



Análisis del Impacto financiero en Serfinco a partir de la caída de Interbolsa.

**Daniel Felipe Ocampo Ruiz
Jonathan Serna Serna**

Institución Universitaria Esumer
Facultad de Estudios Administración y finanzas
Medellín, Colombia
2014

Análisis del Impacto financiero en Serfinco a partir de la caída de Interbolsa.

**Daniel Felipe Ocampo Ruiz
Jonathan Serna**

Trabajo de investigación presentado para optar al título de:
Tecnólogo en administración y finanzas

Directora:

Diana Victoria Rincón L. (Docente tiempo completo, facultad de estudios empresariales y de mercadeo)

Línea de Investigación:

Administración financiera

Institución Universitaria Esumer
Facultad de Administración y finanzas
Medellín, Colombia
2014

(Dedicatoria o lema)

Basta con ver la historia para vislumbrar el futuro y comenzar a modificarlo con acciones que impacten en él, siguiendo el camino que la administración nos ha brindado, adecuándonos a las condiciones más probables

Agradecimientos

Agradecemos a la Universidad ESUMER, por todo el esfuerzo y dedicación que ha invertido en nuestro aprendizaje, agradecemos a cada maestro que ha significado un reto para nuestras vidas académicas. Agradecemos a nuestras familias, que son nuestro sustento y ánimo, a la hora de emprender el duro camino que trae consigo el día a día.

Contenido

	<u>Pág</u>
Contenido	
1.1 Antecedentes.....	9
1.2 Planteamiento del problema	12
1.3 Objetivos.....	12
1.3.1 <i>Objetivo general</i>	13
1.3.2 <i>Objetivos específicos</i>	13
1.4 Justificación	13
1.5 Alcances	15
2. Marco referencial.....	16
2.1 Marco contextual	16
2.2 Marco teórico.....	19
2.3 Marco conceptual	24
2.4 Marco metodológico	26
2.4.1 <i>Método</i>	26
2.4.2 <i>Metodología</i>	27
3. Ejecución del Proyecto	28
3.1 Plan de trabajo	28
3.2 Resultados.....	30
3.3 Análisis de resultados.....	38
4. Conclusiones.....	47
5. Anexos.....	¡Error! Marcador no definido.
5.1 Entrevista Alejandro Palacio	50

Lista de símbolos

- €. Indica el símbolo de la moneda Euro
- \$. Indica el símbolo de la moneda Dólar
- COP \$. Indica el símbolo de la moneda Dólar

Lista de abreviaturas

- AMV: Autorregulador del mercado de valores.
- MILA: Mercado integrado latinoamericano.
- BVC: Bolsa de Valores de Colombia.

Introducción

En Colombia, el mercado de capitales surge a raíz de la necesidad que tenían varias empresas para financiarse.

El origen del mercado de valores en Colombia se da a finales del Siglo XVI e inicios del Siglo XVII cuando varias compañías decidieron emitir acciones como medio para obtener recursos financieros. Posteriormente, a comienzos del siglo XX algunos sectores comenzaron un proceso de industrialización y se presentó el auge del sector cafetero permitiendo mayor movimiento de capitales, y con ello la necesidad de establecer un escenario de negociación. (IRC, 2014)

El primer paso formal de este mercado se dio en el año 1928 cuando se estableció con capitales de 5 empresas la bolsa de valores de Bogotá. Sin embargo, debido a que la apertura del mercado de valores de Colombia coincidió con la gran depresión de los años 30, su expansión a todo el país tardó más de medio siglo. Éste tuvo su primera réplica en el año 1961 cuando nace la Bolsa de Medellín o asociación de corredores de Medellín. Dos décadas más tarde surge la bolsa de occidente (Cali) hacia el año de 1983, lo que permitió en el país encontrar un mercado más dinámico, más diverso, pero también daba las posibilidades de arbitraje entre una y otra bolsa.

Finalmente en el año 2001 se unen las tres bolsas, hasta ese entonces existentes, para conformar solo una lo que garantiza transparencia y unanimidad en cuanto al valor de los títulos valores.

El mercado de valores Colombiano, es entonces un mercado muy joven, cuyas regulaciones llevan no más de tres denarios y se perfila como uno de los mercados más atractivos de la región, solo superado por Brasil y Chile.

Detrás de esta repentina madurez, aparece el caso Interbolsa el cual fue la primera gran caída de nuestro sistema de valores, y puso en jaque la economía de diversas compañías, incluso de nuestro país.

Queremos con este trabajo, entonces, explicar las repercusiones de la caída de Interbolsa en el sistema de valores de Colombia y también comprender el nuevo orden que se ha implementado a raíz de dicho suceso. Queremos también explicar los mecanismos usados a nivel gubernamental que permitieron que el impacto no hubiese generado una crisis general y las repercusiones de dichas medidas al mercado de valores Colombiano. Para lo anterior tomaremos como muestra a la empresa Serfinco ya que es una de las líderes de este mercado en Colombia y para nosotros la llamada a ser la “heredera” de Interbolsa en el liderazgo del mismo.

1. Formulación del Proyecto

En este primer capítulo vamos a mostrarles los elementos más importantes que han dado origen al trabajo propuesto.

1.1 Antecedentes

En este trabajo de grado brindaremos una breve reseña histórica económica y del mercado de valores en Colombia a partir de la caída de Interbolsa, es decir períodos cercanos al año 2012, haciendo énfasis en los principales actores que intervienen en el mercado de valores, así como de un seguimiento hasta la fecha de Serfinco como una de las principales firmas comisionistas del país.

Una serie de hechos ocurridos en el transcurso del rumbo a la debacle de Interbolsa, fueron orquestados, directa o indirectamente por entes administrativos, financieros, regulatorios, fiscales, ya sea por su omisión, falta de control o simplemente intención de hacerlo. Según Tautiva (2013, Pág. 42-43), el comienzo del fin de Interbolsa, se originó básicamente por la sobre valoración de las acciones de Fabricato y la falta de liquidez para respaldarlas, por ende el incumplimiento al pago de un crédito de la firma Interbolsa al banco BBVA, fue uno de los detonantes por el cual fue intervenida y liquidada por la Superfinanciera.

A mediados de los años 70, comienza una nueva era en el sistema crediticio, además de una reforma al sistema monetario para intentar eliminar una de las fuentes de la inestabilidad. En 1977 se impuso un encaje marginal del 100% que buscaba eliminar la rápida monetización de las reservas. (Murillo, 2009)

El mercado de capitales en el país siempre ha evolucionado a la par con el desarrollo económico e industrial de la nación, siendo más marcada en unas regiones que en otras, como el caso de Antioquia, en donde la primera parte del siglo xx tuvo un auge económico gracias a los capitales e inversiones en el sector

cafetero, esto nos lleva a concluir el porqué del lugar de surgimiento de Interbolsa la comisionista de bolsa más grande del país.

Debemos abordar esta investigación teniendo claro el concepto de sistema financiero, base y apoyo de la conclusión general que se dará al final del trabajo de grado.

El sistema financiero es el conjunto de instituciones y operaciones a través de las cuales se transfieren recursos de los individuos con recursos disponibles para depositar o invertir (sector superavitario) a las personas y empresas que los requieren para sus proyectos (sector deficitario). El sistema financiero comprende el mercado bancario, también llamado intermediado, y el mercado de valores, también llamado desintermediado.

En el mercado bancario la transferencia de recursos de los sectores superavitarios a los sectores deficitarios tiene lugar a través de entidades que actúan como intermediarios, que, separada e independientemente, se relacionan con los depositantes y con quienes requieren financiación. Dicho suceso tiene lugar a través de una relación directa entre ambos sectores mediante la emisión de valores. En particular, en este mercado no existen intermediarios propiamente dichos (es decir, entidades que se relacionen de forma completamente independiente entre sectores superavitarios y deficitarios), sino agentes que ponen en contacto a los emisores e inversionistas (intermediarios del mercado de valores).

El sistema financiero tiene un rol fundamental en la economía porque funciona como medio de gestión de riesgos, provee un sistema de pagos y permite asignar un precio a los recursos financieros. (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

Interbolsa, agente del mercado bursátil funcionaba básicamente asesorando en nombre de una persona (cliente- inversionista), en la compra y venta de títulos

valores, así como en nombre propio, buscando las mejores oportunidades del mercado por ende generar ganancia.

"Las firmas comisionistas de bolsa son sociedades anónimas que tienen como objeto exclusivo el contrato de comisión para la compraventa de valores en la Bolsa de la cual son miembros" (BVC, 2014).

Interbolsa opero dentro del mercado bursátil ofreciendo a los clientes opciones múltiples de inversión para generarles rentabilidad utilizando diversos instrumentos financieros, brindando opciones como, renta variable, renta fija e inversiones alternativas. Esta comisionista de bolsa, tenía además a disposición de los clientes las operaciones repo, Para Clavijo, Zuluaga, & Malagón (citados por Tautiva, 2013) "La operación de Reporto o REPO, es una operación del mercado monetario que sirve principalmente para satisfacer necesidades de liquidez (cash driven) utilizando títulos valores como garantía", normalmente la garantía de este mecanismo es del 30%, Por ejemplo, si una persona posee \$100.000 en acciones de una organización, puede obtener un préstamo hasta por \$70.000 sobre éstas, éste era y es un mecanismo usado por la mayoría de comisionistas de bolsa del país, incluyendo a interbolsa.

Para personas que quisieran comenzar o seguir colocando sus inversiones en el mercado bursátil , Interbolsa tenía a disposición de sus clientes una plataforma web en la que modo online podías hacer inversiones con montos desde un millón de pesos , a lo que se le denomina carteras colectivas, en donde las firmas comisionistas gestionan estos fondos de inversiones de muchísimas personas para así generar una buena rentabilidad para el cliente por ende lograr generar ganancia a través de inversiones y movimientos estratégicos en la bolsa operados por profesionales calificados de la entidad comisionista.

1.2 Planteamiento del problema

Con la crisis de Interbolsa, la economía colombiana se ha resentido un poco, no más de lo que se pudo haber resentido, convirtiéndose en algo mucho más devastador para las finanzas y la economía del sector, del estado e igual de devastador para las finanzas de los grandes y pequeños inversionistas, ya que hasta el momento de su liquidación la comisionista era la más grande de Colombia.

