

**CONCENTRACIÓN DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO:
UN ANÁLISIS DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS DE BOLSA (2006 – 2014).**

CLASIFICACIÓN JEL: L13, L89, G24

JULY DANIELA JIMÉNEZ RUIZ

TESIS DE GRADO PARA OBTENER EL TITULO DE ECONOMISTA



ESCUELA COLOMBIANA DE INGENIERIA “JULIO GARAVITO”

PROGRAMA DE ECONOMÍA

Bogotá, D.C., Diciembre de 2015

**CONCENTRACIÓN DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO:
UN ANÁLISIS DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS DE BOLSA (2006 – 2014).**

CLASIFICACIÓN JEL: L13, L89, G24

AUTOR: JULY DANIELA JIMÉNEZ RUIZ

TUTOR: OSCAR JAVIER MARTINEZ HERRERA



TESIS DE GRADO PARA OBTENER EL TÍTULO DE ECONOMISTA

ESCUELA COLOMBIANA DE INGENIERIA “JULIO GARAVITO”

PROGRAMA DE ECONOMÍA

Bogotá, D.C., Diciembre de 2015

AGRADECIMIENTOS

En este apartado quiero agradecer a Dios por darme la cualidades que me permitieron culminar con éxito mi pregrado en Economía y por poner en mi camino todas las personas que de una u otra forma contribuyeron en la realización del presente trabajo y en mi desarrollo profesional y personal durante mi vida universitaria.

Agradecimiento a mi familia, en especial a mis padres Héctor Jiménez y María Ruiz quienes han contribuido con sus enseñanzas y apoyo incondicional en mi formación como Economista y como persona, a mis hermanas por siempre brindarme su cariño y apoyo.

Igualmente quiero agradecer a todos mis profesores, compañeros y amigos por cada momento vivido durante mi paso por la Escuela, que quedará guardado en mi mente y mi corazón mientras continuo mi camino como egresada de mi universidad. En especial un agradecimiento al profesor Oscar Martínez, mi tutor, por su guía y apoyo en la realización de este trabajo.

Finalmente quiero dar un reconocimiento especial al programa de Becas Julio Garavito de la Escuela Colombiana de Ingeniería, por la experiencia que me permitieron vivir derivada de mi formación como becaria, al acompañamiento continuo y al apoyo y voto de confianza que recibí desde que entre a la Escuela.

TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	6
2. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO	8
2.1 ESTRUCTURA	8
2.2 CLASIFICACIÓN	13
2.3 TIPOLOGIA DE VALORES	14
2.4 EL MERCADO DE VALORES EN CIFRAS	17
3. MARCO TEÓRICO	21
4. MARCO METODOLÓGICO	30
5. RESULTADOS	35
6. CONCLUSIONES	42
7. BIBLIOGRAFÍA	43
8. ANEXOS	46

**CONCENTRACIÓN DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO:
UN ANÁLISIS DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS DE BOLSA (2006 – 2014).**

RESUMEN

Dada la importancia en la economía del mercado de valores de Colombia, en el presente trabajo de investigación se busca entender su funcionamiento y estructura a través del análisis del grado de concentración. Mediante el uso de los indicadores provistos por la teoría de la organización industrial y con base en datos de los montos negociados través de la Bolsa de Valores de Colombia, se devela que los procesos de fusiones y liquidaciones que han marcado el comportamiento de las firmas comisionistas de bolsa en los últimos años, han hecho un mercado moderadamente concentrado y en algunos años altamente concentrado. No obstante, al diferenciar entre los instrumentos de renta fija y renta variable se encuentra un mayor nivel de concentración en el primero.

PALABRAS CLAVE: Concentración, Teoría de la Organización Industrial, Fusiones y liquidaciones, Renta fija y variable, Sistema Transaccional y de registro.

CLASIFICACIÓN JEL: L13, L89, G24

1. INTRODUCCIÓN

El 23 de noviembre de 1928, mediante la firma de la escritura pública No. 1702 de la Notaria Tercera de Bogotá, se creó el mercado de valores en Colombia, mediante la constitución de la sociedad anónima Bolsa de Bogotá; dando paso a las transacciones bursátiles en nuestro país. En los últimos años dicho mercado, al igual que el sistema bancario, ha venido cobrando importancia por el rol que juega el sistema financiero en el desarrollo de la economía, dado que los intermediarios financieros se encargan del manejo de los recursos, asignándolos a los sectores con mayor rentabilidad y productividad del sistema económico (Estrada y Gutiérrez–Rueda, 2008). Sin embargo, a pesar de las ventajas del sistema financiero, las recientes crisis económicas en el mundo han sido causadas principalmente por desequilibrios en este sistema, sumado a un mundo cada vez más globalizado en el que rápidamente se transmiten las crisis económicas y financieras entre los países.

Hoy en día el mercado de valores es un mercado organizado y regulado que permite a los intermediarios y a la Bolsa de Valores de Colombia - BVC satisfacer las necesidades de recursos económicos de los proyectos empresariales, así como entregar herramientas a los colombianos que invierten en su futuro a través de iniciativas rentables como acciones y títulos (BVC, 2009). Tan sólo en el año 2014, a través de los sistemas de la Bolsa de Valores de Colombia, se negoció un total de \$1.403,43 billones de pesos (BVC, 2015), alrededor de 2.7 veces el PIB nominal de nuestro país en el mismo año.

Dada la importancia en la economía de este sector y de los agentes que participan, la no despreciable suma de recursos que se mueven diariamente por el mercado de valores colombiano y la vulnerabilidad a la que está expuesto por crisis financieras tanto internas como globales, el presente trabajo de investigación busca dar un primer paso para entender el funcionamiento económico de dicho mercado y en particular como se relacionan los agentes que participan. Así, se ha planteado la siguiente pregunta: ¿Cuál ha sido el grado de concentración entre las comisionistas de bolsa en los últimos años? Preliminarmente, se ha generado la hipótesis de que el grado de concentración del mercado de valores colombiano

se espera haya aumentado en los últimos años como consecuencia de la liquidación y fusiones de firmas comisionistas de bolsa.

En aras de resolver la pregunta problema y aprobar o rechazar la hipótesis mencionada, se plantea como objetivo general de este trabajo: Analizar el grado de concentración del mercado de valores en Colombia en renta fija y renta variable para el periodo 2006 – 2014. Para lograrlo será necesario cumplir los siguientes objetivos específicos: Describir el funcionamiento del Mercado de Valores Colombiano en los últimos años; describir el valor de las transacciones de renta fija y variable hechas por cada operador de mercado durante los años de estudio; explicar las herramientas de medición de la concentración; calcular el grado de concentración del mercado de valores colombiano por medio de los índices establecidos para tal fin; y explicar qué factores pueden influir en la concentración o desconcentración del mercado de valores en Colombia durante los periodos mencionados y a quien afectaría dicho comportamiento.

Para esto, la investigación se compone de seis (6) secciones principales, de las cuales en la sección I esta la introducción. En la sección II se describe de manera general el funcionamiento del mercado de valores en cuanto a su estructura, clasificación y tipos de valores transados, además de un breve contexto en cifras del sector. En la sección III se establece el marco teórico sobre el cual se fundamenta la investigación y explica los resultados esperados de concentración de mercado. En la sección IV se expone la metodología para ser aplicada en la sección V donde se presentan los resultados. Finalmente en la sección VI se exponen las conclusiones a las que se llega con esta investigación.

2. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO

De acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia, el mercado de valores “*es el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores*” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2008, p.2); dicho mercado hace parte del Sistema Financiero, que como tal es el conjunto de instituciones y operaciones encargadas de transferir recursos de los sectores superavitarios a sectores deficitarios, compuesto por el sistema bancario y el mercado de valores, en el primero los bancos actúan como intermediarios financieros que separada e independientemente se relacionan con ambos sectores, mientras que en el segundo la transferencia de recursos tiene lugar mediante una relación directa entre ambas partes, a través de la emisión de títulos por parte de los sector que requiere recursos y la suscripción de dichos valores por parte de los inversionistas (Fradique-Méndez, 2014).

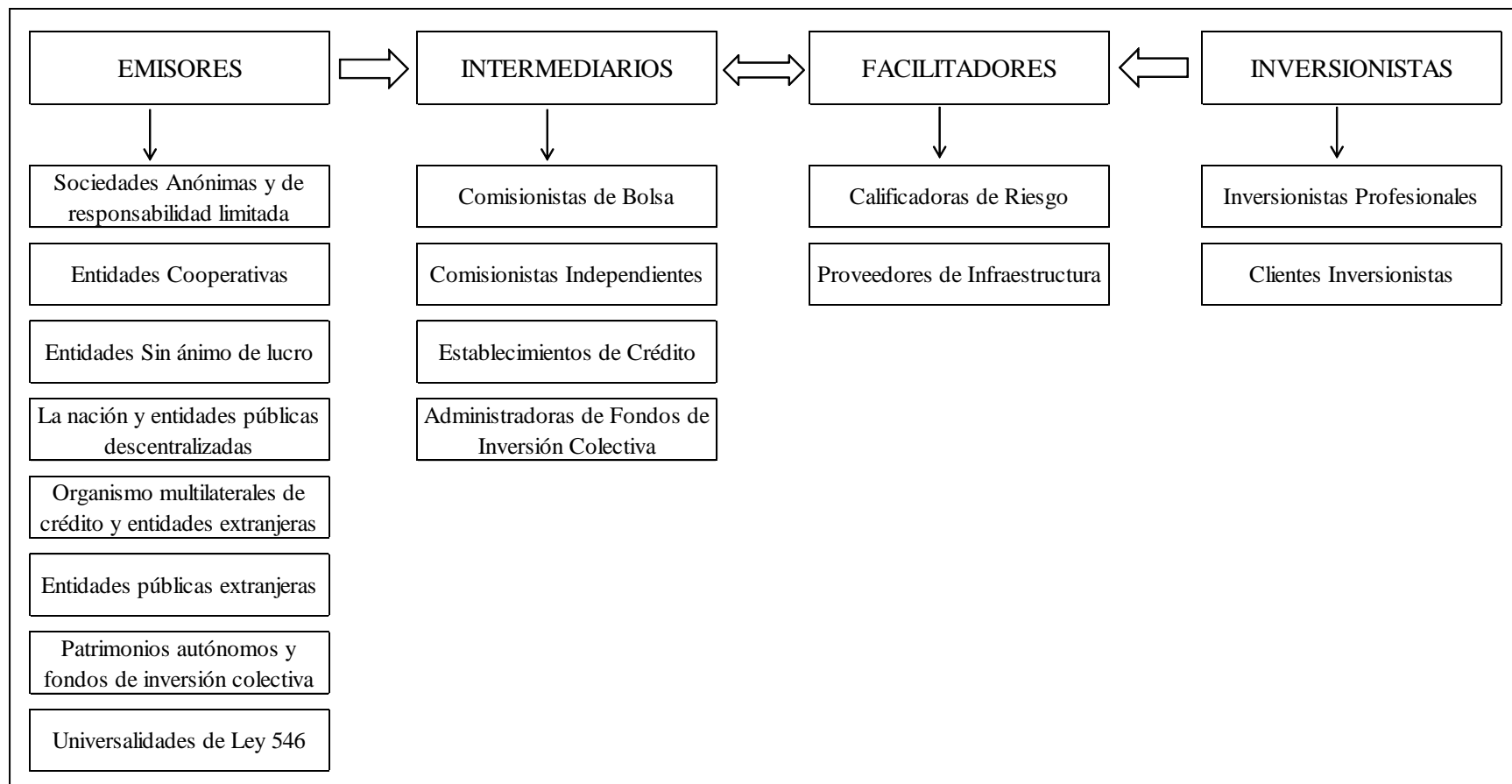
A continuación, se presenta brevemente la estructura y clasificación del mercado de valores colombiano, así como una descripción de los productos transados por este medio:

2.1 ESTRUCTURA

En el mercado de valores intervienen tres actores fundamentales a saber: Emisores, Intermediarios y Facilitadores, e Inversionistas. (Ver Gráfico 1)

Los emisores de valores son entidades tanto públicas como privadas que por medio de los títulos valores canalizan el ahorro nacional con el fin de obtener recursos de financiación para sus actividades. Estos títulos valor pueden representar deuda, propiedad, participación o tradición, y deben ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE (Superintendencia Financiera de Colombia, 2008).

Gráfico 1: Estructura del Mercado de Valores de Colombia



Fuente: (Fradique-Méndez, 2014). Elaboración Propia

Los dueños de los recursos que son canalizados mediante los títulos valores son los inversionistas, los cuales pueden ser personas naturales o jurídicas que realizan inversiones como forma de darle un uso productivo a sus recursos y obtener por ello un rendimiento. Los inversionistas pueden ser de dos tipos: Inversionistas profesionales o clientes inversionistas. Los primeros, son aquellos a los cuales se les considera que tienen los conocimientos y la experiencia necesaria para comprender, evaluar, y gestionar los recursos inherentes a una inversión, según la BVC, se entiende que un inversionista es profesional si al momento de su clasificación cuenta con un patrimonio igual o superior a diez mil salarios mínimos legales vigentes (en 2015 equivalente a \$6.443 millones) y cumple al menos una de las siguientes condiciones: titular de un portafolio de inversión igual o superior a cinco mil SMLV, y/o haber realizado 15 operaciones de enajenación o adquisición directa o indirectamente en un periodo de 60 días calendario. Por otro lado, los clientes inversionistas son aquellos que no pueden por sus características ser considerados profesionales. (Fradique-Méndez, 2014)

Dentro de las relaciones entre emisores e inversionistas intervienen terceros que facilitan las transacciones entre ambas partes actuando como Intermediarios y Facilitadores. En primer lugar, los intermediarios son aquellas entidades que realizan las operaciones cuya finalidad es el acercamiento entre demandantes y oferentes en sistemas de negociación de valores, es decir son los encargados de vender como servicio la intermediación entre los demandantes de títulos valores (los inversionistas) y los oferentes (los emisores). Los intermediarios del mercado de valores son las comisionistas de bolsa, las comisionistas independientes, los establecimientos de crédito y las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva.

