

## 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

# La Caída de la Comisionista de Bolsa Interbolsa

Autores: Andrés Felipe Sánchez Clopatofsky y David Armando López Moya

Universidad de la Sabana

Especialización Finanzas y Mercado de Capitales

Bogotá

2014

La Caída de la Comisionista de Bolsa Interbolsa

Autores: Andrés Felipe Sánchez Clopatofsky, David Armando López Moya

Trabajo de Grado

Asesor: Oscar Montilla

Universidad de la Sabana

Especialización Finanzas y Mercado de Capitales

Bogotá

2014

## **Contenido**

Introducción .....	2
1. Historia de Interbolsa .....	5
2. Repos .....	7
2.1 Cómo Funcionan .....	8
2.2 Repos de Fabricato el Descalabro de Interbolsa .....	10
3. El Fondo Premium .....	14
3.1 Cómo Operaba el Fondo .....	16
4. Organismos de Control.....	20
Conclusiones .....	23
Biografía .....	28

## **Introducción**

La caída de Interbolsa fue una situación coyuntural del mercado de valores o una situación que se venía gestando desde hace tiempo con consentimiento de las directivas de la organización. Si la primera hipótesis es la verdadera se podría argumentar que el área de riesgos de la comisionista falló en calcular la magnitud y la volatilidad de las operaciones al realizar los Repos de Fabricato con un monto que excedía su valor patrimonial permitido. Si por el contrario se determina que la caída fue por la segunda hipótesis, entonces no solamente hablaríamos de una falta de ética de las directivas, sino de gravísimos errores operacionales de los cuales se desprenden consecuencias legales, ya que no sólo son malas prácticas del negocio de Comisionista de Bolsa, sino de graves delitos que conllevan cárcel a las personas implicadas en este desafortunado episodio del Mercado de Capitales del país.

Según las últimas investigaciones todo parece indicar que la segunda hipótesis es la verdadera. Si Interbolsa entró en proceso de liquidación por malos manejos de los recursos del público con consentimiento de sus directivos surge una pregunta importante: porque las autoridades u organismos destinados para su regulación y control (AMV, Bolsa de Valores, Súper financiera) no actuaron conforme a sus funciones a tiempo. Al ser ellos los que imponen y dictan las reglas de juego del Mercado de Capitales colombiano como no fue posible que hayan detectado las maniobras que Interbolsa realizaba con los dineros del público y en que los reinvertía.

Conforme a lo descrito anteriormente el presente proyecto de grado tiene como objetivo explicar cómo la comisionista más grande del Mercado de Capitales Colombiano y una de las pocas

Creadoras de Mercado realizaban las operaciones financieras que llevaron a su posterior liquidación.<sup>1</sup>

El primer capítulo hace referencia a la historia de la comisionista a y su importante crecimiento de los últimos años hasta llegar a convertirse en una importante Holding colombiana con operaciones e inversiones en diferentes países.

El segundo capítulo describe las operaciones financieras que realizó la comisionista de Bolsa, realizando un análisis detallado de las operaciones Repo y de las demás maniobras financieras que la Holding desarrollaba para hacer crecer su capital.

El tercer capítulo describe el funcionamiento del fondo *Premium Capital Appreciation Fund* el cual tiene una actuación preponderante dentro del andamiaje financiero creado para manejar los recursos con los cuales se llevaban a cabo los Repos del capítulo anterior.

---

<sup>1</sup>“Según el más reciente reporte de operaciones en acciones a través de Internet, o E-Trading, las Sociedades Comisionistas de Bolsa más activas en este segmento durante 2011 fueron Interbolsa, Correval, Bolsa y Renta, y Global Securities.

En montos operados, Interbolsa lidera el listado de firmas con una participación de 69,52% en el total negociado de E-trading, seguida de Correval, con 24,90%, de Bolsa y Renta, con 3,68% y de Global Securities, con 1,82% Así mismo, en el total de operaciones, Interbolsa es la comisionista con mayor participación, con un 47,80%, seguida de Correval, con 43,44%, de Global Securities, con 4,18% y de Bolsa y Renta, con 3,55%.”. BVC, Ranking Sociedades Comisionistas en E-Trading, 6 de febrero 2012.

El cuarto capítulo relata las actuaciones de los diferentes entes gubernamentales que influyeron indirectamente en la caída de la Comisionista al ser incapaces de prever todo lo que se estaba gestando dentro del Grupo Interbolsa.

## **OBJETIVOS**

**Objetivo General:** Encontrar las causas y sucesos ocurridas en la Comisionista de valores Interbolsa, que llevaron a uno de los escandalo mas grandes ocurridos en el mercado de valore en los últimos años en Colombia.

**Objetivo Específico:** Identificar el manejo de los repos como figura financiera en interbolsa y ver como esta estructura ocasionó consecuencias que terminaron en la intervención y liquidación de la comisionista.

