

EL CASO INTERBOLSA

DANIEL GONZALEZ CAICEDO

PROYECTO DE GRADO

UNIVERSIDAD ICESI

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS

ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES

SANTIAGO DE CALI

2015

Contenido

1. Resumen Ejecutivo.....	3
2. INTRODUCCIÓN	4
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	5
3.1. Participación accionaria.....	6
4. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	7
4.1. Tamaño de la Industria	7
4.2. Operaciones Repo.....	8
4.3. ANÁLISIS FINANCIERO DE LA INDUSTRIA	9
4.3.1. Balance General.....	10
4.3.2. Estado de Resultados.....	12
4.3.3. Indicadores Financieros	13
5. ENTORNO EN EL QUE SE ENMARCA	18
5.1. Entorno Macroeconómico.....	18
5.2. Entidades de Control.....	19
6. DESCRIPCIÓN DE DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA EMPRESA VS LA INDUSTRIA	20
6.1. Balance General	21
6.2. Estado de Resultados.....	23
6.3. Indicadores Financieros.....	27
7. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN PRESENTADA.....	33
8. Modelo Econométrico.....	36
8.1. Análisis descriptivo	36
8.2. Análisis de Series de Tiempo	40
9. CONCLUSIÓN.....	43
Anexos	46

1. Resumen Ejecutivo

Este trabajo consto de la realización de un diagnóstico financiero a la comisionista de bolsa Interbolsa con el fin de determinar las causas del colapso de la empresa a finales del 2012. Para esto se comparó la situación de Interbolsa con la del sector para los cuatro años anteriores al escándalo. Por último se realizó un modelo de series de tiempo con el cual se buscó determinar la relación Interbolsa con Fabricato.

Interbolsa inicio una operación con títulos de deuda a corto plazo con los cuales se buscó manipular el mercado con el fin de generar crecimientos a la acción de la empresa Fabricato, estas operaciones son conocidas como operaciones tipo Repo. No obstante la respuesta del mercado no fue la esperada y esto conllevó a que Interbolsa sufriera problemas de liquidez, y mientras esto sucedía la empresa presentaba a los entes de control información financiera que al parecer era falsa, con el fin de ocultar la verdad situación de la empresa.

Abstract

Interbolsa was the leading company in Colombia's stock market but in went bankrupt in the end of 2012 for reason that even today are not so clear. This paper seeks to explain why this company went bankrupt by making a financial analysis not only of the company, but also of the Colombian stock market.

Interbolsa initiated a REPO operation through another Colombian company called Fabricato. This operation increased the price of Fabricatos shares, nevertheless this brought liquidity problems to Interbolsa. The REPO operation was proven with an ARIMA model that showed a relation between the prices of both stocks.

Palabras clave: Indicadores Financieros, Modelo ARIMA, Mercados Financieros, Comisionistas de Bolsa, Repos

2. INTRODUCCIÓN

Interbolsa, fue la comisionista de bolsa más grande que existió en Colombia. En la década de los años dos mil se consolidó como la empresa líder del sector bursátil del país. Esta empresa, fue fundada en la década de los noventa por Rodrigo Jaramillo y poco a poco fue creciendo y ascendiendo en el discreto y naciente mercado bursátil nacional.

A medida que iba creciendo la empresa Rodrigo Jaramillo y su hijo Tomas fueron asociándose con importantes personalidades del ámbito financiero. Se destaca la entrada a la corporación de Juan Carlos Ortiz, un corredor de bolsa cuestionado en la bolsa de Bogotá por llevar a cabo prácticas pocos éticas; y por otro lado, la entrada de Víctor Maldonado un reconocido empresario del país. Dichos inversionistas compartían la propiedad accionaria de la empresa.

El colapso de Interbolsa no era predecible, dada la información financiera con que contaban los entes de control, aunado esto con la trayectoria y el posicionamiento en el mercado bursátil que presentaba la empresa. Esta fue la principal motivación para realizar un diagnóstico financiero de la empresa con el fin de determinar la situación de la misma. En este trabajo se analizó el desempeño financiero de la empresa y se comparó con el del sector.

Por último se realizó un modelo de series de tiempo para determinar si existe una relación entre Interbolsa S.A y Fabricato ya que se sospecha de una relación entre los precios de las acciones de dichas empresas.

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Interbolsa fue fundada en 1990 en Medellín por Rodrigo Jaramillo. En sus primeros años la compañía se empeñó en la realización de pequeñas actividades financieras en las cuales resaltan el estudio de mercados, búsqueda de clientes interesados en invertir en instrumentos financieros, desarrollo de productos propios de inversión.

Con el paso de los años, esta empresa fue creciendo y se consolidó como una poderosa firma inversionista en Medellín, y ya para finales de la década de los noventa la firma inscribe su acción en la Bolsa de Valores. Para el año 2000, la empresa ocupó el primer puesto en el proceso de aspirantes a creadores de Mercado, lo cual conllevó a que a comienzos de la década la empresa sea considerada como “*Creadora de Mercado*” (Tirado, 2006)

El crecimiento de la empresa durante el periodo 2000-2009 fue constante y se convirtió en un referente para las comisionistas de Bolsa del país. Esto le permitió buscar oportunidades de expansión dentro y fuera de Colombia. Localmente la empresa buscó establecerse en las principales ciudades del país, y fuera de este, se destaca que en 2005 abre una oficina en Panamá (ver diagrama 1).

Diagrama 1. Expansión de Interbolsa en 2005



Fuente: Tomado de Tirado (2006)

3.1. Participación accionaria

De acuerdo con reportes públicos de Interbolsa (2012)¹, el 70.93% de la participación accionaria de la empresa para esta fecha estaba concentrada en 20 empresas, las cuales se presentan en el Anexo 1. De esta información, se destaca que la segunda empresa con mayor participación accionaria, Latinoamericana de inversiones sumo S.A. (5.96%), ya había participado en un escándalo bursátil en la década del 90. Además, sobre Narita Investments Incorporated se vislumbra un error al presentarla dos veces, en el quinto y en el vigésimo lugar, con participaciones de 3,92% y 1,45%, respectivamente. Es de aclarar que esta empresa es de propiedad de la familia Jaramillo con sede en Miami, Florida.

¹ Este documento de Interbolsa fue publicado el 8 de Noviembre del 2012, y titulado “Información relevante Interbolsa S.A. – Situación Jurídica”.

Dentro de los accionistas de las empresas con mayor participación accionaria de Interbolsa se destacan Víctor Maldonado, Juan Carlos Ortiz y Familia Jaramillo (Ver Tabla 1). Lo anterior, daría a éstos una participación en Interbolsa del orden de 33.73%.

Tabla 1. Accionistas de las empresas con mayor participación accionaria

No.	Accionista de Interbolsa S.A.	% Participación	Principales Accionistas
2	Latinoamericana de Inversiones SUMO S.A.	5.96%	Cesar Alberto Mendoza y Victor Maldonado
3	Helados Modernos de Colombia S.A.	5.57%	Víctor Maldonado
4	Cuama S.A.	4.99%	Ignacio Maldonado y Víctor Maldonado
5	Valores Incorporados S.A.	4.36%	Juan Carlos Ortíz y Tomás Jaramillo
6	Aston Andean Partners Limited	4.02%	Juan Carlos Ortíz
7	Narita Investments Incorporated	3.92%	Familia Jaramillo
13	Jaramillo Botero Tomás	2.72%	Tomás Jaramillo
16	Las Tres Palmas Ltda	2.19%	Víctor Maldonado
20	Narita Investments Incorporated	1.45%	Familia Jaramillo

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la Bolsa de Valores de Colombia - BVC

4. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

En Colombia, las sociedades comisionistas de bolsa son las encargadas de realizar compraventa de valores de la bolsa a la cual pertenecen, a través de contratos de comisión. Estas sociedades son vigiladas y controladas por la Superintendencia Financiera² y el Autor regulador del Mercado de Valores. La función que realiza esta entidad está centrada en el control de los mercados financieros y bursátiles de Colombia, para de esta forma garantizar la confianza de los agentes que hacen parte dichos mercados.

4.1. Tamaño de la Industria

El número de comisionistas de bolsa ha cambiado en el tiempo. A continuación se presenta su evolución durante el periodo 2008-2014 (Ver Tabla 2).

² La Misión de la Superintendencia Financiera de Colombia es preservar la confianza pública y la estabilidad del sistema financiero; mantener la integridad, la eficiencia y la transparencia del mercado de valores y demás activos financieros; y velar por el respeto a los derechos de los consumidores financieros y la debida prestación del servicio.

Tabla 2. Evolución del número de comisionistas (2008-2014)

Año	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total de Comisionistas	27	36	37	34	35	35	27

Fuente: Elaboración propia a partir de información reportada a Superintendencia de Sociedades y BVC

Durante el periodo 2008-2012, Interbolsa hizo parte de este mercado, y es de aclarar que ocupó el segundo y/o tercer puesto respecto a las ventas.

Para el año 2014, había un total de 27 sociedades comisionistas inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia - BVC. En el Anexo 2 se presentan el listado de las sociedades comisionistas miembros de la Bolsa de Valores de Colombia – BVC.

4.2. Operaciones Repo

Las principales fuentes de financiación que utilizan los comisionistas de bolsa son las operaciones repo, las cuales existen desde la primera mitad del siglo XX, aunque no se popularizaron hasta los años 70 y 80 con la informatización de las inversiones. Hoy en día los repos son habituales en los mercados y muy utilizados por firmas para obtener liquidez con la que financiar otro tipo de operaciones.

Este tipo de operaciones se basan en la venta de activos con pacto de recompra por un precio y dentro de un tiempo determinados. Las operaciones de repo se suelen realizar con títulos de deuda fija, especialmente con títulos de deuda pública como letras, bonos y obligaciones del estado.

Una repo es una operación con pacto de recompra, es decir, una entidad financiera vende un activo con un pacto de recompra por un precio determinado dentro de un tiempo determinado. Esta operación también se conoce como reporto, Repurchase Agreement o Sale and Repurchase Agreement.

Las operaciones de repo se suelen realizar con títulos de deuda fija, especialmente con títulos de deuda pública como letras, bonos y obligaciones del

estado. El pacto de recompra se realiza a un tipo de interés determinado, por lo que el inversor recibirá su dinero más un beneficio. Los tipos de interés ofrecidos dependerán de los tipos de interés de la deuda pública.

El pacto de recompra se realiza a un tipo de interés determinado, por lo que el inversor recibirá su dinero más un beneficio. La tasa de interés ofrecida dependerá de la tasa de interés de la deuda pública.

Los repos también son instrumentos de política monetaria de los bancos centrales, ya que es una forma de obtener liquidez a corto plazo para los bancos.

En este tipo de operaciones el inversor está proporcionando un préstamo a la entidad financiera, solo que garantizado con un título de deuda pública, normalmente se trata de una forma de obtener liquidez a corto plazo para los bancos. También es un instrumento de política monetaria de los bancos centrales.

En Colombia, en 1988 se decretó la reglamentación sobre las Repos así:

“Por la resolución 27 de 1988 de la Junta Monetaria, el Banco de la República inició la operación de recomprar a los bancos los papeles que habían sido colocados dentro de las operaciones de mercado abierto. O sea los títulos de participación y los títulos canjeables por certificados de cambio con un pacto de recompra a corto plazo, y con el ánimo de darle liquidez temporal al sistema en una época de inusual baja liquidez y elevada demanda de crédito. Posteriormente se amplió la negociación a títulos de crédito de fomento y a títulos de fomento agropecuario. Estas operaciones sustituyeron en parte los cupos ordinarios de crédito, se hacen a plazos máximo de siete días, y tasas de interés que se convienen libremente de acuerdo con el mercado.” (Banco de la Republica, 2015)

4.3. ANÁLISIS FINANCIERO DE LA INDUSTRIA

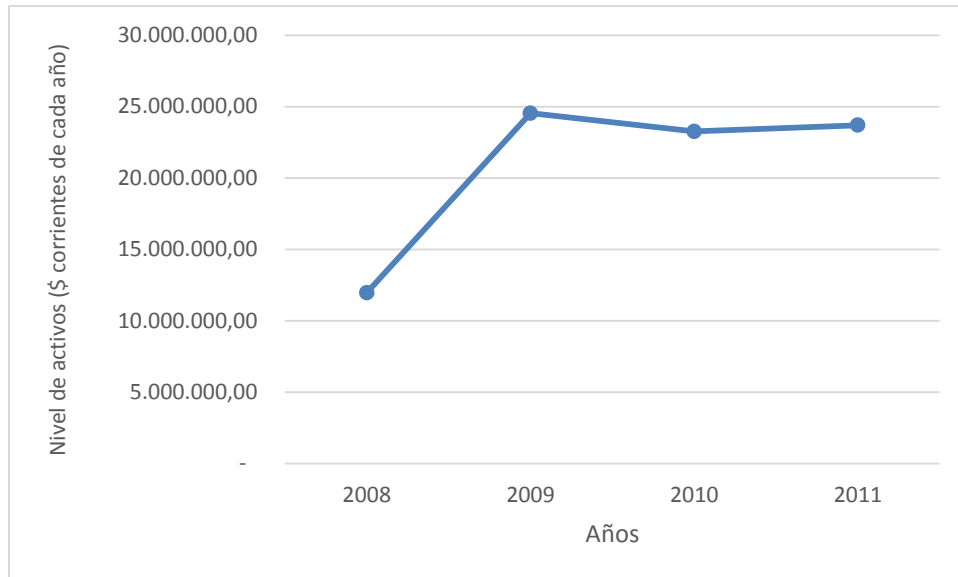
A continuación se presenta el análisis financiero de este sector. Los datos fueron tomados de la base de datos “Gestores de crédito”, y se totalizaron para poder realizar un diagnóstico financiero.

4.3.1. Balance General

Se analizan el nivel de Activos, Pasivos y Patrimonio de esta industria.