Es imperativo observar con detenimiento, que ha pasado después del descalabro de la firma comisionista en el mercado bursátil específicamente en la empresa Serfinco empresa del sector bursátil con más de 40 años de tradición, la cual ha sido también una de las protagonistas del mercado de capitales local. Esta investigación toma apartes del trabajo investigativo Tautiva Rodríguez, Cristian "Una aproximación al caso Interbolsa" Tesis de pregrado no publicada. Universidad del Rosario. Bogotá. Colombia., en cuya investigación se concluye que la rápida intervención de los entes gubernamentales en conjunto con el mercado financiero, blindó al sistema financiero colombiano de un colapso, sin embargo los entes reguladores y de control actuaron eficazmente, solo cuando la iliquidez de Interbolsa estaba en su punto cumbre lo que permitió minimizar el impacto de la crisis de esta compañía.

1.3 Objetivos

Los Objetivos dan razón del ¿Para qué? del proyecto. En esta sección hablaremos un poco de lo que queremos encontrar como resultado con nuestro trabajo.

1.3.1 Objetivo general

Analizar el impacto y posibles consecuencias que la caída de Interbolsa tuvo en las finanzas de Serfinco y el mercado de valores colombiano, para prevenir futuras crisis, comprender el comportamiento del mercado en escenarios desfavorables y analizar las políticas de choque que permitieron la continuidad del negocio.

1.3.2 Objetivos específicos

- Explicar las repercusiones de la caída de Interbolsa en el sistema de valores de Colombia.
- Comprender el nuevo orden que se ha implementado a raíz de dicho suceso.
- Explicar los mecanismos usados a nivel corporativo que permitieron que el impacto no hubiese generado una crisis coyuntural.
- Repercusiones de las medidas al mercado de valores Colombiano en Serfinco.

1.4 Justificación

El estudio del impacto del caso Interbolsa en el mercado de capitales y bursátil colombiano, tomando como ejemplo fehaciente a Serfinco, es una excelente herramienta a la hora de incursionar en el mercado de valores, ya sea desde la perspectiva de un inversionista, un corredor de bolsa o una firma comisionista de bolsa, entre otros.

Respecto a este estudio, se debe partir desde las prácticas indebidas en la que esta comisionista de bolsa incurrió, bajo la mirada atenta de la superintendencia financiera y sin ningún tipo de regulación del AMV (autorregulador del mercado de valores).

Es importante este estudio, porque es este el primer precedente en un mercado de valores tan joven como el colombiano, y es lo que permitirá a las nuevas fuerzas integrantes del mismo, tomar decisiones con miras a la nueva realidad que es el mercado integrado latinoamericano (MILA).

Desde el punto de vista de las finanzas, es pertinente el estudio del impacto del caso Interbolsa en el mercado de capitales y bursátil colombiano, tomando como ejemplo fehaciente a Serfinco, pues, definitivamente este es un hecho coyuntural que divide la historia en dos, antes de la caída de interbolsa donde había menos control y mayor ingenuidad por parte de los entes de control, y después de la caída de interbolsa, donde se habla de diversas reformas, controles y normatividad nueva aplicable a todo tipo de operaciones en el mercado de valores.

Es pertinente además, evaluar como un mercado tan pequeño como el mercado de valores de Colombia, con menos de 100 empresas cotizando en bolsa, pudo casi colapsar e infartar la economía Colombiana, obligando a la liquidación de la principal comisionista de bolsa de Colombia en esa época Interbolsa y dejando pérdidas por más de 347 mil millones de pesos, aparte del gran impacto que generó en las demás empresas del sector, desde el punto de vista de utilidades y requisitos para la operación, profundizaremos en este sector mirando el caso puntual de la empresa Serfinco, pues ésta se ha distinguido por tener prácticas saludables y sobrevivir a los cambios de 40 años de historia.

Justificación Teórica

A través de esta investigación se podrá realizar un aporte considerable a la hora de aplicar un nuevo modelo preventivo en la autorregulación, que genere un compromiso en la sanción de conductas que afectan la confianza en el mercado,

la cual es la gran moraleja a la que se llega después de este suceso, mayor regulación.

Justificación Social

Por medio de este estudio muchas personas conocerán un poco más de como funciona el mercado de valores en Colombia, y esto ayudará a que a la hora de invertir tengan más argumentos para elegir la mejor opción, y no confiar ciegamente en sus asesores financieros. Por otro lado, ayudará a que las empresas y el mismo estado a la hora de invertir, exijan mayores garantías, por otro lado, también ayuda a los inversionistas a reconocer que la responsabilidad en la inversión tanto en renta fija y en renta variable es compartida, no es solo del corredor de bolsa.

Justificación Personal

Para nosotros como futuros tecnólogos en administración financiera es de suma importancia este tema, debido a que impacta directamente en el mercado de valores, con las nuevas regulaciones e impacta indirectamente en las empresas que se quieran listar en la BVC y al mercado de valores tanto físico como virtual. Por otro lado, con la inclusión de nuestra economía al mercado integrado latinoamericano (MILA) es pertinente estudiar un poco más este precedente, con el fin de evitar una réplica a escala regional y no solo nacional.

1.5 Alcances

Este trabajo realiza el análisis del impacto que la caída de Interbolsa tuvo en las finanzas de Serfinco, una de las comisionistas de bolsa principales de nuestro país. El estudio se hace entre los años 2010 y 2014 dándole especial atención a los años posteriores a 2012 donde se dio la caída de dicha comisionista de bolsa y es a partir del momento en el cual Serfinco comienza a aplicar una serie de

estrategias tratando de acomodarse a las nuevas condiciones del mercado y al pánico financiero que se vivió en esa época.

A continuación exponemos los principios teóricos que usamos para realizar el análisis a ejecutar en este proyecto.

2. Marco referencial

2.1 Marco contextual

Nuestro proyecto se lleva a cabo en la ciudad de Medellín, tiene como horizonte de evaluación tres años, a partir del año 2011 donde se evidencia los asuntos preliminares a la crisis de Interbolsa en noviembre de 2012, hasta el año en curso es decir el 2014, donde se puede ya ver con claridad los posibles impactos de la crisis de Interbolsa en el mercado bursátil y más específicamente en Serfinco.

Nuestro principal foco de estudio en este trabajo es Serfinco, es una empresa que a través de los años ha demostrado su solidez en el mercado de capitales colombiano. Nació en el año de 1967 y ha sufrido un sinnúmero de transformaciones a través de los años hasta llegar a ser una de las comisionistas con mayor participación en el mercado Colombiano.

Si bien es cierto, pudimos haber hecho la investigación tomando como foco cualquier otra comisionista, es Serfinco para nosotros la ideal, debido a que a lo largo de su larga trayectoria siempre se ha identificado por sus buenas prácticas en el manejo del dinero de sus clientes, además de que la mayoría de portafolios de inversión que son diseñados por ésta compañía han sido históricamente con garantía profesional, por ejemplo, para la época en la que se dio la caída de Interbolsa con las operaciones repo con la acción de Fabricato, Serfinco no tenía en ninguno de sus portafolios si quiera la acción de Fabricato ni ninguna de sus inversiones en el grupo Interbolsa, aunque a primera vista ambas parecían atractivas por sus altas rentabilidades, en este sentido (Tautiva, 2013) dice: Particularmente, según explicaciones de los actores, en Interbolsa sucedió lo siguiente: Alessandro Corridori, hasta ese momento un cliente preferencial, le propuso a Interbolsa comprar las acciones de Fabricato con operaciones repo porque solo se podrían realizar a través de la firma. Interbolsa accede a prestarle a un interés del 10% anual que tenía como garantía las mismas acciones de la textilera...”

En cuanto al mercado de Interbolsa y el público específico que fue impactado por la crisis de la principal comisionista de bolsa en ese entonces se estima que la mayoría de los clientes de Interbolsa continuaron sus inversiones en otras comisionistas de acuerdo al artículo de la revista semana:

Para el primero de febrero de 2013 un reporte de DECEVAL, informa que de los 19.306 clientes que tenía la firma, 13.615 tienen nuevas casas de bolsa, es decir, el 70% de los inversionistas ya han trasladado sus portafolios. Así mismo, la misma firma, indica que los traslados equivalen a

3,67 billones de pesos, equivalente al 77% de los 4,78 billones de pesos que los inversionistas tenían invertidos a través de la comisionista Interbolsa. Revista Dinero (citado por Tautiva, 2013).

Por otro lado, es importante también para nuestro estudio el hecho que Serfinco dispone de oficinas en varias ciudades del país, entre las cuales están Bogotá, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga, Cartagena, Cali. Este hecho nos posibilita hacer una medición de las principales ciudades del país, es decir, con la evaluación del impacto en Serfinco, vamos a evaluar en general el impacto en el mercado bursátil colombiano.

¿Quién es Serfinco?

Según su página oficial Serfinco es una comisionista de bolsa que gestiona la riqueza de los clientes, a través de un modelo de gestión conservador. Busca construir un vínculo a largo plazo con los clientes, brindándoles una asesoría permanente.

Sus inicios se remontan desde el año 1967 donde es constituida en Medellín, su nombre era inicialmente Oscar Rodriguez y cia Ltda. Para el año 1992 Serfinco toma su nombre actual y se encamina hacia lo que es actualmente en una vertiginosa carrera de hechos que lo ayudan a posicionarse en Colombia con más fuerza. En el año 1995 Serfinco abre su primera oficina en Bogotá, luego para el año 98 lanza sus primeros fondos de cartera colectiva llamados Olimpia y Esparta 30. Hacia el año 2000 alcanza los 10000 clientes vinculados y para el 2001 consigue su primera calificación por BRC STANDARD & POOR'S.

Su camino hacia el ascenso y posicionamiento nacional continuó de la mano en el año 2005 con la apertura de su oficina en Cali y convertirse en la primera sociedad comisionista de bolsa con certificación de calidad del Icontec, en el año 2006 abre su oficina en la ciudad de Barranquilla y afianza su expansión por la zona del caribe colombiano con otra oficina en Cartagena.