## **1. Historia de Interbolsa**

En 1990 se crea la Comisionista de Valores en Medellín INTERBOLSA S.A a manos del señor Rodrigo Jaramillo.

En 1997, el comisionista de bolsa bogotano, el señor Juan Carlos Ortiz adquiere el 50% de la firma, después de haber sido expulsado de la Bolsa de Valores de Bogotá por prácticas poco ortodoxas en el mercado de valores colombiano. Estas prácticas se caracterizan por exponer el capital a posiciones de alto riesgo, en busca de altos retornos.

En el mercado de Valores se conoce bajo el nombre de posición propia, término utilizado cuando las inversiones de mercado se hacen con recursos de la propia compañía, las cuales dejan grandes



utilidades cuando todas las expectativas de mercado se cumplen, pero también se puede incurrir en grandes pérdidas.

Uno de los factores de éxito de Interbolsa fue su especialización en esta práctica con negociaciones de títulos de deuda pública. Cuando el gobierno se endeudó tiempo atrás, las tasas de interés disminuyeron y los TES se valorizaron generando importantes utilidades.

En 1998 Interbolsa ingresa al mercado de Valores, ejerciendo su posición y abriendo un camino dentro del mercado con el objetivo de consolidarse como un fuerte jugador.

En el año 2000, nace el fondo Premium Capital el cual como se verá más adelante vas a ser uno de los personajes más preponderantes dentro de la debacle del grupo. En ese mismo año entra como accionista del grupo el inversionista Víctor Maldonado.

En el 2001, se da la integración de las tres bolsas del país, (Bogotá, Medellín y Occidente). En ese año el grupo ya era reconocido en el ámbito nacional y tenía el suficiente músculo financiero para migrar a convertirse en un poderoso holding de empresas y así tener un mayor espectro de negocios. Interbolsa, al diversificar su negocio amplía su cubrimiento de servicios no sólo en el mercado de valores, sino que incursiona en otros mercados, lo cual le brinda la posibilidad de administrar y de captar más capital hasta el punto de convertirse en el poderoso Grupo Interbolsa,

el cual llegó a tener la Comisionista de Bolsa más grande del país con oficinas y operaciones en varias ciudades del país y en otros países como Brasil, Estados Unidos y Panamá.

## **2. Repos**

Los bancos y las Comisionistas de bolsa constantemente están buscando desarrollar nuevos productos financieros para satisfacer a su amplia gama de clientes, ofreciendo productos innovadores que se acoplen a las diferentes necesidades de cada uno de sus clientes con el fin de capturar nuevos segmentos y de esta forma aumentar su participación de Mercado.

Las operaciones Repo, que en inglés se denominan (*Repurchase Sales agreement*) hacen parte de estos productos financieros estructurados y su función principalmente es de otorgar liquidez en el corto plazo tanto a las empresas o personas naturales que lo requieran. Las operaciones Repo son un instrumento de mercado monetario importante, y son fundamentales para el correcto funcionamiento de los mercados de bonos y acciones.

Los principales elementos de un repo son el vencimiento, el valor nominal, el tipo repo, los activos de garantía y el recorte<sup>2</sup>. La mayor parte de los repos tiene un vencimiento fijo. En Colombia una Operación Repo puede ser de un día hasta un año.

---

<sup>2</sup> Boletín Mensual, BCE, "LOS MERCADOS DE REPOS DE LA ZONA DEL EURO Y LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS", Febrero de 2010

## **2.1 Cómo Funcionan**

Las Operaciones Repo funcionan como transacciones de venta con pacto de recompra. Es decir una persona (Parte pasiva) o deudor cede temporalmente un activo (acciones) a otra (parte activa) o acreedor a cambio de un préstamo en dinero y se compromete a entregar el dinero prestado en un período de tiempo no mayor a un año, pagando el total del capital prestado más un interés adicional. En esta operación existe una garantía adicional del 40% del valor del préstamo que es asumida por el deudor. (*Ver anexo 1*)

En otras palabras del 100% del préstamo se guarda como garantía un 40% y el deudor recibe como préstamo el 60% restante.

En estas operaciones existe otro actor que es el intermediario, representado por una sociedad comisionista de bolsa, que a su vez, es el encargado de salvaguardar la garantía al momento de realizarse la operación Repo. El papel del intermediario, según las palabras del presidente de Interbolsa, Roberto Jaramillo Correa en la normatividad colombiana, es “ser garantía para el acreedor. En caso de que el deudor no pague, el comisionista está obligado a pagar al acreedor y quedarse con las acciones y la garantía, las cuales debe exponer al mercado para recuperar el dinero”.