Activos:

Gráfica 1. Evolución del nivel de activos de la industria para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



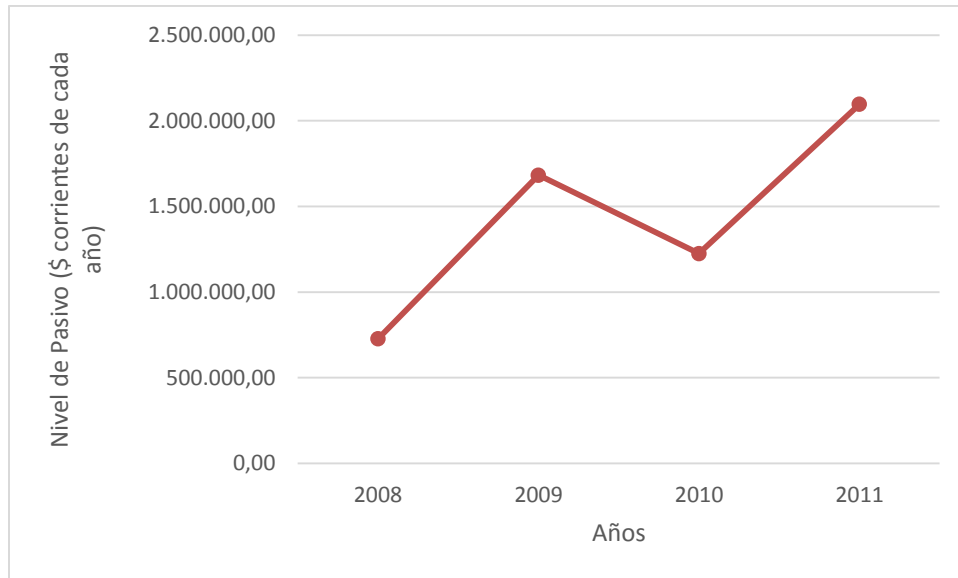
Fuente: Información financiera tomada de Gestores de crédito

La tendencia creciente del 2008 al 2009 es explicada por el crecimiento en el número de comisionistas de bolsa que participaron durante el 2008-2014. No obstante, se puede ver como entre el 2009 y el 2010 se presentan un importante detrimento en el nivel de los activos y esto se debe al coletazo económico producto de la crisis financiera en Estados Unidos que ya para el 2009 contagió a los otros continentes del planeta.

Por último, en el 2011 el detrimento en el nivel de activos totales de la industria se estabiliza y aumenta en una pequeña proporción.

Pasivos:

Gráfica 2. Evolución del nivel de pasivos de la industria para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



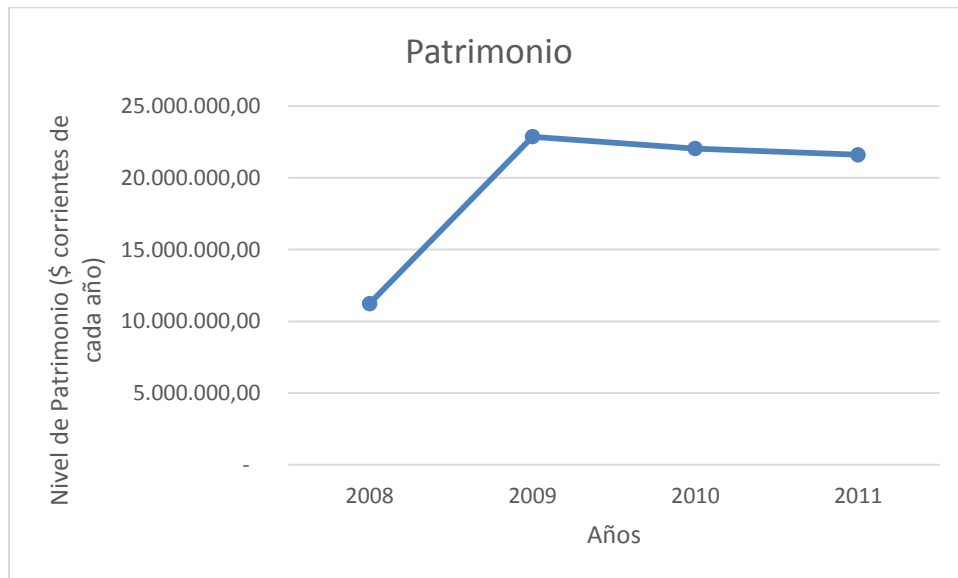
Fuente: Información financiera tomada de Gestores de crédito

Al igual que en la gráfica 1, en el primer tramo se observa un crecimiento fuerte en el periodo 2008-2009 el cual se le atribuye al crecimiento en el número de comisionistas en Colombia para ese año, esto se debe a que por lo general para poder empezar cualquier tipo de negocio es necesario pedir un préstamo para financiarse en el corto plazo mientras la empresa se consolida y por lo general esto conlleva a la adquisición de un préstamo, aumentando el nivel de los pasivos.

Ya en el periodo siguiente (2009-2010) se pasa a un detrimento en el nivel de los pasivos del sector, producto de la crisis financiera global. Esto puede ser explicado por dos situaciones: i) en momentos de crisis muchas empresas se ven obligadas a efectuar el pago de sus deudas, y ii) el total de créditos otorgados puede llegar a disminuir como resultado de la limitación de los bancos, por escenarios económicos tensos. En este sentido, podría pensarse que esto provocó una caída en el nivel de los pasivos del sector. Finalmente, en el último periodo se presenta un fuerte aumento el cual supera la barrera de los \$2.000.000 millones de pesos, lo cual es signo de una recuperación económica y fortalecimiento del sector financiero en Colombia.

Patrimonio:

Gráfica 3. Evolución del nivel de patrimonio de la industria para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información financiera tomada de Gestores de crédito

El análisis de la gráfica 3 es el mismo de las anteriores, es claro que al haber aumentado el número de comisionistas en el país, se da un aumento de todas sus cuentas. Es decir, dado que al aumentar el número de activos lo más lógico es que los pasivos y el patrimonio aumenten, en su defecto esto hace que se presente un comportamiento similar. En el primer periodo (2008-2009) se da un aumento en el patrimonio, explicado quizás por la creación de varias comisionistas, que se traduce en un aumento de esta cuenta para todo el sector dado que la muchas personas tanto jurídicas como natural depositaron capital para fundar estas comisionistas lo que hace que el patrimonio aumente. Ya para el resto de los periodos lo único que se observa es un detrimento en patrimonio el cual se explica analizando lo ocurrido con la crisis mundial.

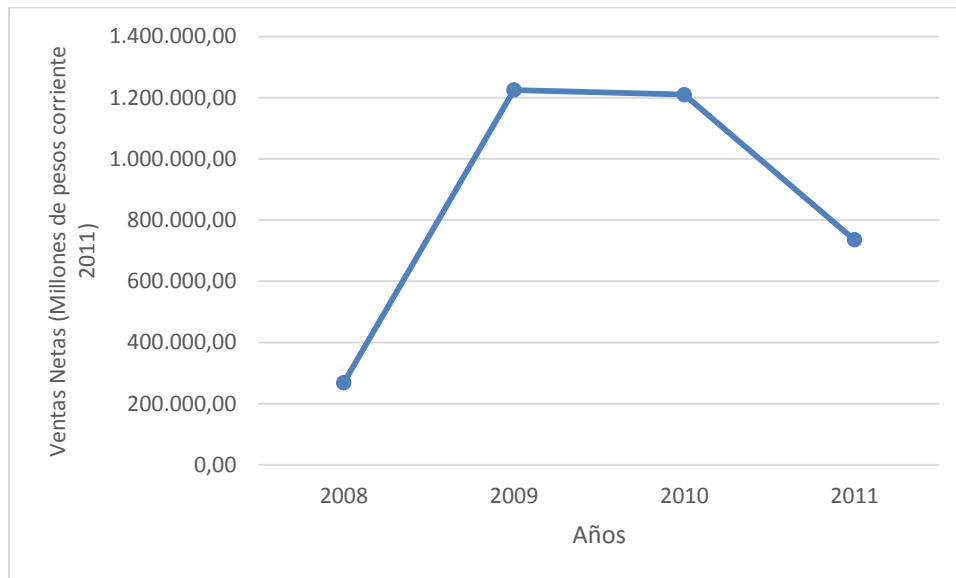
4.3.2. Estado de Resultados

Se analizarán las ventas y los márgenes que presenta la industria como tal.

Ventas:

En la gráfica 4 se presenta la evolución de ventas de la industria.

Gráfica 4. Evolución del nivel de las ventas de la industria para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información financiera tomada de Gestores de crédito

Para el primer periodo observado en la gráfica 4, el nivel de ventas presenta una tendencia positiva y aumenta de forma brusca, este crecimiento se debe básicamente a la creación de varias comisionistas de bolsa en el país, este aumento se dio debido a la consolidación que el sector estaba empezando a tener entre inversionistas nacionales y extranjeros.

Este contexto económico se puede evidenciar como el resultado de un aumento en casi 1.000.000.000 millones de pesos del 2008 al 2009. No obstante ya para el siguiente periodo se presenta un estancamiento pronunciado en las ventas como resultado del pánico financiero generado por la crisis en los Estados Unidos, lo cual generó que las ventas se mantuvieran un tanto constantes. De ahí para el último periodo como efecto del coletazo de la crisis las ventas de la industria disminuyen.

4.3.3. Indicadores Financieros

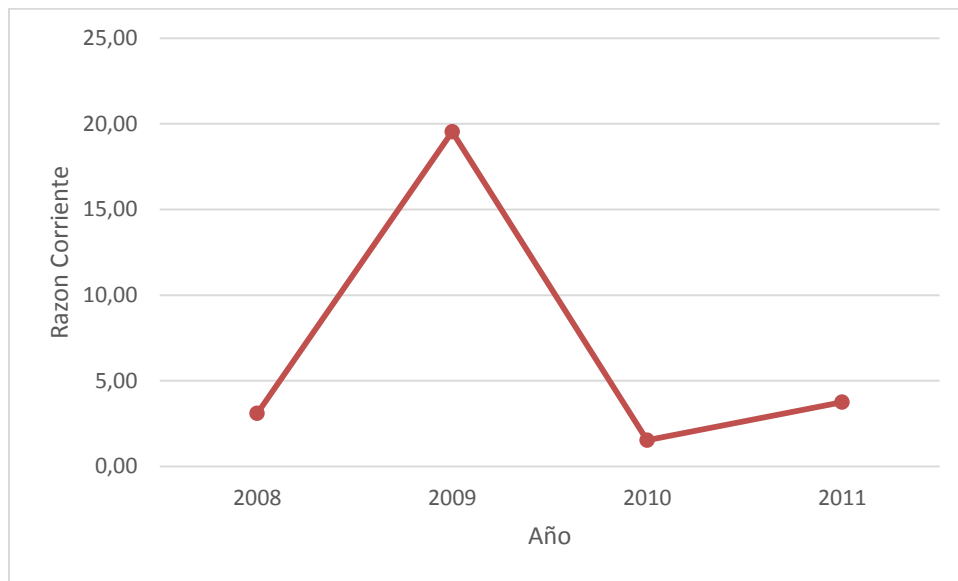
Se analizarán indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad. Dentro de los indicadores liquidez se analiza la razón corriente. Como razón de

actividad se presenta la rotación del activo. El nivel de endeudamiento se analiza como indicador de riesgo. Finalmente, la rentabilidad se mide a través de ROA y ROE.

Liquidez

La evolución de la razón corriente se presenta en la gráfica 5.

Gráfica 5. Razón corriente del sector para el periodo 2008 a 2011



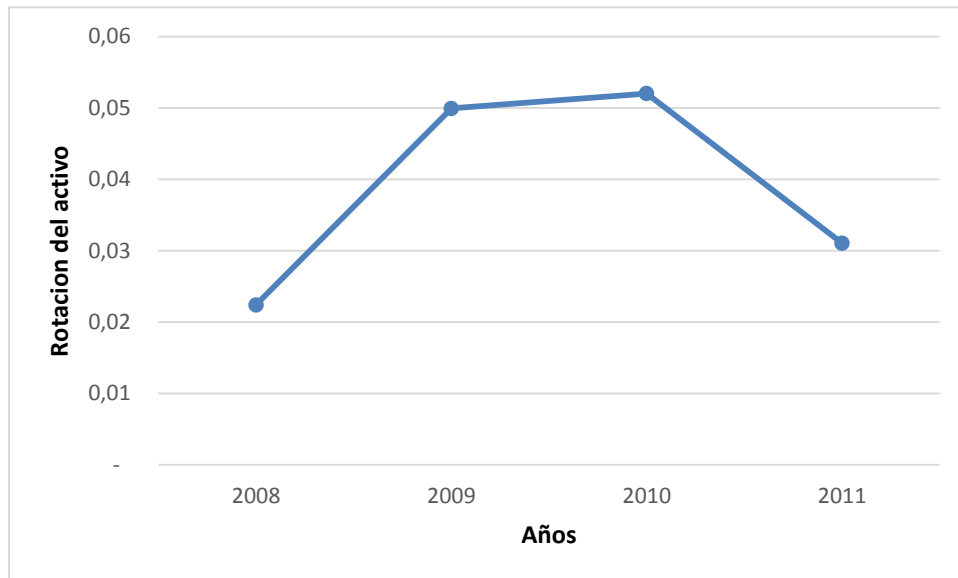
Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

La gráfica 5 muestra el comportamiento de la razón corriente del sector financiero colombiano, vale la pena aclarar que este indicador demuestra la capacidad que tiene una empresa de cubrir sus deudas a corto plazo, si el indicador es mayor que 1, esto significa que la empresa es capaz de cubrir todas sus deudas a corto plazo dados sus activos líquidos (corrientes). Del 2008 al 2009 se presentó un crecimiento brusco en la razón corriente, dado que se pasó de una razón corriente de 3,09 a otra de 19,54 y esto como resultado de la crisis internacional hace que para el 2010 este indicador pierda todo el crecimiento del periodo anterior y se ubique en 1,52. Por último, en el 2011 el indicador crece pero un en una pequeña medida y pasa a ser de 3,75.