En cuanto a como se ve en el futuro a mediano plazo Serfinco tiene como direccionamiento estratégico la siguiente Mega: “En el 2020, SERFINCO será la firma líder gestionando la riqueza de los clientes, alcanzando ingresos en Colombia por \$200 MM de COP, manteniendo consistentemente un margen EBITDA del 25%.” (Serfinco, 2014)

2.2 Marco teórico

Interbolsa fue hasta el año 2012 la comisionista de bolsa más importante en nuestro país y con mayor participación en el mismo, con el objetivo de explicar las repercusiones de la caída de Interbolsa en el sistema de valores de Colombia y también comprender el nuevo orden que se ha implementado a raíz de dicho suceso, tomando como base de nuestro análisis a la empresa Serfinco, exponemos en este espacio algunos autores que han hablado de diversos temas referentes al nuestro y que para nosotros son de importancia para poder concluir acertadamente.

"Interbolsa ¿se aprendió la lección?", artículo de la revista Semana, del 26 de octubre de 2013, trata el autor sobre los correctivos que se han logrado implementar, a un año de haber ocurrido la debacle de Interbolsa, aborda las medidas que ha tomado la superintendencia financiera, buscando ejercer más control sobre las firmas comisionistas, como, expedir nuevas normas para las operaciones e-trading, ya que por medio de esta plataforma se manipulaban las acciones de Fabricato. El autor habla también de las nuevas normativas que se adoptaron sobre el riesgo de liquidez ya que la falta de liquidez fue el motivo por el que intervinieron la comisionista Interbolsa, nos cuenta que se incorporaron normas sobre las carteras colectivas y el tema del custodio, la regulación a los repos pasando de la Bolsa de Valores al ministerio de hacienda. En este mismo sentido "El e-trading de comisionistas no se escapó a la regulación", artículo de la

revista Dinero, del 05 de mayo de 2013, que también informa sobre los ajustes al sistema e-trading de las comisionistas de bolsa, también llamados sistemas electrónicos de ruteo de órdenes.

El trabajo investigativo "Una aproximación al caso Interbolsa" (Tautiva, 2013), trata de explicar cómo se frustró una crisis económica nacional, generada por la quiebra de la firma comisionista más grande de Colombia Interbolsa, ya que todo estaba dado para que ocurriera, el autor hace una comparación del caso colombiano frente a las crisis internacionales, el autor realiza un análisis financiero de Interbolsa, para encontrar indicios en la información que pudieran haber prevenido la crisis de la firma comisionista, también se intenta establecer responsabilidades, en el entorno interno y externo de la empresa, en la investigación el autor se guía de graficas de diferentes revistas, donde se puede observar las operaciones repo sobre acciones transadas en la BVC que aparece en la Revista Enfoque, del 19 de diciembre 2012 (citado por Tautiva, 2013) índices financieros basados en fuente de la BVC, saldo en repos (BVC), IGBC (BVC), entre otras.

En la investigación "Base teórica del caso Interbolsa" (Aguilar y Gutiérrez, 2013), los autores ahondan en los indicadores financieros del grupo empresarial Interbolsa, evaluando su comportamiento desde el 2006 hasta su intervención y posterior liquidación, hacen hincapié en las calificadoras de riesgo que se encargaron de examinar y calificar dicha empresa con el objetivo de que la comisionista diversificara sus fuentes de liquidez para reducir el riesgo, pero aunque siempre observaban el alto riesgo al que estaba sometida la comisionista, siempre la calificaron positivamente.

"El cartel de Interbolsa. Crónica de una estafa financiera" (Donadio, 2013) su autor trata en el libro entre otras cosas sobre la "estafa" que se le ha hecho a los clientes de la firma, como se aprovecharon de los capitales de algunos muchos colombianos para favorecer a unos pocos, con la completa ignorancia del estado.

Sobre el mismo tema habla la revista virtual Vox populi en su artículo "Acusaciones a nueve por colapso del Grupo Interbolsa" (Vox populi, 2013), ambos ahondan en múltiples factores, así como el señalamiento de "implicados" y comparan con la pirámide "DMG".

Es también importante evaluar el flujo de los capitales perdidos de interbolsa, esto aparece en el libro "¿Quién se llevó el dinero de Interbolsa?", del periodista Jorge González, jefe de investigación de la revista Dinero, según (Revista Semana, 2013) es una "...juiciosa investigación devela el papel de cada personaje, pero también descubre la ruta que tomaron los miles de millones de pesos de los desprevenidos clientes".

Un buen análisis de lo que pasó en la caída de interbolsa, se analiza en la tesis de grado "La Caída de la Comisionista de Bolsa Interbolsa" (Sánchez y López, 2014), en ella se divide la investigación en dos grandes hipótesis que engloban las posibles variables que influyeron en la caída de interbolsa, y trata de establecer responsables en dicho caso. En este mismo sentido en el artículo "Inside the collapse of Colombia's Interbolsa" de la revista International Financial Law Review 2013, se habla del impacto a los inversionistas de la firma comisionista y los cambios generados por el escándalo de su caída en materia de regulación por parte del gobierno.

Dejando de lado un poco el caso Interbolsa, y centrándonos en el contexto nacional, que fue un factor común para ambas empresas en ese momento, se puede empezar analizando la rentabilidad histórica de las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia, desde enero de 2004 hasta junio de 2012, es precisamente el tema de estudio del artículo llamado "Study of the Size Effect in the Stock Market of Colombia" (revista Journal of Economics, publicada en Octubre de 2013).

En un sentido diferente, pero bajo el mismo foco aparece el artículo “La regulación del mercado colombiano en época de crisis: el caso de gravamen a los movimientos financieros y su repercusión en el mercado de valores” (revista de derecho privado, 2011). El artículo habla de la manera como se comporta el sistema financiero colombiano en épocas de crisis internacionales o nacionales, y habla de que hace el gobierno para blindar el sistema evitando el contagio y propagación de la misma.

Por otro lado, es evidente que parte de la crisis ocasionada por el caso Interbolsa se debe al desconocimiento y desinformación que padece el consumidor financiero colombiano, es palpable la necesidad de mejorar la calidad de información a la que el consumidor financiero puede acceder, desde personas naturales hasta jurídicas, de este tema habla el artículo “La información como instrumento de protección de los consumidores, los consumidores financieros y los inversionistas consumidores” (revista Opinión Jurídica, 2012).

En el análisis macroeconómico necesario, a la hora de adelantar la investigación y darle un contexto nacional a nuestro análisis financiero de Serfinco, el artículo “COLOMBIA: solidez y solvencia” (revista Latin Trade, 2012), sirve como un buen instrumento para contextualizar como estaba comportándose el sistema económico y financiero de nuestro país en el año de la caída de Interbolsa. En este mismo sentido nos parece pertinente verificar también las responsabilidades de los emisores, en un buen comportamiento del mercado de valores en nuestro país. En el artículo “Análisis de las prácticas de Gobierno Corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia” (revista Ad-minister, 2013), se habla de la relación existente entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el monto total demandado por los inversionistas en el mercado.

Es importante también esclarecer la participación del AMV (autorregulador del mercado de valores) para eso vamos a apoyarnos del estudio de sus responsabilidades que yacen en el artículo “Autorregulación en el mercado de valores en Colombia: análisis de su aspecto disciplinario” (Revista De La Maestría En Derecho Económico, 2009).

Bajo esta misma perspectiva los autores de “Trabajo de grado mercado accionario colombiano” (Tamayo y Jaramillo, 2009) relatan como ha funcionado históricamente el mercado de capitales colombiano, desde sus inicios hasta el 2009. Éste texto nos ayuda a ubicarnos en el funcionamiento del mercado antes de la caída de Interbolsa, lo que nos ayuda un poco más precisos a la hora de hacer un diagnóstico de los impactos en el mercado actual.

En el mismo sentido con un enfoque más detallado el autor del texto “Mercado de capitales y portafolios de inversión” (Atehortúa, 2012) explica el funcionamiento de cada uno de los integrantes de mercado de capitales, de las herramientas de las cuales un usuario puede valerse para sacarle el mayor provecho a éste mercado, sirve para nuestro análisis pues nos ayuda a enfocarnos y profundizar en como funcionaba el mercado de valores antes de la caída de Interbolsa.

Por último es también importante revisar como fue todo este panorama para la comisionista de bolsa Serfinco, nos basaremos de dos textos principales el primero es una tesis llamada “Sociedades comisionistas de bolsa” (Franco y Caro, 2009) donde dentro de sus estudios estiman las funciones de dos entidades principales como referente del sistema de valores colombiano, son la bolsa de valores de Colombia y Serfinco, la segunda es la empresa objetivo que nosotros queremos evaluar. En el segundo artículo al que hacíamos referencia es el artículo del periódico el colombiano “Serfinco aún no descarta un socio estratégico”, de abril de 2013, el presidente de Serfinco habla un poco de algunos impactos en el mercado de valores, y en su compañía por el asunto de Interbolsa.

Si bien es cierto que hemos hecho un estudio previo amplio, en la misma línea de nuestro trabajo de investigación existen varios autores que han tocado puntos mucho más sensibles y que valen la pena tener en cuenta como punto de partida teórico para realizar un correcto análisis.

Nuestro marco referencial estará compuesto entonces por los siguientes escritos y autores:

- "Una aproximación al caso Interbolsa" (Tautiva, 2013)
- "La Caída de la Comisionista de Bolsa Interbolsa" (Sánchez y López, 2014)
- "Inside the collapse of Colombia's Interbolsa" de la revista International Financial Law Review 2013
- "Sociedades comisionistas de bolsa" (Franco y Caro, 2009)
- "Serfinco aún no descarta un socio estratégico". Arias, Francisco. (2013).

Son para nuestra investigación estos cuatro autores, los que tocan nuestro tema investigativo desde diversas vertientes, pero siempre causadas sea a la caída de Interbolsa, al análisis previo del mercado de valores y al comportamiento de Serfinco históricamente en el sistema bursátil colombiano.

Además de estos autores, nos vamos a basar en información financiera de la compañía Serfinco para realizar el análisis de como se está llevando la operación actualmente.

2.3 Marco conceptual

- Comisionistas de Bolsa: Sociedades comisionistas de bolsa.
- Comisionistas independientes: Sociedades comisionistas independientes de valores.
- Emisores: Entidades legalmente habilitadas para emitir valores en el mercado de valores, de acuerdo con la Resolución 400 de 1995.
- Fogafin: Fondo de garantías de instituciones financieras.
- Inversionistas: Personas naturales o jurídicas, o patrimonios autónomos, que adquieren valores en el mercado de valores. Incluye inversionistas profesionales y clientes-inversionistas, salvo que expresamente se establezca lo contrario.
- Superfinanciera: Superintendencia Financiera.