En la tabla 1, se detallan las operaciones autorizadas y quienes de los intermediarios pueden realizarlas, siempre y cuando las mismas sean ejecutadas sobre valores inscritos en el RNVE, o sobre valores extranjeros listados en un sistema local de cotización (Mercado global Colombiano – MGC):

Tabla 1: Operaciones autorizadas de intermediación

		Entidad Autorizada			
		Comisionistas de Bolsa	Comisionistas Independientes	Establecimientos de Crédito	Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión
Operación Autorizada	Comisión para la compra y venta de valores	x	x		
	Corretaje	x	x		
	Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de fondos de inversión colectiva regulados por el decreto 2555 de 2010	x			x
	Adquisición y enajenación de valores en desarrollo de la administración de fondos de inversión de capital extranjero	x			
	Operaciones de colocación de valores	x	x	x	

Fuente: (Fradique-Méndez, 2014). Elaboración Propia.

Como se puede observar, las comisionistas de bolsa y las independientes son las únicas entidades autorizadas para realizar actividades de comisión y corretaje por compra y venta de títulos, la comisión por un lado tiene como objeto la compra y venta de valores en nombre propio pero por cuenta y riesgo del comitente, mientras que el corretaje tiene como objeto facilitar el acercamiento entre dos personas para la realización de un negocio de compra y venta de valores. Es decir, finalmente en el servicio de intermediación que prestan las comisionistas de bolsa, la comisión es el precio del servicio que prestan, por lo que en lo que compete al presente trabajo, el hecho de que haya o no concentración en este foco del mercado implicaría que podría existir un cobro mayor o menor en la comisión y por ende mayores o menores ingresos de las comisionistas involucradas, afectando a los inversionistas que utilizan su servicio de intermediación. Es por esta razón que el presente

trabajo se enfoca en determinar la concentración de mercado tomando como objeto de estudio a las comisionistas de bolsa, y el servicio que prestan a sus clientes.

Por otro lado, los establecimientos de crédito y los administradores de fondos de inversión colectiva, que además de ser vistos como intermediarios son también inversionistas profesionales, están autorizados para operar por cuenta propia sin la necesidad de la intermediación de una comisionista de bolsa. Así mismo, otros inversionistas profesionales como fondos de pensiones y cesantías y sociedades fiduciarias, aunque no podrían ser vistos como intermediarios en el mercado de valores pero si del sistema financiero en general¹, en la medida en que son patrimonios autónomos conformados por el recaudo de pensiones y cesantías de sus aportantes, y de recursos de fideicomitentes respectivamente, los cuales invierten de manera profesional para garantizar una rentabilidad mínima, son inversionistas que también están autorizados para operar por posición propia en los sistemas de la BVC sin necesidad de la intermediación de las comisionistas de bolsa.²

Finalmente, en el mercado de valores interactúan una serie de facilitadores: calificadores de riesgo y los proveedores de infraestructura, con la misión de hacer un mercado más organizado y global:

- Bolsa de Valores de Colombia: sociedad anónima cuya función principal es *“promover el crecimiento del mercado de capitales colombiano a través de la consolidación de la infraestructura adecuada para el desarrollo de los distintos mercados, la generación de nuevos productos, la ampliación de la base de inversionistas y la vinculación de nuevos emisores al mercado”*³

¹ No pueden ser considerados como intermediarios en el mercado de valores ya que según lo mencionado anteriormente, estos no relacionan directamente a los sectores deficitarios con los superavitarios de la economía.

² Más adelante, una vez hecha la clasificación del mercado de valores, se detalla en cifras cuánto operan en los sistemas de la BVC todos los tipos de intermediarios y de inversionistas profesionales.

³ Tomado de

http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Inversionistas/Como_Invertir_en_Colombia?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=577588e0_1347f40f8d9_64750a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-

- Bolsa de bienes de productos agropecuarios y agroindustriales commodities.
- Sociedades administradoras de sistemas transaccionales: Derivex, SET ICAP FX S.A, entre otros.
- Sociedades que realicen compensación y liquidación de valores, futuros, opciones, otros: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia – CRCC, Cámara de Compensación de Divisas – CCD.
- Sociedades Administradoras de depósitos centralizados de valores: DECEVAL.

2.2 CLASIFICACIÓN

Una vez descrita la estructura del mercado de valores, es importante aclarar que dicho mercado se puede clasificar en tres criterios: En primer lugar, se divide en mercado primario y mercado secundario, la diferencia radica en que el primario hace referencia a las transacciones entre emisores e inversionistas cuando la título valor es emitido por primera vez, para luego ser negociado un sin número de veces en el mercado secundario.

En segundo lugar, se encuentra el mercado bursátil y extrabursátil. El primero se refiere a las transacciones que tienen lugar por medio de una Bolsa de Valores o de sistemas transaccionales, todo lo contrario en el extrabursátil conocido también como Mostrador u OTC (Over the Counter), que abarca todas aquellas transacciones realizadas por fuera de los sistemas transaccionales, por lo que su regulación con respecto al anterior es baja. Son tres aspectos que marcan la diferencia entre estos dos mercados (León & Pérez, 2014):

- ✓ El mercado bursátil se comporta como un mercado “ciego” en la medida en que las intenciones son anónimas (no se conoce la contraparte de la operación), por el otro lado, el mercado OTC las reglas son definidas entre las partes por medio de un contrato bilateral que especifica las condiciones de negociación, confirmación, compensación y liquidación final.

- ✓ En los mercados organizados o bursátiles los participantes acceden a la información en condiciones de igualdad, es decir los precios, tasas u otra información es pública para cualquier participante, mientras que en el mercado OTC la información de las operaciones está restringida para el público y no es del todo cierta para las autoridades, dado que los participantes no desean revelar su estrategia y administran la información como mejor les convenga.
- ✓ El mercado bursátil utiliza los medios transaccionales como la plataforma de negociación de acciones locales X-Stream, el Mercado Electrónico Colombiano (MEC), Mercado Global Colombiano (MGC), Sistema Electrónico de Negociación (SEN), Mercado Integrado Latinoamericano (MILA); mientras que el mercado OTC está integrado por todos los medios diferentes a los utilizados por el bursátil pero que igual permiten llevar a cabo interacciones de compra y venta de activos financieros, como por ejemplo, el teléfono, el email, etc. En algunos casos las operaciones hechas por el mercado OTC son ingresadas en los sistemas de registro de la BVC.

En tercer lugar, se divide en mercado principal y segundo mercado, según las personas autorizadas para invertir, en el principal se encuentra el público en general mientras que en el segundo está limitado para inversionistas profesionales.

Para efectos del presente trabajo de investigación, no se hará diferencia en el análisis entre el mercado primario y secundario ni entre el mercado principal y el segundo mercado. Adicionalmente, por lo mencionado anteriormente, no se tendrá en cuenta las transacciones hechas por el mercado OTC ya que la información no es del todo confiable.

2.3 TIPOLOGIA DE VALORES

Partiendo de la definición de Valor en el Mercado de Valores como *“todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósito de mercancías, cualquier título o derecho*

resultante de un proceso de titularización, cualquier título representativo de capital de riesgo, los certificados de depósito a término; las aceptaciones bancarias; las cédulas hipotecarias, cualquier título de deuda pública” (Ley 964 de 2005, Artículo 2)

Es posible clasificar los valores según la forma de determinar sus rendimientos: por un lado, los valores de Renta Fija cuyos rendimientos pueden ser determinados desde el momento de la suscripción o negociación ya que corresponden a los ofrecidos por el emisor (por ejemplo, títulos de deuda pública, bonos corporativos, papeles comerciales, aceptaciones bancarias, certificados de depósito a término), y por otro lado los de Renta Variable (acciones) cuyos rendimientos no los conoce el inversionista ya que estos dependen de los resultados futuros del emisor.

Asociados a estos dos tipos de valores, en el mercado actual es posible encontrar otro tipo de productos que generan altos rendimientos y que cada día son más transados, como son la negociación de divisas, los derivados financieros y los derivados energéticos. Sin embargo, por disponibilidad de información, el presente trabajo solo se concentrará en los títulos de renta fija y variable.

Renta fija:

Los instrumentos de renta fija son los más negociados en Colombia con una participación de alrededor del 90% sobre el total de volumen negociado (BVC, 2015), en estos títulos aunque el inversionista conoce su valor futuro y de ahí que sean llamados de renta fija, tienen un elemento variable asociado al hecho de que quienes deciden vender este tipo de títulos antes de su vencimiento están expuestos a una rentabilidad variable, ya que recibirán por dicho título un precio que se determina en el mercado (Autorregulador del Mercado de Valores, 2012).

Los valores más negociados son en su orden los Títulos de Tesorería o de Deuda Pública (TES), los bonos corporativos, los certificados de depósito a término y otros como aceptaciones bancarias, papeles comerciales, etc.

Esta clase de títulos se pueden negociar tanto en el mercado bursátil como en el OTC a través de los siguientes sistemas:

Mercado Electrónico Colombiano (MEC): Comprende el sistema de negociación de títulos de deuda pública y privada, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia donde pueden participar aquellos agentes afiliados a la BVC como las sociedades comisionistas, los establecimientos de crédito, los fondos de pensiones y cesantías, las sociedades fiduciarias, entre otros. Este sistema también ofrece el sistema de registro de las operaciones negociadas a través del mercado OTC.

Sistema Electrónico de Negociación (SEN): Es el sistema de negociación de títulos de deuda pública administrado por el Banco de la República de Colombia, disponible únicamente para ser utilizado por los Creadores de Mercado y los Aspirantes. La figura de Creadores de Mercado fue creada en 1998 por el Ministerio de Hacienda con el objetivo de organizar un mercado de títulos de deuda pública interna, capaz de inyectarle liquidez y profundidad al mercado. *“El programa está conformado por bancos, corporaciones financieras y comisionistas de bolsa que tienen la posibilidad de comprar directamente en el mercado primario, cuando el Gobierno vende sus TES con un precio más bajo y luego vende a un precio más alto en el mercado secundario. Su compromiso es estar siempre presentes haciendo operaciones. De hecho, su actividad en el mercado les da puntos, con los que posteriormente el Ministerio de Hacienda hace un ranking de los mejores creadores de mercado”*⁴. Mediante la resolución 4780 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público se designaron como creadores de mercado para la vigencia 2015 las siguientes entidades: Bancolombia S.A, Banco Davivienda S,A, BTG Pactual S.A Comisionista de Bolsa, JP Morgan Corporación Financiera S.A, Corporación Financiera Colombiana S.A, Banco Colpatria Red Multibanca Colpatria S.A, BBVA Colombia, Banco Agrario de Colombia S.A, Banco de Bogotá, y Citibank. Como aspirantes a creadores de mercado los siguientes: Credicorp Capital Colombia S.A, Banco GNB Sudameris S.A, Banco Popular y Banco Corpbanca Colombia S.A.

Para el presente trabajo, el programa de creadores de mercado puede tener implicaciones en la concentración o desconcentración del mercado de renta fija en Colombia, por lo que en los resultados se hará mención a este tema, para lo cual en el anexo 1 se detallan los participantes del programa desde el año 2006 al 2014.

⁴ Tomado de <http://www.dinero.com/edicion-impres/finanzas/articulo/los-creadores-mercado-su-papel-manejo-titulos-tesoreria-tes/211370> Recuperado el 19-09-2015

Renta Variable:

Los instrumentos de Renta Variable tan solo representan alrededor del 10% del monto total negociado en la BVC (Bolsa de Valores de Colombia, 2015). Este tipo de valores solo puede ser negociado en Colombia mediante el sistema transaccional y no por el de registro, además, los únicos intermediarios autorizados para su negociación son las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

En la plataforma X-Stream administrada por la BVC se negocian “*las acciones locales, las acciones del extranjero listadas en la Bolsa de Valores de Colombia a través del Mercado Global Colombiano (MGC), o aquellas autorizadas bajo los acuerdos del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), los derechos de suscripción y otros papeles que por sus características se asemejan a los anteriormente mencionados. Igualmente se negocian las operaciones de liquidez sobre acciones como son los Repos y los préstamos de valores (TTV)*”⁵

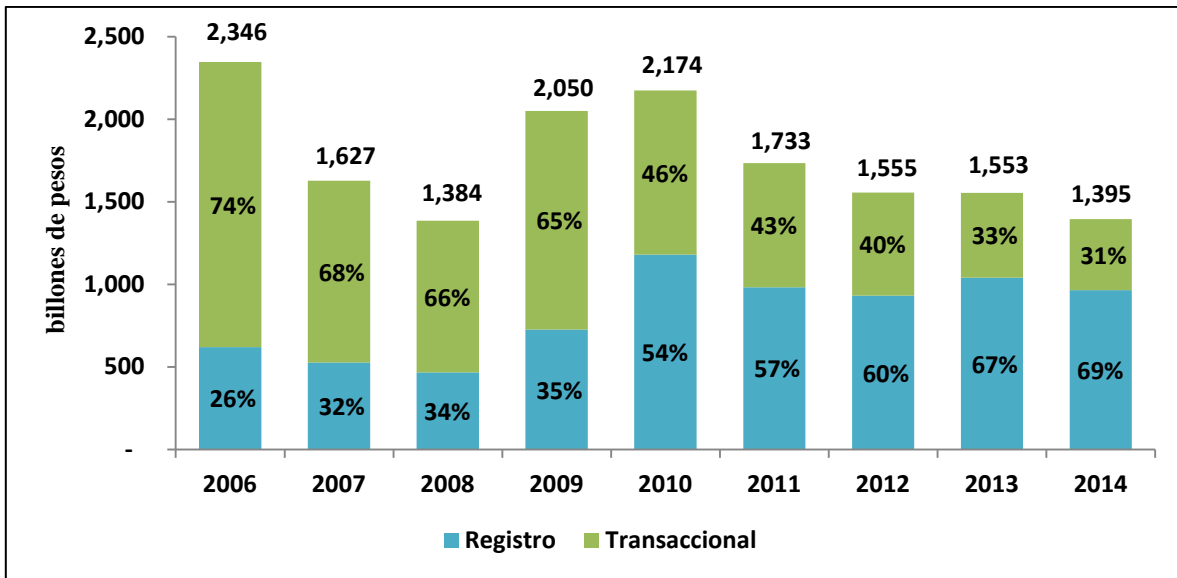
2.4 EL MERCADO DE VALORES EN CIFRAS

En los últimos años el monto total negociado en la BVC ha caído considerablemente, así mismo la composición entre lo transado a través de los sistemas transaccionales y el mercado OTC ha cambiado (ver gráfico 2). Lo anterior tiene su explicación en el hecho de que los instrumentos de renta fija son los más negociados en el mercado local con una participación a 2014 del 96% sobre el total del mercado⁶, como resultado a la dinámica de crecimiento y progreso del mercado de renta fija que se consolidó en la primera década del siglo XXI, cuando la economía colombiana creció a una tasa anual promedio del 4.36%.