Según palabras de Julio César Alonso, director del Centro de Investigaciones en Economía y Finanzas de la Universidad Icesi, “el esquema de los ‘repos’ se asemeja al de las hipotecas donde alguien que necesita efectivo “empeña” su casa y al pagar el préstamo la vivienda vuelve a su dueño original. Si no paga el inmueble entra en pleito”.

Como toda operación financiera los repos no están exentos de riesgo. Existen dos tipos de riesgo en las operaciones Repo.

El primero es el riesgo de no pago de la obligación de la contraparte, mediante la cual la parte activa se quedaría con el activo de la parte que incumplió. Y el otro riesgo es la desvalorización del precio del activo en el mercado.

Es importante anotar que las operaciones repo están atadas al comportamiento o a la volatilidad del precio de la acción. Por eso, a la hora de realizar la operación, quien va a prestar el dinero sobre acciones debe analizar la bursatilidad de los títulos en bolsa. En palabras de Daniel Jimenez, presidente de Correval, el riesgo de un repo se reduce “si tomamos una acción muy líquida y tiene adecuada cobertura, no hay problema en que el monto de repos sea importante. El problema es que la acción no tenga liquidez”.

La Bolsa de Valores de Colombia aplica una regulación mediante la cual clasifica los títulos de acuerdo a su evolución y rentabilidad. De allí se deduce cuáles son los más rentables y susceptibles para operaciones repos.<sup>3</sup>

## **2.2 Repos de Fabricato el Descalbro de Interbolsa**

Como se mencionaba anteriormente el Repo es un vehículo financiero altamente utilizado en el mercado de valores y si el activo subyacente son acciones de alta bursatilidad, el riesgo disminuye, ya que si se presenta un incumplimiento de la contraparte la comisionista vende las acciones en el mercado para recuperar el dinero prestado.

Los repos que la comisionista Interbolsa tenía se concentraban en su mayoría en un cliente italiano llamado Alessandro Corridori que al momento de la intervención aparecía como el socio mayoritario de Fabricato con el 20%. “De cada \$100 en acciones de Fabricato, InterBolsa le presta \$60 que consigue en el mercado; los \$40 restantes los pone Corridori como garantía. Ese nivel de garantía lo establece la propia Bolsa de Valores de Colombia (BVC), dependiendo de la liquidez de cada acción”<sup>4</sup>.(Ver anexo 2)

Para explicar la estructura que Interbolsa utilizaba para realizar los Repos de Fabricato se muestra la siguiente figura:(Ver anexo 3)

---

<sup>3</sup>El País, Noviembre 26 de 2012

<sup>4</sup> Dinero, Noviembre 8 de 2012.

El italiano acude a la comisionista de Bolsa Interbolsa para realizar Repos con acciones que posee ya que necesita liquidez. Las acciones sobre las cuales se va a realizar el Repo son acciones de la empresa Fabricato. Esto quiere decir que Interbolsa como intermediaria le consigue un cliente que está dispuesto a prestar dinero y como contraprestación recibe un interés sobre el monto prestado y tiene como garantía las acciones. El proceso se puede repetir las veces que se requiera.

El problema reside cuando el deudor incumple su parte del contrato, es decir no puede pagar la plata que se le había prestado.

En esta parte de la operación la contraparte no era un cliente que la comisionista había conseguido en el mercado, sino que era ella misma la que le prestaba los recursos al señor Corridori. Para ello la comisionista aumentaba los cupos de endeudamiento que tenía con el italiano para que de esta forma se continuara con la realización de Repos sobre la acción y de esta manera evitar que el precio de la acción descendiera.

Según las investigaciones "Los directivos aprobaron estos cupos donde las garantías fueron pagarés y acciones de Fabricato, sin que el grupo Corridori cumplieran con las condiciones", expresó la representante de la Fiscalía<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Vanguardia, Noviembre 25 de 2013.

Cuando esto ocurre, Interbolsa como intermediaria, es la responsable de responder al acreedor por el monto prestado por él. Interbolsa tiene como garantía las acciones de Fabricato las cuales debe vender en el mercado de Valores a los precios en que se están negociando en el mercado. En este caso, al asumir la responsabilidad de la parte pasiva del Repo la comisionista es la propietaria de las acciones de Fabricato.

Es importante recalcar, que mientras las operaciones Repo se realicen sobre activos líquidos y de alta bursatilidad el riesgo de un incumplimiento por parte del deudor se reduce, ya que si las acciones se pueden vender en el mercado a precios reales con baja volatilidad la pérdida de la venta se minimiza.

En cambio, si el Repo tiene como garantía una acción como la de Fabricato cuyo precio de mercado genera incertidumbre, ya que la empresa no está arrojando buenos resultados financieros y el precio no refleja la realidad del mercado, el riesgo para el intermediario, que es el responsable frente al deudor, aumenta exponencialmente, porque esas mismas acciones al momento de venderlas pueden estar a un precio muy por debajo del valor con que originalmente se había hecho la operación acarreándole grandes pérdidas a la comisionista.