- Sociedades comisionistas: Son sociedades anónimas que tienen como objeto exclusivo el contrato de comisión para la compraventa de valores en la Bolsa de la cual son miembros.
- Liquidez: Cualidad del activo que puede transformarse fácilmente en dinero efectivo.
- Superávit: Exceso de los ingresos sobre los gastos.
- Déficit: Parte que falta para levantar las cargas financieras, reunidas todas las cantidades destinadas a cubrirlas.
- Operaciones Repo:
Según el Decreto 2555 de 2010, las operaciones de Reporto o REPO tienen las siguientes características, se cita textual:
 - a) Los plazos a los cuales se podrán celebrar las operaciones serán establecidos por los reglamentos de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación de valores. Cuando la operación no se realice a través de las bolsas de valores o de sistemas de negociación de valores, las partes acordarán el plazo de la misma. El plazo de la operación inicialmente convenido no podrá ser superior a un (1) año, contado a partir de la celebración de la respectiva operación;
 - b) El Monto Inicial podrá ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación;
 - c) Los reglamentos de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación de valores deberán incluir lo relativo al régimen de garantías y podrán contemplar la constitución y liberación de garantías durante el plazo de la operación, de conformidad con las variaciones en los precios de mercado de los valores transferidos. Tales garantías tendrán el tratamiento previsto en el artículo 11 de la Ley 964 de 2005. Cuando la operación no se realice a través de las bolsas de valores o de sistemas de negociación de valores, las partes podrán acordar que durante la vigencia de la operación se transfieran o restituyan

Valores o dinero, de conformidad con las variaciones en los precios de mercado de los valores transferidos;

d) Podrá establecerse que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros;

e) Podrán establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación;

f) Si durante la vigencia de la operación los valores objeto de la misma pagan amortizaciones, rendimientos o dividendos, el Adquirente deberá transferir el importe de los mismos al Enajenante en la misma fecha en que tenga lugar dicho pago.

2.4 Marco metodológico

2.4.1 Método

El trabajo aborda información histórica sacada de diversas fuentes investigativas, el método a utilizar es el histórico, para poder hacer un análisis de las razones por las cuales la empresa Interbolsa se encontraba ilíquida y posteriormente se liquida teniendo en cuenta la evolución y desarrollo de cada una de las etapas que se dieron para que sucediera la caída de interbolsa. Además, se harán visitas a las instalaciones de Serfinco en donde se indagará con los ejecutivos de la compañía y se indagará sobre las probabilidades de que vuelva a ocurrir, a la hora de las entrevistas el método a utilizar será el predictivo para así mismo generar un modelo proyectivo en el que los mismos entrevistados y basándonos en información real presente de la empresa, encontremos las soluciones para las mismas.

2.4.2 Metodología

El trabajo investigativo presentado, se ha basado sobre información secundaria (documental-descriptiva), analizándose documentos tales como, columnas de diarios informativos, revistas, libros, bases de las diferentes bibliotecas de la ciudad e internet en donde existe mucha información, ya que nos brinda información útil como, las páginas de los diferentes órganos de vigilancia y control, ya que para la clase y el calibre de la información que necesitamos para nuestra investigación internet es un buen medio para encontrarla.

La recolección de información primaria, está conformada por visitas a Serfinco como uno de los principales entes bursátiles de la ciudad de Medellín, además de entrevistar personas que hayan trabajado en interbolsa por la época de la crisis, así pues, nos apoyaremos en esta información para crear el escenario hipotético en donde la investigación toma un rumbo (analítico-comparativo) en el cual en un futuro otras empresas del sector puedan repetir de igual o mayor forma lo pasado con Interbolsa , más específicamente Serfinco. La información adquirida será de carácter cuantitativo, pues se hará un análisis desde el punto de vista financiero, es decir, tomaremos como base las finanzas tanto de Interbolsa como de Serfinco antes y después del suceso. Las entrevistas darán un enfoque más cualitativo, permitiéndonos evaluar el problema desde ambos puntos de vista.

3. Ejecución del Proyecto

3.1 Plan de trabajo

A continuación presentamos el paso a paso de como desarrollamos este proyecto investigativo:

Lunes 04 de agosto a domingo 10 de agosto

Nos tomamos el tiempo acorde para analizar el entorno macroeconómico en el que nos encontrábamos y así poder hacer un diagnóstico de la situación económica y financiera del país, para así acoplar la mejor variable para nuestra investigación en donde decidimos por cuál de ellas nos encaminábamos.

Lunes 11 de agosto a septiembre 05

en estas cuatro semanas nos dedicamos a generar una lluvia de ideas, en donde desarrollamos nuestra formulación del proyecto que conlleva a generar los antecedentes, el estado del arte, el planteamiento del problema, la justificación, objetivos y alcances, se diseñaron actividades en las cuales visitamos lugares como bibliotecas y personas con información sobre el tema abordado.

Lunes 8 de septiembre a octubre 03

En este periodo de tiempo nosotros lo dedicamos a ampliar el tema así como hacer las correcciones, gracias a las asesorías de nuestra profesora.

Lunes 06 de octubre al viernes 24

Iniciamos el desarrollo del marco metodológico donde se abarca el método y la metodología del trabajo, iniciamos visitas a firmas comisionistas para recopilar información sobre el tema, además quedamos agenda dos para hacer una visita a Serfinco, en donde podremos entrevistar a ejecutivos de la compañía.

SEMANA N°	AGOSTO					SEPTIEMBRE				
	LUNES	MARTES	MIERCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	MIERCOLES	JUEVES	VIERNES
1	ANALISIS, DIAGNOSTICO, ASIGNACION DEL TEMA					AMPLIAR TEMA, CORRECCIONES, ASESORIAS				
2	LLUVIA DE IDEAS, FORMULACION DEL PROYECTO, ANTECEDENTES, ESTADO DEL ARTE, PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA, JUSTIFICACION, OBJETIVOS, ALCANCES, VISITAS									
3										
4										
5										

SEMANA N°	OCTUBRE					NOVIEMBRE				
	LUNES	MARTES	MIERCOLES	JUEVES	VIERNES	LUNES	MARTES	MIERCOLES	JUEVES	VIERNES
1	MARCO METODOLOGICO, METODO, METODOLOGIA, VISITAS FIRMAS COMISIONISTAS, AGENDACION DE CITAS.					EJECUCION DEL PROYECTO, RESULTADOS Y ANÁLISI DE RESULTADOS.				
2										
3										
4										
5										

3.2 Resultados

El mercado de capitales colombiano, como lo hemos dicho a lo largo de este trabajo, es un mercado muy joven que apenas logra tomar forma en el año 2001 con la unificación de las diferentes bolsas de cada ciudad y la conformación de la bolsa de valores de Colombia. A pesar de la relativa juventud de nuestro mercado bursátil, éste se perfila como uno de los más atractivos de la región solo superado por Brasil y Chile, lo que da aún más relevancia a nuestro estudio, pues es un mercado que tiene muchísimo por crecer y conocer la única crisis que ha sufrido nuestra economía en este aspecto cobra mayor relevancia.

Para empezar la ejecución de nuestro proyecto, analicemos los responsables la caída de Interbolsa, en el siguiente párrafo el autor habla de la responsabilidad del mismo:

Es una verdad evidente que la principal responsabilidad directa en el siniestro bursátil de Interbolsa la tienen los administradores de la sociedad que permitieron que la nave zarpara hacia las aguas procelosas de los repos y hacia un eventual naufragio en los mares borrascosos de la iliquidez y la insolvencia. (Donadio, 2013, pág. 135)

Desde este punto de vista, si bien es cierto que no hubo una responsabilidad directa de un actor externo en la crisis de la primera comisionista de bolsa de la época, el papel del estado en una actitud tan pasiva y permisiva en los preámbulos de la crisis, sin lugar a dudas jugo un papel importante en la crisis vivida por la empresa y que posteriormente obligó a su liquidación.

Por otro lado analicemos que frustró una crisis general del mercado bursátil, de acuerdo a la tesis de pregrado de Cristian Tautiva, se narra la cadena de acontecimientos que salvaguardaron la salud del sistema de valores colombiano:

En los primeros días, después de la tormenta que desencadenó la quiebra de Interbolsa, los accionistas y administradores salieron a los medios de comunicación a desmentir todas las acusaciones y a proferir denuncias contra las especulaciones que se hacían en los medios de comunicación acerca de lo que sucedía al interior de la comisionista. De esta forma, los empresarios solo trataban de detener el pánico financiero que se avecinaba, para salvaguardar de alguna forma lo que quedaba de su compañía

Lo que se debe resaltar, en principio, como fue mencionado en páginas anteriores, fue la rápida actuación de la Superintendencia Financiera al intervenir a la firma comisionista Interbolsa tan pronto fue anunciado el impago de sus obligaciones, es decir al siguiente día. Esta decisión, y su rápida acción para hacerla efectiva, evitó sin lugar a dudas que la firma cayera en la tentación de continuar con algunas de sus operaciones para buscar liquidez en el mercado y terminara por contaminar el sistema completo. (Tautiva, 2013, pág. 59)

Desde este punto de vista, si bien hubo permisividad por parte de los entes de control, la rápida acción de las entidades de control como la superintendencia financiera, el banco de la república y fogafín, permitió una intervención a tiempo de Interbolsa y así evitar la proliferación de la crisis.

Deja una gran lección la crisis suscitada por las malas prácticas de la que fue alguna vez la principal comisionista de bolsa del país con participación de casi el 37% del mercado local, y es una deficiencia en el control proactivo de las autoridades gubernamentales, aunque demostró también una gran capacidad

reactiva, bastante eficacia a la hora de intervenir y subsanar los errores de una compañía tan grande como lo era Interbolsa.

Al respecto el presidente de Serfinco en una entrevista hecha por el periódico el colombiano, de abril de 2013, decía:

¿Qué tiene el mercado que aguantó este golpe tan duro y no se afectó la confianza?