⁵ Tomado de <http://www.bvc.com.co>. Recuperado el 12-09-2015.

⁶ Recordar que por el sistema de registro únicamente se puede negociar renta fija, mientras que en el transaccional tanto renta fija como variable.

Gráfico 2: Total negociado BVC 2006-2014.



Fuente: BVC. Elaboración Propia

Sin embargo, este crecimiento del mercado de renta fija no siempre fue constante y ha presentado diferentes fases en su evolución que han impactado necesariamente al mercado en su totalidad: Durante el periodo comprendido por los años 2002 y 2006 presentó una fase de crecimiento, incrementándose a una tasa promedio anual de 44% el volumen negociado. Posteriormente, entre los años 2007 y 2008, como consecuencia de la crisis financiera internacional este crecimiento se contrae y el mercado pierde liquidez, según indica Deaza-Chávez (2012), la Bolsa de Valores de Colombia tuvo una caída del 29%, la quinta más alta del mundo por efecto de dicha crisis, sintiéndose más fuerte el impacto en los instrumentos de crédito sobre el mostrador u OTC, por lo que se habilitó a mediados de 2008 la legislación por la cual se permitió la negociación en el mercado OTC a todos los agentes del mercado, con el objetivo de dar liquidez y dinamizar la negociación de estos instrumentos. Lo anterior, explica el hecho de que a partir del 2008, el mercado OTC ganó popularidad y la composición entre éste y el sistema transaccional haya variado. No obstante, aunque esta política de liquidez logró en 2009 recuperar los montos negociados, no se mantuvieron a largo plazo y en los años siguientes los montos negociados se redujeron de forma significativa asociado también a la dinámica de la economía colombiana (Valderrama, Martínez, González, & Ramírez, 2012).

El comportamiento de aumento del volumen negociado en el mercado de valores en los años 2009 y 2010 está relacionado con el hecho de que la economía mundial comenzaba a salir de la crisis financiera del 2008 y el capital fluía a las economías de mercado emergentes, efecto que no era posible mantener en el largo plazo (Ostry, Ghosh, Hebermeier, Chamon, Quresbi, & Reinhardf, 2010).

Como se puede observar en la tabla 2, la evolución que ha tenido el mercado OTC en los últimos años ha sido generada por la migración de las negociaciones del sistema transaccional al sistema de registro. Al comparar 2009 con 2013, el monto negociado en renta fija en el mercado bursátil ha caído un 64% mientras que en el OTC ha aumentado un 43%, este comportamiento está asociado con mayor grado de regulación de los sistemas transaccionales y las necesidades de productos específicos que han dado lugar a un mercado alternativo que se fortalece con la legislación del 2008 que permitió la participación de todos los agentes del mercado (León & Pérez, 2014).

Tabla 2: Total negociado BVC 2006 – 2014. (Cifras en billones de pesos)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Registro	619	526	467	726	1.179	981	931	1.040	964
Transaccional	1.727	1.101	917	1.324	995	752	624	513	430
Renta Fija	1.693	1.069	878	1.286	942	684	552	464	381
Renta Variable	34	32	40	38	53	67	72	49	49
Total	2.346	1.627	1.384	2.050	2.174	1.733	1.555	1.553	1.395

Fuente: BVC. Elaboración Propia.

Como se mencionó en apartados anteriores, las firmas comisionistas de bolsa no son los únicos entes autorizados para operar directamente en los sistemas de la BVC, y por tanto existen otros afiliados que negocian en posición propia montos considerables tanto en los sistemas transaccionales como en los de registro. Según se observa en la tabla 3, en el mercado OTC o sistema de registro, los establecimientos de crédito son los que mayor monto han negociado tanto en 2006 como en 2014, en este rubro se incluyen tanto entidades bancarias como compañías de financiamiento y corporaciones financieras, las cuales ocupan la mayor cantidad de posiciones en el programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda (ver anexo 1). Por otro lado, en el sistema transaccional o mercado

bursátil las comisionistas de bolsa son quienes negocian un mayor monto. No obstante, aunque en 2006 el monto que dichas entidades negociaban en el sistema transaccional era mucho mayor que lo hecho a través del mercado OTC, a raíz de lo comentado anteriormente, en el último año de análisis las sociedades comisionistas de bolsa negocian un monto mayor en el sistema de registro.

Si se compara el total negociado por la BVC sin distinguir entre el sistema utilizado, las comisionistas de bolsa son los afiliados que mayor monto transan con un total a 2014 de \$628 billones, en segundo lugar estarían los establecimientos de crédito con un total de \$523 billones. Mientras que afiliados como las sociedades fiduciarias, los fondos de pensiones y cesantías, compañías de seguros, entidades oficiales especiales, y otros⁷, aunque negocian montos importantes no tienen una gran participación en el mercado total y no están ajenos al hecho de que el mercado OTC este cobrando mayor protagonismo en Colombia.

Tabla 3: Total negociado por tipo de afiliado BVC. (Cifras en billones de pesos)

Tipo de Afiliado	Registro				Transaccional			
	2006	%	2014	%	2006	%	2014	%
Comisionistas de Bolsa	179,0	28,9%	386,7	40,1%	1.379,3	79,9%	241,2	56,1%
Establecimientos de Crédito	373,8	60,4%	408,7	42,4%	153,8	8,9%	114,9	26,7%
Sociedades Fiduciarias	40,1	6,5%	71,5	7,4%	108,7	6,3%	38,9	9,0%
Fondos de Pensiones y Cesantías	2,4	0,4%	58,5	6,1%	73,7	4,3%	21,4	5,0%
Compañías de Seguros	7,8	1,3%	24,6	2,5%	4,8	0,3%	5,9	1,4%
Entidades Oficiales Especiales	11,0	1,8%	13,1	1,4%	4,3	0,3%	7,7	1,8%
Otros	4,6	0,7%	1,2	0,1%	2,2	0,1%	0,2	0,1%
Total	618,8	100,0%	964,3	100,0%	1.726,8	100,0%	430,3	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia.

Aunque las cifras aquí descritas dan cuenta de la reciente consolidación del mercado OTC, en esta investigación se analizará únicamente la concentración de la negociación de las firmas comisionistas de bolsa en el sistema transaccional, dados los aspectos mencionados en el punto II.2 de este trabajo.

⁷ En el rubro de entidades oficiales especiales se incluyen algunas como Fogafin, Finagro, Bancoldex, Ecopetrol, Minhacienda. En el rubro otros se incluyen sociedades titularizadoras, capitalizadoras, almacenes de depósito y fondos de inversión colectiva. Detalle completo en anexo 2

3. MARCO TEÓRICO

El problema de investigación del presente trabajo tiene como base la teoría económica que considera eficiente la provisión de bienes y servicios a la sociedad cuando existe competencia entre las empresas encargadas de proveerlos, aunque en la práctica los mercados se distancian de una estructura de mercado de competencia perfecta y tienden a concentrarse o aglomerarse, distorsionando así los beneficios y la eficiencia de un mercado altamente competitivo. La teoría microeconómica ha creado la figura de estructura de mercado que describe el estado de un mercado con respecto a sus oferentes y demandantes, cada una con características diferentes y por ende con un análisis específico (Nicholson, 2008). Este concepto de estructura de mercado difiere del mencionado en la primera parte de este trabajo, por el hecho de que aquí se analiza desde un punto de vista económico las relaciones entre oferentes y demandantes, mientras que al anterior es únicamente descriptivo.

Para analizar la estructura de un mercado, la Agencia de Defensa de la Competencia de Andalucía (2009) señala que el grado de concentración de un mercado es una variable clave al emprender dicha tarea, ya sea porque puede influir en los beneficios de las empresas en los mercados o por ser consecuencia de la dinámica de los mercados y las empresas. La teoría microeconómica sostiene que el grado de concentración de un mercado es alto cuando la producción se encuentra concentrada en un número reducido de empresas, por otro lado, la teoría también argumenta que en mercados donde existan barreras a la entrada el nivel de concentración debe elevarse o adicionalmente si se llevan a cabo fusiones entre las empresa (Martínez, Pinzón, & Uribe, 2011). Sin embargo un alto grado de concentración no implica que exista poder de mercado, es decir, el hecho de que la producción este concentrada en un número reducido de empresas no implica que el mercado no sea competitivo, aquí es importante entender este último concepto, en la literatura en general se entiende que un mercado es competitivo cuando ningún agente del mercado tiene suficiente poder de mercado como para poder fijar precios (tanto oferentes como demandantes deben ser tomadores de precios), cuando existe perfecta movilidad de factores (principalmente no existen barreras a la entrada) y cuando no existe asimetrías de

la información. Así, según la teoría económica, se asume que la competencia es beneficiosa ya que traería eficiencia, bienestar y estabilidad (Barrón Mendoza, 2011).

Por lo anterior, este trabajo se limita a describir la estructura del mercado en cuanto a su concentración pero no indaga acerca del poder de mercado. Sobre este tema, solo se hará mención al hecho de que aunque en la literatura económica no existen trabajos de investigación sobre la concentración o poder de mercado del mercado de valores colombiano, si existe un primer acercamiento descriptivo propuesto por Easley & O'Hara (2006) que busca entender el funcionamiento competitivo del mercado de capitales de Estados Unidos, los autores encuentran que muchos hogares aún no invierten en dicho mercado por razones como su aversión al riesgo relacionada con el proceso de negociación, el manejo deshonesto de algunos corredores de bolsa que pueden ejecutar operaciones sin la debida autorización de su cliente o no ver ganancia alguna por su dinero invertido lo que puede generar desconfianza, todas estas razones según concluyen los autores hacen que las comisionistas de bolsa busquen atraer más clientes y compitan entre sí, sumado a que los sistemas alternativos de negociación y las redes de comunicación electrónicas cada vez más utilizados, han dado lugar a una gran cantidad de centros de negociación que ofrecen la ejecución de operaciones sin intermediarios, lo que en un primer acercamiento se podría concluir que en dicho mercado no podría existir poder de mercado por parte de alguna comisionista de bolsa; estas afirmaciones se pueden ver reflejadas en Colombia por medio de las estrategias de disminución de tarifas de intermediación que las Comisionistas de bolsa han implementado en los últimos años para atraer más clientes (Portafolio, 2013), lo que puede dar un primer indicio de la inexistencia de poder de mercado.

Retornando a la base teoría clave para entender la concentración de un mercado, a continuación se profundizará en dos aspectos anteriormente mencionados acerca del efecto que las barreras de entrada y las fusiones entre empresas tienen sobre el aumento del grado de concentración. En primer lugar, el mercado de valores tiene una particularidad especial no presente en otros mercados, en cuanto a la existencia de un riesgo inherente al objeto social de sus intermediarios: El hecho de que las firmas comisionistas deban asumir un alto riesgo en su actividad no permite que entren con facilidad nuevos competidores al mercado

creando barreras de entrada, esto principalmente debido a la alta probabilidad de quiebra de la firma o de otras a raíz de una crisis sistémica que puede arrojar como resultado una concentración aún mayor del mercado (Serna & Heredia, 2012).

Las barreras de entrada de este mercado generalmente están atadas al hecho de que las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, deben cumplir con una serie de requisitos para su constitución reglamentados en el Artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero – EOSF y en el Decreto 2555 de 2010, entre los cuales se destacan el monto del capital suscrito y pagado de la sociedad que espera constituirse, del cual se deberá acreditar que por lo menos una tercera parte de los recursos que aportan los socios son propios y no producto de operaciones de endeudamiento, y la publicidad en medios de alta circulación nacional de la intención de crear la naciente firma y la posibilidad de que terceros (ejemplo, otras firmas ya constituidas en el mercado) puedan presentar oposiciones en relación a dicha intención.⁸

Estas barreras de entrada de tipo legal, se complementan con otras como barreras tecnológicas, de inversión inicial y costos hundidos, del tamaño del mercado o la demanda (en Colombia, existe todavía una cierta desconfianza por parte de las personas para invertir en Bolsa y no es un mercado con demanda exponencial), y de las ventajas de firmas ya establecidas.

En segundo lugar, y no menos importante está el hecho de que una fusión entre firmas, según la teoría de Organización Industrial, eleva la concentración del mercado por el hecho de que la producción queda en manos de un menor número de firmas. Sobre este aspecto se profundizará con mayor detalle en las teorías que explican el por qué las firmas buscan procesos de integración, y se describirá luego los procesos de este tipo que se han presentado en los últimos años en el mercado de valores colombiano.

⁸ El detalle de los requisitos que la ley exige para la constitución de una sociedad que por su objeto social debe ser vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia se puede encontrar en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero en la página <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?!Servicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=15488>

Según Suárez, Gorbaneff, & Beltrán (2009), la literatura aborda el tema de las fusiones en tres perspectivas: la primera, la teoría económica clásica y más concretamente de organización industrial, explica las fusiones como el resultado de la búsqueda de economías de escala y de alcance. Concretamente, en un proceso de producción se presentan economías de escala cuando a medida que el volumen de producción aumenta, el costo medio por unidad cae, y presenta economías de alcance cuando la producción conjunta de varios bienes se hace a un costo menor que si se produjeran por separado, es decir, en este aspecto una firma ahorrará siempre que aumente la variedad de bienes que produce.

García & Gómez (2009), comparten esta primera perspectiva al evidenciar que en la literatura el tema de las fusiones es visto principalmente por el lado de la eficiencia, en primer lugar, por la eficiencia en costos asociada a la operación con niveles de planta óptimos o con la explotación de las economías de escala, y en segundo lugar, por la eficiencia en beneficios asociada con la combinación óptima de recursos para el aprovechamiento de las economías de alcance y la eficiencia técnica, igualmente en este aspecto considera los beneficios del poder de mercado consecuencia de la integración de las firmas, esto último relacionado con la tercera perspectiva descrita por Suárez, et al. (2009) que se abordara más adelante.