Actividad

La evolución del activo de la rotación del activo se presenta en la gráfica

Grafica 6. Rotación del activo del sector para el periodo 2008 a 2011



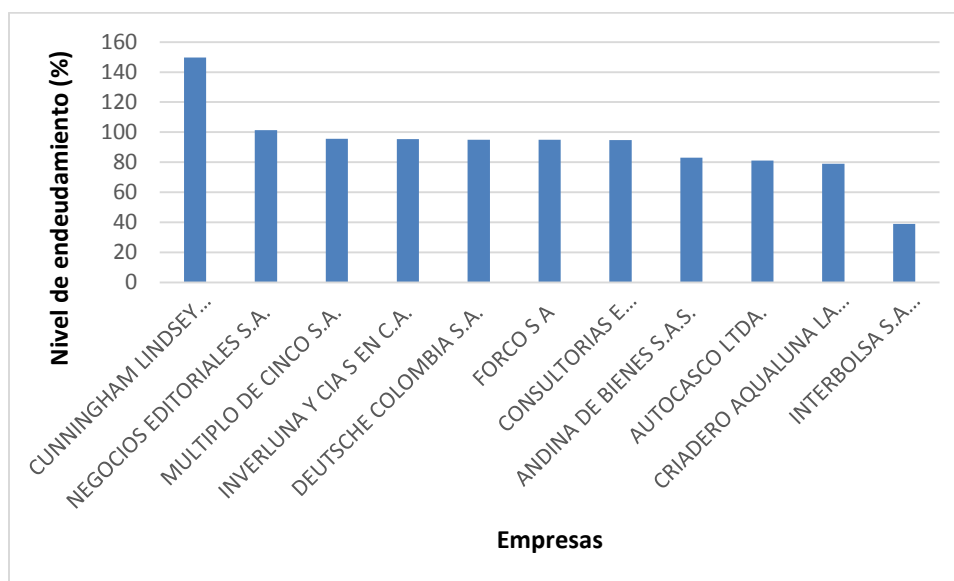
Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

La gráfica 6 muestra la rotación de los activos a lo largo del periodo analizado para la industria. Vale la pena aclarar que este indicador mide que tan eficientes son los activos de las empresas a la hora de generar ventas, es decir, se busca saber cuántas veces en el año los activos se convierten en ventas. Para el primer año se reporta una rotación de 0,022 es decir que en el año 0,022 veces los activos se transformaron en ventas. Para el 2009 se presenta un aumento del indicador hasta 0,05 como resultado de un aumento brusco en las ventas, no obstante también aumentaron la cantidad de activos del sector lo cual hace que el indicador no sea el más elevado. En el 2010 se incrementa la rotación debido a una disminución de la cantidad de activo, no obstante este aumento no es muy significativo y la cifra se ubica en 0,052. Ya en el 2011 se reduce significativamente este indicador para ubicarse en 0,031 y esto se debe a una fuerte disminución en las ventas de la empresa. Vale la pena resaltar que los datos presentados a lo largo del periodo evidencian una ineficiencia por parte del sector para lograr monetizar y transformar en ventas sus activos.

Endeudamiento

En primera instancia se analizó este indicador tomando en cuenta los totales de la industria, no obstante dado que el nivel de patrimonio total de la industria es muy grande y los pasivos totales son muy pequeños en comparación a los activos, este indicador termina arrojando un nivel de endeudamiento promedio de la industria del orden del 7%. Para hacer un análisis más profundo, se tomaron los niveles de deuda de cada empresa en el año 2011, y se ordenaron, resaltando aquellas empresas con niveles de endeudamiento superiores al de Interbolsa. Estos datos son presentados en la Gráfica 7.

Gráfica 7. Endeudamiento de algunas empresas del sector para el 2011



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

Se observa que la comisionista Interbolsa está bien posicionada con respecto a las empresas más endeudadas del sector, las cuales tienen casi todo su patrimonio endeudado. Esto es clave ya que permite conocer la situación de la empresa con respecto a lo que ocurría en la industria un año antes del colapso en diciembre del 2012. Además, se destaca que un año antes del colapso de la empresa, 2011, ésta obtuvo el puesto número 23 en el ranking de las empresas más endeudadas del sector, lo cual muestra que la empresa no tenía serios

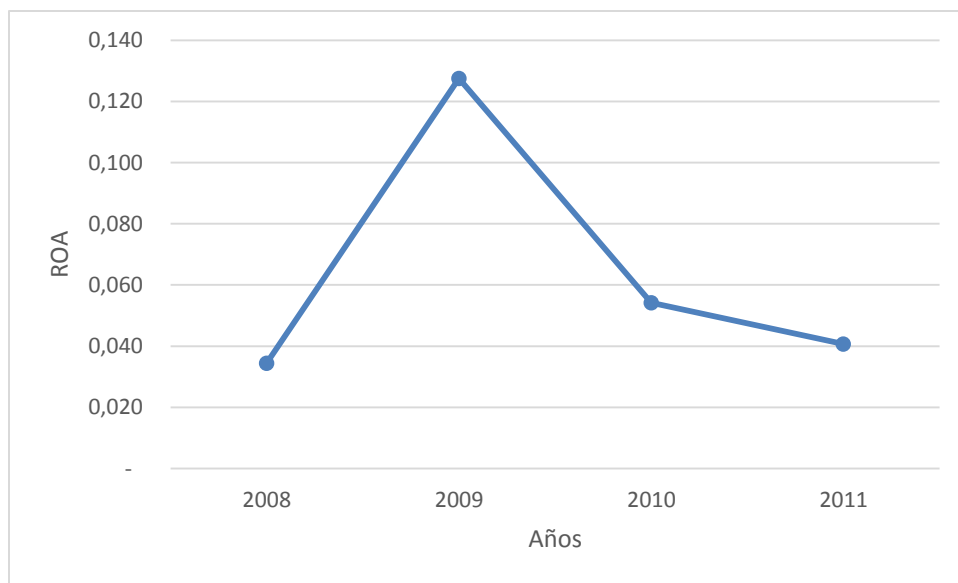
problemas de deuda y que estaba en capacidad de cubrir sus obligaciones de largo plazo, dados sus activos.

Rentabilidad

Se analizarán las rentabilidades de la industria netas del activo y del patrimonio, ROA y ROE, respectivamente, para el periodo 2008-2011.

Rentabilidad del Activo - ROA

Gráfica 8. ROA del sector para el periodo 2008 a 2011

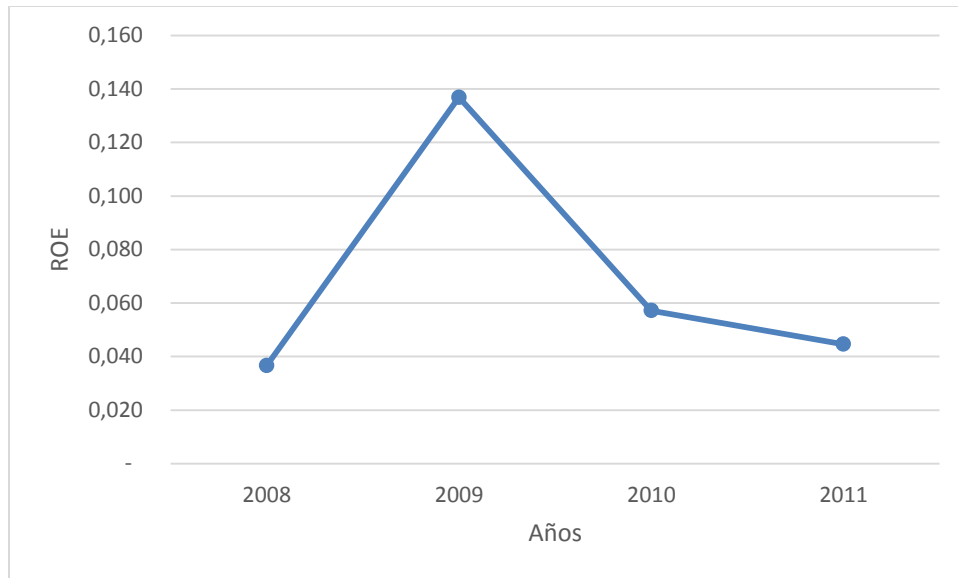


Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

La gráfica 8 muestra el ROA para el sector en el periodo comprendido entre 2008 y 2011. Para el 2008 el índice de la industria era cercano a 3%, pero ya para el 2009 se da un crecimiento brusco del indicador, el cual podría ser explicado porque que independientemente de que los activos crecieron en gran medida dada la creación de varias comisionistas en el país, las utilidades del conglomerado de las empresas presentó un crecimiento prácticamente anormal. No obstante ya en el 2010 y como coletazo de la crisis global las utilidades decrecieron con respecto al año anterior, esto hizo que se disminuyese el indicador. Y para en el 2011 este siguió disminuyendo como resultado del detrimento continuo de la utilidad y se ubicó en 4%.

Rentabilidad del Patrimonio - ROE

Gráfica 9. ROE del sector para el periodo 2008 a 2011



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

La gráfica 9 muestra el comportamiento del ROE del sector. Este indicador básicamente busca medir cuanta rentabilidad que el sector les está entregando a los inversionistas. Para el 2008 el sector registró un índice de 3.7%, pero ya en el 2009 como resultado del aumento en las utilidades del sector, el ROE creció hasta llegar a 13.7% lo cual se traducía en un aumento de la rentabilidad que el sector le da a los inversionistas. En el 2010 el índice cayó estrepitosamente ubicándose en 5.7%, esto como un resultado de la disminución de las utilidades, ya en el siguiente periodo este comportamiento continuo y sigue disminuyendo hasta llegar a 4.5%.

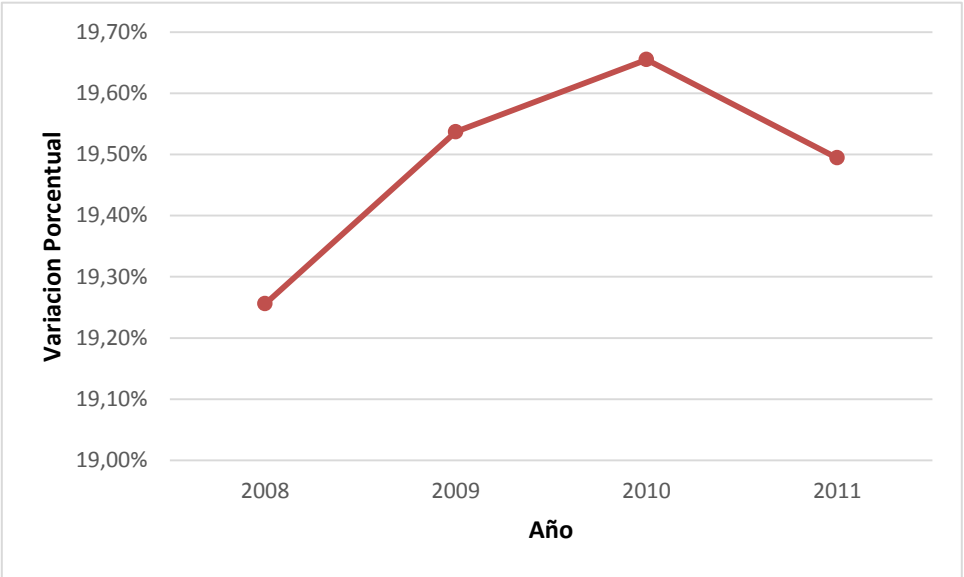
5. ENTORNO EN EL QUE SE ENMARCA

En los últimos años la economía colombiana ha experimentado unos crecimientos importantes, y uno de los sectores que más se ha valorizado en este periodo fue el sector de servicios financieros.

5.1. Entorno Macroeconómico

En la gráfica 10 se presenta la evolución del aporte de la rama de actividad Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios, durante el periodo 2008-2011. Se evidencia que durante el periodo analizado este aporte ha sido casi constante, y del orden de 19.44% anual en promedio. Este resultado ratifica que esta es una de las ramas más importantes para la economía colombiana. Además que aunque la participación nunca llega a ser el 20% tampoco es menor a 19%.

Gráfica 10. Participación de la rama de actividad de Establecimiento financieros en el PIB para el periodo 2008-2011.



Fuente: Información tomada del DANE

5.2. Entidades de Control

La Superintendencia Financiera de Colombia es la entidad gubernamental que se encarga de vigilar los sistemas financieros y bursátiles de Colombia. De esta forma lo que se busca es generar estabilidad, seguridad y confianza para el buen funcionamiento del mercado de valores en Colombia, al crear un marco de normas

para que los inversionistas y las empresas puedan conocer como es el funcionamiento del mercado.

En la página oficial de dicho ente se tiene la naturaleza jurídica de la organización *“La Superintendencia Financiera de Colombia, es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio.”* (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

Por otro lado también se tiene el objeto

“El Presidente de la República, de acuerdo con la ley, ejercerá a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público.” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

“La Superintendencia Financiera de Colombia tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como, promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados.” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

Esta entidad lo que busca es fomentar y vigilar a los mercados financieros, de esta forma es responsabilidad del estado el control de las transacciones y de los movimientos del mercado. Esto ya marca una responsabilidad sobre cualquier anomalía dentro de estos y el gobierno a través de la superintendencia financiera debe garantizar la legalidad y el funcionamiento correcto de los mercados.

6. DESCRIPCIÓN DE DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA EMPRESA VS LA INDUSTRIA

En esta sección se pasara a analizar la información financiera de la empresa y a contrastarla con lo encontrado en relación a lo que se analizó con la industria y los competidores de la empresa.

Primero se analizaron los componentes del Balance general, en lo que hace relación a los Activos y a los Pasivos de la empresa, después las cuentas del Estado de resultados para medir la actividad de la empresa, y por último para tratar de comprender lo que ocurría en términos financieros al interior de la empresa se pasó a analizar los indicadores financieros de la empresa.

Vale la pena hacer mención a que en la base de datos consultada y en otros medios nacionales se presentaron una serie de disparidades y de irregularidades con la información financiera encontrada, sobre todo en relación a la información del año 2009 para el cual, según Supersociedades la comisionista no presentó información financiera alguna, dado que sólo aparecen ceros al consultar la información de la empresa. Por tanto se decidió hacer imputaciones de la información del año 2009. Para ello se obtuvo la tasa de crecimiento entre los años 2010 y 2011. Después al hallar dicha tasa se pasó a calcular un valor futuro tomando el dato del 2008 como el valor presente de la fórmula.

