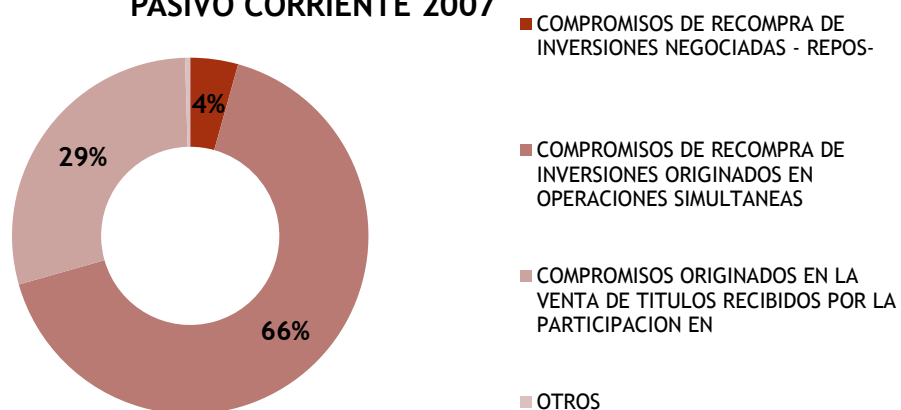
De acuerdo a lo anterior se puede observar que las inversiones se desconcentraron pasando del **75%** al **50% en derechos de transferencia en operaciones simultaneas en valores de deuda pública**, esto debido a que Interbolsa S.A. incursionó fuertemente en el negocio de derivados financieros, en especial, con la emisión y venta de opciones sobre divisas y títulos derivados de renta fija.

En cuanto a los pasivos corrientes se ve la siguiente distribución donde se manifiesta una reducción de los compromisos de recompra originados en operaciones simultaneas pasando al **66 %** de las operaciones de **Interbolsa S.A.** y aumentando su participación en compromisos originados en la venta de títulos al **29%**.

**Tabla 1.12. Principales compromisos 2007**

CUENTA	2007
COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	-
COMPROMISOS ORIGINADOS EN LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES SIMULTANEAS SOBRE SIMULT	-
COMPROMISOS ORIGINADOS EN POSICIONES EN CORTO DE OPERACIONES SIMULTANEAS	-
COMPROMISOS DE RECOMPRA DE INVERSIONES NEGOCIADAS - REPOS-	56.453,93
COMPROMISOS DE RECOMPRA DE INVERSIONES ORIGINADOS EN OPERACIONES SIMULTANEAS	862.232,09
COMPROMISOS ORIGINADOS EN LA VENTA DE TITULOS RECIBIDOS POR LA PARTICIPACION EN	376.548,71
OTROS	6.062,27
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1.301.297,00</b>

### PASIVO CORRIENTE 2007



Fuente: Superintendencia Financiera (2007)

Los principales indicadores financieros para el 2007 encontramos que su **MARGEN OPERACIONAL** al cierre de 2007 disminuyó pasando a niveles cercanos al **9%**, es inferior al periodo anterior lo cual indica que la empresa continúa con tendencia negativa en este rubro.

## Capítulo IV. Holding y fortalecimiento de Interbolsa

El inicio de la segunda fase de crecimiento, fortalecimiento y auge de Interbolsa, inicia con la reorganización empresarial en el 2008. El 21 de enero de 2008 la Asamblea General de Accionistas de Interbolsa S.A en una reunión extraordinaria autorizó de forma unánime dicha reorganización estructural por medio de una reforma estatutaria, la cual fue sometida a consideración y aprobación por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>24</sup>.

Con el fin de estructurar la firma como un gran holding empresarial o grupo económico, surgió la necesidad de escindirla y focalizar los servicios<sup>25</sup> que se ofrecían al mercado (BRC, 2008b). El procedimiento que se realizó fue escindir la actual sociedad comisionista Interbolsa S.A y transformarla en una nueva sociedad beneficiaria (manteniendo la primera en virtud de una reforma estatutaria) (BRC, 2008c).

El 3 de junio nació la nueva firma, Interbolsa Holding S.A Sociedad de Inversiones, como un grupo económico, donde la razón social de la nueva sociedad comercial fue la de Interbolsa Holding S.A. Con ello, se especializó el objeto social y el manejo de las actividades y se logró eliminar las interferencias tanto operativas como no operativas. No obstante, es importante aclarar que la nueva Interbolsa Holding S.A continúa sujeta a la Superintendencia Financiera, al estar registrada en el RNVE y al tener acciones en la BVC. Interbolsa Holding S.A se focalizó en cinco líneas de negocios<sup>26</sup>:

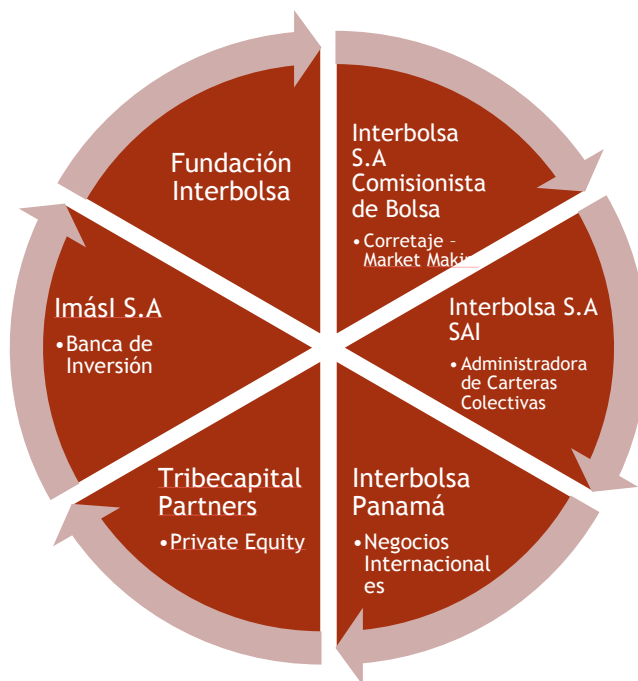
---

<sup>24</sup> El 8 de abril de 2008 la Superintendencia Financiera de Colombia aprobó la operación de escisión de la firma en mención por medio de la Resolución 0542.

<sup>25</sup> “Interbolsa realizó una reorganización empresarial en virtud de la cual se separó los negocios financieros propiamente dichos de la Comisionista de Bolsa, de las inversiones permanentes en filiales empresariales” (Interbolsa, 2009)

<sup>26</sup> Esta investigación se concentrará en analizar el comportamiento financiero de Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa, las demás líneas de negocios corresponden a otra investigación con mayor profundidad.

**Gráfica 1.11. Líneas de negocio de la Holding**



Fuente: Autor

La composición accionaria de la nueva Holding mantuvo su estructura<sup>27</sup>, al ser distribuida equitativamente entre las diversas firmas de cada línea de negocio (Gráfico 1.12),

Para esta época la calificación de BRC hacia Interbolsa S.A sociedad comisionista de bolsa fue de A doble menos<sup>28</sup>, calificación sustentada por la reciente reestructuración aunque se reconoció el robusto nivel patrimonial y la incursión al mercado de derivados financieros, especialmente, en opciones, así para mayo de 2008 los ingresos se concentraron en esta línea de negocio<sup>29</sup>. Partiendo de esto, Interbolsa inicio el proceso para ser miembro liquidador general en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, en la que se negociaron los contratos de Futuros

<sup>27</sup> A junio de 2007 la estructura de la propiedad se distribuyó de la siguiente manera: 2.688 accionistas de los cuales el 89,91% son personas naturales y el 10,19% son institucionales (BRC, 2008c).

<sup>28</sup> En julio de 2008 la AMV multó con \$10.000.000 pesos a Interbolsa Sociedad de Inversiones al descubrir que entre el 1 de Agosto de 2006 y 29 de febrero de 2008, la entidad celebró operaciones en el mercado mostrador por cuenta de patrimonios autónomos (BRC, 2008c).