La segunda perspectiva, la teoría de los costos de producción, explica las fusiones producto del deseo de ahorrar los costos de transacción presentes en una relación vertical entre firmas. Para entender este aspecto es necesario conocer brevemente los tres tipos de integración definidos en la literatura: horizontal, vertical y conglomerado. La integración horizontal hace referencia a la fusión entre firmas que actúan en un mismo mercado produciendo bienes idénticos o similares; en la integración vertical, las firmas pertenecen a mercados distintos pero relacionados y por ende la fusión se da entre una firma productora de bienes intermedios y una de bienes finales; finalmente en el conglomerado, hace referencia a una adquisición en lugar de una fusión por el hecho de ser una expansión de la estructura productiva en la que no se integran las firmas en una sola sino que forman un conglomerado (García, et al. 2009). Así, desde el punto de vista de los teóricos de los costos de producción, la integración vertical permite que la nascente firma coordine

diversos factores asociados a la producción sin la intervención del mecanismo de precios, ahorrando entre otros los siguientes costos de transacción: el tiempo de negociación entre ambas firmas, escritura y puesta en marcha de los contratos producto de la relación vertical, los perjuicios y los costos por intentar prevenirlos de los comportamientos oportunistas de alguna de las partes.

La última perspectiva descrita por Suárez, et al. (2009), corresponde al direccionamiento estratégico, el cual explica una fusión producto de la lucha de las firmas por el control de los recursos para minimizar su dependencia del entorno. En este sentido, una fusión es una estrategia para ganar cuota y poder de mercado y así no depender de las decisiones de las otras compañías presentes.

Finalmente, Ocaña & Peña (1992) revisan las razones por las cuales las empresas se fusionan desde otra perspectiva diferente pero no del todo excluyente. En su análisis, se pueden distinguir dos visiones contrapuestas de las fusiones según si arrojan resultados eficientes o no. En el primer caso, una fusión incrementa la capacidad de generar beneficios de las compañías integradas y los motivos que impulsan el proceso son de tipo tecnológico, estratégico, fiscal, de control de gerencia, exclusivamente financieros, de reducción del costo del capital y/o para evitar una quiebra. En el segundo caso, la fusión es producto de falta de información de alguna de las partes o un error de cálculo y produce que ex post, las compañías fusionadas hubieran preferido no haber realizado este proceso de integración. Este último caso, según advierten los autores es una visión contraria al supuesto clásico de racionalidad de los individuos económicos, sin embargo se ha hecho popular por la creciente evidencia de procesos de fusiones fallidos en el tema de rentabilidad.

Fusiones en el Mercado de Valores de Colombia

En los últimos años “*con la integración de las bolsas de valores de Chile, Perú y Colombia en el MILA además de la confirmada adhesión de la bolsa México y la conformación del mercado global colombiano, el mercado financiero local ha venido ganando mayor sofisticación y complejidad, así mismo los flujos de inversión extranjera hacia Colombia*

han aumentado y algunos bancos extranjeros han comprado firmas locales [...] Por su parte algunos bancos locales han fusionado sus firmas de bolsa o comprado otras, con lo cual se perfilan desde ahora como grandes jugadores en la industria, así lo evidencia el último informe de la Superintendencia Financiera de mayo de 2013 sobre las principales variables de las sociedades del mercado de valores, no es casualidad que las primeras cuatro firmas con mayores utilidades sean propiedad de bancos locales o extranjeros, que se han percatado que es más barato ingresar al mercado colombiano comprando puestos de bolsa que adquiriendo grandes bancos locales que se han vendido en promedio por tres veces su valor patrimonial. En contraste las que tuvieron mayores pérdidas son pequeñas firmas independientes con patrimonios menores a los diez mil millones de pesos. Lo anterior marcará que la tendencia de las firmas comisionistas de bolsa en los próximos años sea fusionarse para crear firmas más grandes en cuanto a patrimonio y solidez financiera; conseguir un socio con suficiente capital para que puedan realizar las inversiones necesarias en infraestructura tecnológica y financiamiento de actividades de banca de inversión; o ir desapareciendo lentamente por no poder competir en costos de transacción para clientes y tampoco encontrar cupos de crédito para la operación diaria, ni poseer el músculo económico para participar en estructuraciones financieras de inversiones en proyectos de alta envergadura como las obras de infraestructura planeadas por el gobierno nacional. Esto último ha sido el caso reciente de Asvalores que pasó a manos de Global Securities y Acciones de Colombia quien solicitó la suspensión voluntaria de sus operaciones al iniciar la semana pasada. Las firmas comisionistas de bolsa tendrán que ajustarse a los nuevos retos que impone un mercado financiero local más abierto, profundo, sofisticado e interconectado con los mercados internacionales.”⁹

Sin embargo, esta estrategia no es un tema del 2013 hacia acá, durante todo el periodo de estudio del presente trabajo se han realizado fusiones, adquisiciones e incluso liquidaciones que han afectado sin duda la composición del mercado. Por otro lado, la reciente bancarización de las firmas comisionistas corresponde a estrategias de formar conglomerados con un músculo financiero enorme para consolidarse no solo en el mercado de valores sino en todo el sistema financiero colombiano.

⁹ Tomado de <http://www.cid.unal.edu.co/cidnews/index.php/noticias/2251comisionistasantecedentesyperspectivas.html>
Recuperado el 10-9-2015

Una de las comisionistas más grandes de Colombia ha sido sin objeto a duda Interbolsa, creada en 1991 que tuvo su etapa de crecimiento y consolidación hacia comienzos del siglo XXI, donde gracias a una capitalización de nuevos socios dio un brinco importante que reafirmó en 2007 con la fusión con uno de sus más grandes competidores: Inversionistas de Colombia S.A, proceso que comenzó en agosto de 2006 dando origen a la comisionista más grande del mercado y una de las más grandes de Latinoamérica con un patrimonio cercano a \$250.000 millones en dicho año. Según se indica en el informe anual de la sociedad calificadora de Valores BRC Investor Services S.A.¹⁰, de acuerdo con información suministrada por la firma absorbida, *“las principales razones para fusionarse estuvieron dadas por el fortalecimiento patrimonial, el incremento de la actividad comercial (especialmente en la ciudad de Medellín), y el aprovechamiento de las sinergias alcanzadas por cada una de las partes en lo referente a eficiencia operacional y administrativa, estandarización de procesos y temas de gobierno corporativo”*

Por esos años este no fue el único movimiento importante en el mercado, en 2008 otra firma reconocida del mercado, Proyectar Valores S.A creada en 1953 bajo el nombre de Hernando y Arturo Escobar S.A, logra culminar los acuerdos de fusiones con Crear Valores S.A y Gesvalores S.A y las cesiones con Valores y Mandatos S.A e Intervalores S.A¹¹, lo que en su momento la ubicó dentro de las cinco primeras firmas más grandes del mercado por nivel patrimonial.

Otro de los movimientos importantes de los últimos años, fue la consolidación de Casa de Bolsa S.A SCB como la firma comisionista del Grupo Aval. Dicha firma antes llamada Valores de Occidente SCB S.A constituida en 1993, se fusionó bajo la escritura No. 2465 del 23 de octubre de 2009 con las siguientes compañías absorbidas: Casa de Bolsa Corficolombiana S.A, Valores del Popular S.A y Valores Bogotá S.A SCB. En esta misma escritura la entidad absorbente cambió su razón social por la que conocemos hoy día: Casa de Bolsa S.A SCB y aumentó su capital autorizado a \$16.000 millones.

¹⁰ Ver

<http://www.brc.com.co/archivos/OPE%20FO7%20IV%2006%20CP%20Inversionistas%20de%20Colombia%20ORA.pdf> Recuperado el 10-9-2015

¹¹ La cesión consistió en un proceso mediante el cual las firmas entregaron sus activos, pasivos y contratos a Proyectar Valores.

El Banco GNB Sudameris como parte de su estrategia de crecimiento adquirió en 2008 la organización Suma Valores S.A la cual en 2009 cambia su razón social y se convierte en Servivalores GNB Sudameris. Continuando con este proceso de crecimiento del Banco, en junio de 2010, adquiere la mayor parte de acciones de Nacional de Valores S.A para finalmente fusionarla con Servivalores GNB en octubre de 2010, iniciando así una nueva etapa de consolidación.

Otro caso de cesión de activos y pasivos, fue el de Servibolsa S.A en 2012, firma que decide cambiar su objeto social y pasar de ser una sociedad comisionista de bolsa a una empresa inversionista (por lo que sus clientes podrán elegir la SCB de su preferencia) por lo que entrega a Asesores en Valores parte de sus activos y pasivos. No obstante, esta última firma fue adquirida en 2014 por Adcap, lo que marcó la entrada de Adcap al mercado colombiano.

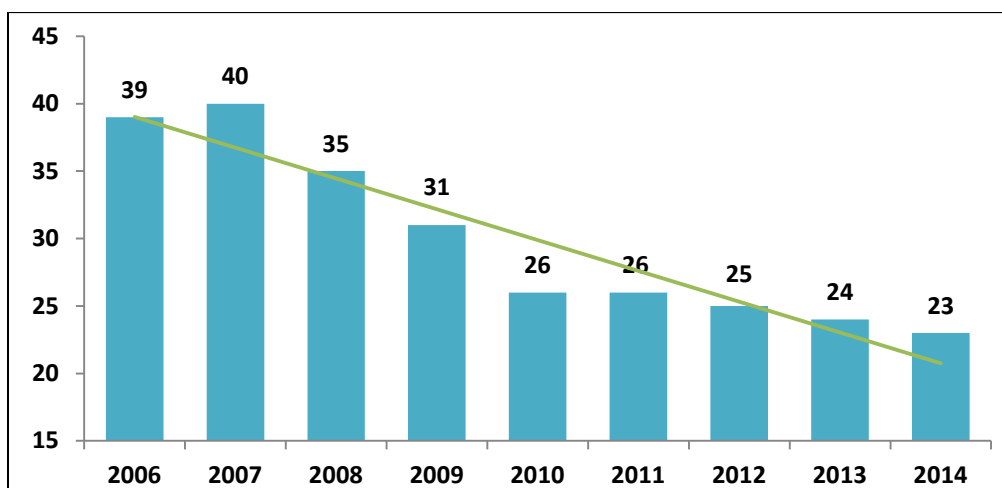
En el año 2013, después de casi dos años funcionando en el mercado colombiano, la sociedad comisionista chilena, Celfin Capital decide fusionarse con Bolsa y Renta, la cual a su vez fue adquirida por el banco brasilero BTG Pactual en el mismo año y hoy se consolida como una de las firmas más grandes del mercado. Así mismo, Global Securities Colombia y Asvalores se fusionaron en dicho año, siendo la última la absorbida ya que venía presentando saldos negativos en sus balances financieros. Culminando el periodo, luego de la compra de Helm Bank por parte de CorpBanca, se formalizó en septiembre de 2014 la fusión entre CorpBanca Investment Valores Colombia S.A y Helm Comisionista de Bolsa S.A, esta última siendo la sociedad absorbida

Actualmente, se encuentran en proceso de culminación las fusiones de las dos comisionistas que se encuentran bajo el control del Banco Davivienda: Corredores Asociados y Davivalores esto como un proceso de consolidación del conglomerado que ha creado uno de los bancos más importantes de Colombia. Por otro lado, este año también culminará el proceso de fusión en condiciones de igualdad entre Serfinco y Ultrabursatiles que dio paso a la nueva comisionista Ultraserfinco, el cual se dio producto de una estrategia de crecimiento exitoso para consolidarse como una de las principales firmas del sector.

El mercado de valores como se ha podido observar ha estado marcado por fusiones estratégicas entre las firmas participantes, no obstante, también se han presentado procesos de liquidaciones de firmas originados en diversos motivos. En 2012, se presentaron los casos más sonados y polémicos, se trata de la liquidación de dos de las firmas comisionistas mas grandes hasta ese momento: Interbolsa S.A y Proyectar Valores S.A. Ambas producto de la intervención de las autoridades en la materia, luego de excesos y malos manejos de los altos mandos de ambas compañías, que aun hoy en día son objeto de investigación.

Producto de las fusiones, adquisiciones y liquidaciones mencionadas con anterioridad, el número de firmas participantes en el mercado ha disminuido a lo largo del periodo analizado como se observa en el gráfico 3, disminuyendo de 39 sociedades en 2006 a 23 en 2014¹².

Gráfico 3: Número de firmas comisionistas de bolsa 2006-2014.



Fuente: BVC. *Elaboración Propia*

¹² El número de firmas especificado, corresponde únicamente a aquellas que estuvieron activas en cada año, ya que puede existir un número mayor de sociedades registradas en la BVC pero inactivas en ese momento. Así mismo, el número total no coincide con el de firmas en el mercado de renta fija y renta variable ya que no todas negocian en ambos mercados. En los resultados se realizará más detalle sobre este último aspecto

4. MARCO METODOLÓGICO

Para validar la hipótesis planteada se procederá a calcular para el periodo comprendido entre 2006 y 2014, los índices de concentración industrial que se explican a continuación, con datos del valor de las transacciones anuales diferenciado entre renta variable y renta fija de las firmas Comisionistas de Bolsa en el mercado bursátil¹³; dichos datos fueron entregados por la BVC para el periodo mencionado¹⁴.

Garrido y Lecca (2005) clasifican las medidas de concentración en tres grupos: las medidas cuasi-absolutas compuestas principalmente por el CCI, permiten analizar únicamente segmentos superiores de la distribución entre los participantes del mercado; las absolutas destacándose el Índice de Rosenbluth/ Hall y Tideman (RHT) y el Índice de Herfindal-Hirschman (HHI), consideran la participación que tienen todas las unidades de distribución o cutos de mercado sobre el total del mercado; y las medidas relativas conformadas fundamentalmente por la curva de Lorenz determinan el grado de dispersión que existe en la distribución. En la literatura, el índice de concentración más usado es el HHI debido a que este es utilizado por el Departamento de Justicia de los Estados Unidos para regular las fusiones entre firmas.

En esta investigación se utilizarán los siguientes índices de concentración:

Herfindahl Hirschman Index (HHI): Este índice tiene en cuenta tanto el número de competidores de un mercado como su participación relativa en el mismo y se calcula como la suma al cuadrado de la participación porcentual de la *i*-ésima empresa en la industria, así:

$$HHI = \sum_{i=1}^N s_i^2$$

¹³ Únicamente se tendrá en cuenta el sistema transaccional de la BVC y no el sistema de registro ni el sistema del Banco de la República (SEN)

¹⁴ El detalle de las transacciones por comisionista, por tipo de renta y por año se encuentra en el anexo 2.