Como consecuencia de lo anterior, y aunque la acción de Fabricato fue la más valorizada de la bolsa de Valores de Colombia en el 2011 al subir un 214%<sup>6</sup>, el mercado no confiaba en ese

---

<sup>6</sup> El Colombiano, Enero 18 de 2012.

comportamiento alcista, ya que el sector textil estaba dando pérdidas y los estados financieros de la empresa no eran buenos en términos financieros. (*Ver anexo 4*)

La palabra desconfianza se traduce en el mercado de valores como una fuerte caída en los precios de las acciones y eso fue lo que en el 2012 pasó con la acción de Fabricato. Se calcula que el valor Total que Interbolsa tenía al momento de su intervención en estos Repos era cerca de \$300.000.000 millones de pesos (*Ver anexo 5*). En otras palabras eran 300.000.000 millones de pesos que tenían invertidos en acciones que no valían ni su cuarta parte en el mercado de valores.

Ante esta situación y para colmo de males de los \$300.000.000 millones de Pesos en Repos de Fabricato \$86.000.000.000 correspondían a préstamos otorgados a empresas bajo el mando del italiano, el cual como se mencionó anteriormente presentaba como garantía de pago pagarés que nunca se pagaron ya que no tenían respaldo económico<sup>7</sup>.

Como consecuencia de eso, la Comisionista se vio ante graves problemas de liquidez al no poder cumplir con sus obligaciones financieras por tener grandes volúmenes de acciones de Fabricato que ya nadie quería comprar y el detonante de todo el desastre fue efectivamente el incumplimiento de un crédito intradía del BBVA por \$20.000.000.000 millones de pesos.

---

<sup>7</sup> La República, Noviembre 28 de 2013.



Según Alberto Donadio, la hipótesis que planteó la superintendencia financiera fue si Corridori y los inversionistas relacionados con él habrían afectado el precio de la acción en el 2011. De las 28.139 operaciones de compraventa de acciones de Fabricato que se realizaron durante el 2011 donde se transaron 27.577.000.000 número de acciones, alcanzando la suma de 1.6 billones de pesos en dinero, las compras del señor Corridori alcanzaron el 17.4% y las ventas 15.01%.<sup>8</sup>

La manipulación de los precios de las acciones es una práctica que se castiga en bolsa y actualmente las autoridades están investigando si el señor Corridori en compañía de la Comisionista Interbolsa realizaba grandes transacciones para que el precio de la acción de la empresa subiera deliberadamente.

### **3. El Fondo Premium**

El Premium Capital Appreciation Fund era un fondo de inversión privada domiciliado en la isla de Curazao, en donde cualquier persona natural podía recurrir si quería invertir sus ahorros en instrumentos financieros de bajo riesgo.

Los socios fundadores del fondo eran el señor Tomás Jaramillo, hijo del señor Rodrigo Jaramillo Correa, presidente del grupo Interbolsa y el señor Juan Carlos Ortiz.

---

<sup>8</sup>Donadio, Alberto, El Cartel de Intebolsa, Crónica de una Estafa Financiera. Bogotá: Sílabas 2ª Edición. 2013

Según el prospecto de septiembre de 2012 se presentaba el fondo de la siguiente forma: “Premium capital Appreciation Fund es el más antiguo de la familia de nuestros fondos, con una trayectoria que data desde septiembre del año 2000. Es un fondo de inversiones en dólares, que le ofrece al inversionista la alternativa de denominar su inversión en pesos y euros... el fondo tiene como objetivo mantener un retorno estable, a través de un manejo óptimo del nivel de riesgo y con adecuadas garantías que cubran las inversiones... Se concentra en invertir en Renta fija no Bursátil, tales como créditos, descuentos de facturas, contratos y títulos valores, entre otros.”<sup>9</sup>

Invertir en renta fija no bursátil efectivamente disminuye el riesgo de las inversiones y hasta invertir en Renta fija bursátil como bonos, CDT, TES del gobierno, etc., no constituye un riesgo desproporcionado para los fondos, es más todas las comisionistas del país tienen grandes cantidades de sus recursos invertidos en renta fija bursátil. (*Ver anexo 6*)

El problema se presenta cuando se comienza a hacer inversiones por fuera de las reglas de juego y se entra en una especulación excesiva y fraudulenta en busca de mayores tajadas con recursos del público. En este punto es importante detenerse, ya que en esta etapa de la hecatombe de Interbolsa es necesario hacer un análisis más exhaustivo de las movidas que esta comisionista realizaba para manejar los recursos del fondo.

---

<sup>9</sup> *Ibíd.*, p. 63.