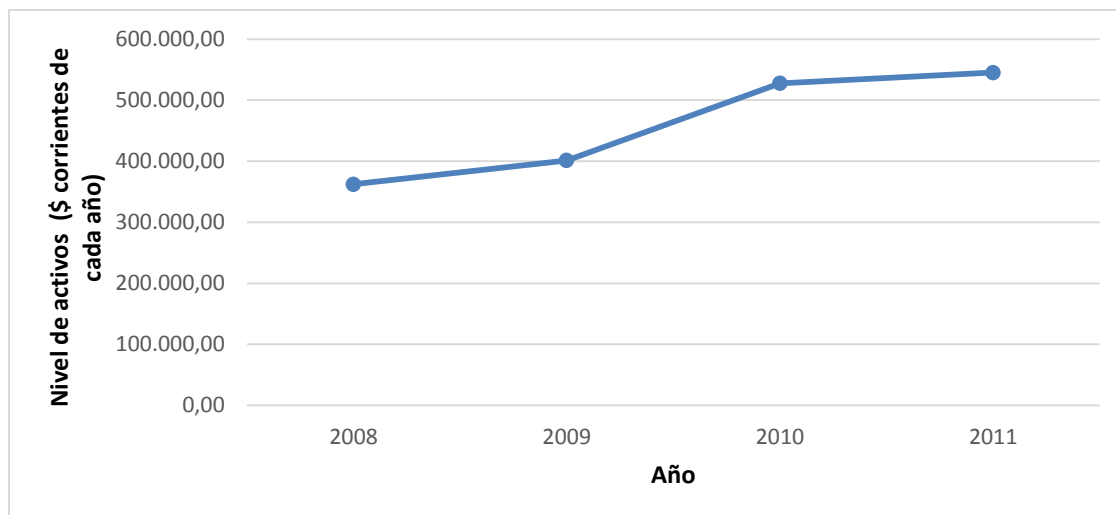
6.1. Balance General

Se analizarán los niveles de activos y patrimonio.

Activos

En la gráfica 11 se presenta la evolución de los activos de Interbolsa para el periodo analizado.

Gráfica 11. Evolución del nivel de activos de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

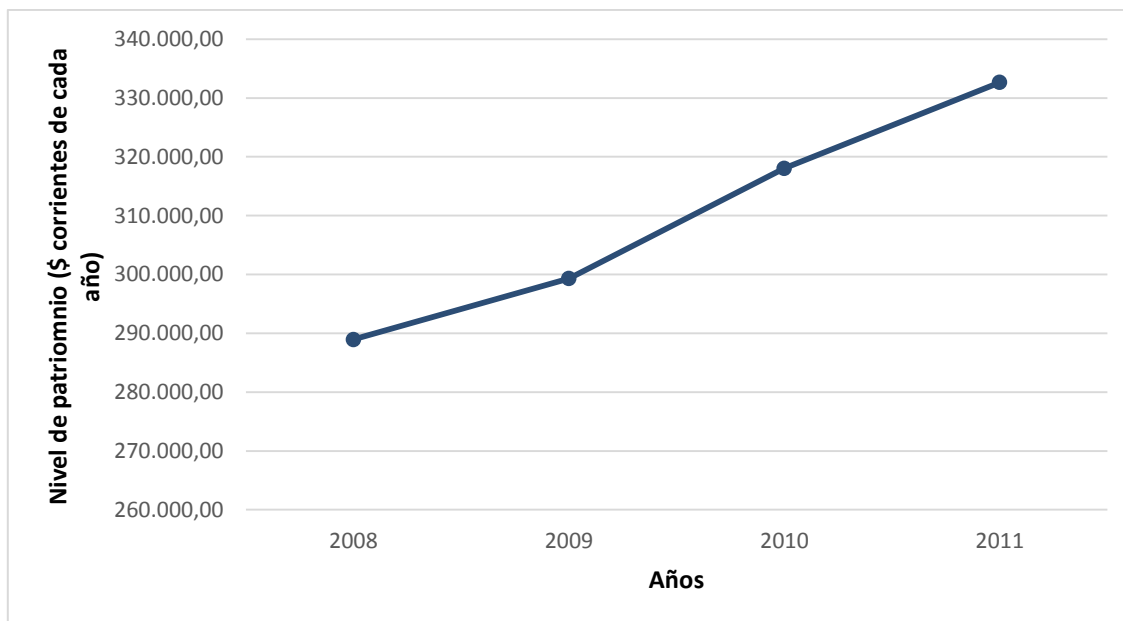
Durante el periodo analizado, Interbolsa siempre se ubicó en alguno de los primeros 5 puestos de la industria, en cuanto a nivel de activos se refiere. Esto demuestra la fortaleza y la importancia de la empresa para el sector.

Para todo el periodo analizado sus activos presentaron una tendencia positiva lo cual muestra que la empresa se preparó y fue capaz de administrar la crisis financiera mundial, tanto así que mientras el sector presentó una caída en el total de activos al igual que muchas empresas líderes del sector, para el mismo periodo Interbolsa presentó un aumento en el nivel de los activos de más de 100.000 millones de pesos. Ya para el final del periodo los activos siguieron creciendo pero no de forma brusca. Dado el contexto macroeconómico y la información financiera del sector, muy pocas empresas gozaban de tanta solidez como Interbolsa.

Patrimonio

En la gráfica 12 se presenta la evolución del patrimonio de Interbolsa para el periodo analizado.

Gráfica 12. Evolución del nivel de patrimonio de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

La gráfica 12 presenta el Patrimonio total de Interbolsa, podemos observar que dada la gráfica se puede ver como ésta se perfila de forma creciente. En el 2008 la empresa registró 288.960 millones de pesos en patrimonio y éste fue creciendo de forma sostenida hasta el 2011 donde se presenta un incremento de 43.697 millones de pesos en apenas tres años. Esto es evidencia de la fortaleza que poseía la empresa y de su solidez, un patrimonio así de grande es poco usual en una empresa Colombiana.

Además también se evidencia que el nivel de endeudamiento con terceros de la empresa, en promedio estuvo del orden del 40% en los últimos dos años de operación.

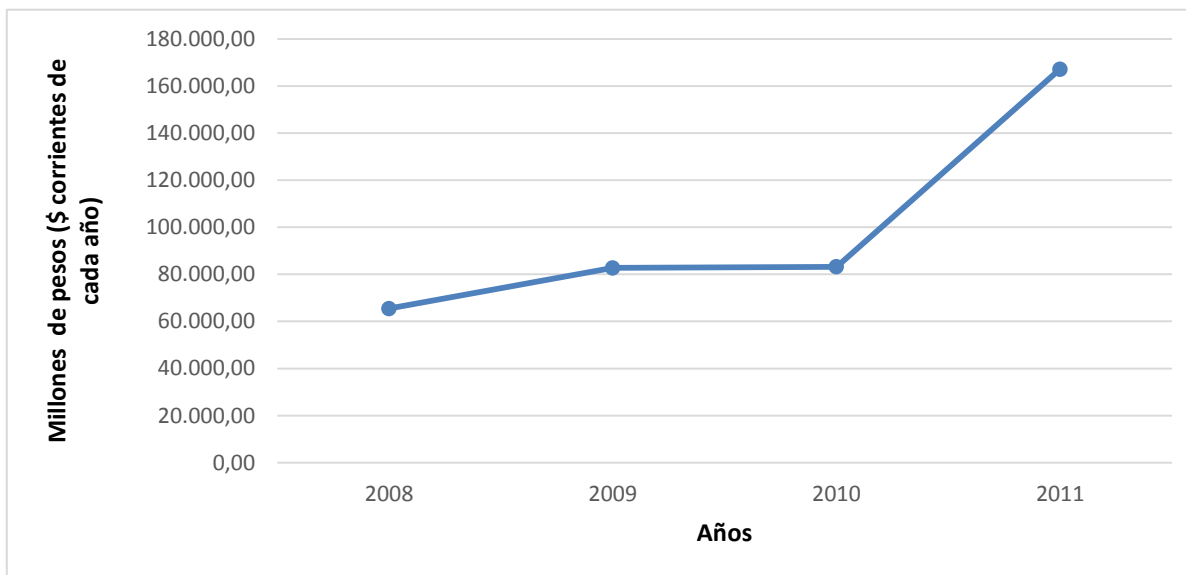
6.2. Estado de Resultados

Se analizarán los niveles de ventas de la empresa, así como la utilidad neta para el periodo comprendido del 2008 al 2009 para poder determinar el desempeño financiero de la empresa.

Ventas

La gráfica 13 presenta la evolución de las ventas para Interbolsa en el periodo analizado.

Gráfica 13. Evolución de las ventas de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

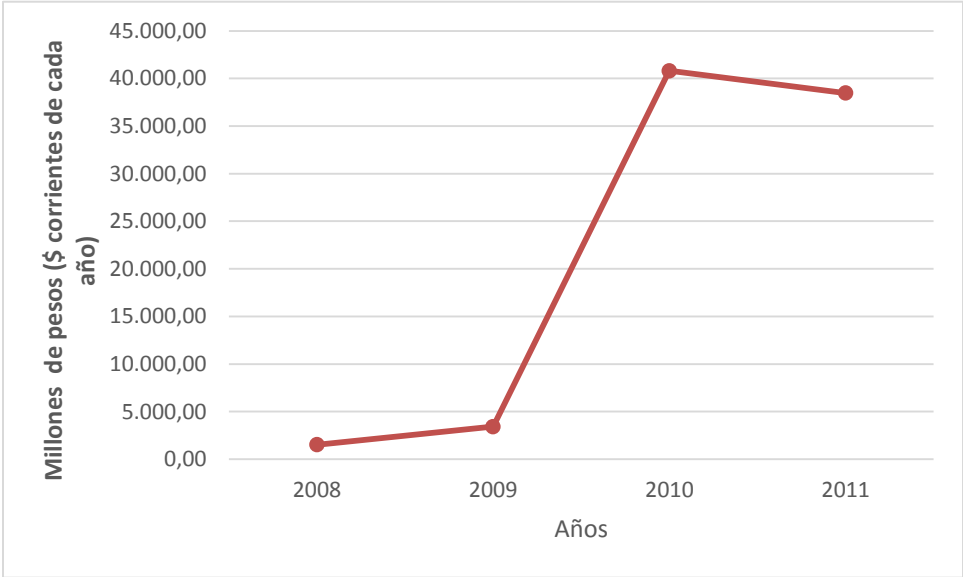
La gráfica 13 muestra la evolución de las ventas de Interbolsa en los últimos cuatro años antes de la quiebra de la comisionista. Como se puede observar para el 2008 la empresa registró unas ventas de 65.445,30 millones de pesos, lo cual para el 2008 significó ocupar el segundo lugar en el ranking de las empresas del sector, en cuanto a ventas. Ya para ubicarse en el 2010, otra vez en el segundo puesto del sector, pero esta vez vendiendo 167.117 millones de pesos más de los 100.000 millones de pesos que hace cuatro años.

Esto de forma individual muestra que la empresa poseía unos fuertes ingresos, ahora bien al comparar a Interbolsa con el sector los datos vuelven a arrojar que la empresa gozaba de un alto protagonismo en el mismo.

Utilidad Neta

La gráfica 14 presenta la evolución de la utilidad neta para Interbolsa en el periodo analizado.

Gráfica 14. Evolución de la utilidad neta de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

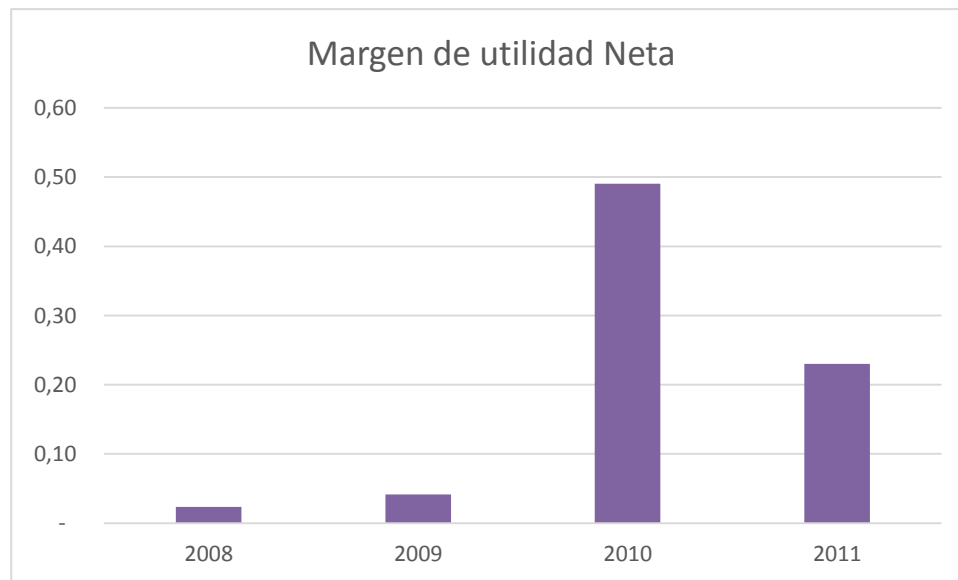
Interbolsa era reconocida nacionalmente como una de las empresas más importantes de todo el sector y eso se debía a sus impresionantes resultados y despeño financiero. Al analizar las utilidades podemos ver como la crisis financiera global no afecto las utilidades de la firma.

Entre 2008 y 2009 se dio un pequeño crecimiento en las utilidades de la empresa, dado que se pasó de un nivel de 1.524,88 a 3.417,65. Ya para el 2010 la empresa presento un brusco crecimiento en las utilidades y estas se ubican por encima de los 40.000,00 millones de pesos lo cual hace que con este resultado la empresa para el 2010 la empresa se ubicara en el 4 puesto en el ranking de las empresas del sector. Esto hace que la empresa se muestre como una de las más sólidas de todo el mercado, y demuestra como Interbolsa no se vio afectada por la crisis financiera. Para el 2011 las utilidades disminuyen un poco pero se siguen manteniendo como como una de las cinco empresas más importantes del

mercado, en este año la empresa registro unas utilidades de 38.477,00 millones de pesos.

En la gráfica 15 se presenta el margen neto de la empresa para el periodo analizado.

Gráfica 15. Margen Neto de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011 (\$ corrientes de cada año)



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

De la gráfica se observa que para el año 2008 Interbolsa tuvo un margen neto de 0,02 es decir que del total de las ventas solo el 2% corresponde a la utilidad neta para la empresa, el resto de las ventas se lo han consumido los gastos (dado que según la información encontrada Interbolsa posee costos de venta iguales a cero). Ya para el 2009 el margen crece y se ubica en 0,04 lo que significa que el 4% de las ventas se traduce en utilidades netas para la empresa. Ahora bien ya para el 2010 se da un incremento muy brusco del margen y este se ubica en 0,49, es decir que en este año casi el 50% de las ventas Interbolsa fueron directamente a la utilidad neta de la empresa, lo cual indica que la crisis financiera en Estados Unidos distinto a lo esperando, terminó fortaleciendo a la empresa. Ya para el 2011 se redujo este indicador el cual se ubicó en 0,23 lo cual sigue siendo un

margen muy elevado. Esto evidencia que la empresa un año antes de colapso poseía una enorme fortaleza financiera.