"El mismo mercado reconoció que las razones que llevaron a Interbolsa a la quiebra, eran razones muy propias de esa firma. Esos repos de Fabricato, de la Bolsa Mercantil y con la misma acción de Interbolsa, solo lo manejaban ellos y la crisis fue muy particular de esa firma, no del sistema. Nuestra fortaleza nace de la cultura que tenemos. Somos responsables en ayudarle a la gente a preservar la riqueza que han acumulado. Los clientes pequeños, medianos y grandes reciben una asesoría de acuerdo con sus necesidades". (Arias, 2013)

Para tener mayor claridad de los resultados obtenidos y conocer un poco más acerca del funcionamiento de Serfinco a raíz de la caída de Interbolsa, hicimos una entrevista al señor Alejandro Palacio, él trabajaba en Interbolsa en el momento de su colapso y a partir de ese momento está trabajando con Serfinco, es por esto que es para nosotros la persona idónea para darnos una buena aproximación a cada uno de los impactos, al tener el privilegio de haber estado en las dos compañías que fueron objeto de evaluación en nuestra investigación.

Los resultados obtenidos de la entrevista fueron de orden cualitativo y se pueden dividir en tres grandes grupos:

Antes de la caída de interbolsa:

El mercado bursátil en Colombia venía creciendo a un ritmo acelerado, era un negocio que todos los bancos querían tener por ello empezaron a comprar comisionistas de bolsa pequeñas para entrar en el negocio y fortalecer sus portafolios, por el lado del mercado la gente confiaba, depositaba sus recursos en una cuenta de la comisionista con la ilusión de recibir buenos rendimientos por ella, adicional el mercado estaba ya explorando y ensanchando sus horizontes desviando la mirada en la inversión extranjera.

El crecimiento de las operaciones de liquidez como los repos y las simultaneas eran muy comunes para financiar operaciones y para especular lo que hacía que el mercado fue aunque más riesgoso más rentable

Impacto en Serfinco:

Para Serfinco como para las demás SCB el impacto sobre la confianza en los inversionistas fue fatal, el coletazo de Interbolsa desato una desconfianza importante en el mercado, pero a pesar de esto Serfinco ha sostenido la mayoría de sus clientes con la estrategia de gestión en riqueza que consiste en fortalecer lazos duraderos entre los clientes y la compañía, además de esto la caída de Interbolsa le sirvió a Serfinco para reestructurar su estrategia y su horizonte, gracias a estos se enfocó más en su misión de generar relaciones de mediano y largo plazo y dejó de lado la especulación en el mercado desmontando toda la actividad que realizaba con su posición propia, es decir dejó de hacer operación de especulación a nombre propio y se concentró más en rediseñar su portafolio de productos para ofrecerlos a los clientes

Futuro de Serfinco:

En cinco años Serfinco se ve como una empresa independiente muy sólida generando un EBITDA sostenido del 25 % cada año, ensanchando su portafolio de productos y generando ingresos parecidos a los de las SCB bancarizadas.

Si quiere ver el completo de la entrevista, lo invitamos a revisar el apartado anexos, en la parte inferior de este trabajo.

En el siguiente capítulo haremos un pequeño análisis más profundo de los estados financieros y los contextos que acompañaron el devenir de Serfinco después de la crisis generada por la caída de Interbolsa.

Los resultados obtenidos de orden cuantitativo surgen a partir de acercamientos que se tuvo con el área de investigaciones económicas de Serfinco, ellos nos brindaron información comparativa de los estados financieros de Serfinco y las demás comisionistas de bolsa, en las épocas de la caída, a continuación presentamos dichos resultados en la figura 1.

Figura 1. Estados financieros Serfinco. Fuente: investigaciones económicas Serfinco. 2014 (Valores expresados en Miles de pesos)

57 SERFINCO S.A.COMISIONISTA DE BOLSA

ESTADO RESULTADOS

CUENTA PUC	NOMBRE CUENTA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
410000	INGRESOS OPERACIONALES	44.753	61.870	45.268	57.662	64.733	55.215	57.173	47.995
510000	GASTOS OPERACIONALES	40.545	39.151	43.648	47.474	55.938	52.949	51.902	49.353
	UTILIDAD OPERACIONAL	4.207	22.719	1.620	10.188	8.795	2.265	5.271	(1.357)
420000	INGRESO NO OPERACIONAL	1.346	2.293	5.242	875	612	780	1.096	7.563
530000	GASTO NO OPERACIONAL	2.669	5.291	1.950	1.315	1.672	2.241	1.599	5.490
	UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.884	19.721	4.912	9.749	7.734	804	4.768	715
540000	IMPUESTO RENTA	638	5.049	296	2.250	1.775	354	696	599
	UT NETA	2.247	14.672	4.617	7.499	5.960	451	4.072	117
CHECK		(0,00)	-	(0,00)	-	-	(0,01)	-	(0,01)

BALANCE 2013

ACTIVO CORRIENTE										
A C T I V O	110000	DISPONIBLE	157	575	1.284	4.577	4.769	3.900	8.929	14.322
	120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS	38.750	74.308	100.225	130.740	39.401	32.048	102.697	15.804
	130000	DEUDORES	5.955	9.980	10.831	6.089	9.703	11.129	8.044	13.151
		TOTAL ACTIVO CORRIENTE	44.862	84.863	112.341	141.406	53.874	47.078	119.670	43.277
	ACTIVO NO CORRIENTE									
	150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	977	866	939	1.239	1.178	1.167	5.065	804
	160000	INTANGIBLES	35	5.278	5.035	4.757	4.510	4.267	-	-
	170000	DIFERIDOS	1.195	809	1.199	1.418	1.420	2.017	1.499	600
	180000	OTROS ACTIVOS	161	161	161	161	161	161	161	161
	190000	VALORIZACIONES	1.414	3.360	3.013	5.638	6.755	5.222	8.836	1.780
	TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	3.783	10.475	10.348	13.214	14.024	12.834	15.561	3.345	
	TOTAL ACTIVO	48.645	95.338	122.688	154.620	67.898	59.912	135.230	46.622	

PASIVO CORRIENTE										
P A S I V O	210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y F	24.363	43.416	80.179	103.575	13.816	14.463	82.622	-
	220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-	-	-	-
	230000	CUENTAS POR PAGAR	1.465	4.380	1.491	1.533	1.885	1.711	2.023	1.825
	240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	229	811	345	330	287	242	273	82
	250000	OBLIGACIONES LABORALES	1.543	2.369	2.961	4.478	5.453	2.500	2.078	952
	260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	-	3.773	-	-	100	642	194	4.858
	270000	DIFERIDOS	-	-	-	-	-	-	-	-
	280000	OTROS PASIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-
		TOTAL PASIVO CORRIENTE	27.599	54.749	84.976	109.915	21.541	19.558	87.190	7.717
	PASIVO NO CORRIENTE									
290000	PASIVOS NO CORRIENTES	8	3.401	2.655	1.928	1.194	-	-	-	
	TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	8	3.401	2.655	1.928	1.194	-	-	-	
	TOTAL PASIVO	27.607	58.150	87.631	111.843	22.735	19.558	87.190	7.717	

PATRIMONIO										
P A T R I M O N I O	310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	6.257	6.257	6.257	6.257	6.257	6.257	6.257	6.257
	320000	SUPERAVIT O DEFICIT DE CAPITAL	5.266	7.212	6.865	9.490	10.607	9.074	12.688	5.632
	330000	RESERVAS	7.268	9.046	17.318	19.530	22.339	24.573	25.023	26.899
	340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	0	-	-	-	-	-	-	-
	350000	RENDIMIENTOS DECRETADOS EN ESPECIE	-	-	-	-	-	-	-	-
	360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	2.247	14.672	4.617	7.499	5.960	451	4.072	117
	370000	RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-
		TOTAL PATRIMONIO	21.038	37.188	35.057	42.777	45.163	40.354	48.040	38.905

Estados financieros Interbolsa:

(Valores expresados en Miles de pesos)

Figura 2. Estados financieros Interbolsa. Fuente: investigaciones económicas Serfinco. 2014

95 INTERBOLSA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA							
ESTADO RESULTADOS							
CUENTA PUC	NOMBRE CUENTA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
410000	INGRESOS OPERACIONALES	183.483	387.756	168.395	287.968	552.126	203.256
510000	GASTOS OPERACIONALES	115.578	322.119	159.089	260.101	515.801	184.732
	UTILIDAD OPERACIONAL	67.905	65.637	9.306	27.867	36.325	18.524
420000	INGRESO NO OPERACIONAL	17.419	11.262	2.260	2.939	2.627	2.571
530000	GASTO NO OPERACIONAL	58.889	80.183	2.829	7.442	7.146	4.613
	UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	26.435	(3.285)	8.737	23.364	31.806	16.482
540000	IMPUESTO RENTA	3.200	2.800	600	950	3.600	2.693
	UT NETA	23.235	(6.085)	8.137	22.414	28.206	13.789
CHECK		(0,00)	(0,00)	0,00	(0,00)	0,00	0,01

BALANCE								
A C T I V O	ACTIVO CORRIENTE							
	110000	DISPONIBLE	14.965	20.786	16.667	1.856	4.529	4.094
	120000	INVERSIONES OPERACIONES CON INSTRUMENTOS	1.856.773	1.503.124	691.644	1.074.548	1.538.025	1.203.557
	130000	DEUDORES	28.605	40.149	40.296	40.630	75.258	100.129
		TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.900.344	1.564.059	748.607	1.117.033	1.617.812	1.307.781
	ACTIVO NO CORRIENTE							
	150000	PROPIEDADES Y EQUIPO	2.387	5.728	-	135	511	314
	160000	INTANGIBLES	-	-	-	-	-	-
	170000	DIFERIDOS	2.144	19.388	2.127	1.092	359	303
	180000	OTROS ACTIVOS	347	1.169	-	-	-	985
	190000	VALORIZACIONES	2.576	3.637	299	107	(98)	(256)
		TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	7.453	29.923	2.426	1.334	772	1.346
		TOTAL ACTIVO	1.907.797	1.593.982	751.032	1.118.367	1.618.584	1.309.127