Donde s_i es la cuota de mercado de la i -ésima entidad y N es el número de entidades del mercado. El resultado debe ser multiplicado por 10.000, por lo que el índice tomará el valor máximo de 10.000 para un monopolio y de acuerdo con el US Department of Justice y The Federal Trade Commission¹⁵ el grado de concentración de un mercado varía dependiendo de los siguientes niveles:

- ✓ Menor de 100: Mercado muy competitivo.
- ✓ Entre 100 y 1500: Mercado desconcentrado.
- ✓ Entre 1500 y 2500: Mercado moderadamente concentrado.
- ✓ Mayor a 2500: Mercado altamente concentrado.

No obstante el Banco de la Republica de Colombia utiliza otra escala basada también en el Departamento de Justicia de los Estados Unidos: Según Gutierrez & Zamudio (2008), la lectura de este índice se realiza de acuerdo con lo siguiente:

- ✓ Menor a 1000: Nivel bajo de concentración
- ✓ Entre 1000 y 1800: Nivel moderado de concentración
- ✓ Mayor a 1800: Nivel alto de concentración

Dicha escala sigue siendo utilizada actualmente por el Banco de la Republica, así lo demuestran los últimos informes especiales de estabilidad financiera de concentración y competencia en el mercado financiero. Por lo anterior, para efectos del análisis de resultados del presente trabajo se utilizará únicamente la escala provista por el Banco de la República, por ser máxima autoridad financiera en Colombia y por tener en cuenta el contexto del país.

Herfindahl Hirschman Index Normalizado (HN): A partir del HHI se creó una versión modificada con el fin de estandarizar y acotar los valores que puede tomar el HHI, dado

¹⁵ Ver <http://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index> Recuperado el 10-9-2015

origen a lo que se conoce como HHI normalizado¹⁶, el cual se calcula de la siguiente manera:

$$HN = \frac{HHI - \frac{1}{N}}{1 - \frac{1}{N}}; \text{ donde } 0 \leq HHI \leq 1$$

Donde N es el número de firmas del mercado. HN toma el valor de 1 cuando existe monopolio (concentración máxima) y 0 cuando el número de firmas en el mercado es muy grande (concentración es mínima).

Índice Rosenbluth/ Hall y Tideman (RHT): como se menciono anteriormente, este índice es absoluto por lo que al igual que el HHI incluye todas las entidades del mercado y tiene en cuenta su tamaño relativo. No obstante, a diferencia del HHI el índice RHT ordena de mayor a menor todas las entidades y asigna una importancia mayor a las más pequeñas del mercado, no a las grandes (Zurita, 2014). Su cálculo se hace de la siguiente manera:

$$RHT = \frac{1}{(2 * \sum_{i=1}^N i s_i) - 1}$$

Donde s_i es la cuota de mercado de la entidad que ocupa la posición i-ésima entre todas las compañías, i es el rango de la entidad i-ésima y N es el número total de entidades. El valor mínimo que puede tener el RHT es $1/n$ (cercano a 0) cuando el número de entidades en la industria es muy alto y la concentración es muy baja, y el valor máximo es 1, cuando existe monopolio.

Índice de Concentración Industrial (CCI): Este índice captura la dispersión relativa y la magnitud absoluta. Permite diferenciar entre la empresa con mayor porcentaje en el mercado y el resto de competidores, tomando el valor de uno para el caso de monopolio. (Lis-Gutiérrez, 2013). Se obtiene de la siguiente forma:

¹⁶ Ver <http://web.ing.puc.cl/~power/alumno09/concentra/indices/indices.htm> Recuperado el 10-9-2015

$$CCI = s_1 + \sum_{i=2}^N s_i^2 (1 + (1 - s_i))$$

Donde s_1 es la participación de la empresa más grande del mercado y s_i es la participación de la i -ésima empresa. En esta investigación se procederá a calcular una versión de este índice, el C4, el cual en lugar de comparar la entidad líder con el resto de competidores, compara las 4 primeras firmas con las demás, evidenciando con esto que tan concentrado está el mercado en las 4 líderes.

Índice de Linda (L): Está diseñado para identificar la presencia de oligopolios y la concentración de los mismos, midiendo de la siguiente forma la desigualdad existente entre las cuotas de mercado de las firmas, pero en términos de diferentes grupos:

$$L = \frac{1}{N(N-1)} \sum_{m=1}^{N-1} \frac{\overline{X}_m}{\overline{X}_{N-m}}$$

Donde \overline{X}_m es la cuota de mercado media de las m primeras empresas y \overline{X}_{N-m} es la cuota de mercado media de las $N-m$ empresas restantes (Zurita, 2014). El grado de concentración varía dependiendo de los siguientes niveles:

- ✓ Menor que 0.2: Mercado desconcentrado.
- ✓ Entre 0.2 y 0.5: Mercado moderadamente concentrado.
- ✓ Entre 0.5 y 1: Existe un desequilibrio que afectaría la competencia del mercado.
- ✓ Mayor que 1: Mercado muy concentrado con posiciones de dominio.

Coefficiente de Gini (G): medida relativa que toma valores entre 0 y 1, donde a medida que se aproxima a cero la concentración del mercado es baja mientras que un Gini cercano a 1 indica un menor grado de competencia y mayor concentración (Lis-Gutiérrez, 2013). Su cálculo se puede realizar de dos formas:

$$G = \frac{N + 1 - 2 \sum_{i=1}^N i s_i}{N}$$

Otra forma de calcularlo es con base al índice Rosenbluth/ Hall y Tideman (RHT), así:

$$G = 1 - \frac{1}{N * RHT}$$

Donde s_i es la cuota de mercado de la i -ésima firma y N es el número de firmas en el mercado.

5. RESULTADOS

Para el periodo de análisis 2006 – 2014 se calcularon los índices de concentración explicados anteriormente, a partir de la participación en el volumen de negociación corriente de cada una de las firmas comisionistas de bolsa presentes en el sistema transaccional de la BVC. Los resultados del cálculo, diferenciando entre renta fija y renta variable se detallan en la tabla 4¹⁷, de los cuales se puede observar que existe un comportamiento diferente.

Tabla 4: Evolución indicadores de concentración por tipo de renta 2006-2014

RENTA FIJA									
INDICE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
N	39	40	35	31	26	25	25	23	21
HHI	871,03	1.103,59	1.551,66	2.305,59	1.102,74	1.264,64	1.280,41	1.193,55	1.528,51
HN	0,063	0,088	0,130	0,205	0,075	0,090	0,092	0,079	0,110
RHT	0,080	0,093	0,136	0,150	0,105	0,108	0,117	0,118	0,144
CCI	0,290	0,337	0,421	0,512	0,340	0,372	0,374	0,353	0,417
C4	0,528	0,609	0,709	0,741	0,604	0,623	0,658	0,633	0,717
L4	0,006	0,008	0,014	0,019	0,011	0,013	0,015	0,014	0,023
G	0,679	0,731	0,789	0,786	0,632	0,628	0,659	0,631	0,670
RENTA VARIABLE									
INDICE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
N	38	38	35	31	26	26	25	24	23
HHI	741,52	842,83	719,98	801,17	780,41	954,02	1.090,53	1.268,78	1.305,99
HN	0,049	0,060	0,045	0,049	0,041	0,059	0,072	0,089	0,091
RHT	0,072	0,074	0,072	0,081	0,082	0,091	0,102	0,113	0,121
CCI	0,243	0,281	0,240	0,261	0,257	0,309	0,338	0,366	0,376
C4	0,499	0,528	0,476	0,508	0,503	0,555	0,601	0,647	0,655
L4	0,005	0,006	0,005	0,006	0,007	0,009	0,012	0,015	0,016
G	0,632	0,644	0,605	0,603	0,533	0,575	0,606	0,630	0,642

Elaboración: propia

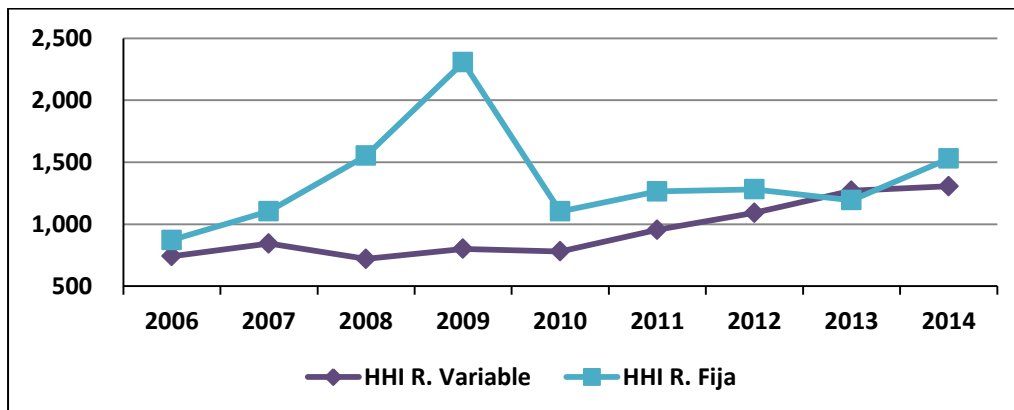
En primer lugar, se analizará los resultados arrojados por el índice HHI. Como se puede observar en el gráfico 4, el mercado de renta fija presenta un comportamiento totalmente diferente al de renta variable, teniendo en cuenta que el primero presenta un mayor grado de concentración durante el periodo de análisis. Se evidencia que para el mercado de renta fija el índice HHI se encuentra por encima de los 1.000 entre los años 2007 y 2014, por lo que al utilizar la escala provista por el Banco de la República, se consideraría un mercado

¹⁷ Los datos utilizados en el cálculo se detallan en el anexo 3

moderadamente concentrado durante todo el periodo de análisis, exceptuando el año 2009 donde el HHI rompe la barrera de los 1.800 ubicándose en 2.300, alcanzando un alto grado.

Este mayor grado de concentración en dicho año, esta explicado por varios hechos: Primero, luego del periodo de contracción de liquidez del mercado de renta fija en Colombia entre los años 2007 y 2008, las autoridades dieron vía libre a que todos los agentes involucrados pudieran negociar a través del mercado OTC lo que trajo consigo un mayor dinamismo y liquidez en el corto plazo de los instrumentos de renta fija, no sólo en el sistema de registro sino también en el transaccional¹⁸, en este último el valor total negociado por las firmas comisionistas paso de \$752 billones en el año 2008 a \$1.110 billones en 2009, situación que fue aprovechada mayormente por Interbolsa S.A que pasó de un total negociado en 2008 de \$208 billones a \$485 billones en 2009. Lo anterior estaba estrechamente relacionado con uno de los efectos de la crisis económica mundial de 2008 sobre los países emergentes como Colombia, donde el flujo de capitales aumentó hacia 2009 y 2010 por lo que el monto negociado en la BVC se incrementó considerablemente, sin embargo por la volatilidad de estos flujos, este efecto no se mantuvo en el largo plazo.

Gráfico 4: Evolución índice HHI (2006-2014).



Elaboración: Propia

Lo anterior, también fue producto de la fusión de Interbolsa con Inversionistas de Colombia, firma que tenía una cuota de mercado del 10% en 2006 que luego sería

¹⁸ Según lo mencionado en apartados anteriores, este efecto de liquidez solo se dio en el corto plazo y en lo que refiere al sistema transaccional solo se vio beneficiado en el año 2009 dado que los años posteriores se destacaron por una migración de las negociaciones de este sistema al de registro.

absorbida por Interbolsa, además de ser en su momento miembro activo del programa de creadores de mercado lo que la convertía en un jugador importante en los instrumentos de renta fija.

Un tercer hecho que marcó el alza del grado de concentración del mercado de renta fija fue la fusión de Proyectar Valores con Crear Valores S.A y Gesvalores S.A y las cesiones con Valores y Mandatos S.A e Intervalores S.A, todos estos movimientos lograron consolidar la cuota de mercado de Proyectar quien pasa de tener un 0.8% del mercado en el año 2006 a un 5.4% en 2009.

Hacia el año 2010, el índice HHI disminuye considerablemente para luego estabilizarse con una leve tendencia al alza en los años posteriores, manteniéndose en el rango de 1000 a 1800. La caída del grado de concentración entre los años 2009 y 2010 a pesar de haber disminuido el número de firmas de 31 a 26, esta explicada por la disminución del monto negociado en \$313 billones de la principal firma del mercado: Interbolsa, quien a pesar de aumentar su negociación en el mercado OTC en \$83 billones no compensó la caída en el sistema transaccional; sumado al hecho de que en el mismo año las demás firmas mantuvieron su volumen de negociación a excepción de tres firmas que se consolidaron como líderes del mercado: Proyectar Valores, Credicorp Capital Colombia (antes Correval) y Alianza Valores, lo que contrajo sin duda la cuota de mercado de Interbolsa del 44% al 24% en un año.

Los años posteriores estuvieron marcados por una relativa estabilización del grado de concentración, hecho relevante si se tiene en cuenta que el año 2012 estuvo marcado por la liquidación de Interbolsa, que hasta ese hecho era la líder del mercado. Para ese momento, el mercado se reacomodó como se puede observar en la tabla 5 y la entrada y posterior consolidación de nuevos jugadores como BTG Pactual Colombia S.A Comisionista de Bolsa (producto de la compra de Bolsa y Renta por parte del banco brasilero BTG Pactual) mantuvieron en la misma proporción el mercado. Sumado a esto, el hecho de que al año siguiente de la caída de Interbolsa, el monto total negociado por las firmas comisionistas cayera tanto en el sistema transaccional como en el de registro, \$123 y \$29 billones

respectivamente entre el 2012 y 2013 por la pérdida de confianza de los inversionistas que impacto al mercado en ese momento, hace pensar que posiblemente los montos negociados antes por Interbolsa no se repartieron entre las firmas que continuaron en el mercado sino que simplemente disminuyó el total del mercado y hasta el final del periodo de análisis no se ha vuelto a recuperar los montos transados en años anteriores.