<sup>29</sup> “Sin embargo, persisten otros riesgos a futuro en la medida que los clientes de Interbolsa podrán operar de forma apalancada a través de cuentas de margen, REPO’s, OPFC’s y demás alternativas comprendidas en la normatividad actual. Por otra parte, es importante anotar que la Holding podrá ser cliente de la sociedad comisionista y al igual que los demás clientes estará facultada para transar en el mercado a través de la firma”. En el informe de la Calificadora de Riesgo se destacó la necesidad de un robustecimiento de las políticas que permitan evitar y/o mitigar posibles conflictos de interés y gestionar los diversos tipos de exposiciones (riesgos de crédito, mercado, operativo, legal y reputacional, entre otros). (BRC, 2008a)

sobre Bono Nocial<sup>30</sup> y que se esperaba ingresara los contratos sobre el IBR (BRC 2008a).

**Tabla 1.13. Evolución de la calificación de Interbolsa 2008 - 2009**

<b>Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa</b>		
<b>Fecha de la Revisión</b>	<b>Calificación</b>	<b>Tipo</b>
<b>Enero 2008</b>	AA -	Contraparte
<b>Julio 2008</b>	AA -	Contraparte
<b>Enero 2009</b>	AA -	Contraparte
<b>Diciembre 2009</b>	AA - (PP)	Contraparte
<b>Agosto 2010</b>	AA	Contraparte
<b>Febrero 2008</b>	AA+	CAP
<b>Julio 2008</b>	AA+	CAP
<b>Enero 2009</b>	AA+	CAP

Fuente: Autor, BRC (2008, 2009, 2010)

(\* CAP, Calidad de la Administración de Portafolios)

Para el 2009, Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa fue la única comisionista del mercado miembro liquidador general de la Cámara Central de Riesgo de Contraparte. Por su parte en este año se incursionó en el desarrollo de una plataforma en línea de transacciones en el Mercado de Capitales tanto para personas naturales como jurídicas, lo que significó un gran desarrollo tecnológico pionero en el país. Es de anotar que este año fue dramático para el mercado por la fuerte incertidumbre internacional con la crisis financiera de Estados Unidos, lo que generó mucha volatilidad en el mercado de capitales, tanto nacional como internacional.

Por otro lado, con la reestructuración la proporción de las negociaciones por posición propia de la firma se redujeron considerablemente con respecto a los años anteriores. Esto se debió a que en su mayoría de las negociaciones se pasaron a la Holding.

**Tabla 1.14. Evolución de las líneas de negocios de la nueva Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa (2008 – 2010)**

<sup>30</sup> Un Bono Nocial es un bono ficticio del Estado, el cual se utiliza fundamentalmente como activo subyacente en el mercado de futuros y de opciones sobre futuros, este título posee determinadas características de plazo, valor, nominal y cupón.

	2008	2009	2010
<b>Posición Propia</b>	Acciones, Títulos de renta fija, derivados de deuda pública interna y externa, divisas spot y forward		
	Renta fija y variables	Estrategia encaminada a explorar nuevos escenarios, fomentar la venta cruzada de productos	
<b>Banca corporativa y privada</b>	En proceso	Estrategia diferencial con herramientas informáticas	
<b>APT's</b>	Permite a los clientes apalancarse para potenciar la rentabilidad de sus inversiones		
<b>Cuentas de Margen</b>	Pionero en el mercado	Market Makers Derivados	
<b>Derivados Mercados</b>	Programa creadores de Mercado del MHCP	Panamá y Nueva York (operaciones de corretaje en el mercado de futuros) – Market Makers TES – Market Makers Acciones	
<b>Plataforma On-Line</b>	n.d	Acciones (personas naturales y jurídicas)	

Fuente: Autor, BRC (2008, 2009, 2010)

Bajo este panorama, el mayor riesgo de la comisionista en este periodo fue la implementación y consolidación del nuevo plan estratégico con la reestructuración y con la necesidad de una mayor diversificación de productos y mercados (reducción de la dependencia de las operaciones de posición propia y de otros activos especulativos tanto de renta fija como variable, divisas y derivados financieros).

En Agosto de 2010, ingresó al mercado de Nueva York – NYSE – (New York Stock Exchange) el ADR de Interbolsa, dirigido a personas naturales y jurídicas vinculadas bajo contrato de comisión APT'S entre otros.

De igual forma, este año se introdujo una línea de negocio denominada Market Makers con el objetivo de tomar posiciones intradia tanto en dólares, divisas, acciones y derivados. Lo anterior para poder ofrecer a los “clientes precios en los diferentes activos a través de las mesas de distribución, así como especializar el desarrollo en la atención de clientes internos y externos en los productos que cada área tiene para ganar más volumen y calidad en la asesoría” (BRC, 2010). Asimismo, en el 2010 se realizó: i) una emisión de bonos ordinarios por un valor de \$120.000 millones de pesos; ii) adquirió A&S Ltda. Asesores de Seguros lo que se transformaría en Interbolsa Seguros, complementando el portafolio de la Holding; iii) se adjudicó la licencia a la firma de “Broker – Dealer” otorgada por la Autoridad Regulatoria de la Industria Financiera de Estados Unidos (FINRA, por sus siglas en inglés).

De lo anterior, se concluye que en esta segunda etapa de consolidación y crecimiento la Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa desarrollo una fuerte estrategia con gran dinamismo y focalizada en el posicionamiento de la firma en el mercado tanto a nivel nacional como internacional a través de productos y servicios



diferenciados, donde para el 2010 el principal nicho fue las personas naturales, medianas empresas, corporativas, el sector financiero y los fondos internacionales, reduciendo su histórica concentración en el negocio de posición propia.

### **Evolución de la estructura organizacional 2008 – 2010: Nueva Interbolsa Holding S.A – Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa**

Con la reestructuración de la firma evaluada la organización cambio drásticamente, hecho razonable tras la transformación a la que tuvo lugar la compañía. No obstante, es de notar que la nueva estructura organizacional se compartió en su mayoría con la Holding, lo que se sustentó pues era la misma línea directiva del grupo. De esta forma, Interbolsa Holding lidero la planificación estratégica de cada una de las líneas de negocio (Interbolsa S.A sociedad comisionista de bolsa, Interbolsa SAI, Tribecapital Partners, Imásl S.A, Interbolsa Panamá, Fundación Interbolsa).

Para la Holding se conservó la figura del Presidente, el cual se encontraba sujeto a las directrices de la Junta Directiva (integrada por cinco miembros externos al grupo y con alta experiencia en el sector financiero), y la vicepresidencia de riesgos se encargó del seguimiento del riesgo del crédito, mercado, liquidez, operacional y de lavado de activos para todas las líneas de negocio de la Holding.

Por su parte, la Junta Directiva para Interbolsa S.A sociedad comisionista de bolsa se conformó por tres miembros titulares y suplentes externos a la sociedad pero pertenecientes a las altas directivas del grupo (para el 2008 el grupo estaba compuesto por el Presidente de la Holding, el vicepresidente administrativo y financiero y la secretaria general). Para el 2009, esto cambio de nuevo, así la Junta Directiva se conformó por tres miembros titulares y suplentes externos a la sociedad, donde uno no tienen vinculación con la Holding.

**Tabla 1.15. Evolución estructura organizacional Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa 2008 - 2010**

	2008	2009	2010
<b>Dirección</b>	<b>Junta Directiva</b>		
	<b>Presidencia</b>		
	<b>Coordinación Comercial</b>		
	<b>Secretaria General</b>		
<b>Gerencias</b>	<b>Comercial</b>	<b>Mercadeo</b>	
	<b>Negocios Internacionales</b>		
	<b>Productos</b>		
	<b>Operaciones</b>		
	<b>Derivados</b>	<b>Análisis Económico</b>	
	<b>Áreas de Soporte</b>		
	<b>Posición Propia</b>		

Fuente: Autor, BRC (2008, 2009, 2010)

Con lo anterior se puede afirmar, que aunque se realizaron importantes cambios en la estructura organizacional, en particular por la reestructuración empresarial, esta época fue más invariable que el periodo anterior, pues para el 2010 las transformaciones fueron mínimas. Lo que muestra la consolidación de una estructura perdurable para la firma, la cual estaba cumpliendo con los objetivos de la estrategia de la empresa a mediano y largo plazo y con las regulaciones, en especial, enfocado hacia las mejores prácticas del gobierno corporativo.