P A S I V O	PASIVO CORRIENTE							
	210000	OBLIGACIONES FINANCIERAS PARTE CORRIENTE Y F	1.742.702	1.301.297	652.890	993.474	1.475.764	1.166.150
	220000	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS					-	120
	230000	CUENTAS POR PAGAR	8.640	5.340	3.147	2.265	2.968	6.432
	240000	IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	4	2.048	-	502	140	1.339
	250000	OBLIGACIONES LABORALES	1.366	1.738	957	892	1.108	1.153
	260000	PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	-	-	-	600	611	199
	270000	DIFERIDOS	-	-	-	-	-	-
	280000	OTROS PASIVOS	-	-	-	-	-	-
		TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.752.712	1.310.424	656.993	997.734	1.480.591	1.175.393
PASIVO NO CORRIENTE								
290000	PASIVOS NO CORRIENTES	-	-	-	-	-	-	
	TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-	
	TOTAL PASIVO	1.752.712	1.310.424	656.993	997.734	1.480.591	1.175.393	

P A T R I M O N I O	PATRIMONIO							
	310000	CAPITAL SOCIAL - VALOR NETO -	23.899	40.975	3.000	3.000	3.000	3.000
	320000	SUPERAVIT O DEFICIT DE CAPITAL	81.449	169.714	82.902	87.082	86.236	88.517
	330000	RESERVAS	25.953	40.234	-	8.137	20.551	28.428
	340000	REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	549	-	-	-	-	-
	350000	RENDIMIENTOS DECRETADOS EN ESPECIE	-	-	-	-	-	-
	360000	RESULTADOS DEL EJERCICIO	23.235	32.635	8.137	22.414	28.206	13.789
	370000	RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	-	-	-	-	-	-
		TOTAL PATRIMONIO	155.085	283.558	94.039	120.634	137.993	133.734
		TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	1.907.797	1.593.982	751.032	1.118.367	1.618.584	1.309.127
	check	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	

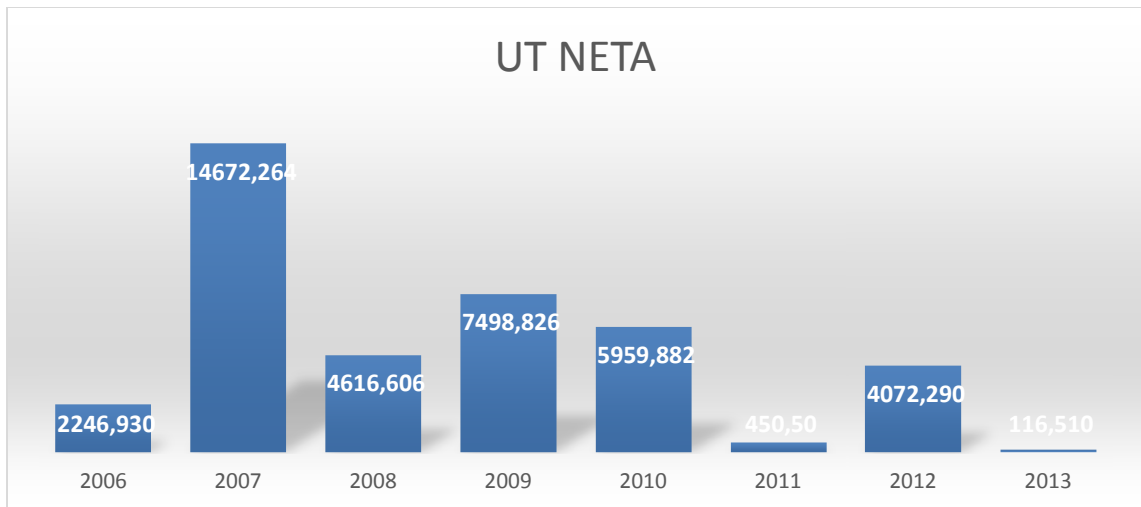
Imagen tomada de investigaciones económicas Serfinco. 2014

3.3 Análisis de resultados

Si bien es cierto que la crisis de Interbolsa no tuvo gran repercusión en la economía colombiana, debido a la interacción de diferentes fuerzas que disminuyeron poco a poco el impacto directo en la economía, a tal punto que hubo un pequeño pánico financiero, solo para los clientes de Interbolsa, sin perjudicar la credibilidad de todo el sector, pues como se vio anteriormente en el marco contextual, la mayoría de capitales migraron a otras comisionistas de bolsa colombianas, hablamos de más del 70% de los capitales de Interbolsa, tan solo 6 meses después de la caída de la misma.

No obstante, el mercado si se modificó en cuanto al apetito de los clientes en cuanto a los servicios financieros ofrecidos hasta el momento por las comisionistas de bolsa. Para ese entonces las comisionistas de bolsa en su gran mayoría podían hacer inversiones en cabeza propia, es decir, tomaban sus propios recursos y los invertían a nivel internacional en renta fija o variable, lo que otorgaba grandes réditos a las comisionistas ya que era un gran volumen de fondos que se movían, Serfinco a partir de las nuevas reglamentaciones y a las nuevas condiciones del mercado, a partir de la caída de Interbolsa deja de hacer este tipo de transacciones, lo que hace que tenga una caída dramática en sus utilidades del período, dicho fenómeno lo vamos a evidenciar en la siguiente gráfica:

(Valores expresados en Miles de pesos)



Gráfica histórica de Utilidad neta Serfinco.

Como podemos observar, es evidente que la utilidad en el año 2013 con respecto a 2012 se vio muy golpeada, eso se debió a diversos factores:

- Cambio en la exigencia del mercado.
- Desmontaje de las operaciones en posición propia.
- Resentimiento del mercado por caída de Interbolsa.

En una revisión preliminar, cuando vimos los estados financieros de Serfinco y observamos la disminución tan radical en sus utilidades del año 2013 con respecto al año 2012, fue inevitable pensar que tal disminución se debió a la crisis de Interbolsa. Sin embargo, ahondando un poco más en el tema nos dimos cuenta que justo para ese año hubo en el mercado bursátil colombiano varios cambios que ocasionaron la disminución de las utilidades. Debido a las nuevas regulaciones, las comisionistas de bolsa ya no tenían permitido hacer inversiones especulativas en otros mercados en cabeza propia, pues era ésta una práctica similar a la que Interbolsa realizaba con su famoso fondo Premium, en el cual invertía capitales propios y de algunos clientes específicos en especulaciones específicas.

Al respecto el presidente de Serfinco en una entrevista hecha por el periódico el colombiano, de abril de 2013, decía:

¿Qué piensa de la posición propia, estigmatizada tras la crisis de Interbolsa?

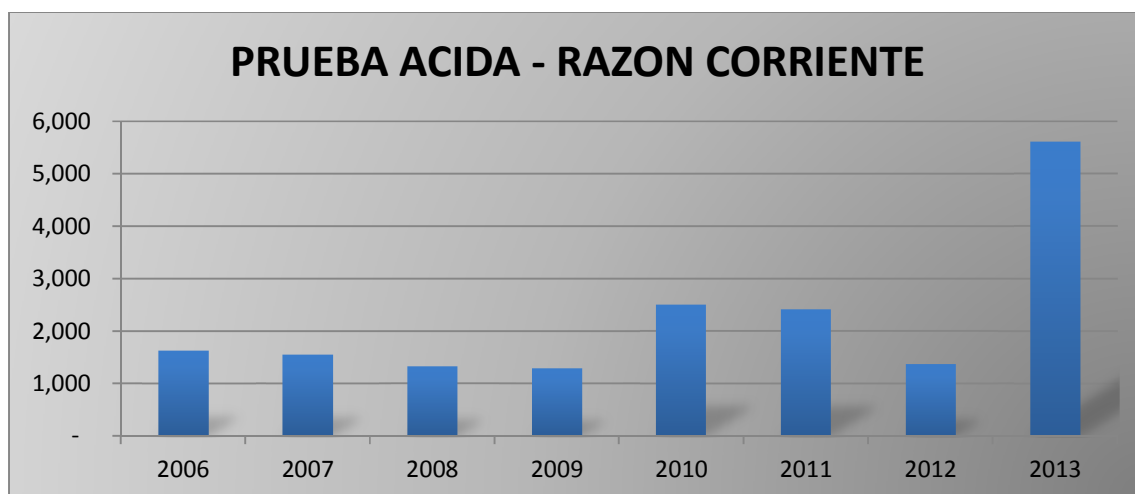
Hubo muchas firmas que nacieron y se dedicaron a negociar con base en la posición propia. Serfinco sí la tiene, pero pesa menos del 0,6 por ciento de sus ingresos. La plata de la compañía la manejan personas que solo se dedican a eso, para evitar conflictos de interés. Es de mayor riesgo, pero el problema es el manejo inadecuado frente a otros negocios. Obliga a un manejo muy prudente y eso es lo que a veces se olvida. (Arias, 2013)

Serfinco si utilizaba posición propia para obtener grandes réditos y grandes utilidades. Ésta fue un gran boom en el sector de las comisionistas de bolsa entre los años 2010 a 2012, sin embargo con la caída de Interbolsa, la supervisión más estricta de los entes de control y la desconfianza del mercado a esas operaciones, la compañía optó por disminuir progresivamente la posición propia y diversificar sus ingresos mediante nuevos segmentos que satisficieran las nuevas necesidades del mercado.

Vamos a analizar ahora un poco la gestión de la gerencia de Serfinco a partir de sus estados financieros.