Las comisionistas de bolsa en Colombia tienen prohibido hacer lo que en la jerga financiera se llama posición propia con los recursos del público y mucho menos sin su expresa autorización.<sup>10</sup>

Una carta enviada a los inversionistas por parte del gestor del fondo en noviembre de 2012, mostraba en qué se tenían invertidos los recursos y para perplejidad de sus clientes, que creían que sus ahorros estaban invertidos en activos seguros no bursátiles y de bajo riesgo, mostraba lo siguiente: “De los 174 millones de dólares que valía el portafolio a 31 de octubre 2012, 61.2 millones estaban representados en un Repo sobre acciones de Fabricato”.<sup>11</sup>

No era cierto que el fondo invirtiese en renta fija no bursátil, un 35% del valor total del fondo estaba invertido en Repos de Fabricato, una acción de baja bursatilidad, con un precio de mercado que posiblemente estaba siendo manipulado y que en cualquier momento el mercado lo corregiría con su inevitable desplomada de su precio.

### **3.1 Cómo Operaba el Fondo**

El fondo Premium realizaba operaciones por medio de tres sociedades llamadas Andean Capital Markets S.A. con sede en Panamá y dos más con sede en Colombia bajo el nombre de Valores Incorporados y Rentafolio Bursátil, las cuales se encontraban y operaban en el mismo edificio donde se encontraban las oficinas de Interbolsa

---

<sup>10</sup> Artículo 2.9.4.2.3 de Decreto 2555 de 2012.

<sup>11</sup> Donadio, Alberto, El cartel de Intebolsa, Crónica de una Estafa Financiera, Op. Cit. p. 55.

Es importante mencionar que, según palabras del señor Rodrigo Jaramillo, “Interbolsa S.A no toma decisiones sobre el destino de los recursos. La comisionista Interbolsa, en su calidad de corresponsal del fondo, lo ofrecía a sus clientes como una opción de inversión. En mi caso no tengo ninguna relación con ese fondo”<sup>12</sup>

Otra tajada de la de los recursos del público según la carta incluían” préstamos por 113 millones de dólares a compañías y personas en Colombia”

Según el balance de Premium, se habían desembolsado un total de 45 préstamos de los cuales el del valor más alto había sido adjudicado por Valores Incorporados a la sociedad Invertacticas y Cia Ltda por un valor de 12.3 millones de dólares, la cual era una de las sociedades utilizadas por el señor Alessandro Corridori para adquirir acciones de Fabricato. Además, la misma sociedad a título personal le prestó al italiano 3.4 millones adicionales.

El siguiente grupo de préstamos efectuados por valor de 11.3 millones de dólares fueron entregados a empresas de Víctor Maldonado quien tenía el 30% de las acciones de Interbolsa. “Entre los principales 20 accionistas de Interbolsa a la fecha de su liquidación, aparecen con el 21% las siguientes empresas de Maldonado: Latinoamericana de Inversiones Sumo S.A., Helados Modernos de Colombia S.A., Cuama S.A., Malta S.A., Las Tres Palmas Ltda.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> La República, noviembre 25 de 2012

<sup>13</sup> Donadio, Alberto El Cartel de Interbolsa, Crónica de una Estafa Financiera, Op. Cit. p. 82.

Como se puede apreciar, los beneficiarios de estos préstamos eran los mismos socios de Interbolsa. Actualmente los accionistas mayoritarios de Interbolsa se dividen de la siguiente manera: el dueño mayoritario de Interbolsa es Víctor Maldonado, familia y asociados, con el 30 %; los ex empleados de Inversionistas de Colombia tienen el 15%; Rodrigo Jaramillo y familia el 15%; y Juan Carlos Ortiz el 2,8%. El resto está repartido entre diversos inversionistas.<sup>14</sup>

De aquí se desprenden diferentes interrogantes acerca del manejo del fondo Premium como un fondo privado en donde Interbolsa supuestamente no tenía ninguna injerencia en su manejo.

Primero, los dueños de las tres sociedades con mayor participación del fondo eran empleados o accionistas mayoritarios de Interbolsa. Segundo, las oficinas del fondo estaban situadas en las mismas oficinas de Interbolsa, y tercero los préstamos del fondo en su mayoría eran para los socios de Interbolsa y los dueños del mismo fondo. Bajo estas tres premisas es muy difícil sostener el argumento de que el fondo Premium era un fondo independiente y que Interbolsa era sólo un corresponsal del fondo.

Bajo esta premisa se puede inferir que los recursos que este fondo de Curazao recolectaba a través de sus inversionistas en Colombia, los cuales eran personas comunes y corrientes que buscaban depositar sus ahorros en un fondo reconocido y seguro, recomendado además por la

---

<sup>14</sup> Revista Semana, "La verdad sobre la comisionista InterBolsa"

comisionista de bolsa más grande e importador del país, se utilizaban para otorgar préstamos a los socios de Interbolsa en Colombia para que realizaran Repos con las acciones de Fabricato.