Tabla 5: Top 10 de firmas comisionistas por volumen negociado 2012-2013

2012			2013		
FIMAS COMISIONISTAS	VOLUMEN NEGOCIADO	%	FIMAS COMISIONISTAS	VOLUMEN NEGOCIADO	%
INTERBOLSA S.A. SCB	88.082.558	25,9%	CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	48.102.415	22,2%
ACCIONES Y VALORES S.A.	50.729.232	14,9%	ACCIONES Y VALORES S.A.	39.265.991	18,1%
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	45.116.407	13,3%	BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	25.394.708	11,7%
ALIANZA VALORES S.A.	31.729.165	9,3%	ALIANZA VALORES S.A.	17.066.487	7,9%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	16.523.426	4,9%	CORREDORES ASOCIADOS S.A	16.678.703	7,7%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	16.478.251	4,8%	ADCAP COLOMBIA S.A CDB	11.351.077	5,2%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	15.176.665	4,5%	SERFINCO S.A	10.225.980	4,7%
SERFINCO S.A	13.627.899	4,0%	HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	9.385.143	4,3%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	13.414.212	3,9%	CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	7.702.814	3,6%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	9.673.771	2,8%	VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	7.238.265	3,3%
ULTRABURSATIL S.A	7.636.616	2,2%	CASA DE BOLSA S.A. SCB	6.614.425	3,0%
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	7.398.871	2,2%	GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	5.721.150	2,6%

Fuente: BVC. Elaboración Propia. (Cifras en millones)

Los resultados arrojados por el HHI son en parte corroborados por los otros índices calculados, ya que la mayoría se guían a concluir la existencia de una moderada concentración en el mercado de renta fija.

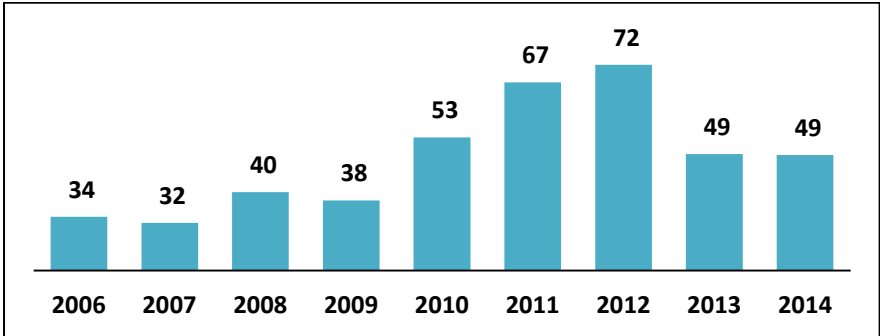
Durante el periodo de análisis, el HHI normalizado se encuentra entre 0.0663 y 0.205 indicando una baja concentración del mercado en dichos años, mientras que el RHT refleja libre entrada y salida de firmas ya que su valor oscila entre 0.08 y 0.15 muy cerca a cero. El CCI evidencia una baja dispersión cuando se compara las 4 primeras firmas con el resto del mercado, según lo arrojado por dicho índice las 4 comisionistas líderes han agrupado entre el 53% y el 74% del monto total negociado de instrumentos de renta fija en el sistema transaccional, alcanzando su punto máximo en el año 2009 y evidenciando una tendencia al alza en los últimos 3 años. Este resultado puede estar explicado por el hecho de que en promedio solo dos firmas participan cada año en el programa de creadores de mercado del

Ministerio de Hacienda. En su momento lideraban Interbolsa y Correval, mientras que en los últimos años con la caída de la primera entro BTG Pactual como un jugador importante.

En cuanto el poder de oligopolio se puede afirmar que el índice de Linda para el caso de dividir el grupo total en dos en donde el primero está compuesto por las 4 primeras firmas y el otro por las restantes, el poder de oligopolio no se encuentra concentrado dado que el rango en los últimos años se encuentra entre 0.006 y 0.023, lo que indica que no existe un desequilibrio en la competencia. Finalmente se observa un moderado grado de desigualdad en algunos años y en otros como 2008 un alto grado, dado que el coeficiente de Gini aunque en promedio ha oscilado en 0.69, alcanzo su punto máximo de 0.78 en 2008.

Aunque el grado de concentración del mercado de renta fija ha sido moderado, los resultados dan cuenta de que es mayor que en el mercado de renta variable, el cual ha tenido un comportamiento diferente que el primero a lo largo del periodo de estudio.

Gráfico 5: Monto negociado en títulos de renta variable 2006-2014 (Cifras en billones)



Fuente: BVC. Elaboración Propia

Al observar el gráfico 5, el índice HHI permite evidenciar que no existe en promedio durante el periodo de análisis, concentración en la negociación de los instrumentos de renta variable. No obstante, presenta una tendencia alcista en desde el año 2010 estabilizándose en los últimos dos años del periodo. Hacia el año 2012 el valor de índice sobrepasa los 1800 por lo que se podría considerar que en los últimos años el mercado de renta variable ha pasado de un bajo nivel de concentración a uno moderado. Este resultado tiene relación con el comportamiento del mercado como se puede observar en el gráfico 6. En los

periodos de mayor dinamismo la concentración del mercado aumentó mientras que en los últimos dos años se contrajo. En la tabla 6, se muestra con detalle la composición de las cuotas de mercado de las 10 primeras firmas en 3 momentos del periodo, lo que permite evidenciar como en 2009 las cuotas de las 3 firmas líderes eran similares mientras que para el año 2012 cuando se incrementa el grado de concentración, Interbolsa gana ventaja sobre las otras firmas, posicionándose con una cuota de mercado 9 puntos porcentuales por encima de la segunda: BTG Pactual, esta última luego de la caída de Interbolsa pasaría a ocupar su lugar manteniendo una posición de líder en 2014.

Tabla 6: Top 10 de las firmas con mayor cuota de mercado en renta variable.

2009		2012		2014	
SOCIEDAD COMISIONISTA	%	SOCIEDAD COMISIONISTA	%	SOCIEDAD COMISIONISTA	%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	15,2%	INTERBOLSA S.A. SCB	23,5%	BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	24,2%
INTERBOLSA S.A. SCB	14,2%	BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	12,5%	CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	19,3%
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	10,1%	CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	12,1%	VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	12,6%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	7,1%	VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	8,9%	SERFINCO S.A	6,5%
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	6,5%	ADCAP COLOMBIA S.A CDB	5,7%	LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A	5,9%
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	6,0%	CASA DE BOLSA S.A. SCB	5,3%	CASA DE BOLSA S.A. SCB	5,2%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	5,8%	CORREDORES ASOCIADOS S.A	4,3%	ULTRABURSATIL S.A	5,0%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	4,5%	SERFINCO S.A	3,9%	CORREDORES ASOCIADOS S.A	4,7%
SERFINCO S.A	4,1%	ALIANZA VALORES S.A.	3,9%	ALIANZA VALORES S.A.	3,6%
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	4,0%	GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	3,7%	GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	3,4%
OTRAS	22,3%	OTRAS	16,2%	OTRAS	9,6%
Total general	100,0%	Total general	100,0%	Total general	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia

La tabla 6 también permite dar cuenta de cómo hacia el año 2009 y 2012 las primeras 5 firmas, tan solo el 16% y 20% del total de comisionistas presentes cada año, capturaban el 53% y 63% del monto negociado, respectivamente. Aún así, durante estos años el grado de concentración es moderado como lo confirman otros índices calculados como el RHT que evidencia una libre entrada y salida de firmas al oscilar entre el 0.072 y 0.121, el índice de Linda no es ajeno a este resultado, reflejando un comportamiento de inexistente poder de oligopolio al dar como resultado valores entre 0.005 y 0.016, mientras que el coeficiente de Gini oscilando en promedio alrededor de 0.068 evidencia un moderado grado de desigualdad.

Finalmente, el CCI evidencia una baja dispersión cuando se compara las 4 primeras firmas con el resto del mercado, según lo arrojado por dicho índice las 4 comisionistas líderes han agrupado entre el 50% y el 65% del monto total negociado de instrumentos de renta variable en el sistema transaccional, alcanzando su punto máximo en el último año.

6. CONCLUSIONES

El objetivo de analizar el grado de concentración del mercado de valores colombiano se evaluó con la información provista por la Bolsa de Valores de Colombia del monto total negociado por las firmas comisionistas de bolsa tanto en renta fija como en variable.

Según los resultados arrojados, se encuentra evidencia para considerar que el mercado de las firmas comisionistas se encuentra moderadamente concentrado por lo que se acepta la hipótesis planteada al inicio de esta investigación. No obstante, la negociación de instrumentos de renta fija se encuentra más concentrada en promedio durante todo el periodo que la negociación en renta variable. La primera, tuvo un momento hacia el año 2009 de alta concentración, explicado por el dinamismo y liquidez del mercado y por el poderío económico de la firma comisionista más grande hasta ese entonces: Interbolsa. Sin embargo, es posible evidenciar que luego de la liquidación de dicha firma el mercado se reacomodo y no ha tenido tendencia hasta ahora a elevar considerablemente el grado de concentración.

Aunque el mercado de valores colombiano no tiene un alto grado de concentración, el proceso de fusiones, liquidaciones y salida de empresas influyó en que una buena parte de las negociaciones estén en un número reducido de empresas: Interbolsa, Credicorp, BTG Pactual y Acciones y Valores, en especial cuando se negocia con renta fija.

Esta investigación permite dar una primera aproximación al hecho de que el moderado grado de concentración no estaría afectando a los inversionistas que utilizan de intermediarios a las sociedades comisionistas de bolsa, puesto que no sería posible que alguna de ellas ejerciera algún dominio que elevara el valor de las comisiones y corretaje que dichas entidades cobran por los servicios ofrecidos a sus clientes. Más aún según lo publicado en años recientes en los medios de comunicación masivos en Colombia, estas firmas han implementado estrategias para atraer mayor número de clientes a través de tarifas de comisión más bajas.

7. BIBLIOGRAFÍA

Agencia de Defensa de la Competencia de Andalucía. (2009). *Panorama de la Competencia en Andalucía*. Sevilla: Consejería de Economía y Hacienda. Junta de Andalucía.

Autorregulador del Mercado de Valores. (2012). *ABC del Inversionista. Cartilla 1*. Bogotá: Educación Financiera para Todos. AMV.

Barrón Mendoza, P. (2011). El Efecto del Tamaño y Concentración del Mercado Bancario sobre el Riesgo Sistemico de la Banca Privada Boliviana. *Revista de Análisis*, 97 - 143.

Bernal, R. (2007). Concentración y Comeptencia en el Sistema Financiero Créditicio Colombiano en la Última Década. *Borradores de Economía. Banco de la República* (432).

Bikker, J., & Haaf, K. (2001). Competition, Concentration and their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance* (26), 2191 - 2214.

Bolsa de Valores de Colombia. (2015). *Mercado de Valores en 2014 y Perspectivas para 2015*. Bogotá: Rueda de Prensa.

Bolsa de Valores de Colombia. (2009). *Ochenta Años del Mercado de Valores en Colombia*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

Castro, C. (2001). Eficiencias X en el Sector Bancario Colombiano. *Desarrollo y Sociedad. Universidad de los Andes* (48).

Congreso de la República de Colombia (2005). Ley 964. *Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones*. Disponible en <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=22412> Recuperado el 30 de Octubre de 2015

Duque, G. (2004). Análisis de la Estructura Competitiva del Sistema Financiero Colombiano. *Ecos de Economía. Universidad EAFIT*, 18, 183 - 205.

Easley, D., & O'Hara, M. (2006). Microestructure and Ambiguity.

Espinosa, F., & Carrera, C. (2005). Concentración Bancaria y Margen de las Tasas de Interés en Perú. *Estudios Económicos. Banco Central de Reserva del Perú*.

Estrada, D. (2005). Efectos de las Fusiones Sobre el Mercado Financiero Colombiano. *Borradores de Economía. Banco de la República* (329).

- Estrada, D., & Gutierrez-Rueda, J. (2008). Supervisión y Regulación del Sistema Financiero: Modelos, implicaciones y alcances. *Borradores de Economía* (490).
- Fradique-Méndez, C. (2014). *Guía del Mercado de Valores*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.
- Freixas, X., & Rochet, J.-C. (1997). *Economía Bancaria*. (A. Busch, Ed.) Madrid: Editor S.A y Banco Bilbao de Vizcaya.
- Furió, E., & Alonso, M. (2008). Concentración Económica. Algunas Consideraciones sobre su Naturaleza y Medida. *Reporte de Estabilidad Financiera. Banco de la República* , 1 - 23.
- García, A., & Gómez, J. (2009). Determinantes de las fusiones y Adquisiciones en el Sistema Financiero Colombiano 1990 - 2007. *Borradores de Economía. Banco de la República* (550), 1 - 29.
- Garrido, H., & Lecca, J. (2005). *Concentración Bancaria en el Perú. 1997 - 2005*. Universidad de San Martín de Porres.
- Gutierrez, S., & Zamudio, N. (2008). Medidas de Concentración y Competencia. *Reporte de Estabilidad Financiera. Banco de la República* , 1 - 23.
- León, C., & Pérez, J. (2014). Caracterización y Comparación del Mercado OTC de Valores en Colombia. *Revista de Economía Institucional* , 16 (31), 223-250.
- Ley 964, Artículo 2 (Congreso de la República de Colombia 2005).
- Lis-Gutiérrez, J. P. (2013). *Medidas de Concentración y Estabilidad de Mercado. Una Aplicación para Excel*. Bogotá: Superintendencia de Industria y Comercio.
- Martínez, O., Pinzón, A., & Uribe, D. (2011). El Poder del Oligopsonio en las Compras de Leche en Colombia: Una Medición del Poder y Concentración de Mercado. *Notas Económicas Unipiloto* , 1 - 4.
- Morales, M. (2011). Concentración y Estabilidad Financiera: El Caso del Sistema Bancario Colombiano. *Reporte de Estabilidad Financiera* , 58, 1 - 31.
- Nicholson, W., & Snyder, C. (2008). *Microeconomic Theory. Basic Principles and Extensions*. USA: Thomson South-Western.
- Ocaña, C., & Peña, J. I. (1992). Fusiones, Adquisiciones y Separaciones: Teorías y Evidencia en España y EE UU. *Cuadernos Económicos de I.C.E* (52), 161-172.
- Portafolio. (7 de Enero de 2013). Comisionistas Ajustan Tarifas para Ganar Mercado. *Portafolio* .
- Rendon, A. (1997). Grupos Economicos en la Decada de los 80. *Estrategias de Diversificación o Especialización* , 8, 53 - 70.