### **Evolución Financiera 2008-2010 Hosting y auge de la Comisionista de Bolsa**

En el año 2008 Interbolsa presentó resultados negativos frente a los otros años y en particular por la crisis económica y de la industria, en ese año se puede ver reducción de la utilidad neta en un 75%, pasando a \$8.136 millones, una disminución del patrimonio en un 66% pasando a \$94.039.16 Millones, el retorno de la utilidad frente al patrimonio (R.O.E), mostro una disminución bajando al 8.65%. Los Activos totales en 2008 fueron \$751.032 Millones una disminución del 53% y Pasivos totales de \$656.993 Millones una disminución del 17%, como se puede observar todas las actividades de la empresa decrecieron en porcentajes superiores al 50%, sin embargo los pasivos no disminuyeron en la misma proporción.

La reducción de las cuentas de balance es una consecuencia de la decisión de escindir la sociedad y focalizar los servicios lo que se convierte en el paso inicial que llevo al abismo a la firma.

Con los nuevos cambios estructurales la empresa continuo en gran medida concentrando el apalancamiento en su pasivo corriente, donde su indicador de endeudamiento total con corte a 31 de Diciembre de 2008 creció al 87.48%, lo anterior también se reflejó en la disminución en márgenes de cubrimiento en sus razones corrientes en el 2008 por cada peso que debía la compañía, tenía \$1.14 para cubrirlos.

La estructura de Balance del 2008 estaba compuesta de la siguiente forma:

**Tabla 1.16. Estructura del Balance 2008**

CUENTA	Nombre Cuenta	2008	
100000	ACTIVO	751.032,42	100,00%
110000	DISPONIBLE	16.666,95	2,22%
120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y POSICIONES ACT	691.643,68	92,09%
130000	DEUDORES	40.296,14	5,37%
150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	-	0,00%
170000	DIFERIDOS	2.126,93	0,28%
180000	OTROS ACTIVOS	-	0,00%
190000	VALORIZACIONES	298,72	0,04%
200000	PASIVO	656.993,25	87,48%
210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y POSICIONES PASIVAS EN OPERACIONES DE	652.889,64	86,93%
220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	-	0,00%
230000	CUENTAS POR PAGAR	3.147,08	0,42%
240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	-	0,00%
250000	OBLIGACIONES LABORALES	956,53	0,13%
260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	-	0,00%
300000	PATRIMONIO	94.039,16	12,52%
310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	3.000,00	0,40%
320000	SUPERAVIT O DFICIT DE CAPITAL	82.902,45	11,04%
330000	RESERVAS	-	0,00%
340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	-	0,00%
360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	8.136,71	1,08%
	PASIVO + PATRIMONIO	751.032,42	100,00%

Fuente: Superfinanciera (2008)

Con la nueva estructura de balance las concentraciones se mantienen en las estructuras de los pasivos corrientes e inversiones, sin embargo como resultado del proceso de creación de la Holding se observa cómo la concentración de las inversiones en **derechos de transferencia en operaciones simultaneas en valores de deuda pública** disminuyen pasando de una participación en 2008 de 12.59% frente al 50.37% que tenía en el año anterior, este cambio se da porque el core due de la comisionista cambio, al manejar como instrumento mayoritario en su portafolio de inversiones **compromisos de transferencia en operaciones simultáneas**, con una participación cercana al 70%.

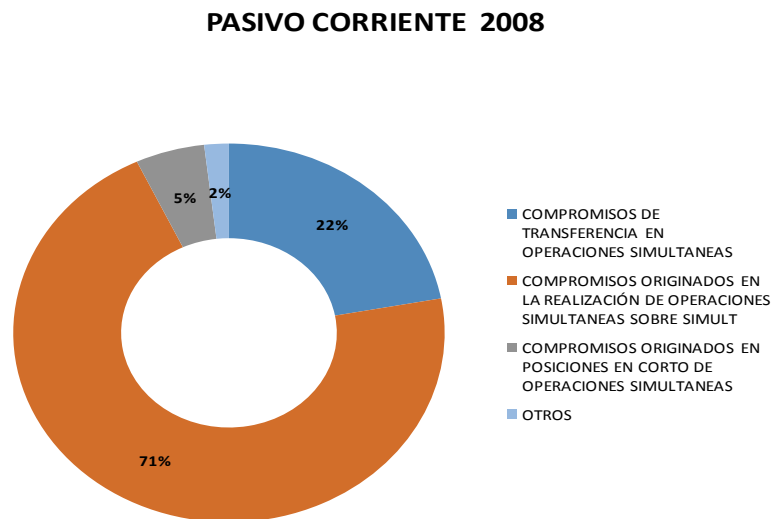
**Gráfica 1.12. Principales inversiones 2008**



Fuente: Superfinanciera (2008)

La estructura de deuda de la empresa esta correlacionada con su estructura de inversión por el objeto social de la compañía, para el 2008 por la nueva composición de la sociedad comisionista, la cual concentra la deuda en **compromisos originados en la realización de operaciones simultáneas sobre simultáneas**. Esta nueva estructura de deuda es la piedra angular que llevó a la comisionista a su liquidación, con una participación del 70% en esta obligación específica, y un 18% adicional relacionado con operaciones simultáneas en corto y transferencias de simultáneas simples, tenemos una concentración de deuda en niveles del 98% en el mismo tipo de producto.

**Gráfica 1.13. Principales compromisos 2008**



Fuente: Autor, Superintendencia Financiera de Colombia (2008)

En el año 2009 los resultados de Interbolsa recobran cifras de crecimiento, debido al buen comportamiento de las posiciones tomadas en operaciones simultáneas, sin embargo la concentración en la mismas aumentan y por ende el riesgo, se puede ver aumento de la utilidad neta en un 175%, pasando a \$22.414 millones, el retorno de la utilidad frente al patrimonio (R.O.E), mostró un considerable aumento llegando al 18.65%. Los Activos totales en 2009 subieron a \$1.118.367 Millones y Pasivos totales de \$997.733. Millones. Los niveles de endeudamiento alcanzaron cifras cercanas al 90%, se disminuyó su razón corriente a 1.12. Sin embargo con el incremento de las utilidades se prestaba poca atención a las alertas que desde el 2008 mostraban los indicadores de manera clara y contundente.

En la estructura de balance se puede observar que se continua con la estrategia planteada desde la creación de la Holding empresarial, altas concentraciones en un solo tipo de inversión, y al ser operaciones relacionadas con operaciones

simultáneas se genera obligaciones corrientes de un solo tipo, además vemos una estructura sobre apalancada.

La estructura de Balance del 2009 estaba compuesta de la siguiente forma:

**Tabla 1.17. Estructura del Balance 2009**

CUENTA	Nombre Cuenta	2009	
100000	ACTIVO	1.118.367,07	100,00%
110000	DISPONIBLE	1.855,50	0,17%
120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y POSICIONES ACT	1.074.547,97	96,08%
130000	DEUDORES	40.629,54	3,63%
150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	134,92	0,01%
170000	DIFERIDOS	1.092,43	0,10%
180000	OTROS ACTIVOS	-	0,00%
190000	VALORIZACIONES	106,71	0,01%
200000	PASIVO	997.733,57	89,21%
210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y POSICIONES PASIVAS EN OPERACIONES DE	993.474,31	88,83%
220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	-	0,00%
230000	CUENTAS POR PAGAR	2.264,75	0,20%
240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	502,21	0,04%
250000	OBLIGACIONES LABORALES	892,30	0,08%
260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	600,00	0,05%
300000	PATRIMONIO	120.633,50	10,79%
310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	3.000,00	0,27%
320000	SUPERAVIT O DFICIT DE CAPITAL	87.082,40	7,79%
330000	RESERVAS	8.136,71	0,73%
340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	-	0,00%
360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	22.414,40	2,00%
	PASIVO + PATRIMONIO	1.118.367,07	100,00%

Fuente: Autor, Superintendencia Financiera (2009)

Podemos observar que si bien la rentabilidad del Patrimonio creció de manera significativa a niveles cercanos al 20%, el riesgo en la actividad se mantiene, en el 2009.