La Comisionista Interbolsa realizaba operaciones de posición propia con los recursos de los inversionistas del fondo comprando acciones de Fabricato con la ilusión de que la acción siguiera aumentando su precio.

Los recursos del fondo Premium, según se descubrió en la investigación adelantada por el abogado Jaime Granados, quien es el abogado defensor de los intereses de los clientes del Fondo, se destinaban a adquirir acciones de Fabricato y a hacer préstamos a inversionistas que tenían repos sobre la acción. En cuanto al manejo de los recursos del fondo según palabras del abogado “Interbolsa captaba dinero de sus clientes, con la promesa de invertirlos en un fondo del extranjero, pero finalmente, por instrucciones directas del gestor de inversiones, los dineros de los inversionistas terminaron de nuevo en Interbolsa con la complacencia ( y en algunos casos por la instrucción) del propio presidente de Interbolsa (Rodrigo Jaramillo Correa), de su vicepresidente financiero (Jorge Arabia Wartenberg) y del presidente de la SAI (Mauricio Infante Niño)<sup>15</sup>

Ante los presuntos manejos fraudulentos del fondo y su forma de administrar los recursos de sus inversionistas, que en la actualidad están siendo investigados por las autoridades, surgen varias

---

<sup>15</sup> Jaime Granados Peña a Miguel Angel Mora Clavijo, fiscal 56 seccional, diciembre 18 de 2012, p. 6.

preguntas acerca del control y supervisión de los diferentes organismos de control de las entidades que regulan y administran el Mercado de Valores de Colombia. ¿Cómo pudo ser posible que durante tantos años escaparan de los diferentes controles y supervisiones de la Superfinanciera y de las sanciones previstas para estos casos por la AMV?

#### **4. Organismos de Control**

Según el Marco Regulatorio del mercado de valores quien debe controlar y vigilar las comisionistas de valores es la Superintendencia Financiera sustentada en la ley 964 de 2005. Esta ley tiene como función crear un marco de procesos eficientes y transparentes dentro del Mercado de Valores colombiano.

La Superintendencia fue permisiva en que los acontecimientos terminaran en el peor escenario. Cuando se dieron cuenta de la magnitud del problema ya era tarde y la única solución existente, al principio, era la de intervenir a la firma por iliquidez, pero luego debido a la magnitud del problema se optó por la liquidación definitiva de todo el Holding.

En la ley 964 de 2005 se encuentra el Decreto 4708 de 2005 el cual controla las operaciones Repo y Simultáneas. Dentro de las funciones de la Superintendencia está el de suspender preventivamente una oferta pública, negociación de algún valor con el objetivo de proteger los intereses del inversionista. También impondrá medidas cautelares definidas por el código de procedimiento civil y medidas preventivas las cuales aseguren recursos administrativos, valores y demás instrumentos financieros.

La entidad debió haber sometido a la comisionista a una inspección y vigilancia previa a los sucesos acontecidos. El control y vigilancia sobre las demás sociedades del Holding, es ejercido por Superintendencia de Sociedades, regido por el decreto 4350 de 2006.

La AMV (**Autorregulador del Mercado De valores**) por medio del Decreto 1565 de 2006 controla la actividad de Autorregulación del mercado de Valores, elemento esencial para el desarrollo y transparencia del mercado de valores el cual se rige por medio de un marco legal supervisado por el Estado. El objetivo de la Autorregulación, es proteger al inversionista y proporcionar transparencia e integridad de los mercados fomentando de esta manera la confianza del público en el mercado, brindando un tratamiento equitativo y unos altos niveles de estándares dentro del mercado como de los operadores que intervienen en el.

En el caso de Intebolsa las conductas punibles son las siguientes:

- Utilización indebida de fondos captados del público. (Artículo 314)
- Operaciones no autorizadas con accionistas ó asociados. (Artículo 315)
- Captación masiva y Habitual de Dineros. (Artículo 316)
- Manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional De Valores e Intermediarios.

Adicional a esto, existen una serie de posibles delitos Financieros de naturaleza penal. El primero fue la omisión de “suspender preventivamente cuando hubiere temor fundado de que se pueda



causar daño a los inversionistas o al mercado de valores, una oferta pública en cualquiera de sus modalidades; la negociación de determinado valor, la inscripción de valores, o de los emisores de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores”<sup>16</sup>. El segundo delito, es el de retardar la denuncia de operaciones sospechosas con las acciones de Fabricato y Bolsa Mercantil de Colombia.