Romero, I. (2001). El Poder de Mercado y la Concentración Bancaria - Ensayo para el Caso de Guatemala. *Notas Monetarias. Banco de Guatemala* , 26 (2).

Serna, O., & Heredia, A. (2012). *Crisis Financieras Sistémicas en Colombia y Contraste con la Situación Actual*. Bogotá: Fogafín.

Suárez, I., Gorbaneff, Y., & Beltrán, J. (2009). Motivos de Fusiones y Grupos Economicos: El Caso Davivienda - Bansuperior - Bancafé. *FORUM EMPRESARIAL. Departamento de Admistración, Facultad de Ciencias Economicas y Administrativas. Pontificia Universidad Javeriana* , 14, 59 - 92.

Suescún, R., & Misas, M. (1996). Cambio Tecnológico, Ineficiencia de Escala e Ineficiencia X en la Banca Colombiana.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2008). *Conceptos Básicos del Mercado de Valores*. Bogotá: Superfinanciera.

Valderrama, Á., Martínez, A., González, C., & Ramírez, N. (2012). *Mercado de Renta Fija Colombiano. Evolución y Diagnóstico*. Bogotá: Estudios Técnicos BVC.

Zurita, J. (2014). *Análisis de la Concentración y Competencia en el Sector Bancario*. Madrid: BBVA Research.

8. ANEXOS

Anexo 1: Creadores y aspirantes de mercado 2006 – 2014.

#	2006	2007	2008	2009	2010	
Creadores	1	Bancolombia S.A	Bancolombia S.A	Bancolombia S.A	Banco Davivienda S.A	
	2	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa	Banco Davivienda S.A	Bancolombia S.A
	3	Banco de Bogotá	ABN AMRO Bank	ABN AMRO Bank	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa	Banco GNB Sudameris S.A
	4	Banco Santander Colombia	Inversionistas de Colombia S.A	Banco Davivienda S.A	Citibank	Corporación Financiera Colombiana S.A
	5	Corporación Financiera del Valle S.A	Granbanco S.A	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Banco Santander Colombia	BBVA Colombia
	6	Inversionistas de Colombia S.A	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Banco Santander Colombia	The Royal Bank of Scotland (Colombia) S.A	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa
	7	Granbanco S.A	Banco de Bogotá	Corporación Financiera Colombiana S.A	Corporación Financiera Colombiana S.A	Banco Santander Colombia
	8	ABN AMRO Bank	Banco Santander Colombia	Citibank	BBVA Colombia	JP Morgan Corporación Financiera S.A
	9	Citibank	Corporación Financiera Colombiana S.A	BBVA Colombia	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Banco de Bogotá
	10	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Citibank	Banco GNB Sudameris S.A	Banco GNB Sudameris S.A	Citibank
Aspirantes	11	BBVA Colombia	BBVA Colombia	Banco Agrario de Colombia S.A	JP Morgan Corporación Financiera S.A	Correval S.A Comisionista de Bolsa
	12	Banco Davivienda S.A	Banco GNB Sudameris S.A	JP Morgan Corporación Financiera S.A	Banco Popular	The Royal Bank of Scotland (Colombia) S.A
	13	Compañía Suramericana de Valores S.A	Banco Agrario de Colombia S.A	Banco Popular	Banco Agrario de Colombia S.A	Banco Agrario de Colombia S.A
	14	Banco de Crédito S.A	Banco Davivienda S.A	Banco HSBC Colombia	Banco de Bogotá	Banco Popular

	#	2011	2012	2013	2014	2015
Creadores	1	Banco Davivienda S.A	Banco Davivienda S.A	Banco Davivienda S.A	Bancolombia S.A	Bancolombia S.A
	2	Bancolombia S.A	Bancolombia S.A	Bancolombia S.A	Banco Davivienda S.A	Banco Davivienda S.A
	3	BBVA Colombia	Banco GNB Sudameris S.A	Citibank	Citibank	BTG Pactual S.A Comisionista de Bolsa
	4	Banco Santander Colombia	BBVA Colombia	Corporación Financiera Colombiana S.A	Corporación Financiera Colombiana S.A	JP Morgan Corporación Financiera S.A
	5	Banco GNB Sudameris S.A	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa	Banco GNB Sudameris S.A	Banco de Bogotá	Corporación Financiera Colombiana S.A
	6	Citibank	Citibank	Banco Agrario de Colombia S.A	BBVA Colombia	Banco Colpatría Red Multibanca Colpatría S.A
	7	Banco de Bogotá	Banco Agrario de Colombia S.A	Scotiabank Colombia S.A	JP Morgan Corporación Financiera S.A	BBVA Colombia
	8	Interbolsa S.A Comisionista de Bolsa	Banco de Bogotá	JP Morgan Corporación Financiera S.A	Credicorp Capital Colombia S.A	Banco Agrario de Colombia S.A
	9	Corporación Financiera Colombiana S.A	Corporación Financiera Colombiana S.A	Banco de Bogotá	BTG Pactual S.A Comisionista de Bolsa	Banco de Bogotá
	10	Banco Agrario de Colombia S.A	JP Morgan Corporación Financiera S.A	BBVA Colombia	Banco Agrario de Colombia S.A	Citibank
Aspirantes	1	JP Morgan Corporación Financiera S.A	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Banco GNB Sudameris S.A	Credicorp Capital Colombia S.A
	1	Correval S.A Comisionista de Bolsa	Banco Santander Colombia	Banco Popular	Banco Colpatría Red Multibanca Colpatría S.A	Banco GNB Sudameris S.A
	3	Banco Popular	Banco HSBC Colombia S.A	Banco Corpbanca Colombia S.A	Banco Corpbanca Colombia S.A	Banco Popular
	4	Banco HSBC Colombia S.A	Banco Popular	Bolsa y Renta S.A Comisionista de Bolsa	Banco Popular	Banco Corpbanca Colombia S.A

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Elaboración Propia

Anexo 2: Total negociado BVC por tipo de afiliado y sistema 2006 – 2014.

Tipo de Afiliado	Registro								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Comisionistas de Bolsa	178,98	95,19	108,53	412,89	734,98	606,62	455,27	426,17	386,72
Establecimientos de Crédito	373,77	366,60	284,21	185,17	276,73	206,93	281,01	435,10	408,71
Sociedades Fiduciarias	40,14	31,49	37,43	68,51	80,73	67,20	76,44	71,03	71,45
Fondos de Pensiones y Cesantías	2,43	3,24	12,94	36,11	47,49	71,20	66,99	56,89	58,53
Compañías de Seguros	7,85	3,35	4,33	10,40	22,37	15,09	30,94	36,86	24,59
Entidades Oficiales Especiales	11,04	20,78	17,20	11,12	12,93	10,26	12,33	11,31	13,08
Otros	4,57	5,36	2,50	1,58	3,27	3,92	7,66	2,72	1,23
Almacenes de Depósito	0,20	0,11	0,00	-	-	-	-	-	-
Fondos de Inversión Colectiva	0,10	0,01	0,12	0,53	1,64	2,18	3,87	0,01	0,07
Sociedades de Capitalización	4,25	5,23	2,35	0,96	1,52	1,67	3,72	2,64	1,12
Sociedades Titularizadoras	0,02	0,02	0,03	0,08	0,11	0,07	0,07	0,06	0,04
Total	618,78	526,01	467,14	725,78	1.178,51	981,23	930,64	1.040,07	964,31

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Tipo de Afiliado	Transaccional								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Comisionistas de Bolsa	1.379,30	917,54	791,81	1.148,13	780,53	563,46	411,97	266,30	241,23
Establecimientos de Crédito	153,82	84,19	54,57	80,65	111,74	101,25	117,10	130,49	114,92
Sociedades Fiduciarias	108,71	57,88	44,06	62,15	54,50	43,05	45,84	37,25	38,90
Fondos de Pensiones y Cesantías	73,68	31,00	16,59	19,80	23,16	23,58	19,27	64,27	21,41
Compañías de Seguros	4,81	4,53	7,07	8,65	11,56	8,69	8,79	8,14	5,94
Entidades Oficiales Especiales	4,35	2,72	2,01	2,18	6,72	5,74	12,08	6,35	7,68
Otros	2,16	2,89	1,22	2,59	7,02	5,93	8,93	0,24	0,23
Fondos de Inversión Colectiva	1,48	0,74	0,52	2,30	6,33	5,27	7,33	0,02	0,00
Sociedades de Capitalización	0,61	1,95	0,64	0,27	0,67	0,63	1,60	0,20	0,22
Sociedades Titularizadoras	0,07	0,20	0,07	0,01	0,02	0,03	0,01	0,01	0,01
Total	1.726,82	1.100,74	917,33	1.324,15	995,23	751,70	623,99	513,03	430,32

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Anexo 3: Montos negociados por firma comisionista 2006 – 2014. Sistema Transaccional