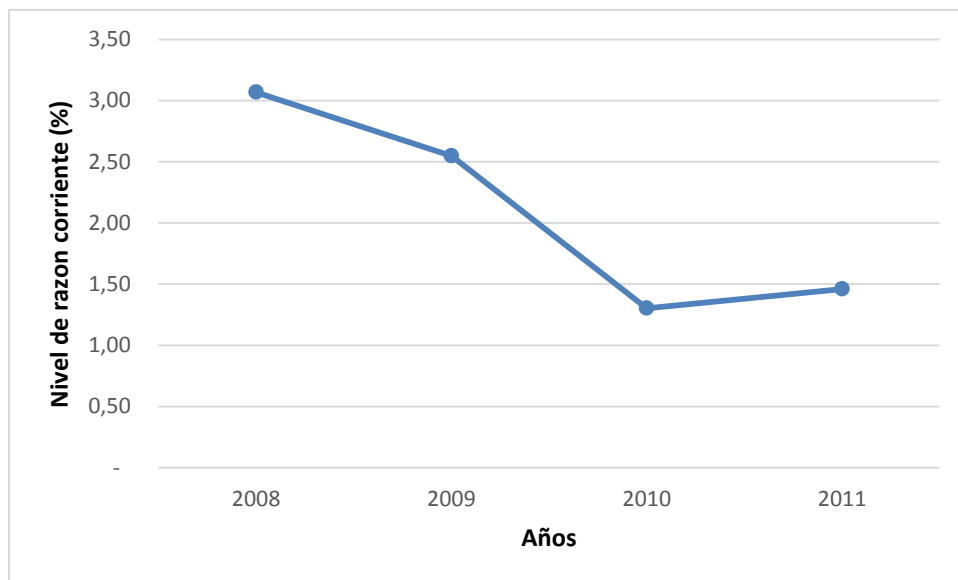
6.3. Indicadores Financieros

Se analizarán indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad. Dentro de los indicadores liquidez se analiza la razón corriente. Como razón de actividad se presenta la rotación del activo. El nivel de endeudamiento se analiza como indicador de riesgo. Finalmente, la rentabilidad se mide a través de ROA y ROE.

Liquidez

En la gráfica 16 se presenta la evolución de la razón corriente de Interbolsa para el periodo analizado.

Gráfica 16. Evolución del nivel de Razón corriente de Interbolsa S.A (2008-2011)



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

Una de las razones para el descalabro de la comisionista en el 2012 es argumentando debido a que la empresa estaba pasando por unos fuertes problemas de liquidez. No obstante al analizar los registros de la empresa se

observa que para el 2011 la empresa presentaba una razón corriente de 1,46, dado que este indicador es mayor a uno esto indica que a corto plazo la empresa está en la capacidad de cubrir todas sus deudas, o en otras palabras que dados sus pasivos a corto plazo, estos son inferiores a sus activos corrientes y la empresa podría pagarle a todos sus acreedores.

Adicionalmente hay que afirmar que al observar la información financiera de la empresa se ve que no existen pasivos a largo plazo esto indica que los activos corrientes de la empresa son capaces de cubrir no solo la deuda a corto plazo sino que dada la composición del pasivo de la empresa estos activos son capaces de cubrir toda la deuda de la empresa.

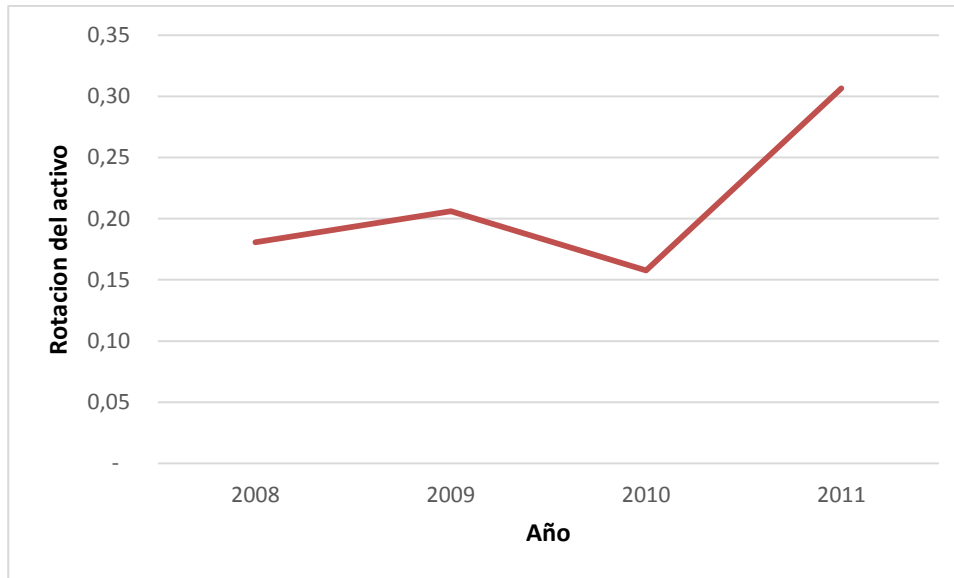
Por último hay que aclarar que no se utilizó la prueba ácida para medir la liquidez ya que Interbolsa no registra inventarios en su balance general por ende sería irrelevante tomar la prueba ácida como un buen indicador.

No obstante, vale la pena denotar que al observar el comportamiento de la gráfica, se puede ver como la empresa presenta una tendencia negativa, se da porque del 2008 al 2010 la razón corriente de la empresa sufre una importante caída ya que pasa de 3,07 a 1,3 en apenas dos años, lo cual significa que en ese tiempo la empresa perdió una vasta porción de su capacidad para cubrir sus deudas a corto plazo, ya para el 2011 la empresa repunta y se estabiliza en una razón de 1,46. Aunque Interbolsa podía cubrir sus deudas a corto plazo, al parecer la empresa estaba perdiendo liquidez y esto se debe a que el activo corriente de la empresa disminuía mientras que el pasivo corriente presentaba aumentos.

Actividad

En la gráfica 17 se presenta la evolución de la rotación del activo de Interbolsa para el periodo analizado.

Gráfica 17. Evolución de la Rotación de activos de Interbolsa S.A para el periodo
2008-2011



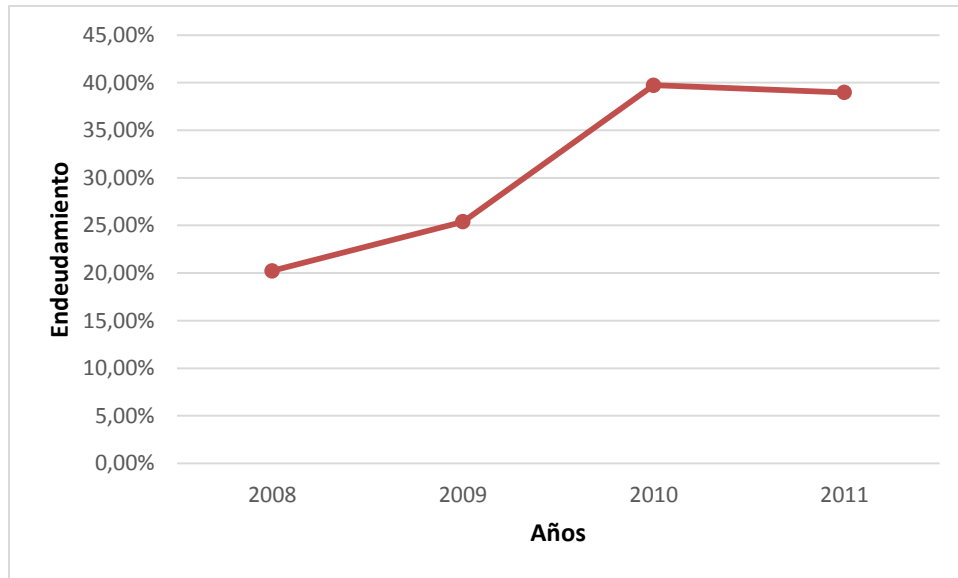
Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

En la gráfica 17 se tiene el comportamiento de la rotación de activos de la empresa. Es decir, la capacidad que tiene una empresa para poder transformar sus activos en ventas o para monetizar los activos de la empresa. En el primer año se tiene una rotación de 0,18, es decir que en el año los activos se transformaron en ventas solo 0,18 veces. Para el 2009 la rotación de activos de la empresa aumento y paso a ser de 0,21, presentando un aumento. Ya para el 2010 se presenta un decrecimiento y el indicador llega a 0,16. Y en el 2011, un año antes del colapso la rotación del activo llega a ser de 0,31, lo cual es el valor más alto en todo el periodo analizado. No obstante vale la pena resaltar que el indicador muestra una ineficiencia por parte de la empresa en transformar sus activos en ventas.

Endeudamiento

La evolución del nivel de endeudamiento de Interbolsa para el periodo 2008-2011 se presenta en la gráfica 18.

Gráfica 18. Evolución del nivel de Razón de Deuda de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

Se puede ver la empresa no manejaba altos niveles de endeudamiento, para el 2008 la empresa poseía un endeudamiento de 20.23%, aunque como lo demuestra la línea de tendencia el nivel de endeudamiento desde el 2008 hasta el 2011 subió en 18.74 puntos porcentuales ya que para ese año el nivel de endeudamiento fue de 38.97%. Este nivel de endeudamiento no representa un nivel de riesgo muy alto, ya que significa que la empresa se financió parcialmente con deuda, en otras palabras que los pasivos totales de la empresa representan apenas el 38.97% del total de todos los activos de la empresa.

Rentabilidad

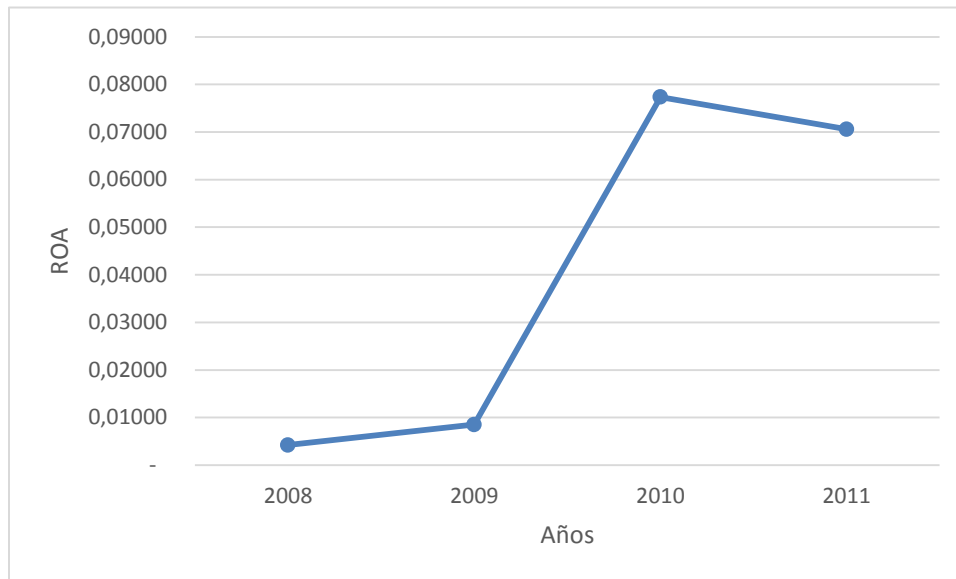
Se analizan la evolución de la rentabilidad del activo y del patrimonio para la empresa, durante el periodo 2008-2011.

Rentabilidad del Activo – ROA

El ROA es un indicador financiero el cual arroja una razón con el cual se analiza que tanto han aportado las ventas de una empresa en relación al volumen de activos que esta posee, es decir que mide la rentabilidad de los activos de una empresa o en otras palabras la capacidad que dichos activos tienen para generar

valor. La gráfica 19 muestra el comportamiento del ROA de Interbolsa para el periodo analizado.

Gráfica 19. ROA de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

Para el 2008 la empresa tenía un ROA inferior al 0,01 el cual se ubicaba en 0,00421 es decir una cifra menor al 1%. Ya para el 2009 este índice llega casi a 0,01 experimentando un incremento interesante. Aunque ya se especificó, vale la pena aclarar que el dato del 2009 está hecho con base a cálculos matemáticos y no es tomado de la información de la empresa. Ya para el 2010 el ROA experimenta un crecimiento brusco ubicándose en una cifra cercana al 0,08 y ya para el 2011 el indicador vuelve a disminuir ubicándose en 0,07.

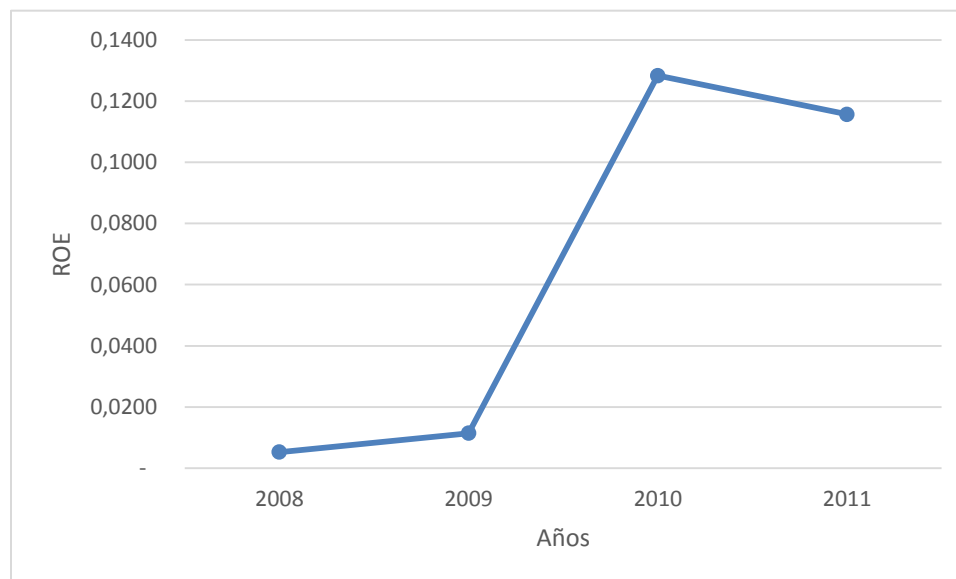
Lo cual indica que en un periodo de dos años la rentabilidad de los activos de Interbolsa se incrementó de forma brusca, es decir que ya pasada la crisis financiera global, la rentabilidad de los activos de la empresa aumentó hasta el año antes de que la empresa quebrara. Al contrastar esta información y compararla con la de la industria podemos ver que la empresa tuvo un comportamiento completamente distinto al de la industria. Empezando por que para el 2008 la empresa tenía un ROA bastante inferior al de la industria y para el

2009 mientras el crecimiento en el ROA no alcanzó a llegar a 0,01, la industria paso a registrar un ROA superior a 0,12. Vale la pena denotar que Interbolsa siempre estuvo por debajo del dato de la industria en los dos primeros años del periodo analizado, no obstante ya para el 2010 y el 2011 mientras que la industria experimentó una fuerte caída, Interbolsa presentó crecimientos bastante fuertes para el mismo periodo, ya que la comisionista se ubicó entre el 0,08 y el 0,07 en 2010 y 2011, mientras que la industria registró rentabilidades del activo del orden de 0,05 y 0,04, respectivamente.