“Las operaciones, que están siendo verificadas en desarrollo de las investigaciones (refiriéndose a Proyectar Valores), involucran los nombres de Valores Incorporados S.A., Premium Capital Funds, Proyectar Latinoamérica, Interbolsa, Tecfin y Helados Modernos de Colombia. De ellas, sin embargo, solo Proyectar Latinoamérica figura como socio de Proyectar Valores con una participación del 54%. En otros hay evidencia de la relación de los señores Tomás y Rodrigo Jaramillo –socios del comisionista Juan Carlos Ortiz– con las empresas de la holding cuyo velo corporativo no ha sido descorrido por completo”<sup>17</sup>.

La Superintendencia Financiera, no se percató del riesgo, a pesar de ser evidente que Interbolsa Comisionista tenía la misma suma en Repos que la SAI en Crédito. Además, Fabricato llegó a valorarse en \$820.000 millones de pesos en la Bolsa de Valores con un precio de acción de \$90; De 300.000 Millones de pesos distribuidos entre la comisionista, carteras colectivas de la SAI y en otros agentes de mercado, el 90% se encontraba como garantía.

---

<sup>16</sup> Ley 964 de 2005.

<sup>17</sup> Dinero, Septiembre 9 de 2011.

En cuanto a las acciones de Fabricato, cuando la acción estaba valorada en un precio de \$30, Premium Capital Funds, tenía el 13% de las acciones de Fabricato, el total de las acciones tiene un valor de \$35.000 Millones, pero con la acción en un precio de \$90, el portafolio se valora en \$105.000 Millones, dejando una ganancia para el fondo de inversión de \$70.000 Millones.

El episodio que desató realmente este escándalo de Interbolsa, fue el incumplimiento del pago de una obligación de la comisionista con el BBVA por \$20.000 Millones, posterior a esto se declaró su iliquidez generando la intervención de la Superintendencia lo cual produjo que el precio de su acción cayera un 30% en bolsa.

## **Conclusiones**

Es evidente que la caída de Interbolsa no fue por culpa exclusivamente de una sobreexposición a los Repos de Fabricato, aunque fue el detonante principal para que la Comisionista de bolsa más grande e importante del país entrara en liquidación. Las razones principales de la caída, según las últimas investigaciones son un apalancamiento excesivo en Repos de alto riesgo, los cuales se

financiaban de un fondo en el exterior cuyos inversionistas desconocían el destino que los gestores del fondo le daban a sus inversiones. En su desplome se sospecha de la participación de distinguidos empresarios del país, y también de la participación de las directivas de Interbolsa.

La caída de Interbolsa debe servir de enseñanza para que existan mayores controles y regulaciones más fuertes a las operaciones que estas empresas realizan. Es inconcebible que las operaciones con los Repos de Fabricato no hayan generado alerta en el Mercado de Valores, y si las hubo, igual es imperdonable que no se haya actuado con presteza mitigando los efectos que produjeron tanto en el mercado de valores como en todos los inversionistas que perdieron sus ahorros.

Ante esta situación vale la pena preguntarse qué hubiera pasado si Intebolsa hubiera podido pagar todas sus obligaciones durante seis meses más; ¿se hubiera desenmascarado el problema como realmente pasó? Nunca lo sabremos y muy seguramente el andamiaje financiero que tenían montado junto con su proveedor de recursos (el Fondo Premium) hubiera continuado y mas inversionistas habrían invertido sus recursos en un fondo que estaba concebido para realizar uno de los mayores fraudes de la historia financiera colombiana.

Es importante mencionar, que los Repos usados como instrumentos financieros para generar liquidez son una excelente alternativa y no se deben satanizar por el manejo que les dio Interbolsa. En lo que si se debe tener mucho cuidado es sobre el activo sobre el cual está

amparado. Si son sobre acciones, éstas deben ser de empresas con una solidez financiera comprobada y de alta bursatilidad en el mercado, en otras palabras que se puedan vender fácilmente sin altas volatilidades en sus precios, a hoy es el instrumento de los Repos el que falla ya que no existe un control sobre el porcentaje permitido a apalancar trayendo consecuencias como las ya vividas en el mercado.

Es muy riesgoso, según lo analizado en el proyecto hacer repos sobre acciones como las de Fabricato, las cuales debido a su baja bursatilidad en el mercado son más propensas a que sus precios sean manipulados.

Para terminar dejamos en consideración un tema que en la actualidad no se ha tocado mucho y es la responsabilidad que la empresa Antioqueña Fabricato debería tener en esta debacle financiera. Si una empresa está arrojando pérdidas durante 4 años consecutivos por cerca de \$100.000.000.000 millones de pesos, (*Ver anexo 4*), es una empresa que ante cualquier análisis financiero que se le haga es una empresa de poco valor para cualquier inversionista colombiano o de cualquier parte del mundo. Si en el mercado de valores se están negociando sus acciones al precio históricamente más alto quiere decir que su capitalización bursátil o valor de mercado es totalmente falso e inflado comparándolo con sus estados financieros reales, ya que una empresa que arroja pérdidas y que está en un sector con pocas posibilidades de crecimientos en el futuro conlleva a que el comportamiento de sus acciones no sea el mejor.