La estructura de inversiones era la siguiente:

**Gráfica 1.14. Principales inversiones 2009**

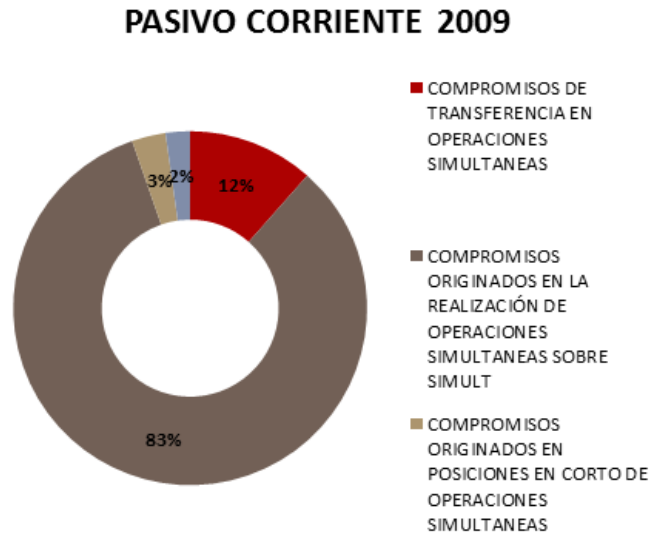


Fuente: Autor. Superintendencia Financiera (2009)

Las inversiones muestran similar comportamiento que el año anterior la concentración se incrementa en **compromisos de trasferencia en operaciones simultáneas** con una participación cercana al 80%.

Los pasivos corrientes se mantienen con la misma participación porcentual que el año anterior sin embargo hay un incremento de casi el 100% en valores absolutos sobre los **compromisos de transferencia en operaciones simultáneas**.

**Gráfica 1.15. Principales compromisos 2009**

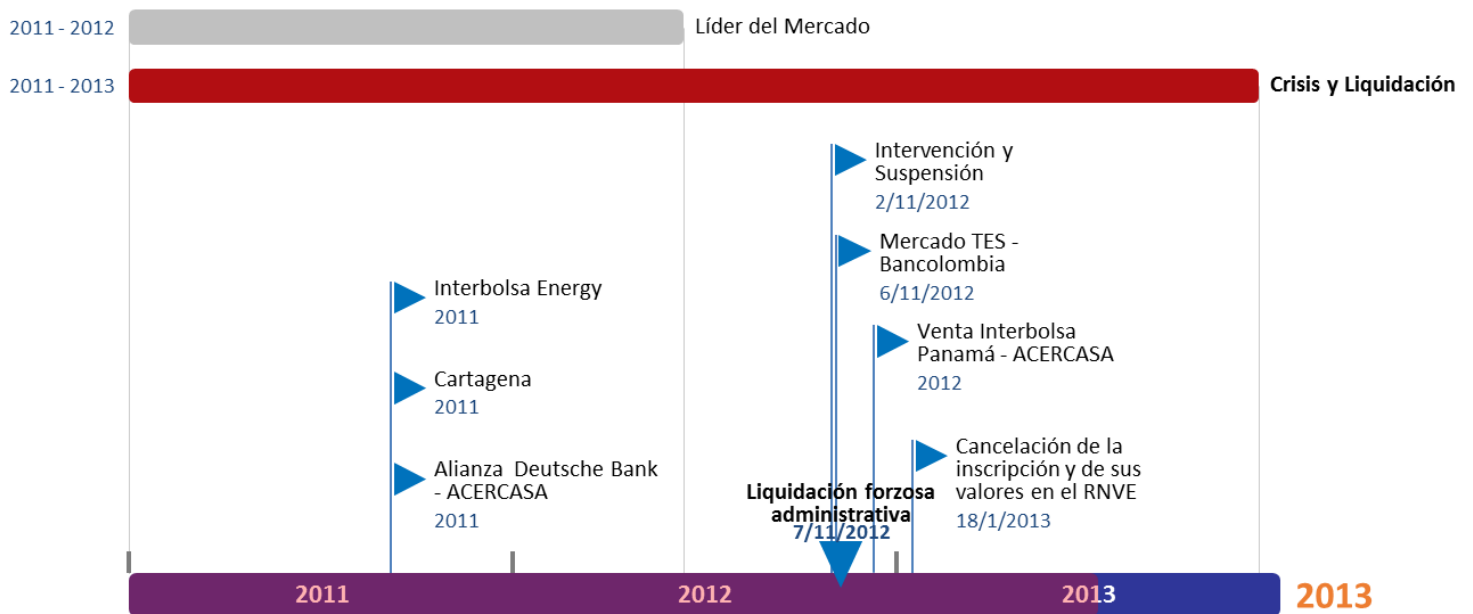


Fuente: Autor. Superintendencia Financiera (2009)

## Capítulo V. Crisis y Liquidación de la Comisionista Interbolsa

El inicio de la crisis y liquidación de Interbolsa S.A sociedad comisionista de bolsa, se puede remontar desde el año 2011 al subvalorarse los riesgos de algunas líneas del negocio, con alta concentración en la firma y la Holding. A continuación se detalla los principales hechos que afectaron a la compañía hasta su inminente liquidación forzosa.

### Gráfica 1.16. Evolución de la Crisis y Liquidación de Interbolsa S.A (2011 – 2013)



Fuente: autor

Según el último informe de gestión del Grupo Interbolsa 2011, se desarrollaron en este año dos nuevos negocios para el grupo Interbolsa, la alianza estratégica con el Deutsche Bank para crear la compañía ACERCASA (un originador de hipotecas) y la creación del fondo de proyectos energéticos Interbolsa Energy, con activos bajo administración por USD \$300 millones<sup>31</sup>.

Al igual, en el 2011 se estructuró una emisión de bonos ordinarios por \$120.000 millones y de acciones ordinarias cuya capitalización bursátil alcanzó un total de \$536.770 millones, con un precio de \$2.625 por acción. Se crearon cedes en Cartagena (para la época la firma tenía sedes en Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Manizales y Bucaramanga).

Con la integración del mercado de capitales del Perú y Chile, Interbolsa decidió participar e inicio el proceso de organización de alianzas con otras firmas en el exterior; es de resaltar que para la época ya la firma analizada participaba en el

<sup>31</sup> Informe de Gestión 2011

Mercado Global Colombiano, logrando establecer una alianza con Deutsche Bank para poder incursionar en este mercado (VRISK, 2011).

**Tabla 1.18. Evolución de la Calificación 2011 - 2012**

<b>Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa</b>	
<b>Fecha de la Revisión</b>	<b>Calificación</b>
<b>Agosto 2011</b>	AA+
<b>Agosto 2012</b>	AA+

Fuente: Autor, VRISK (2012)

A Octubre de 2012 InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, contaba con calificación: AA+ (Doble A más) al Riesgo de contraparte y AA+ (Doble A más) a la Eficiencia en la Administración de Portafolios, certificación expedida el 09 de agosto de 2010 por Value and Risk Rating S.A (VRISK, 2012).

En 2010 y 2011, los diversos indicadores financieros permanecieron con las mismas tendencias después de la creación de la Holding márgenes de operación cercanos al 8%, márgenes de utilidad cercanos al 6%; razones corriente muy en su punto de equilibrio (1.1) y niveles de endeudamiento cercanos al 90%, estos dos últimos nos muestran a las claras que si bien el sistema mantenía su constante evolución, el nivel de riesgo que se tomó fue demasiado alto, pues en ningún momento se observa cambio en la política de inversión de la compañía, sin embargo en los resultados de 2011, el retorno de la utilidad frente al patrimonio (R.O.E), mostró una un considerable disminución llegando al 10.31% desde el 20.44% de 2010. La crisis había llegado, Interbolsa hasta 2011, no había visto su EVA por debajo de 7000 en ninguna ocasión, en 2011 llegó a 6.700. Las diversas estructuras de Inversiones y pasivo corrientes mantuvieron el comportamiento habitual como se muestra en el balance a continuación:



**Tabla 1.19. Estructura del Balance 2010 - 2011**

CUENTA	Nombre Cuenta	2010		2011	
100000	ACTIVO	1.618.584,00	100,00%	1.309.127,18	100,00%
110000	DISPONIBLE	4.529,09	0,28%	4.094,19	0,31%
120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y POSICIONES ACT	1.538.025,22	95,02%	1.203.557,23	91,94%
130000	DEUDORES	75.257,54	4,65%	100.129,39	7,65%
150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	511,20	0,03%	314,25	0,02%
170000	DIFERIDOS	358,97	0,02%	302,71	0,02%
180000	OTROS ACTIVOS	-	0,00%	985,01	0,08%
190000	VALORIZACIONES	98,02	-0,01%	255,60	-0,02%
200000	PASIVO	1.480.591,16	91,47%	1.175.392,79	89,78%
210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y POSICIONES PASIVAS EN OPERACIONES DE	1.475.763,69	91,18%	1.166.150,10	89,08%
220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	-	0,00%	119,72	0,01%
230000	CUENTAS POR PAGAR	2.968,43	0,18%	6.432,06	0,49%
240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	140,00	0,01%	1.339,09	0,10%
250000	OBLIGACIONES LABORALES	1.107,84	0,07%	1.153,13	0,09%
260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	611,20	0,04%	198,69	0,02%
300000	PATRIMONIO	137.992,84	8,53%	133.734,40	10,22%
310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	3.000,00	0,19%	3.000,00	0,23%
320000	SUPERAVIT O DFCIT DE CAPITAL	86.236,02	5,33%	88.517,09	6,76%
330000	RESERVAS	20.551,11	1,27%	28.427,85	2,17%
340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	-	0,00%		0,00%
360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	28.205,72	1,74%	13.789,46	1,05%
	PASIVO + PATRIMONIO	1.618.584,00	100,00%	1.309.127,19	100,00%

Fuente: Autor, Superintendencia (2010, 2011)

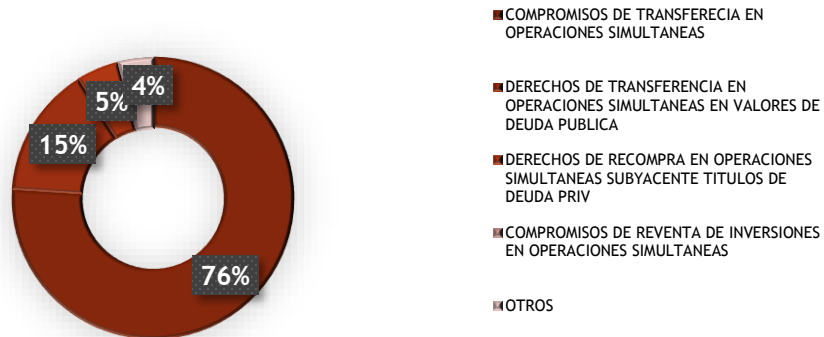
En cuanto a las inversiones en 2010 están concentradas altamente, pues vemos niveles del 76% en **compromisos de transferencia de operaciones simultáneas** y en 2011 esto varía considerablemente pues la estructura de inversiones se inclina hacia la deuda pública, pues los compromisos de transferencia de operaciones simultáneas pasa de 76% a 48% y los de deuda pública crecen de un 16% a un 36% y en valores absolutos también duplican su posición.

**Tabla 1.20. Estructura del Inversiones 2010 - 2011**

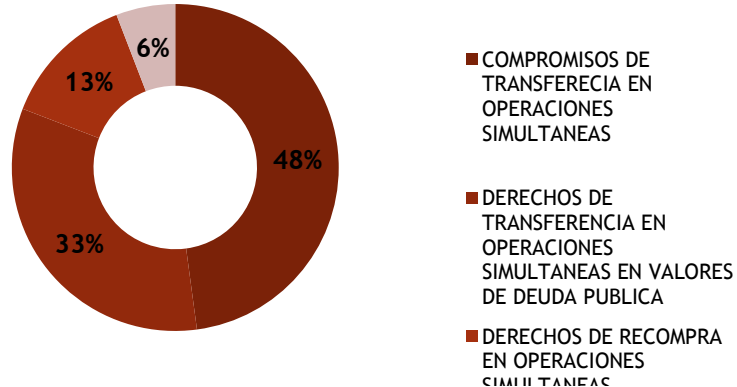
CUENTA	2010
COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	1.169.661,64
DERECHOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS EN VALORES DE DEUDA PUBLICA	232.112,11
DERECHOS DE RECOMPRA EN OPERACIONES SIMULTANEAS SUBYACENTE TITULOS DE DEUDA PRIV	74.228,43
COMPROMISOS DE REVENTA DE INVERSIONES EN OPERACIONES SIMULTANEAS	-
OTROS	62.252,00
<b>TOTAL INVERSIONES</b>	<b>1.538.254,18</b>

CUENTA	2011
COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	574.108,84
DERECHOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS EN VALORES DE DEUDA PUBLICA	395.234,98
DERECHOS DE RECOMPRA EN OPERACIONES SIMULTANEAS SUBYACENTE TITULOS DE DEUDA PRIV	159.548,08
COMPROMISOS DE REVENTA DE INVERSIONES EN OPERACIONES SIMULTANEAS	-
OTROS	70.160,00
<b>TOTAL INVERSIONES</b>	<b>1.199.051,90</b>

## INVERSIONES 2010



## INVERSIONES 2011



Fuente: Superintendencia (2013)

Para este momento, la orientación de la estrategia comercial había tenido éxito pues se incrementó el número de clientes, a los cuales se les ofreció productos y servicios diferenciados. Esta estrategia se sustentó en tres pilares: i) inversiones estratégicas (con un horizonte mayor a 5 años) que incluía a todas las líneas de negocio de la Holding; ii) inversiones de capital (con un horizonte de 3 a 5 años), las cuales se concentraron en diferentes sectores de la economía, entre estos se encuentra Easyfly, Grupo EMI, Tribeca Fund One, Bolsa de Valores de Colombia, Fabricato, Coltejer, Odinsa y Bolsa Mercantil de Colombia; y iii) inversiones de tesorería, de corto plazo con títulos negociados en la BVC.

Este último pilar de la estrategia dejó como resultado un total transado de \$ 68,17 billones de pesos en el 2011 (con un incremento del 27,40% comparado con el año anterior), sin embargo dentro de estas operaciones se destacaron las operaciones Repo (VRISK, 2012).

Este tipo de operaciones son definidas por el Decreto 4432 de 2006 Capítulo I como: “aquellas en las que una parte (el “Enajenante”), transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”) y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero (“Monto Final”) en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada” (Superintendencia, 2006). El riesgo de dichas operaciones está relacionado con el comportamiento de la acción o la volatilidad del precio de la acción.

En particular, en Interbolsa se puede observar que se mantuvieron las operaciones simultáneas como principal modo de inversión<sup>32</sup>. Las operaciones simultáneas son aquellas que según Decreto 4432 de 2006 Capítulo II “una parte (el “Enajenante”), transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”) y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero (“Monto Final”) en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada” (Superintendencia, 2006).

En el caso de Interbolsa, la gran apuesta fue con la empresa Fabricato, ello gracias a recientes valoraciones de la empresa textilera que crearon expectativas positivas a largo plazo. Pues como se observa en la Gráfica 1.17, hasta finales del 2010 la acción de Fabricato se negociaba en un rango que no excedía los 30 pesos por acción, y se consideraba una acción sumamente líquida y barata en el mercado lo que la hacía ideal para realizar apalancamientos.

---

<sup>32</sup> Para el año 2012 la entidad no reporta estados financieros oficiales por lo cual no se puede realizar el respectivo análisis.