Rentabilidad del patrimonio - ROE

El ROE busca medir la rentabilidad que la empresa le está entregando a sus accionistas, en otras palabras lo que evalúa es como los recursos invertidos en la empresa generan ingresos para los accionistas. La gráfica 20 muestra el comportamiento del ROE de Interbolsa para el periodo analizado.

Gráfica 20. ROE de Interbolsa S.A para el periodo 2008-2011



Fuente: Información tomada de Gestores de crédito

En el 2008 la empresa tenía un ROE de 0,0054, y para el 2009 este experimentó un crecimiento ubicándose en 0,0114, una cifra superior al 0,01 mostrando un alza

en la rentabilidad. No obstante para los periodos 2010 y 2011 este indicador arroja unos datos sumamente elevados dado que pasa a ubicarse en 0,1283 una cifra cercana al 0,13 esto indica que en dos años este índice incremento en más de 11 puntos básicos. Ahora bien al igual que en la sección anterior, al desconocer el dato del 2009 puede darse que teniendo el dato real se pueda dar un mejor análisis de cómo se dio este salto tan brusco. Por último en el 2012 el ROE vuelve a descender y que ubica en una cifra de 0,1157.

Al observar los datos lo que puede notar es que entre el 2009 y el 2010 el indicador experimentó un fuerte crecimiento y esto se debe a que tanto las ventas como el patrimonio crecieron en gran proporción.

Al comparar este comportamiento con el de la industria podemos observar como Interbolsa se vuelve a ubicar en los primeros dos años muy por debajo del resto de la industria. Y que mientras la comisionista tenía un indicador del 0,0053 la industria presentaba uno de 0,04, ya para el 2009 el ROE de conglomerado se ubica en 0,14 mientras que el de Interbolsa registra un 0,0114. Pero en el 2010 el indicador presenta un comportamiento contrario al comparar la empresa con la industria, puesto que mientras el ROE de la industria desciende el de la empresa aumenta. Interbolsa registra un dato de 0,1283 y de 0,1157, y la industria desciende a 0,05719 y 0,04.

7. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN PRESENTADA

El colapso de Interbolsa sorprendió a todo el país, el cual veía en esta empresa un referente en el mercado de capitales y la cual se perfilaba como una de las empresas que acompañaría a Colombia a consolidarse como una economía líder en la región. Para lograr entender la magnitud del colapso de Interbolsa hay que entender lo que esta empresa significaba para el país y para el mercado.

Interbolsa S.A movía el 27% del total negociado en la BVC (Tirado,2006) , es decir que casi una tercera parte de todo lo negociado en la bolsa de valores de Colombia era operado por o a través de Interbolsa. Esto convertía a la empresa

es una líder del mercado y en la cual la mayoría de usuarios confiaban e incluso depositaban su dinero en ella para que la empresa les devolviese rentabilidades sobre el dinero invertido. Además de esto Interbolsa tenía el 21% del mercado de acciones, el 22% de la deuda pública y el 42% de la deuda privada.

Lo ya descrito hacia que la empresa fuese catalogada como uno de los principales creadores de mercado para los títulos de deuda pública TES (Tirado, 2006). Que una empresa con estas características y habiendo presentando unos indicadores los cuales se encuentran por encima del mercado se quiebre en menos de un año deja un gran número de preguntas acerca del funcionamiento interno de la organización.

Después de realizar el análisis financiero de Interbolsa, podemos afirmar que el colapso de Interbolsa se debió en parte a un problema de liquidez que se presentó en la empresa cuando esta empezó a emitir repos con base a acciones de Fabricato, esta última es una de las empresas más grande y representativas del país. Si se analiza lo presentado en este documento se puede ver que la información financiera con la que se trabajó presenta serias diferencias o disparidades con la realidad y con lo ocurrido. No obstante dado el análisis presentado es claro como Interbolsa registra una razón corriente más baja (aunque es superior a 1) y vale la pena recalcar la rotación del activo, que aunque es parecida al índice de la industria vale la pena recalcar que representa una incapacidad de la comisionista para monetizar sus activos.

Fabricato es una empresa especializada en la producción de textiles, ofrece productos para asistir a los mercados nacionales e internacionales. La compañía ofrece una amplia gama de productos textiles y de tejidos tales como hilados, tejidos y no tejidos. Vale la pena denotar que Uno de los principales socios de Interbolsa era Alejandro Corridori un inversionista colombo-italiano el cual era el accionista mayoritario de Fabricato, y por medio de repos que emitió la comisionista con base a deuda de Fabricato, esta entro en problemas de liquidez.

La operación con repos, conllevó a que la empresa sufriera una serie de problemas de liquidez, derivados del dinero que se le entregaba al cliente a cambio de las acciones de Fabricato. Además de esto, para que una repo pueda ser transada la acción debe tener una volatilidad por lo menos media, haciendo que Interbolsa tuviese que buscar mantener la acción de la empresa textil era en los estándares de volatilidad requeridos, por lo tanto a medida que paso el tiempo y se agotó el número de clientes que desearan adquirir las repos de Fabricato, la empresa fue perdiendo liquidez de forma muy veloz y por esto en el corto plazo (menos de un año) la empresa perdió una importante liquidez.

Otro de los principales pilares o temas que rodean al escándalo de Interbolsa es lo referente al Fondo Premium de Curazao, a este tema lo rodean todo tipo de delitos, desde evasión de impuestos hasta falsificación de firmas. En resumidas cuentas el Fondo Premium jugaba el papel de caja menor para Interbolsa, la cual dada su operación con los repos de Fabricato está más necesitada que nunca de liquidez rápida y en grandes cantidades.

El Fondo Premium en sí mismo constituía un fondo donde los clientes elite de Interbolsa ingresaban sus dólares con el fin de que estas ingresaran al país. En si constituía a una especie de captadores de dinero la cual garantizaba que grandes sumas de dinero, dinero que bien fuese declarado o sin declarar, ingresara al país por diferentes conceptos y de esa forma para algunos de sus clientes generaba no tener que pagar impuestos sobre ese dinero.

El fondo operaba de la siguiente manera, un cliente de Interbolsa ingresaba su dinero en dólares al Fondo ubicado en Curazao, el dinero que se ingresaba al fondo se hacía en dólares. Después estos dólares se pasaban a otra cuenta (se presume que esta cuenta estaba en Nueva York) y estos dólares monetizaban en pesos por medio de SPDs, las cuales serían sociedades o una firma comisionista la cual para este caso era Interbolsa.

Como se puede observar este fondo no era del todo transparente ya que por medio de este se realizaba captación masiva de dinero, así como evasión de

impuestos. No obstante para lo referente al caso de los repos de Fabricato, dicho fondo se vio implicado en la operación debido a que con este dinero se compraron acciones y además se emitieron repos sobre las acciones de Fabricato. Además de esto existen versiones de que funcionarios de Interbolsa falsificaron las firmas de algunos clientes del fondo, esto se hizo con el fin de extraer dinero del fondo y mantener las operaciones con repos de Fabricato.

8. MODELO ECONÓMICO

Para complementar el diagnóstico financiero se realizó un modelo econométrico para determinar si existía una relación entre la acción de Fabricato y la de Interbolsa dado que se sospecha por medio de las operaciones con repos se generó una transferencia de liquidez entre una empresa y la otra, y esta relación se puede ver por medio de los precios de la acción.

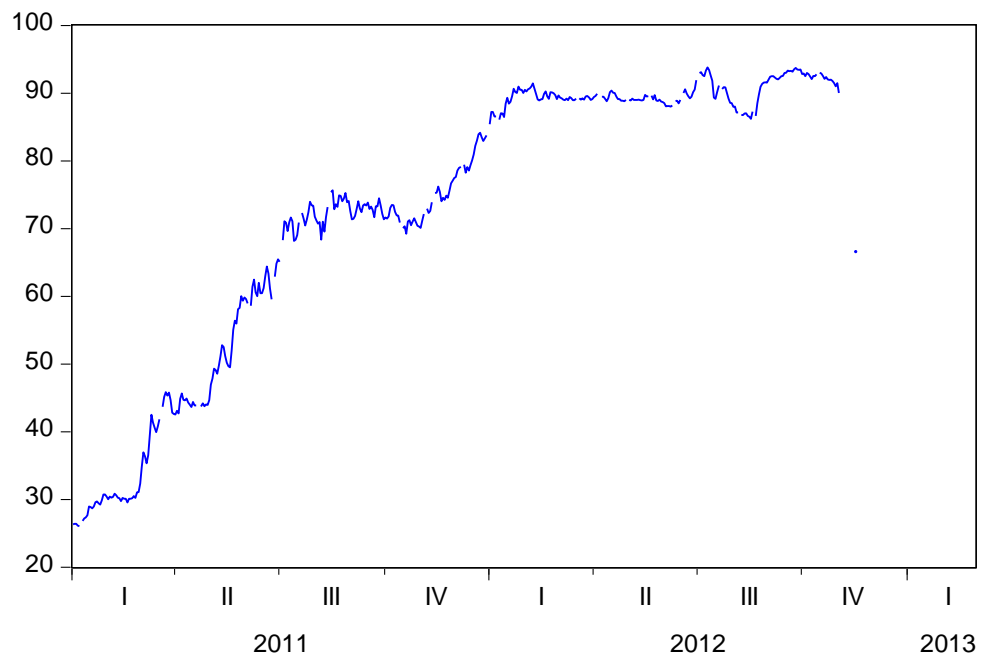
Para comprobar esta teoría, primero se realizará un análisis descriptivo de cada una de las acciones, Interbolsa y Fabricato, y luego se presentará un análisis del comportamiento de las dos acciones en el tiempo.

8.1. Análisis descriptivo

El precio promedio diario de la acción de Fabricato durante el periodo 1 de febrero de 2011 a 28 de febrero de 2013 osciló entre \$26 y \$90. La tendencia durante los 24 meses fue creciente, y se presenta en la Gráfica 21.

Gráfica 21 Evolución del comportamiento de la acción de Fabricato para el periodo de 2011-2013

FABRICATO

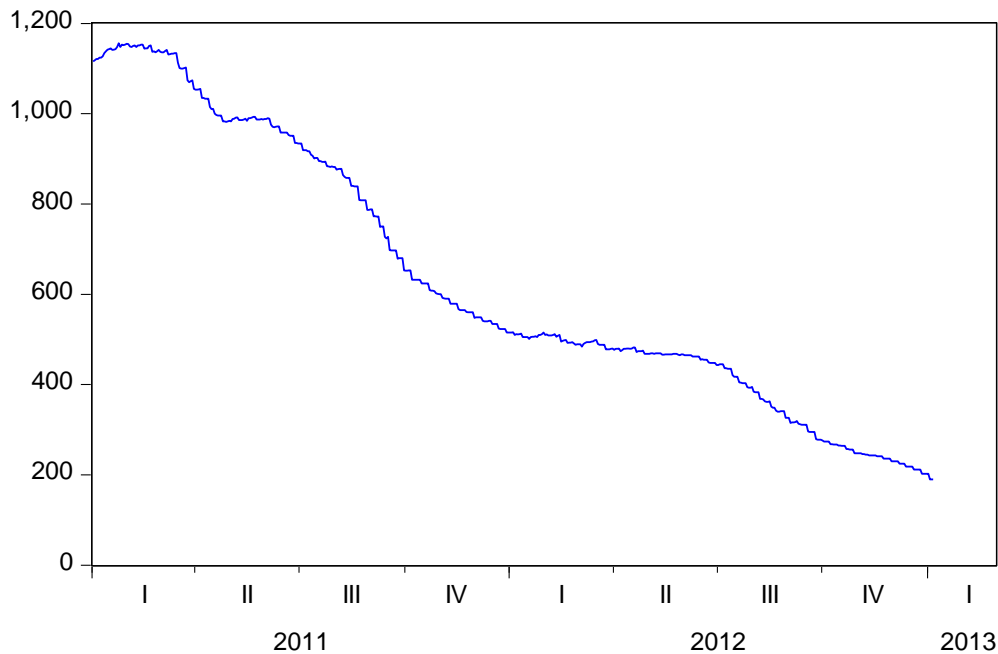


Fuente: Tomado de la página de grupo Aval

El retorno de los inversionistas durante un periodo de 24 meses ascendió 242.32%. Ahora, en cuanto al comportamiento del precio de la acción de Interbolsa se presenta en la Gráfica 22.

Grafica 22. Evolución del comportamiento de la acción de Interbolsa para el periodo de 2011-2013

INTERBOLSA



Fuente: Tomado de la página de grupo Aval

De las gráficas anteriores, se puede observar que las tendencias en los precios de las dos acciones analizadas son inversas.

A partir de febrero del 2011 (I trimestre de 2011) la acción de Fabricato supera la barrera de los 30 pesos por acción y en menos de 11 meses la acción se apareció hasta llegar a 70 pesos por acción, es decir que para este periodo la acción presentó una variación porcentual del 133%, lo cual en teoría significaría que el mercado estaba apostando por dicha acción, pero por el contrario esto solo constituía los movimientos con repos que se hacían al interior de Interbolsa.

De manera contraria, al observar el comportamiento de la acción de Interbolsa para el mismo periodo vemos como ésta presentó una variación negativa del orden de 16%.