Comencemos con la siguiente gráfica:

(Valores expresados en Miles de pesos)

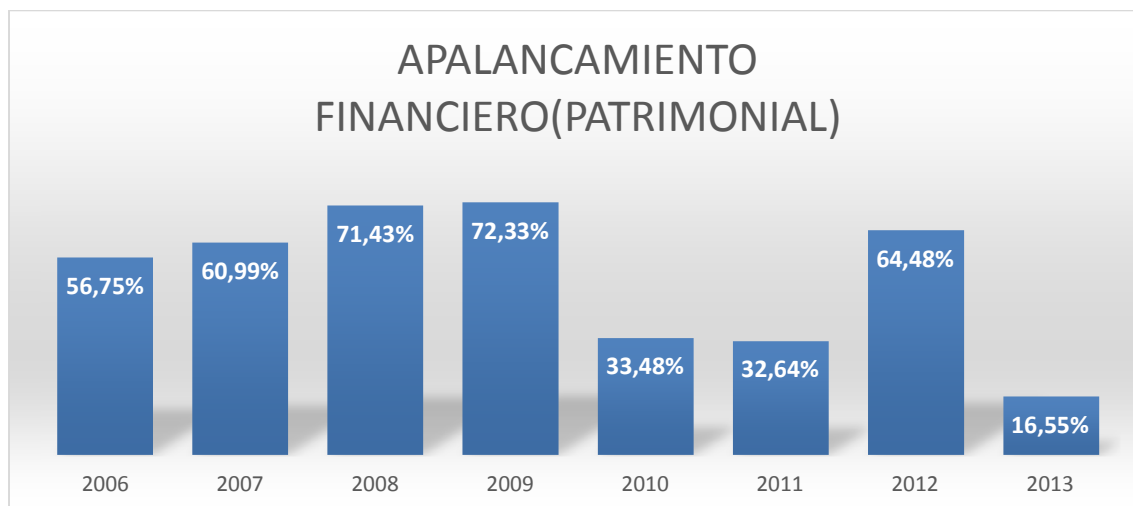


Gráfica histórica de Prueba ácida Serfinco

En cuanto a liquidez, Serfinco ha presentado una política de capital de trabajo agresiva históricamente, su razón ácida en 2010 era de 1.29 y en 2013 terminó en 5.61. Éste indicador se lee así: por cada peso que se tiene en el pasivo a corto plazo se dispone de 1.29 pesos en el activo líquido en 2010 para saldarlo. Quiere decir esto entonces, que Serfinco venía de una política agresiva en el manejo de sus activos más líquidos, con el fin de generar mayor rentabilidad, sin embargo a partir de 2010 ha estado subiendo su razón corriente o prueba ácida, lo que indica que se ha dado cuenta que por su tipo de negocio es menos riesgoso asumir una postura que salvaguarde una mayor razón corriente, es decir, es para nosotros una manera conservadora de asumir el negocio, sabiendo que despreciando los inventarios, en este momento la compañía tendría como saldar la totalidad de sus obligaciones de corto plazo hasta 5 veces.

Este aumento de la razón corriente en la compañía es una clara evidencia que se han realizado políticas de desinversión, como lo hemos hablado anteriormente, seguro se deben a las nuevas condiciones del mercado, lo que le ha dejado con activos mayor cantidad de activos líquidos y menor cantidad de inversiones a

mediano o largo plazo, también en las políticas de endeudamiento se han sufrido cambios, miremos el siguiente gráfico:



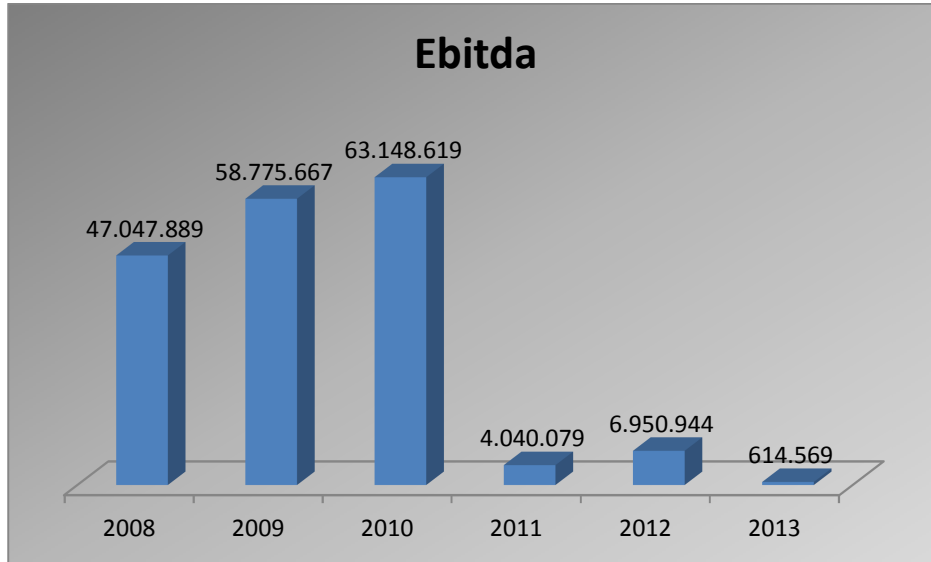
Gráfica histórica de Apalancamiento financiero Serfinco. 2014

La política de capital de trabajo anteriormente expuesta, le ha permitido a Serfinco asumir una política de endeudamiento baja, financiando sus activos con sus pasivos en una relación muy holgada. La política de desinversión de la cual hablamos en el párrafo anterior, también se evidencia en el nivel de endeudamiento disminuyendo dramáticamente a del 2012 al 2013.

Para nosotros esta gestión financiera es acertada de acuerdo a las condiciones del mercado, pues garantiza mayor seguridad y flexibilidad a la hora de tomar decisiones por parte de la gerencia, además ante un mercado resentido lo mejor es garantizar el mantenimiento de la riqueza por encima su incremento.

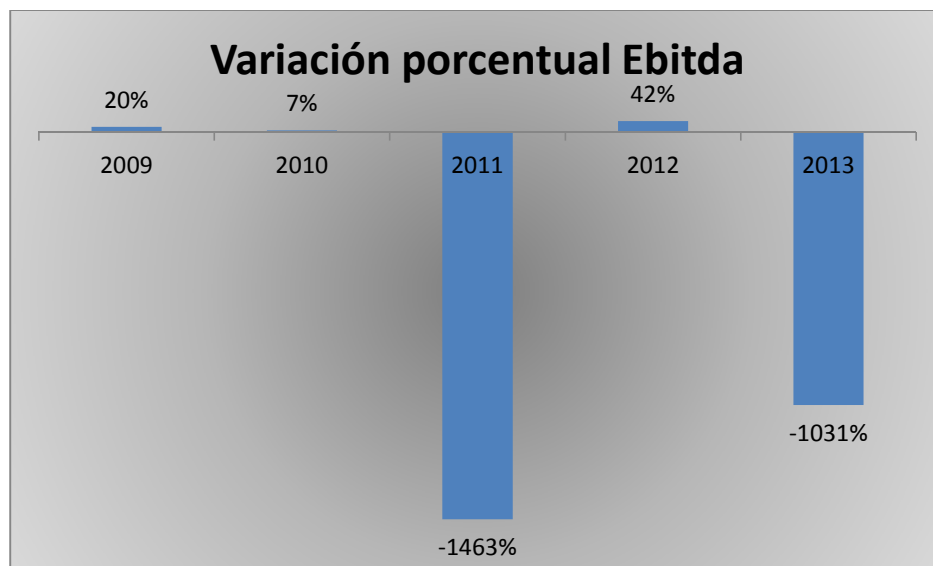
Desde los estados financieros expuestos anteriormente de serfinco, hicimos el estudio del Ebitda ya que es uno de sus pilares en el direccionamiento estratégico de ésta, a continuación presentamos gráficamente los resultados:

(Valores expresados en Miles de pesos)



Gráfica histórica Ebitda Serfinco. 2014

En el período comprendido entre los años 2008 y 2010 podemos observar un crecimiento exponencial del Ebitda generado por Serfinco. Sin embargo, a partir del año 2011 se percibe una disminución notable, esto debido a decisiones internas de inversión que redujo considerablemente la utilidad en términos de efectivo para saldar las cuentas por pagar, es decir, baja generación interna de fondos. A continuación presentamos La variación porcentual en los años anteriormente estudiados del Ebitda:



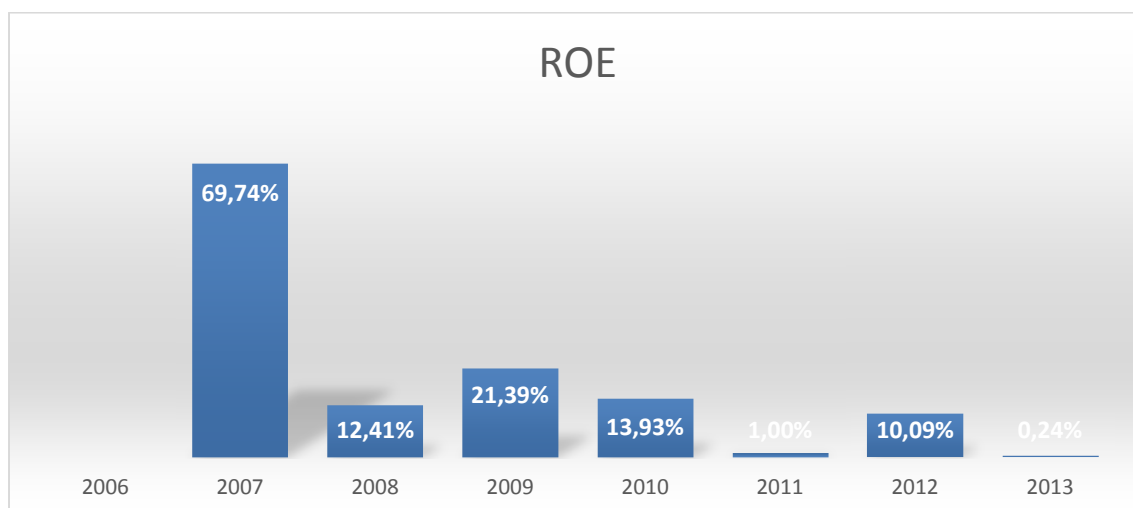
Gráfica histórica Ebitda Serfinco. 2014

Con este pequeño diagnóstico para nosotros, entonces, la empresa estuvo bien encaminada en lo que respecta a los inversionistas a raíz del gran flujo de inversionistas que pasaron de Interbolsa hacia Serfinco, y que buscaban seguridad, Al respecto el presidente de Serfinco en una entrevista hecha por el periódico el colombiano, de abril de 2013, decía:

¿Cómo ve el mercado, luego de la crisis de Interbolsa?