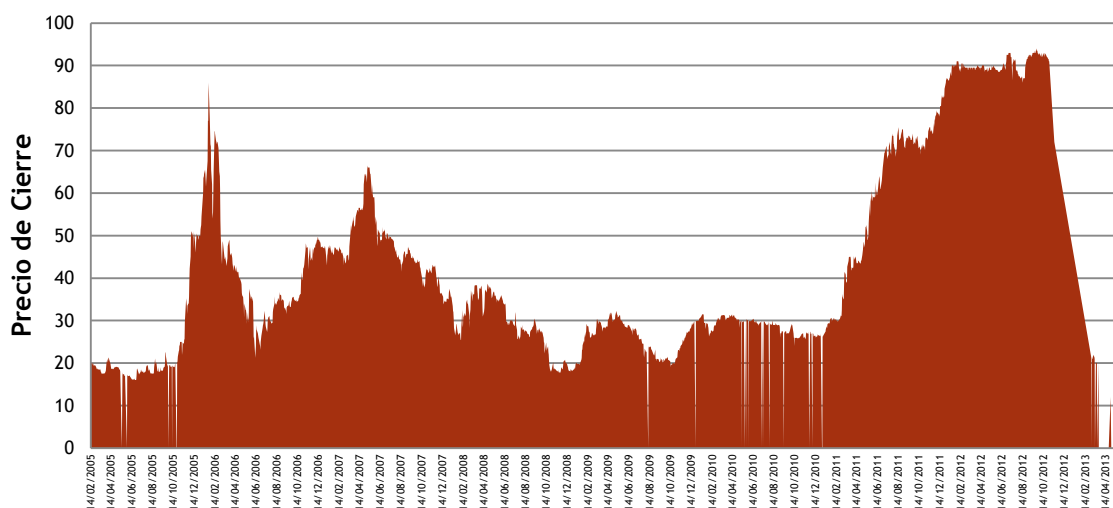
**Tabla 1.21. Principales compromisos 2010 - 2011**

CUENTA	NOMBRE	2010	%	2011	%
120400	INVERSIONES NEGOCIABLES EN TITULOS PARTICIPATIVOS - RECURSOS PROPIOS	45.324,03	2,95%	53.815,76	4,47%
120500	INVERSIONES NEGOCIABLES EN TITULOS DE DEUDA PUBLICA INTERNA - RECURSOS PROPIOS	1.225,27	0,08%	1.229,68	0,10%
120700	INVERSIONES NEGOCIABLES EN TITULOS DE DEUDA PRIVADA - RECURSOS PROPIOS	208,22	0,01%	7.056,76	0,59%
121400	INVERSIONES DISPONIBLES PARA LA VENTA EN TITULOS PARTICIPATIVOS - RECURSOS PROP	2.411,61	0,16%	3.056,53	0,25%
122300	COMPROMISOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS	1.169.661,64	76,05%	574.108,84	47,70%
122400	CONTRATOS DE FUTUROS DE ESPECULACION	- 229,58	-0,01%		0,00%
126500	OPERACIONES DE CONTADO TITULOS PARTICIPATIVOS Y DE DEUDA PRIVADA CUMPLIMIENTO T+	133,89	0,01%	195,12	0,02%
126700	CONTRATOS FORWARD - DE ESPECULACION		0,00%	337,60	0,03%
126800	DERECHOS DE TRANSFERENCIA EN OPERACIONES SIMULTANEAS EN VALORES DE DEUDA PUBLICA	232.112,11	15,09%	395.234,98	32,84%
126900	DERECHOS DE RECOMPRA EN OPERACIONES SIMULTANEAS SUBYACENTE TITULOS DE DEUDA PRIV	74.228,43	4,83%	159.548,08	13,25%
127100	DERECHOS DE TRANSFERENCIA -REPOS- INVERSIONES NEGOCIABLES - EN VALORES DE DEUDA	12.325,76	0,80%	4.610,12	0,38%
128100	COMPROMISOS DE REVENTA DE INVERSIONES EN OPERACIONES SIMULTANEAS		0,00%		0,00%
128400	OPERACIONES A PLAZO DE CUMPLIMIENTO EFECTIVO DEUDA PUBLICA	- 360,23	-0,02%		0,00%
129000	OPERACIONES A PLAZO DE CUMPLIMIENTO FINANCIERO	1,76	0,00%		0,00%
129400	TITULOS ENTREGADOS EN GARANTIA EN CONTRATOS DE FUTUROS Y OPERACIONES A PLAZO	982,30	0,06%	4.505,27	0,37%
TOTAL		1.538.025,22	100%	1.203.698,74	100,00%

Fuente: Autor, Superintendencia Financiera 2010

Los resultados no fueron los previstos pues aunque la acción de Fabricato empezó a valorarse pasando de \$28 a \$90 pesos los resultados financieros reflejaban problemas, el nuevo panorama de la empresa en el país y la inminente perspectiva de un Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, ocasionó una pérdida de confianza y de liquidez afectando gravemente a Interbolsa pues no se lograron apalancar en el transcurso del tiempo. Para este momento, Interbolsa había adelantado un proceso con operaciones de sobre apalancamiento con esta acción, lo anterior ocasionó un grave problema de liquidez (incumplimiento de pagos). Se puede aseverar que la concentración del riesgo es una de las principales causas de orden financiero que llevo a la crisis de la comisionista.

**Gráfico 1.17. Comportamiento Acción Fabricato (Precio de Cierre) Enero 2005 – Mayo 2013**



Fuente: Autor, Bloomberg.

El 2 de noviembre de 2012, la comisionista Interbolsa fue intervenida y suspendida para realizar operaciones de liquidez con el Banco de la República, el precio de cierre de este título fue de \$980 pesos después de una caída de 30% (\$1.400). Dicha acción se suspendió por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) hasta el 1 Febrero de 2013.

Posteriormente, se da la orden de liquidación por parte de la Superintendencia Financiera sustentada por la falta de dinero para pagar las obligaciones financieras y la imposibilidad de respaldar las operaciones realizadas a nombre propio en el mercado de capitales, en particular, por la sobreexposición en repos de Fabricato.

Por su parte, el 6 de noviembre de 2012, la Superintendencia Financiera acordó con la entidad financiera Bancolombia la cesión de activos, pasivos y contratos que la sociedad comisionista Interbolsa tenía respaldados en títulos de deuda pública (TES), estos se encontraban valorados en \$1,6 billones<sup>33</sup>. Esta decisión de la Superintendencia fue con el objeto de proteger la estabilidad de las operaciones en el mercado de valores nacional. Asimismo, Bolsa y Renta se acogieron las operaciones de repos pendientes de la comisionista Interbolsa, mientras que el Banco de la República abrió una ventanilla para generarles liquidez a las comisionistas que dependían de la sociedad para operar<sup>34</sup>.

Mediante la Resolución 1812 del 7 de noviembre de 2012<sup>35</sup> se ordenó la liquidación forzosa administrativa inmediata de los bienes, haberes y negocios de la sociedad

<sup>33</sup> Comunicado de Prensa Superintendencia Financiera  
<http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/cominterbolsa.pdf>

<sup>34</sup><http://www.larepublica.co/node/27950>

<sup>35</sup> Según la Resolución 1812 de 2012: “la Superintendencia Financiera, mediante Resolución número 1795 del 2 de noviembre de 2012, ordenó tomar posesión de los bienes, haberes y negocios de la

comisionista de bolsa Interbolsa S.A. sustentada mediante el oficio radicado bajo el número 2012094954-069 del 6 de noviembre de 2012, realizado por Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFIN), donde presentó un informe en el que se concluye:

- *“La viabilidad de la firma es incierta debido a la situación de iliquidez que ocasionó el incumplimiento que causó la toma de posesión no se ha subsanado y no existe evidencia de que se pueda enmendar en el corto plazo”*
- *“La falta de confianza de las entidades que proveen liquidez continúa a pesar de los esfuerzos realizados para encontrar nuevas fuentes de liquidez diaria, no obstante que es una firma que participa de forma importante del mercado. **Al día de hoy no se evidencia una mejoría en la percepción sobre la capacidad de la sociedad comisionista de bolsa de atender sus obligaciones”***
- *“Por otra parte, en cuanto a posibles medidas que pudieran adoptarse dentro del marco de una toma de posesión, como por ejemplo una fusión o una posible capitalización, entre otras posibles medidas, estas fueron exploradas pero no se encontró disposición en el mercado o en los propios accionistas para realizarlas.”*
- *“Dos entidades financieras, (...) manifestaron interés por las operaciones de la compañía y Bancolombia presentó una propuesta de adquisición parcial que fue acogida. Esta propuesta incluyó posiciones activas y pasivas de operaciones simultáneas sobre deuda pública”.*
- *“Respecto de los activos, pasivos y contratos que no hicieron parte de esta transacción, de acuerdo con la situación de iliquidez presentada en los puntos anteriores, y aunque existen riesgos importantes debido al tamaño e interconexión de la entidad, en el caso de una liquidación, no existen alternativas viables para que la entidad continúe desarrollando su objeto, con lo cual estaría abocada a una liquidación”.*