Aquí ya se presenta una inconsistencia importante entre el diagnóstico financiero de la empresa y la percepción que el mercado de capitales estaba teniendo de ella. Es así como Interbolsa, empresa que estaba ocupando el segundo puesto en

ventas del sector, con niveles de deuda bastante bajos, y una alta capacidad en el pago de sus deudas de corto plazo, presentaba un detrimento en el valor de su acción, en menos de un año. Más aún como presentó un colapso dos años más tarde.

La respuesta a esta inconsistencia se puede encontrar al observar el comportamiento de del precio de las acciones de Interbolsa. En primer lugar hay que ver que para el periodo comprendido entre el primero de enero del 2011 hasta el 29 de noviembre del mismo año la acción de la comisionista disminuyó 58,11%, y la única repuesta que se puede tener para un movimiento de esta magnitud en un periodo tan corto se debe a la falta de confianza que generó en el sector, lo que poco a poco llevó a que los consumidores decidieran vender la acción de Interbolsa obligando a que su precio cayera.

No obstante, esta no es la única razón para que este suceso ocurriera. Como ya se explicó, el sistema de los repos de Fabricato necesitaba que Interbolsa buscara clientes a los cuales les pudiera ofrecer las repos de Fabricato y de esa forma cubrir lo generado por el apalancamiento que el cliente inicial se llevaba. Interbolsa no fue capaz de sostener esta operación por mucho tiempo, y perdió liquidez de forma acelerada.

Y aunque vale la pena resaltar que los repos son operaciones las cuales buscan generar liquidez a corto plazo, en este caso la liquidez la ganó Fabricato, la cual provino de Interbolsa, por lo que para el mismo periodo en el cual el precio de la acción de Interbolsa disminuyó el de Fabricato aumentó en un 28,57%.

En otras palabras, se podría afirmar que los crecimientos de Interbolsa fueron meramente ficticios y esto llevó a que a medida que el mercado pensaba que la acción de Fabricato se consolidaba como una de las acciones más atractivas del mercado, al final del día esta operación era soportada por la liquidez de Interbolsa.

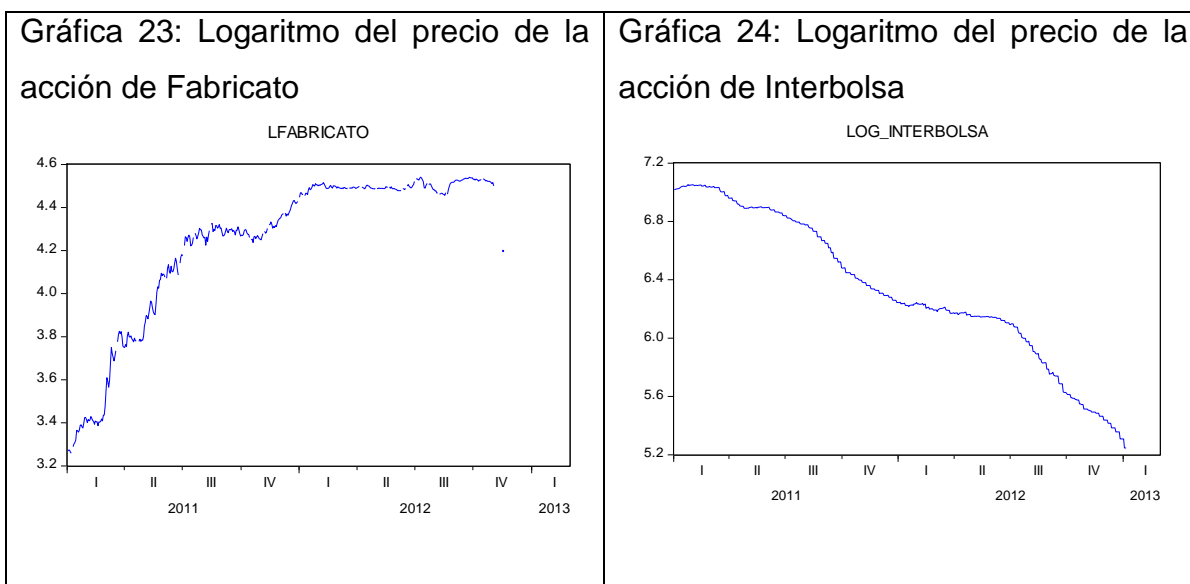
El desplome de la acción de la comisionista llevó a una generación de pánico financiero, lo cual como se puede observar aceleró el proceso de caída del precio

de la acción en los últimos meses del 2012. De esta manera una de las comisionistas más grandes de Colombia en menos de un año pasó de ser una de las empresas más importantes del sector a ser una empresa con serios problemas financieros, y a punto de declararse en quiebra.

8.2. Análisis de Series de Tiempo

El comportamiento del precio diario de las acciones de Interbolsa y Fabricato para el periodo 1 de enero de 2011 a 28 de febrero de 2013 se presentó en la gráficas 22 y 23.

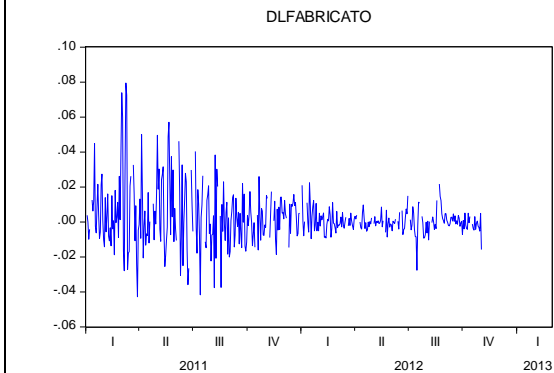
Se observa que los precios de las acciones de Fabricato e Interbolsa presentan tendencia positiva y negativa, respectivamente, por lo cual se aplicó la transformación logaritmo para suavizarla. A continuación se presenta la gráfica de las series con logaritmo:



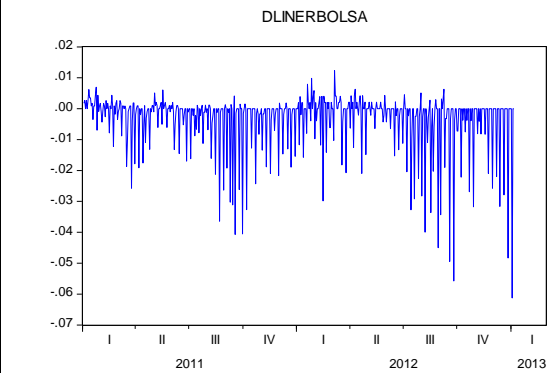
Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, dado que a simple vista la tendencia de las dos series persiste, es decir no son series estacionarias, se requiere diferenciarlas una vez. A continuación se presentan las series con una diferencia, es decir los retornos de cada una de las acciones:

Gráfica 25: Retorno del precio de la acción de Fabricato



Gráfica 26: Retorno del precio de la acción de Interbolsa



Fuente: Elaboración Propia

Se concluye que las series de los retornos logarítmicos de los precios de las acciones de Fabricato e Interbolsa se comportan como procesos estacionarios con clusters de volatilidad en algunos periodos.

A las series con las diferencias se les estimará un modelo de series de tiempo. Las funciones de auto correlación simple y parcial se presentan en el Anexo 4 y 5.

De la función de autocorrelación del retorno de Interbolsa se observa que el precio de la acción del día de hoy depende del precio de la acción de dos, cinco, nueve, dieciséis, diecinueve, veinte, veinticuatro y cuarenta y siete días atrás. Es decir que el precio de la acción de Interbolsa de hace dos meses o más no tiene incidencia en el precio de la acción de hoy.

$$(1 - \phi_2 L^2 - \phi_5 L^5 - \phi_9 L^9 - \phi_{16} L^{16} - \phi_{19} L^{19} - \phi_{20} L^{20} - \phi_{24} L^{24} - \phi_{47} L^{47})$$

$$I_{\text{precio_Interbolsa}} = (1 - \theta_1 L) \varepsilon_t$$

A continuación se presenta su estimación, la cual se desarrolló utilizando el software Eviews (Anexo 6)

Se observa que para el caso de Interbolsa el retorno de la acción de hace dos días afecta de manera negativa el precio del retorno de hoy en -9,26%, es decir que si la acción hace dos días bajó, hoy la acción se incrementará en 9,26%. Por otro lado el retorno de la acción de hace cinco días traerá una disminución del 37,50% en el precio de la acción hoy.

Las variables independientes del modelo explican el 28.97% de las variaciones de la variable dependiente, el cual es un valor moderado, sin embargo, sería necesario incluir otras variables del entorno,

De la función de autocorrelación del retorno de Fabricato se observa que el precio de la acción del día de hoy depende del precio de la acción de hace uno, tres, cuatro, cinco, diez, once y veintisiete días atrás. Además se realizó una sensibilidad de la relación entre el precio de bolsa de Fabricato y el de Interbolsa, y se obtuvo que el retorno de hoy de Fabricato estaba explicado además por el precio que presentaba la acción de Interbolsa seis días antes. Es decir que el precio de la acción de Fabricato de hace un mes o más no tiene incidencia en el precio de la acción de hoy. Sin embargo, el precio que presentaba Interbolsa una semana antes, incidía de manera inversa en el precio de bolsa de Fabricato.

$$(1 - \phi_1 L - \phi_2 L^2 - \phi_3 L^3 - \phi_4 L^4 - \phi_5 L^5 - \phi_{10} L^{10} - \phi_{11} L^{11} - \phi_{27} L^{27})$$

$$I_{\text{precio_Fabricato}} = (1 - \theta_1 L) \varepsilon_t$$

A continuación se presenta su estimación, la cual se desarrolló utilizando el software Eviews (Anexo 7)

Para este caso se ve que el retorno de la acción de Interbolsa de hace seis días disminuye esto afecta el retorno de la acción de Fabricato hoy, haciendo que esta se incremente en 21,789%. Por otro lado si el retorno de la acción de hace diez días disminuye, entonces el precio de la acción de hoy aumenta en 59,30%.

Por otro lado el modelo explica más del 50% de las variaciones de la variable dependiente, el cual es un valor relativamente bueno, lo cual hace que el modelo efectivo a la hora de predecir los retornos.

9. CONCLUSIÓN

Del caso de Interbolsa podemos analizar más que todo como impresiona que una empresa tan grande e importante como la comisionista en menos de un año se viera atrapada en el caos, cuesta creer que una empresa la fue un referente por muchos años para el sector financiero y específicamente la inversión en el mercado de capitales se vea implicada en una operación tan grande y catastrófica como la de Fabricato, la cual hizo desaparecer a la empresa y hoy en día verse enfrentada a una serie de complejos procesos jurídicos en los cuales el país tiene puestos sus ojos con el fin de encontrar culpables.

Como se ha mencionado a lo largo de este documento, una empresa la cual contaba con buenos indicadores financieros así como un nombre de peso en el mercado se venga abajo en apenas un año es algo inimaginable, no obstante esto no es imposible. Dado que aunque la información presentada aparentemente era muy sólida, la realidad es que la confianza que el mercado tenía en la acción no era la mejor y esto se puede ver a medida que el precio de la acción de la comisionista desciende.

La empresa buscó generar un crecimiento en la acción de Fabricato y aunque en una primera instancia los incrementos que experimento la acción fueron espectaculares, al final del día estos se derivaron nada más de la manipulación que se lograba por medio de la comisionista.

Como se indicó en el diagnóstico financiero la empresa se perfilaba como una de las más sólidas del sector, esto se evidencio a medida que se analizó la información financiera de la empresa y esta se comparó con la del sector.

No obstante lo que se con el modelo de series de tiempo es una gran desconfianza por parte del mercado hacia la acción de Interbolsa y que aunque la empresa trataba de salir a desmentir sus problemas al publicar información financiera falsa, el mercado no estaba convencido de esto y por ende la desconfianza se permeo en todo el merado.

En conclusión el colapso de la comisionista más importante de Colombia se debe a la construcción de una operación la cual buscó garantizarles a los clientes de la misma el sustento derivado de las acciones compradas. Para Interbolsa las operaciones con repos se pusieron en su contra, dado que a estas operaciones al ser de corto plazo, esto llevó a que la empresa perdiese de forma acelerada su liquidez conllevando a que su acción se desplomase y generando así pánico en el mercado y que todo culminase con la fractura de la misma.

El modelo de series de tiempo es una herramienta cuantitativa que contribuye a dar respuesta a lo que ocurrió. Y el diagnóstico financiero y la comparación con la industria simplemente expone la existencia de una disparidad entre la información publicada y lo que ocurría al interior de la empresa. De ahí que esto ponga en evidencia un problema ético de la dirigencia de la comisionista al presentar información a los entes de control, que no concuerda con la situación real de la empresa.

Bibliografía

Banco de la Republica. (27 de Febrero de 2015). *Banco de la República Banco Central de Colombia*.

Obtenido de <http://banrep.gov.co/es/contenidos/page/qu-son-las-operaciones-repo>

Gestor Comercial y de credito. (16 de Septiembre de 2014). *Gestor Comercial y de credito*.

Obtenido de

<https://nebulosa.icesi.edu.co/login?qurl=http%3a%2f%2fwww.gestorcc.org%2funiversidades%2flogonuniversidades.aspx>

Superintendencia Financiera de Colombia. (25 de Febrero de 2015). *Superintendencia Financiera de Colombia*. Obtenido de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>

Tirado, Á. (2006). *VII Foro de Inversionistas Panama*.