"Gracias a Dios a Serfinco le ha ido muy bien. Llevamos muchos años haciendo las cosas bien y ha sido una firma muy prudente. En la crisis de Interbolsa fuimos receptores de clientes y de activos que vinieron a refugiarse... Les hemos dado tranquilidad y aconsejamos a los clientes a tener mucha prudencia". (Arias, 2013)

No obstante, nos preocupa la disminución del rendimiento del patrimonio, como una amenaza que compromete la viabilidad del negocio, miremos la siguiente gráfica:



Gráfica histórica de Rentabilidad sobre el patrimonio Serfinco

También nos preocupa el aumento de la razón corriente que se evidenció en los análisis pasados, esto nos hace pensar, que la política de capital de trabajo conservadora, en la cual se tiene una relación entre activos corrientes y pasivos a corto plazo casi cinco a uno, están haciendo mella en las finanzas de la organización, la cual ha disminuido su rentabilidad, como efectivamente está ocurriendo según el indicador de rendimiento sobre el patrimonio ROE.

Para concluir, en general el balance de la gestión financiera de Serfinco a raíz de la caída de Interbolsa es aceptable, existen practicas positivas como la política de bajo endeudamiento, la diversificación y políticas conservadoras para salvaguardar el patrimonio de sus clientes e inversionistas, es decir, a partir de esta crisis en el período 2012 – 2013 las políticas de la compañía cambiaron, y en mucha medida ha sido para bien. Además, para nosotros la compañía está apenas asimilando los múltiples cambios que sufrió, por lo que estamos en un proceso de transición, es decir, los frutos de hoy se podrán medir un poco más en los estados financieros del futuro.

La amenaza latente, y que baja la calificación de nuestro diagnóstico, es la alta liquidez que la organización tiene hoy en día, es el principal error para nosotros de la gestión actual y lo que podría amenazar la estabilidad de la compañía debido a que los capitales de los socios, podrían migrar buscando mayores réditos.

4. Conclusiones

- Llamó especialmente nuestra atención en la elaboración de esta investigación el buen comportamiento que tuvo la economía colombiana, pues si despreciando los impactos hechos por el gobierno tanto positiva como negativamente, nunca se presentó un pánico financiero generalizado por mas amarillismo que hubiese en el entorno mediático, la crisis fue coyuntural y específica de la que para ese entonces era la líder entre las comisionistas de bolsa.
- La recuperación del sector también nos llamó la atención pues contrario a haber desconfianza del mercado, los capitales que salieron de Interbolsa inmediatamente migraron a las demás comisionistas, sin ningún miedo ni remordimiento.
- Resaltamos también la acción tanto del estado como las empresas del sector financiero ayudando a subsanar los errores generados por la comisionista en el mercado, al respecto el siguiente texto habla:

El mercado financiero, si bien no ayudó a salvar la compañía por medio del apalancamiento de operaciones financieras (situación que hubiese sido irresponsable y peligrosa), sí hizo los respectivos esfuerzos por proteger el sistema completo de una crisis por problemas de liquidez. Se apropió de los errores y los ilícitos hechos por Interbolsa y tomó algunas de sus posiciones en el mercado de TES (caso Bancolombia).

El esfuerzo fue conjunto, el sistema financiero y desde luego el mercado de valores hicieron sus mejores gestiones para sacar adelante la crisis y coadyuvar para que el sistema no colapsara,

pero las medidas adoptadas por parte de los entes reguladores y los organismos de vigilancia y control, obligaron indiscutiblemente a que el mercado financiero despertara y liquidara posiciones riesgosas con la compañía y buscara las maneras de resolver los problemas que se generaron con la quiebra. (Tautiva, 2013)

- En el caso de Serfinco nos parece, al igual que el resto del mercado de valores colombiano, se acomodó inéditamente al brusco cambio originado por la crisis y buscó alternativas para los clientes que iban a quedar con una posición superavitaria, además de darle la garantía a esas personas que tenían un poco de desconfianza y que iban a mirar más de dos veces antes de volver a invertir sus fondos en cualquier lugar.
- Concluimos que el mercado bursátil Colombiano tiene un futuro muy promisorio, y mirando hacia el pasado, reconocemos que esta crisis fue muy saludable para éste, debido a que en el año 2013 se establece el mercado integrado latinoamericano convirtiendo nuestro mercado de valores en el segundo más atractivo de la región después de Brasil, y con el posible incremento adicional debido a la posible integración de México al mercado conformado por Perú, Colombia y Chile.
Desde este punto de vista, es un buen referente ya que puso a prueba la capacidad reactiva de los entes de supervisión y control, además de permitir una actitud más proactiva a éstos que intente prevenir posibles comportamientos sospechosos que las comisionistas de bolsa colombianas.
- Serfinco ha venido implementando nuevas políticas financieras, acompañadas de inversión tecnológica que permiten el desarrollo de nuevos servicios financieros al mercado colombiano, lo que sin duda en el

futuro aumentarán nuevamente los índices de rentabilidad de esta comisionista.

- Contrario a contraerse el mercado de valores colombiano a raíz de la crisis generada por Interbolsa, éste se ha expandido muchísimo. Hoy han ingresado nuevas comisionistas de bolsa mediante adquisición de las antiguas o a través de alianzas estratégicas, como el caso de BTG una de las más grandes en Latinoamérica y en Colombia. Esta situación permite vislumbrar mucho crecimiento e inversión en este sector, lo que también exige mayor inversión y atención por parte del estado en el control riguroso de las prácticas que estas nuevas compañías vienen a efectuar en nuestro país.

5. Anexos

5.1 Entrevista Alejandro Palacio

La siguiente entrevista obtiene relevancia ya que el entrevistado trabajaba en Interbolsa en el momento de su colapso y a partir de ese momento está trabajando con Serfinco, es por esto que es para nosotros la persona idónea para darnos una buena aproximación a cada uno de los impactos, al tener el privilegio de haber estado en las dos compañías que fueron objeto de evaluación en nuestra investigación. A continuación la entrevista textual:

Para tener mayor claridad de los resultados obtenidos y conocer un poco más acerca del funcionamiento de Serfinco a raíz de la caída de Interbolsa, hicimos una entrevista al señor Alejandro Palacio, él trabajaba en Interbolsa en el momento de su colapso y a partir de ese momento está trabajando con Serfinco, es por esto que es para nosotros la persona idónea para darnos una buena aproximación a cada uno de los impactos, al tener el privilegio de haber estado en las dos compañías que fueron objeto de evaluación en nuestra investigación.

A continuación escribo la entrevista textual:

Dado que se encuentra usted laborando en Serfinco y es ésta nuestro principal objeto de estudio para evidenciar los cambios en el mercado bursátil colombiano tras la caída de Interbolsa, queremos de manera muy respetuosa realizar la siguiente entrevista y conocer desde su punto de vista las apreciaciones, observaciones y conclusiones sobre el antes y el después de dicho suceso.

Solicitamos contestar las siguientes preguntas, si por algún motivo no le es competente

O no desea responder alguna de ellas le agradecemos nos haga saber.

1. Antes de la caída de Interbolsa ¿Cuál era la percepción que se tenía acerca del mercado bursátil colombiano?

R/ El mercado bursátil en Colombia venía creciendo a un ritmo acelerado, era un negocio que todos los bancos querían tener por ello empezaron a comprar comisionistas de bolsa pequeñas para entrar en el negocio y fortalecer sus portafolios, por el lado del mercado la gente confiaba, depositaba sus recursos en una cuenta de la comisionista con la ilusión de recibir buenos rendimientos por ella, adicional el mercado estaba ya explorando y ensanchando sus horizontes desviando la mirada en la inversión extranjera.

El crecimiento de las operaciones de liquidez como los repos y las simultaneas eran muy comunes para financiar operaciones y para especular lo que hacía que el mercado fue aunque más riesgoso más rentable

2. ¿Para usted cuales son los cambios más importantes que se dieron después de la caída de Interbolsa en el mercado bursátil colombiano?

R/El primer cambio y el más importante en mi concepto que se da es el de la regulación y el control hacia las comisionistas, ya que la Superfinanciera y los demás entes de control, empezaron a encontrar deficiencias en el mercado y en las organizaciones por lo que comenzó a ser más estricto con las medidas sancionatorias pero también con las medidas preventivas, la inclusión de nuevos formatos para revelar información veraz del estado de las comisionistas de bolsa tanto en liquidez con en patrimonio líquido y técnico.

El escepticismo de algunos clientes ha sido evidente y en parte es bueno porque están más pendientes de sus inversiones y de paso se empoderan más la organización por lo que el contacto directo se fortalece y se hace más evidente.

3. ¿Cuáles de esos aspectos tuvieron mayor repercusión en Serfinco?

R/Para Serfinco como para las demás SCB el impacto sobre la confianza en los inversionistas fue fatal, el coletazo de Interbolsa desato una desconfianza importante en el mercado, pero a pesar de esto Serfinco ha sostenido la mayoría de sus clientes con la estrategia de gestión en riqueza que consiste en fortalecer lazos duraderos entre los clientes y la compañía, además de esto la caída de Interbolsa le sirvió a Serfinco para reestructurar su estrategia y su horizonte, gracias a estos se enfocó más en su misión de generar relaciones de mediano y largo plazo y dejó de lado la especulación en el mercado desmontando toda la actividad que realizaba con su posición propia, es decir dejó de hacer operación de especulación a nombre propio y se concentró más en rediseñar su portafolio de productos para ofrecerlos a los clientes

4. ¿Cuáles son los principales cambios que se dieron de manera reactiva y proactiva en Serfinco a raíz de las nuevas exigencias del mercado?

R/Primero el reto de conseguir más cliente y conservar lo que se tenían y ofrecer nuevos productos que llenen al cliente que quiere invertir su dinero y que desea que este tenga un retorno fijo, por esto Serfinco ha sido pionero este año en la apertura de nuevos ETFs.

Conservar como estrategia la certificación del Icontec lo que ofrece a los clientes un respaldo desde el punto de vista de las buenas prácticas en todos los procesos que realiza la organización, la certificación de este tipo pocas SCB las tiene.

5. ¿Cómo espera que en 5 años estén las finanzas de Serfinco con respecto a las del año 2012?

R/En cinco años Serfinco se ve como una empresa independiente muy sólida generando un EBITDA sostenido del 25 % cada año, ensanchando su portafolio de productos y generando ingresos parecidos a los de las SCB bancarizadas

Muchas Gracias.

Por favor diligenciar los siguientes campos para registro.

Nombre Completo: Alejandro Palacio Montes

Empresa donde trabaja: Serfinco S.A Comisionista de bolsa

Cargo: Asistente de Tesorería