El comunicado oficial de la Superintendencia Financiera de Colombia se decretó mediante Resolución 100 del 18 de enero de 2013, la cancelación de la inscripción

---

sociedad comisionista de bolsa INTERBOLSA S.A., identificada con el NIT 900221113-7, por haber incurrido en la causal prevista en el literal a) del numeral 1 del artículo 114 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero - EOSF, consistente en la suspensión del pago de sus obligaciones. De conformidad con el artículo 115 y el numeral 2 del artículo 116, ambos del EOSF, dicha medida tiene por objeto determinar si la entidad debe ser objeto de liquidación, si se pueden tomar medidas para que la misma pueda desarrollar su objeto social conforme a las reglas que la rigen, o si pueden adoptarse otras medidas que permitan a los depositantes, ahorradores o inversionistas obtener el pago total o parcial de sus créditos”.

de Interbolsa S.A. y de sus valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

Según la entidad dicha cancelación se efectúa debido a la liquidación judicial de la firma comisionista Interbolsa S.A, lo cual implicó:

- i) la cancelación de la inscripción de las acciones de Interbolsa en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC);
- ii) la venta de todos los bienes que la firma posea, entre estas, la participación en sociedades; y
- iii) el embargo y secuestro de todos los bienes, haberes y derechos de propiedad de la comisionista susceptibles de ser embargados (Mediante el auto 43-000043 expedido por la Delegatura para Procedimientos de Insolvencia).

Por su parte, se debe destacar que dicha entidad poseía el 80% de la acción de Fabricato, en su mayoría por el gran número de operaciones REPO que se realizaron con esta acción. Es en este punto donde la compañía textilera se ve involucrada pues un alto porcentaje tuvo que ser vendido y su precio se vio fuertemente impactado, sumado a ello la alta desconfianza que se ha generado por dicho papel no ha brindado buenas expectativas en el corto plazo.

De igual forma, esta misma situación se presentó con otras compañías como: i) Bolsa Mercantil de Colombia, donde la firma comisionista analizada en esta investigación, tenía una participación de 18,4%; ii) Easyfly, donde se tenía una participación de 40%; iii) Coltejer, con una participación del 2%; iv) Archie's, Foto Japón y EMI, con una participación a través de Fondos de Capital Privado; iv) Sociedad Administradora de Inversiones (SAI); v) Fondo de Capital Privado Tribeca; entre muchas otras empresas.

A diciembre la firma comisionista Interbolsa vendió el 100% de las acciones de Interbolsa Panamá (por un valor de US\$2.150.000 que paso a mano de IPG Investment Advisor el 13 de diciembre del 2012), de igual forma, se vendió el 94,86% de la participación de Acercasa S.A (por un valor de \$1.999 millones a Kandeo Fund I Colombia, Fondo de Capital Privado administrado por Fiduciaria Corficolombiana) y la participación del 80% de la compañía de seguros del grupo (por un valor de \$5.900 millones el 26 de Diciembre de 2012).

Es de resaltar que a la fecha de la liquidación el Grupo Interbolsa contaba con 1.477 accionistas, de los cuales 109 son entidades del sector público entre estas se destaca el Aeropuerto Olaya Herrera, Pensiones Antioquia, Instituto Universitario de Envigado, Enviaseco E.S.P., EPM Inversiones, Isagen, Fondo Nacional de Garantías, la Gobernación de Antioquía, Universidad de Magdalena, Empresas de Energía de Boyacá, Empresas Municipales de Tuluá, Servicio Nacional de Aprendizaje y Municipio de Zipaquirá, entre otras.

## Conclusiones

Este trabajo de investigación se realizó bajo la línea académica Business History, analizando una compañía que impactó en el mercado de valores colombiano desde su creación hasta su inminente liquidación, Interbolsa S.A. Es de notar, que desde 1990 hasta mediados de 2009, Interbolsa era una comisionista líder en el mercado, la cual desarrolló una estrategia de crecimiento acelerado en este periodo, focalizada principalmente en la fuerte concentración del patrimonio en inversiones de posición propia, por lo cual sus ingresos en su mayoría provenían de esta línea de inversión, lo que generó un alto nivel de exposición frente al riesgo de mercado.

Se debe destacar la continua señalización de los informes de las diversas calificadoras de riesgo que se encargaron de examinar y calificar a la comisionista, en el aspecto, de exigir una mayor diversificación de sus fuentes de liquidez para reducir el inminente riesgo derivado de estas inversiones, en particular, por el comportamiento del mercado. Sin embargo este nivel de concentración no se logró reducir al nivel adecuado para evitar su liquidación. Lo cual genera inquietudes en la forma de calificación de dichas compañías pues aunque observaban el alto riesgo siempre calificaron positivamente a Interbolsa.

A partir, del 2005, se enfatizó que Interbolsa se había focalizado en obtener fuentes de financiación de corto plazo, en particular, operaciones de recompra y simultáneas, incrementando el riesgo de la compañía. En este mismo año, se realizó una emisión de acciones con el propósito de fortalecer patrimonialmente la firma y el negocio de posición propia, la cual fue aprobada por la Superintendencia de Valores, con la Resolución 644. Por su parte, en este mismo año Interbolsa fue sancionada por realizar operaciones no autorizadas, lo cual fue un fenómeno que aunque no es objeto de esta investigación, se observó durante varios años y afectó a un sinnúmero de inversionistas en el país en el momento de la forzosa liquidación de Interbolsa.

En el 2008, Interbolsa realiza una reorganización empresarial, con el fin de estructurar un grupo económico o Holding, con ello las negociaciones de la comisionista por posición propia se redujeron considerablemente respecto a los años anteriores, pues la mayoría se trasladaron a la Holding. En este periodo, el principal nicho fue las personas naturales, medianas empresas, corporativas, el sector financiero y los fondos internacionales, reduciendo su histórica concentración en el negocio de posición propia, pero incrementando el riesgo de los agentes de la economía, debido a que este año, en particular, estuvo influenciado por la fuerte crisis económica internacional. Por lo que Interbolsa presentó resultados negativos frente a los años anteriores (se contrajo el patrimonio en un 66%, los activos en un 53%, mientras que los pasivos no disminuyeron en la misma proporción, 17%).

Con los nuevos cambios estructurales la empresa continuó en gran medida concentrando el apalancamiento en su pasivo corriente, es de destacar, que la estructura de deuda de la empresa esta correlacionada con su estructura de inversión por el objeto social de la compañía, para el 2008 por la nueva composición



de la sociedad comisionista, la cual concentra la deuda en compromisos originados en la realización de operaciones simultáneas sobre simultáneas. Para el 2009, Interbolsa se recupera debido al buen comportamiento de las posiciones tomadas en operaciones simultáneas, sin embargo la concentración en la mismas aumentan y por ende el riesgo.

Interbolsa continuó con la estrategia planteada desde la creación de la misma, altas concentraciones en un solo tipo de inversión, y al ser operaciones relacionadas con operaciones simultáneas se genera obligaciones corrientes de un solo tipo, además vemos una estructura sobre apalancada. Sin embargo, la diferencia radicaba en que la estrategia comercial de la compañía había sido exitosa y se logró incrementar considerablemente el número de clientes, a los que se les ofreció productos y servicios diferenciados.

Por su parte, se debe destacar que el nivel de endeudamiento de Interbolsa desde el 2009 siempre rodeo el 90% sobre el total disponible, lo que significaría que con cualquier volatilidad del mercado no se lograría cumplir con los compromisos. Además, a pesar de que las operaciones siempre estuvieron concentradas en repos o en operaciones de simultáneas sobre simultáneas, las principales fuentes de ingresos en la época de crisis estuvieron ligadas a operaciones cambiarias.

No obstante, la apuesta que ocasionó la inminente liquidación fue con la empresa Fabricato, hasta finales del 2010 la acción de Fabricato se negociaba en un rango que no excedía los 30 pesos por acción y era sumamente liquida y barata en el mercado lo que la hacía ideal para realizar apalancamientos. Pero paso rápidamente, a valorarse a \$90 pesos por el nuevo panorama de la empresa ante el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos. Por lo cual, se puede aseverar que la concentración del riesgo es una de las principales causas de orden financiero que llevo a la crisis de la comisionista. Con lo anterior, el 2 de noviembre de 2012, la comisionista Interbolsa fue intervenida y suspendida, y el 7 de noviembre de 2012 se ordenó la liquidación forzosa.