Anexos

Anexo 1. Principales 20 accionistas de Interbolsa

	NIT/Id	Share holder	Numer of Stocks	Percentage share
1	8002248278	ING PENSIONES OBLIGATORIAS FONDO MODERADO	15.416.354,00	7,46%
2	9000792871	LATINOAMERICANA DE INVERSIONES SUMO S.A.	12.308.586,00	5,96%
3	8600041171	HELADOS MODERNOS DE COLOMBIA S.A.	11.507.516,00	5,57%
4	8600365472	CUAMA S.A	10.297.866,00	4,99%
5	8300942698	VALORES INCORPORADOS S.A.	9.010.882,00	4,36%
6	9000094284	ASTON ANDEAN PARTNERS LIMITED	8.301.406,00	4,02%
7	8001874362	NARITA INVESTMENTS INCORPORATED	8.099.327,00	3,92%
8	9000094363	KISTLER HOLDINGS LIMITED	7.914.252,00	3,83%
9	90000792864	INDUFIN INTERNACIONAL S.A.	7.794.997,00	3,77%
10	80421060	JOSE SANTIAGO SARMIENTO VARELA	7.746.454,00	3,75%
11	8909071570	BOLSA Y RENTA S.A.	6.997.101,00	3,39%
12	98543267	MESA RESTREPO LUIS GERMAN	6.541.426,00	3,17%
13	8600368563	JARAMILLO BOTERO TOMAS	5.627.917,00	2,72%
14	8600368563	MALTA S.A.	4.925.886,00	2,38%
15	8305071852	COMPAÑÍA COLOMBIANA DE CAPITALS S.A.	4.875.661,00	2,36%
16	9000826811	LAS TRES PALMAS LTDA.	4.530.853,00	2,19%
17	8600150679	NACIONAL DE CAPITALS S.A.	4.462.839,00	2,16%
18	8600150679	TECNICA VIAL S EN C A	3.636.015,00	1,76%
19	9000453241	TEGLAND COMPANY LTD	3.580.866,00	1,73%
20	8001874362	NARITA INVESTMENTS INCORPORATED	2.992.735,00	1,45%

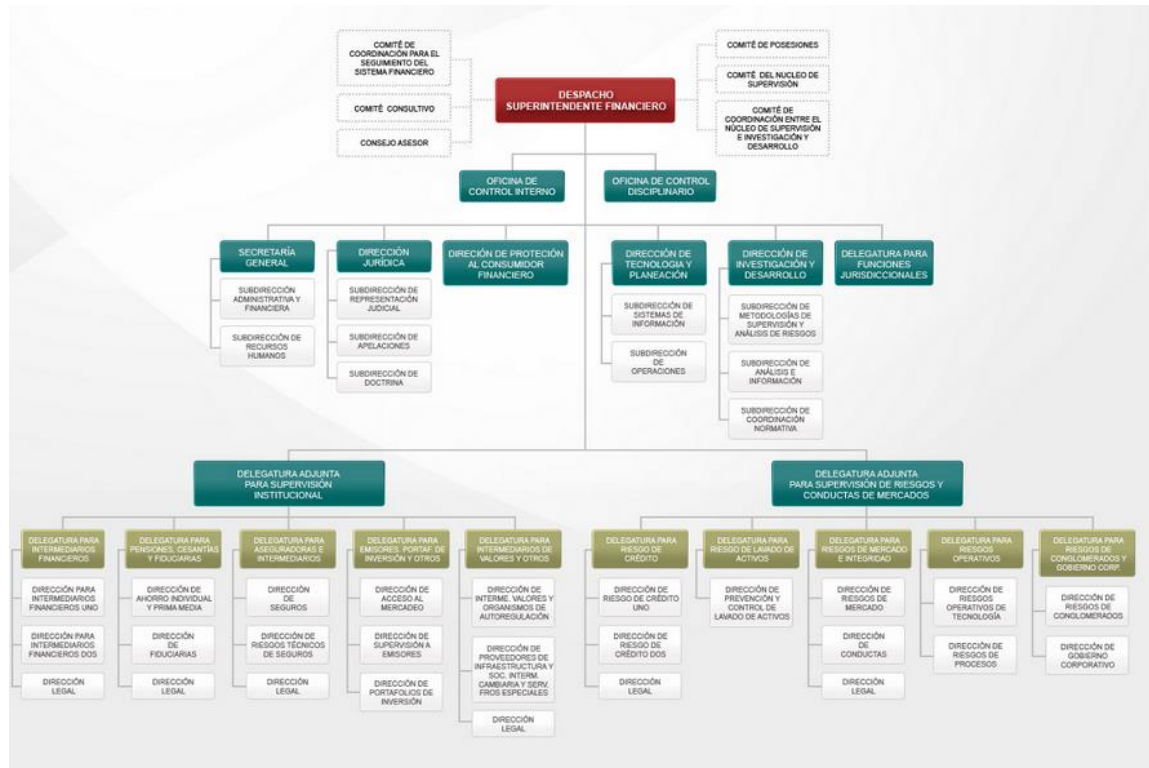
Fuente: Interbolsa (2012)

Anexo 2. Listado de las comisionistas de bolsa inscritas en BVC a diciembre 2014

Comisionista de Bolsa
Acciones y Valores S.A.
Afin S.A.
Alianza y Valores S.A.
Asesores en Valores S.A.
Asesoría e Inversiones S.A.
BBVA - Valores Colombia S.A.
BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa
Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa
CIA Profesionales de Bolsa S.A.
Citivaloes S.A.
Compass Group S.A. Comisionista de Bolsa
Corredores Asociados S.A.
Credicorp Capital
Divivalores S.A.
Global Securities Colombia S.A.
HELM Comisionista de Bolsa S.A.
Larrain Vial Colombia S.A. Comisionista de Bolsa
Old Mutual Skandia Valores S.A. Comisionista de Bolsa
Scotia Securities (Colombia) S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa
Serfinco S.A.
Servivalores GNB Sudameris S.A. Comisionista de Bolsa
Ultrabursatiles S.A.
Valores Bancolombia S.A. C.B.

Fuente: BVC (2014)

Anexo 3. Organigrama de la superfinanciera



<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?IServicio=Publicaciones&Tipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=20492>

Anexo 4: Función de Autocorrelación del retorno de Interbolsa

Date: 05/20/15 Time: 15:07

Sample: 1/03/2011 2/28/2013

Included observations: 524

Partial		AC	PAC	Q-Stat	Prob
Autocorrelation	Correlation				
		-	-		
* .	* .	1	0.113	0.113	6.7306 0.009
		-	-		
* .	* .	2	0.129	0.144	15.533 0.000
		-	-		
. .	. .	3	0.001	0.035	15.533 0.001

. .	. .	4 0.070 0.049 18.148 0.001
. ***	. ***	5 0.401 0.427 103.37 0.000
		-
. .	. *	6 0.030 0.130 103.85 0.000
		-
. .	. .	7 0.064 0.074 106.07 0.000
		- -
. .	. .	8 0.017 0.032 106.22 0.000
. *	. *	9 0.174 0.108 122.34 0.000
. *	. .	10 0.154 0.020 135.12 0.000
. .	. *	11 0.052 0.119 136.57 0.000
		- -
* .	. .	12 0.068 0.013 139.03 0.000
		- -
. .	. .	13 0.027 0.031 139.43 0.000
. *	. .	14 0.176 0.022 156.09 0.000
. *	. .	15 0.121 0.069 163.99 0.000
. .	. .	16 0.056 0.068 165.68 0.000
		-
. .	. .	17 0.052 0.035 167.15 0.000
		- -
. .	. .	18 0.042 0.055 168.09 0.000
. **	. *	19 0.238 0.130 199.05 0.000
. *	. *	20 0.121 0.078 207.02 0.000
		- -
* .	. .	21 0.067 0.044 209.47 0.000
		- -
* .	* .	22 0.091 0.109 214.06 0.000
. *	. .	23 0.082 0.031 217.75 0.000
. **	. *	24 0.236 0.090 248.41 0.000
. .	. .	25 0.002 - 248.42 0.000

				0.037		
				-	-	
. .	. .	26	0.061	0.009	250.49	0.000
				-	-	
. .	. .	27	0.041	0.003	251.42	0.000
. *	. .	28	0.135	0.042	261.51	0.000
				-		
. *	. .	29	0.115	0.026	268.84	0.000
. .	. .	30	0.021	0.034	269.07	0.000
				-	-	
* .	. .	31	0.070	0.037	271.85	0.000
				-	-	
. .	. .	32	0.023	0.016	272.15	0.000
				-		
. *	. .	33	0.118	0.025	279.99	0.000
				-		
. .	* .	34	0.012	0.090	280.07	0.000
				-		
. .	. .	35	0.054	0.011	281.72	0.000
				-	-	
. .	. .	36	0.059	0.007	283.70	0.000

Anexo 5: Función de Autocorrelación del retorno de Fabricato

Date: 05/20/15 Time: 15:08

Sample: 1/03/2011 2/28/2013

Included observations: 426

			Partial			
Autocorrelation	Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. **	. **	1	0.221	0.221	20.984	0.000

		-	-	
* .	* .	2	0.068 0.123 22.998	0.000
		-	-	
* .	* .	3	0.164 0.127 34.544	0.000
. .	. .	4	0.003 0.068 34.547	0.000
. *	. .	5	0.094 0.060 38.411	0.000
. *	. .	6	0.081 0.029 41.265	0.000
. .	. .	7	0.021 0.018 41.466	0.000
. .	. *	8	0.068 0.097 43.488	0.000
		-	-	
. .	. .	9	0.011 0.015 43.540	0.000
		-	-	
. .	. .	10	0.006 0.002 43.557	0.000
. .	. *	11	0.055 0.081 44.885	0.000
. .	. .	12	0.064 0.028 46.712	0.000
. .	. .	13	0.052 0.024 47.922	0.000
. .	. .	14	0.019 0.020 48.074	0.000
		-	-	
. .	. .	15	0.058 0.056 49.568	0.000
. .	. .	16	0.044 0.071 50.434	0.000
		-	-	
. .	. .	17	0.000 0.048 50.434	0.000
		-	-	
. .	* .	18	0.051 0.069 51.594	0.000
. .	. .	19	0.019 0.054 51.762	0.000
		-	-	
. .	. .	20	0.031 0.003 52.198	0.000
		-	-	
. .	. .	21	0.002 0.039 52.201	0.000
		-	-	
. .	. .	22	0.047 0.036 53.191	0.000

			-	-		
. .	. .	23	0.040	0.002	53.919	0.000
			-	-		
. .	. .	24	0.005	0.024	53.932	0.000
. .	. .	25	0.021	0.001	54.133	0.001
			-	-		
. .	. .	26	0.043	0.040	54.992	0.001
. .	. .	27	0.017	0.002	55.121	0.001
. .	. *	28	0.062	0.078	56.887	0.001
. .	. .	29	0.062	0.033	58.644	0.001
. .	. .	30	0.031	0.021	59.086	0.001
			-	-		
. .	. .	31	0.062	0.029	60.832	0.001
. .	. .	32	0.015	0.062	60.936	0.002
. .	. .	33	0.073	0.049	63.442	0.001
. *	. .	34	0.087	0.067	66.931	0.001
. .	. .	35	0.043	0.035	67.813	0.001
			-	-		
. .	. .	36	0.041	0.050	68.592	0.001

Anexo:6 Estimación del Modelo de Interbolsa

Dependent Variable: D(LOG(INTERBOLSA))

Method: Least Squares

Date: 05/15/15 Time: 12:24

Sample (adjusted): 3/10/2011 1/04/2013

Included observations: 477 after adjustments

Convergence achieved after 6 iterations

MA Backcast: 3/09/2011

Variable	Coefficien	t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(2)	-0.092654		0.038541	-2.404031	0.0166
AR(5)	0.375080		0.042712	8.781610	0.0000
AR(9)	0.133217		0.041776	3.188831	0.0015
AR(16)	0.098238		0.042604	2.305842	0.0216
AR(19)	0.143326		0.046654	3.072086	0.0022
AR(20)	0.091078		0.042846	2.125703	0.0341
AR(24)	0.101463		0.047431	2.139186	0.0329
AR(47)	0.143029		0.042009	3.404712	0.0007
MA(1)	-0.231655		0.045758	-5.062607	0.0000
					-
Mean dependent					0.00374
R-squared	0.301677	var			0
Adjusted R-squared					0.00965
S.D. dependent var					2
					-
					6.76673
S.E. of regression	0.008134	Akaike info criterion		9	
					-
					6.68810
Sum squared resid	0.030967	Schwarz criterion		7	
					-
					6.73582
Log likelihood	1622.867	criter.		2	
Durbin-Watson stat					2.000327
<hr/>					
Inverted AR Roots	1.00	.94+.11i	.94-.11i	.93-.26i	
	.93+.26i	.88+.36i	.88-.36i	.81-.49i	

.81+.49i	.75+.60i	.75-.60i	.66-.69i
.66+.69i	.56+.78i	.56-.78i	.46+.85i
.46-.85i	.32-.91i	.32+.91i	.25-.96i
.25+.96i	.10+.95i	.10-.95i	-.01+.97i
-			
-.01-.97i	.15+.93i	-.15-.93i	-.29-.91i
-			
-.29+.91i	.41+.87i	-.41-.87i	-.52-.80i
-.52+.80i	-.63-.73i	-.63+.73i	-.71+.66i
-			
-.71-.66i	.80+.54i	-.80-.54i	-.86+.45i
-.86-.45i	-.90-.32i	-.90+.32i	-.93+.20i
-.93-.20i	-.95-.06i	-.95+.06i	

Inverted MA Roots .23

Anexo:7 **Estimación del Modelo de** Fabricato

Dependent Variable: D(LOG(FABRICATO))

Method: Least Squares

Date: 05/15/15 Time: 12:17

Sample (adjusted): 2/18/2011 10/12/2012

Included observations: 71 after adjustments

Convergence achieved after 6 iterations

Variable	Coefficien	t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINERBOLSA(-					
6)	-0.217895	0.115913	-1.879811	0.0648	
AR(1)	0.438745	0.092485	4.743982	0.0000	

AR(3)	-0.259810	0.090526	-2.869991	0.0056
AR(4)	0.338391	0.103967	3.254794	0.0018
AR(5)	0.419583	0.108222	3.877078	0.0003
AR(10)	-0.593062	0.128897	-4.601056	0.0000
AR(11)	0.327516	0.147258	2.224093	0.0297
AR(27)	-0.245029	0.136862	-1.790340	0.0782

		Mean dependent	0.00418
R-squared	0.576306	var	7
Adjusted R-			0.02070
squared	0.529229	S.D. dependent var	1
			-
			5.56484
S.E. of regression	0.014204	Akaike info criterion	5
			-
			5.30989
Sum squared resid	0.012710	Schwarz criterion	5
			-
		Hannan-Quinn	5.46345
Log likelihood	205.5520	crit.	9
Durbin-Watson			
stat	1.728838		

Inverted AR Roots	.99+.10i	.99-.10i	.92+.29i	.92-.29i
	.78-.49i	.78+.49i	.61+.70i	.61-.70i
	.51-.89i	.51+.89i	.30-.90i	.30+.90i
	.09-.98i	.09+.98i	-.10+.91i	-.10-.91i
	-.36-.82i	-.36+.82i	-.58+.77i	-.58-.77i
	-.69+.60i	-.69-.60i	-.85+.37i	-.85-.37i
	-.90	-.95-.27i	-.95+.27i	

Estimated AR process is nonstationary