Si las directivas de la empresa saben que su negocio está en crisis pero que en bolsa son una de las empresas de mayor valor, cuya acción es una de las más valorizadas, simplemente hay algo que no está sintonizado con la realidad en el mercado, es decir su precio está siendo manipulado.

**¿Es responsabilidad de las directivas de una empresa que cotiza en bolsa alertar al mercado de una posible manipulación en sus precios?**

Dejamos en consideración esta pregunta aunque somos conscientes de que los precios de una acción son determinados por las fuerzas de la oferta y la demanda, y de muchas otras variables que a veces son muy difíciles de medir y que las empresas que cotizan en bolsa son independientes y no controlan las inversiones que millones de inversionistas realizan cada día en el mercado de valores de cualquier país.

Adicionalmente, se debe revisar los mecanismos de control de los entes destinados para estas tareas, ya que no se emitió ningún tipo de alerta temprana por ninguno de los dos (AMV, Superfinanciera) que evitara la riesgosa exposición a los Repos de Fabricato que la Comisionista tenía. Sólo se actuó en el momento en que la comisionista no pudo pagar un préstamo bancario. En ese momento ya era demasiado tarde, no había posibilidad financiera que mitigara los manejos del capital que de tiempo atrás se le daba a los recursos de los clientes.

El tiempo de reacción fue muy lento y fue de forma reactiva y no proactiva como debería de haber sido, lo cual ocasionó temporalmente una descompensación general del mercado

financiero, que afortunadamente no tuvo un efecto de “bola de nieve” en las demás Comisionistas del país, pero que si generó pánico financiero al saberse que la comisionista más grande del país, con una participación superior al 32% del total de mercado se encontraba en una situación en la que no podía responder con sus obligaciones financieras y con una serie de movimientos de recursos inexplicables para quienes hacemos parte del mercado.

Es inadmisiblesaber que una acción con casi la mitad de su capitalización bursátil en Repos no sea limitada en apalancamiento y evitar así el descalabro producido por esta circunstancia.

Por estas razones, consideramos que estos entes no son los idóneos para la vigilancia del mercado. Con el propósito de prevenir y blindar el Mercado de Valores Colombiano, se debería establecer una Superintendencia que sólo vigile el mercado de Capitales y no que sea para todo el mercado Financiero. Es posible que el conocimiento y las alertas estén en un mayor porcentaje sobre el mercado intermediado que sobre el no intermediado.

Sin embargo, ningún sistema de control es infalible y siempre van a existir fallas y circunstancias particulares en cada mercado, ante esto es de suma importancia que el Estado tenga las suficientes herramientas para mitigar los impactos en los riesgos que cada agente de mercado pueda producir y mientras no se impongan medidas drásticas de control y se cumplan con todo el rigor de la ley (nuevas y vigentes a la fecha), el mercado continuará vulnerable a riesgos

económicos previsibles y a delitos financieros como lavado de activos y operaciones fraudulentas.

### **Biografía**

Donadio, Alberto, El Cartel de Intebolsa, Crónica de una Estafa Financiera. Bogotá: Sílabo 2ª Edición. 2013

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1002-3.pdf>

<http://www.elpais.com.co/elpais/economia/noticias/son-repos-y-cual-su-relacion-con-descalabro-interbolsa>

[http://www.larepublica.co/finanzas/vencimiento-de-repos-de-fabricato-pone-en-jaque-la-firma-interbolsa\\_24645](http://www.larepublica.co/finanzas/vencimiento-de-repos-de-fabricato-pone-en-jaque-la-firma-interbolsa_24645)

<http://m.semana.com/nacion/articulo/la-verdad-sobre-comisionista-interbolsa/267355-3>

<http://www.vanguardia.com/actualidad/colombia/192330-errores-de-mauricio-infante-al-frente-de-sai-de-interbolsa>

<http://www.vanguardia.com/actualidad/colombia/235453-fiscalia-aseguro-que-cupos-de-endeudamiento-causaron-desfalco-de-interbol>

<http://m.semana.com/economia/articulo/los-14-pecados-interbolsa/329832-3>

[http://www.dejusticia.org/index.php?modo=interna&tema=estado\\_de\\_derecho&publicacion=1379](http://www.dejusticia.org/index.php?modo=interna&tema=estado_de_derecho&publicacion=1379)

[http://beta.larepublica.com.co/asuntos-legales/fabricato-benefici%C3%B3-interbolsa-holding-con-9000-millones\\_86281](http://beta.larepublica.com.co/asuntos-legales/fabricato-benefici%C3%B3-interbolsa-holding-con-9000-millones_86281)

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/departamentos/departamento-contaduria-publica/panorama-contable/Documents/Tras%20los%20culpables%20de%20InterBolsa.pdf>