Finalmente, se puede afirmar que es necesario una fuerte regulación para este tipo de empresas en la economía colombiana, pues aunque en la actualidad el gobierno ya ha realizado algunas regulaciones, las alarmas estuvieron presentes desde la creación de la comisionista y se debieron controlar y/o regular para evitar la pérdida de las inversiones de un gran número de colombianos.

## Bibliografía

ASOBANCARIA. Informe Semanal de Regulación: Dirección de asuntos y riesgos financieros. Ed 436. Bogotá, 2012.

AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA. Decreto único 2555 de 2010. Presidencia de la República. 2010.

\_\_\_\_\_. Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación. Bogotá, 2009

ANIF. Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y perspectivas de su marco regulatorio.

[http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09\\_0.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf)

BANCO DE LA REPÚBLICA. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. 2008

\_\_\_\_\_. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. 2007

BBVA. Reactivación negociación acciones Fabricato. 2013.

BRC Investor Services S.A.. Primera emisión de bonos ordinarios de Interbolsa S.A. 19 Enero 2012. Bogotá, 2012.

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Agosto 2010

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Enero 2009

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Diciembre 2009

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Septiembre. 2008c

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Julio 2008b

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa. Bogotá. Enero 2008a

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Extraordinaria. Bogotá. Septiembre 2007

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Calificación Inicial. Bogotá. Abril 2007

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Anual. Bogotá. Enero 2007

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Anual. Bogotá. Diciembre 2005

\_\_\_\_\_. Interbolsa S.A Sociedad Comisionista de Bolsa: Revisión Anual. Bogotá. Diciembre 2004

BVC. Qué es una sociedad comisionista?. Revisado 15/09/2013 en: [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca\\_Comisionistas](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca_Comisionistas)

\_\_\_\_\_. Mercado de Valores Colombiano 2012 - 2013: Creando oportunidades para todos. 2012

\_\_\_\_\_. Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia. 2009. Revisado el 15/10/2013 en: [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca\\_Comisionistas](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca_Comisionistas)

DÁVILA, Carlos. El empresariado colombiano (1850 - 2010) ¿microcosmos del empresariado latinoamericano? Una aproximación a sus características. Vol. XXXIX, No 70, primer semestre 2012: pág. 28 - 68 / ISSN 0252-1865. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. 2012

\_\_\_\_\_. La presencia de la histografía empresarial de América Latina en los Journals internacionales (2000 - 2004): Balance, temáticas y perspectivas. Universidad de los Andes. Bogotá, 2012

\_\_\_\_\_. El empresariado colombiano. Ni héroe ni villano. CEPEDA, Fernando (Ed.). Bogotá. Editorial Ariel. 2003

\_\_\_\_\_. La historia empresarial de América Latina. Carmen (Ed.). Historia empresarial. Pasado, presente y retos del futuro. Barcelona. Editorial Ariel. 2003

EL TIEMPO. Condena por crisis financiera de 1982. 1996.  
<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-458917>

DECEVAL. Informe de Gestión 2012. Febrero, 2012.

EAFIT. Títulos de tesorería TES. Boletín 10. 2013.

HERNÁNDEZ CORREA, Gerardo. Retos de la Regulación y la Supervisión Financiera Colombiana. En: XXVIII Convención Bancaria (Cartagena, Junio 2013). Superintendencia Financiera de Colombia.

\_\_\_\_\_. Perspectivas del Mercado de Capitales Colombiano. En: XXV Simposio de Mercado de Capitales (Medellín, Abril 2013). Superintendencia Financiera de Colombia.

INTERBOLSA. Notas a los Estados Financieros 31 diciembre 2011 y 2010. Bogotá, 2011

\_\_\_\_\_. Notas a los Estados Financieros 31 diciembre 2009 y 2010. Bogotá, 2011

\_\_\_\_\_. Prospecto de Información: Primera emisión de bonos ordinarios de Interbolsa S.A. Medellín, 2009

\_\_\_\_\_. Titularizadora Colombiana S.A.: Contrato de Underwriting al mejor esfuerzo. Segundo Lote TIPS E-4.

\_\_\_\_\_. Prospecto de Inversión: Interbolsa S.A. Cartera Colectiva Abierta. Bogotá, 2011

\_\_\_\_\_. Prospecto de Inversión: Cartera colectiva escalonada "Interbolsa Credit". Bogotá, 2011

IRC. El mercado de valores en Colombia. 2011.  
[http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11\\_0.pdf](http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf)

SEMANA. Crisis Financiera ¿Qué paso? 1982.  
<http://www.semana.com/Imprimir.aspx?idItem=559>

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Comunicado de Prensa. Bogotá, 5 de Diciembre 2012.

\_\_\_\_\_. Comunicado de Prensa. Bogotá, 18 de Enero 2013.

\_\_\_\_\_. Perspectivas del Mercado de Capitales Colombiano. 2013<sup>a</sup>

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2011

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2010

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2009

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2008

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2007

\_\_\_\_\_. Decreto No 4432 de 2006. Por el cual se dictan las disposiciones sobre las operaciones de reporto o repo, simultaneas y transferencia temporal de valores. 2006.

\_\_\_\_\_. Información Financiera. Base de datos. 2006

VRISK. Revisión Anual de la Calificación. 2012.

ZULUAGA, Julio César. Emprendimiento e Historia empresarial: Apuntes para un diálogo interdisciplinario en América Latina. Grupo de Investigación Historia y Empresariado. Universidad de IOS Andes. Bogotá, 2010.

\_\_\_\_\_. La mano visible: Un clásico por debatir en la histografía empresarial colombiana. Revista de Economía Institucional. Vol 11. No 20. Primer semestre. 2009. pág. 453 - 459.

\_\_\_\_\_. La histografía económica sobre el Valle del Cauca: Siglos XIX - XX.

## Internet

<http://interbolsasai.com/wp-content/uploads/2013/02/prospetointerbolsacredit.pdf>

[http://www.interbolsacomisionista.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=508787f2-e3ac-40e7-ad78-d9dca034d867&groupId=81058](http://www.interbolsacomisionista.com/c/document_library/get_file?uuid=508787f2-e3ac-40e7-ad78-d9dca034d867&groupId=81058)

[http://www.interbolsacomisionista.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=2a7be2d0-9d7e-4e98-934c-e5bcb0061d32&groupId=81058](http://www.interbolsacomisionista.com/c/document_library/get_file?uuid=2a7be2d0-9d7e-4e98-934c-e5bcb0061d32&groupId=81058)

<http://www.interbolsacomisionista.com/fondos-en-colombia> (fichas técnicas a octubre de 2012)

<http://www.interbolsacomisionista.com/fondos-en-colombia>

[http://www.interbolsacomisionista.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=f8f94e84-3001-4f5c-abf0-1876d45a0d56&groupId=81058](http://www.interbolsacomisionista.com/c/document_library/get_file?uuid=f8f94e84-3001-4f5c-abf0-1876d45a0d56&groupId=81058)

[http://www.interbolsacomisionista.com/invertir\\_interbolsa](http://www.interbolsacomisionista.com/invertir_interbolsa)

[http://www.dinero.com/upload/documentos/Documento\\_175292\\_20130508.pdf](http://www.dinero.com/upload/documentos/Documento_175292_20130508.pdf)

<http://www.grupointerbolsa.com.co/en/tenedores-de-bonos>

[http://brc.com.co/archivos/OPEFO08\\_II08\\_CAP\\_INTERBOLSA\\_RE\\_08.pdf](http://brc.com.co/archivos/OPEFO08_II08_CAP_INTERBOLSA_RE_08.pdf)

<http://www.supersociedades.gov.co>

<http://www.dinero.com/inversionistas/caso-interbolsa/articulo/interbolsa-razones-queiebra/181954>

[http://www.larepublica.co/caso-interbolsa/la-corredora-antioque%C3%B1a-que-se-convirti%C3%B3-en-l%C3%ADder\\_27974](http://www.larepublica.co/caso-interbolsa/la-corredora-antioque%C3%B1a-que-se-convirti%C3%B3-en-l%C3%ADder_27974)