Sociedad Comisionista	TOTAL (Cifras en millones de pesos)							
	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
INTERBOLSA S.A. SCB	270.252.462	19,6%	202.995.248	22,1%	213.171.656	26,9%	490.292.980	42,7%
CREDECORP CAPITAL COLOMBIA S.A	145.681.901	10,6%	126.631.672	13,8%	94.555.075	11,9%	80.045.179	7,0%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	123.143.384	8,9%	139.790.790	15,2%	169.766.318	21,4%	172.852.139	15,1%
ALIANZA VALORES S.A.	101.571.185	7,4%	62.269.391	6,8%	54.392.208	6,9%	78.477.658	6,8%
ACCIONES Y VALORES S.A.	48.219.019	3,5%	21.986.876	2,4%	9.968.300	1,3%	26.187.819	2,3%
SERFINCO S.A	67.735.389	4,9%	48.156.128	5,2%	39.610.733	5,0%	44.473.257	3,9%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	52.345.111	3,8%	42.749.578	4,7%	52.204.021	6,6%	40.993.304	3,6%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	91.341.712	6,6%	47.324.559	5,2%	27.464.466	3,5%	24.042.082	2,1%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	11.842.997	0,9%	8.619.179	0,9%	34.793.661	4,4%	62.385.020	5,4%
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	1.330.747	0,1%	5.451.419	0,6%	5.723.433	0,7%	10.828.678	0,9%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	46.406.593	3,4%	21.604.990	2,4%	8.201.242	1,0%	24.834.140	2,2%
INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A	134.875.991	9,8%	40.372.796	4,4%				
ULTRABURSATIL S.A	36.542.816	2,6%	22.609.282	2,5%	11.662.554	1,5%	15.383.550	1,3%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	9.295.102	0,7%	5.801.997	0,6%	3.026.213	0,4%	7.637.253	0,7%
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	11.837.783	0,9%	6.975.057	0,8%	5.721.329	0,7%	8.406.628	0,7%
STANFORD S.A. CB	37.253.473	2,7%	20.322.276	2,2%	21.787.960	2,8%	3.339.004	0,3%
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	16.044.435	1,2%	7.940.308	0,9%	5.144.559	0,6%	13.428.656	1,2%
VALORALTA S.A CDB	23.528.708	1,7%	8.866.746	1,0%	9.894.155	1,2%	7.831.833	0,7%
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	3.438.009	0,2%	3.149.583	0,3%	2.716.882	0,3%	5.942.488	0,5%
AFIN S.A.	13.816.982	1,0%	3.495.104	0,4%	3.010.895	0,4%	2.889.381	0,3%
CREAR VALORES S.A.	17.451.514	1,3%	15.859.305	1,7%	796.183	0,1%		
COMPASS GROUP S.A	21.865.985	1,6%	12.141.339	1,3%				
CASA DE BOLSA S.A.	9.256.285	0,7%	7.518.121	0,8%	6.300.791	0,8%	10.899.406	0,9%
GESVALORES S.A.	27.315.457	2,0%	3.521.081	0,4%	2.119.467	0,3%		0,0%
ASVALORES S.A.	4.804.829	0,3%	5.304.346	0,6%	2.312.096	0,3%	5.016.153	0,4%
NACIONAL DE VALORES S.A.	14.513.429	1,1%	4.744.341	0,5%	1.213.471	0,2%	2.661.376	0,2%
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A	8.338.861	0,6%	1.676.502	0,2%	769.809	0,1%	2.062.199	0,2%
VALORES DEL POPULAR S.A.	11.244.846	0,8%	4.422.935	0,5%	1.513.985	0,2%	2.144.556	0,2%
INTERVALORES S.A	6.830.429	0,5%	9.696.763	1,1%	608.859	0,1%		
CITIVALORES S.A.	258.123	0,0%	471.328	0,1%	855.311	0,1%	2.143.452	0,2%
BBVA - VALORES COLOMBIA S.A.	1.105.341	0,1%	990.450	0,1%	685.323	0,1%	640.684	0,1%
DAVIVALORES S.A	1.604.588	0,1%	331.008	0,0%	457.936	0,1%	639.021	0,1%
FEDERAL DE VALORES S.A.	6.753.766	0,5%	1.856.339	0,2%				
LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A								
SERVIBOLSA S.A.	768.608	0,1%	744.889	0,1%	711.792	0,1%	1.089.854	0,1%
CORPBANCA COMISIONISTA DE BOLSA S.A	362.770	0,0%	283.207	0,0%	206.821	0,0%	498.094	0,0%
CELFIN CAPITAL S.A. SCB								
VISION DE VALORES S.A.			668.077	0,1%	309.778	0,0%	9.420	0,0%
SCOTIA SECURITIES S.A SCB	2.573	0,0%	5.543	0,0%		0,0%		0,0%
VALORES BOGOTA S.A.	192.021	0,0%	108.299	0,0%	114.338	0,0%	55.727	0,0%
LONDONO Y RESTREPO S.A.	92.873	0,0%	41.033	0,0%				
OLD MUTUAL VALORES S.A C DE B								
RAMON H. VILLA Y CIA. S.A.	31.219	0,0%	40.947	0,0%	14.983	0,0%		
Total	1.379.297.315	100,0%	917.538.831	100,0%	791.806.603	100,0%	1.148.130.990	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Sociedad Comisionista	TOTAL (Cifras en millones de pesos)									
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
INTERBOLSA S.A. SCB	180.043.756	23,1%	153.442.519	27,2%	104.914.806	25,5%				
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	90.520.923	11,6%	65.164.870	11,6%	53.800.637	13,1%	57.995.310	21,8%	59.972.568	24,9%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	47.647.869	6,1%	32.367.304	5,7%	22.842.114	5,5%	14.054.622	5,3%	13.424.777	5,6%
ALIANZA VALORES S.A.	77.644.493	9,9%	60.984.029	10,8%	34.522.562	8,4%	18.766.918	7,0%	12.520.549	5,2%
ACCIONES Y VALORES S.A.	39.912.899	5,1%	40.768.933	7,2%	51.308.783	12,5%	39.702.982	14,9%	33.476.421	13,9%
SERFINCO S.A	45.661.291	5,9%	24.303.986	4,3%	16.422.972	4,0%	12.989.701	4,9%	8.133.059	3,4%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	36.460.450	4,7%	22.793.205	4,0%	19.595.790	4,8%	19.170.419	7,2%	14.315.934	5,9%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	25.992.394	3,3%	15.084.989	2,7%	16.526.009	4,0%	8.198.843	3,1%	1.555.414	0,6%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	86.285.318	11,1%	28.961.275	5,1%						
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	16.747.834	2,1%	14.946.931	2,7%	16.390.893	4,0%	36.596.419	13,7%	49.948.769	20,7%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	25.891.247	3,3%	23.263.549	4,1%	17.507.636	4,2%	12.216.676	4,6%	9.837.444	4,1%
INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A										
ULTRABURSATIL S.A	26.008.112	3,3%	14.619.443	2,6%	8.948.727	2,2%	7.587.207	2,8%	7.761.153	3,2%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	26.946.767	3,5%	16.976.428	3,0%	13.502.866	3,3%	9.282.550	3,5%	9.477.539	3,9%
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	11.022.826	1,4%	12.742.314	2,3%	9.194.251	2,2%	7.218.890	2,7%	7.389.206	3,1%
STANFORD S.A. CB										
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	11.779.691	1,5%	11.044.348	2,0%	3.088.532	0,7%	407.053	0,2%		
VALORALTA S.A CDB	6.115.009	0,8%	5.608.653	1,0%	2.150.621	0,5%	1.013.114	0,4%	774.159	0,3%
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	6.430.850	0,8%	6.088.783	1,1%	7.916.026	1,9%	10.028.538	3,8%	4.162.330	1,7%
AFIN S.A.	2.942.636	0,4%	2.645.783	0,5%	2.738.589	0,7%	2.175.795	0,8%	892.977	0,4%
CREAR VALORES S.A.										
COMPASS GROUP S.A										
CASA DE BOLSA S.A.										
GESVALORES S.A.										
ASVALORES S.A.	6.129.766	0,8%	3.543.945	0,6%	1.776.260	0,4%	177.105	0,1%		
NACIONAL DE VALORES S.A.	1.530.583	0,2%								
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A	2.295.990	0,3%	1.078.233	0,2%	1.838.935	0,4%	2.274.913	0,9%	1.166.909	0,5%
VALORES DEL POPULAR S.A.										
INTERVALORES S.A										
CITIVALORES S.A.	1.299.305	0,2%	1.118.561	0,2%	2.543.059	0,6%	1.976.862	0,7%	1.412.848	0,6%
BBVA - VALORES COLOMBIA S.A.	2.474.594	0,3%	3.052.270	0,5%	707.548	0,2%	690.740	0,3%	505.604	0,2%
DAVIVALORES S.A	911.645	0,1%	1.168.849	0,2%	1.855.577	0,5%	1.686.972	0,6%	1.271.009	0,5%
FEDERAL DE VALORES S.A.										
LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A							1.336.549	0,5%	2.887.422	1,2%
SERVIBOLSA S.A.	1.454.271	0,2%	1.072.031	0,2%	58.282	0,0%				
CORPBANCA COMISIONISTA DE BOLSA S.A	379.386	0,0%	519.209	0,1%	393.640	0,1%	573.959	0,2%	88.432	0,0%
CELFIN CAPITAL S.A. SCB			95.986	0,0%	1.426.647	0,3%	173.909	0,1%		
VISION DE VALORES S.A.										
SCOTIA SECURITIES S.A SCB									196.945	0,1%
VALORES BOGOTA S.A.										
LONDONO Y RESTREPO S.A.										
OLD MUTUAL VALORES S.A C DE B									55.961	0,0%
RAMON H. VILLA Y CIA. S.A.										
Total	780.529.906	100,0%	563.456.425	100,0%	411.971.764	100,0%	266.296.044	100,0%	241.227.431	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Sociedades Comisionistas	TOTAL NEGOCIADO RENTA FIJA (Cifras en millones de pesos)							
	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
INTERBOLSA S.A. SCB	265.870.227	19,8%	198.683.977	22,4%	207.776.610	27,6%	484.930.833	43,7%
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	141.937.779	10,5%	123.431.698	13,9%	90.980.884	12,1%	76.241.847	6,9%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	118.512.680	8,8%	133.793.714	15,1%	164.221.281	21,8%	167.119.041	15,0%
ALIANZA VALORES S.A.	100.969.608	7,5%	61.314.879	6,9%	53.147.908	7,1%	77.362.784	7,0%
ACCIONES Y VALORES S.A.	47.398.602	3,5%	21.527.368	2,4%	9.324.636	1,2%	25.601.113	2,3%
SERFINCO S.A	64.997.499	4,8%	46.317.528	5,2%	37.165.902	4,9%	42.919.134	3,9%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	50.104.956	3,7%	41.163.804	4,6%	50.556.733	6,7%	39.282.674	3,5%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	90.494.579	6,7%	46.922.093	5,3%	26.961.442	3,6%	23.466.622	2,1%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	11.399.331	0,8%	7.611.395	0,9%	32.583.277	4,3%	59.706.780	5,4%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	45.135.417	3,4%	20.933.325	2,4%	7.018.519	0,9%	22.631.213	2,0%
INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A	132.677.814	9,9%	39.887.764	4,5%				
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	1.104.654	0,1%	4.717.294	0,5%	3.814.631	0,5%	8.562.874	0,8%
ULTRABURSATIL S.A	35.239.916	2,6%	20.165.326	2,3%	9.659.497	1,3%	14.152.388	1,3%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	8.570.832	0,6%	5.331.935	0,6%	2.044.280	0,3%	6.871.558	0,6%
STANFORD S.A. CB	35.605.342	2,6%	18.692.747	2,1%	18.998.650	2,5%	3.192.986	0,3%
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	11.130.638	0,8%	6.140.492	0,7%	3.840.599	0,5%	5.976.544	0,5%
VALORALTA S.A CDB	23.182.962	1,7%	8.487.696	1,0%	9.620.381	1,3%	7.653.704	0,7%
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	15.925.502	1,2%	7.607.443	0,9%	3.750.705	0,5%	11.912.939	1,1%
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	3.204.285	0,2%	3.039.410	0,3%	2.441.375	0,3%	5.373.241	0,5%
AFIN S.A.	13.641.221	1,0%	3.399.631	0,4%	2.837.212	0,4%	2.791.209	0,3%
COMPASS GROUP S.A	21.587.177	1,6%	11.959.406	1,4%				
CREAR VALORES S.A.	16.582.794	1,2%	14.952.037	1,7%	707.503	0,1%		
CASA DE BOLSA S.A.	8.609.482	0,6%	7.092.435	0,8%	5.738.163	0,8%	10.485.334	0,9%
GESVALORES S.A.	26.453.923	2,0%	2.703.563	0,3%	1.268.161	0,2%		
ASVALORES S.A.	4.701.092	0,3%	5.257.084	0,6%	2.257.080	0,3%	4.958.415	0,4%
NACIONAL DE VALORES S.A.	14.435.065	1,1%	4.724.359	0,5%	1.175.783	0,2%	2.566.848	0,2%
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A	8.287.838	0,6%	1.530.845	0,2%	285.138	0,0%	1.804.878	0,2%
VALORES DEL POPULAR S.A.	11.060.144	0,8%	4.252.802	0,5%	1.480.356	0,2%	2.140.526	0,2%
INTERVALORES S.A	6.526.460	0,5%	9.211.070	1,0%	407.624	0,1%		
BBVA - VALORES COLOMBIA S.A.	950.583	0,1%	894.888	0,1%	659.914	0,1%	627.839	0,1%
FEDERAL DE VALORES S.A.	6.748.687	0,5%	1.855.560	0,2%				
DAVIVALORES S.A	1.576.361	0,1%	307.206	0,0%	440.042	0,1%	621.987	0,1%
CITIVALORES S.A.	258.027	0,0%	471.328	0,1%	277.217	0,0%	857.174	0,1%
SERVIBOLSA S.A.	637.061	0,0%	365.131	0,0%	215.325	0,0%	373.643	0,0%
VISION DE VALORES S.A.			667.155	0,1%	284.776	0,0%	8.431	0,0%
CORPBANCA COMISIONISTA DE BOLSA S.	20	0,0%	31	0,0%	3.991	0,0%	216.271	0,0%
VALORES BOGOTA S.A.	177.474	0,0%	106.717	0,0%	89.855	0,0%	49.190	0,0%
RAMON H. VILLA Y CIA. S.A.	14.830	0,0%	19.777	0,0%	8.253	0,0%		
OLD MUTUAL VALORES S.A C DE B								
SCOTIA SECURITIES S.A SCB	2.573	0,0%	5.543	0,0%				
LONDONO Y RESTREPO S.A.	5.446	0,0%	7	0,0%				
LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A								
CELFIN CAPITAL S.A. SCB								
Total general	1.345.718.881	100,0%	885.546.463	100,0%	752.043.704	100,0%	1.110.460.023	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Sociedades Comisionistas	TOTAL NEGOCIADO RENTA FIJA (Cifras en millones de pesos)									
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
INTERBOLSA S.A. SCB	171.907.608	23,6%	139.000.624	28,0%	88.082.558	25,9%				
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	84.205.124	11,6%	57.752.670	11,6%	45.116.407	13,3%	48.102.415	22,2%	50.486.850	26,3%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	41.973.514	5,8%	25.333.197	5,1%	16.478.251	4,8%	7.238.265	3,3%	7.258.249	3,8%
ALIANZA VALORES S.A.	75.444.495	10,4%	58.395.935	11,8%	31.729.165	9,3%	17.066.487	7,9%	10.748.382	5,6%
ACCIONES Y VALORES S.A.	39.411.575	5,4%	40.056.595	8,1%	50.729.232	14,9%	39.265.991	18,1%	33.108.952	17,2%
SERFINCO S.A	42.819.784	5,9%	21.441.703	4,3%	13.627.899	4,0%	10.225.980	4,7%	4.928.321	2,6%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	32.992.799	4,5%	18.896.070	3,8%	16.523.426	4,9%	16.678.703	7,7%	12.002.606	6,2%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	24.479.679	3,4%	13.627.227	2,7%	15.176.665	4,5%	7.702.814	3,6%	1.279.527	0,7%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	83.170.332	11,4%	26.836.625	5,4%						
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	23.312.815	3,2%	19.330.813	3,9%	13.414.212	3,9%	11.351.077	5,2%	9.281.204	4,8%
INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A										
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	12.381.839	1,7%	8.815.068	1,8%	7.398.871	2,2%	25.394.708	11,7%	38.086.541	19,8%
ULTRABURSATIL S.A	24.406.046	3,4%	12.967.718	2,6%	7.636.616	2,2%	5.385.363	2,5%	5.331.084	2,8%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	24.768.829	3,4%	14.044.549	2,8%	9.673.771	2,8%	6.614.425	3,0%	6.927.289	3,6%
STANFORD S.A. CB										
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	8.309.878	1,1%	10.369.960	2,1%	6.515.391	1,9%	5.721.150	2,6%	5.698.014	3,0%
VALORALTA S.A CDB	5.885.304	0,8%	4.960.860	1,0%	1.730.260	0,5%	679.196	0,3%	348.511	0,2%
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	10.643.153	1,5%	9.978.098	2,0%	2.380.803	0,7%	160.149	0,1%		
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	4.512.082	0,6%	3.066.615	0,6%	5.669.477	1,7%	9.385.143	4,3%	3.696.963	1,9%
AFIN S.A.	2.862.019	0,4%	2.514.154	0,5%	2.608.307	0,8%	1.745.192	0,8%	767.611	0,4%
COMPASS GROUP S.A										
CREAR VALORES S.A.										
CASA DE BOLSA S.A.										
GESVALORES S. A.										
ASVALORES S.A.	6.015.204	0,8%	3.399.604	0,7%	1.648.062	0,5%	97.830	0,0%		
NACIONAL DE VALORES S.A.	1.468.908	0,2%								
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A	1.964.691	0,3%	939.555	0,2%	1.685.502	0,5%	2.093.501	1,0%	957.847	0,5%
VALORES DEL POPULAR S.A.										
INTERVALORES S.A										
BBVA - VALORES COLOMBIA S.A.	2.456.321	0,3%	3.021.244	0,6%	650.102	0,2%	522.107	0,2%	321.119	0,2%
FEDERAL DE VALORES S.A.										
DAVIVALORES S.A	851.285	0,1%	1.010.164	0,2%	1.550.024	0,5%	1.282.081	0,6%	870.799	0,5%
CITIVALORES S.A.	408.870	0,1%	86.207	0,0%	106.700	0,0%	12.996	0,0%	27.910	0,0%
SERVIBOLSA S.A.	245.367	0,0%	216.225	0,0%	17.389	0,0%				
VISION DE VALORES S.A.										
CORPBANCA COMISIONISTA DE BOLSA S.	138.367	0,0%	20.420	0,0%	61.800	0,0%	241.897	0,1%	29.261	0,0%
VALORES BOGOTA S.A.										
RAMON H. VILLA Y CIA. S.A.										
OLD MUTUAL VALORES S.A C DE B									19.559	0,0%
SCOTIA SECURITIES S.A SCB										
LONDONO Y RESTREPO S.A.										
LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A							75	0,0%		
CELFIN CAPITAL S.A. SCB					0	0,0%				
Total general	727.035.887	100,0%	496.081.901	100,0%	340.210.891	100,0%	216.967.547	100,0%	192.176.599	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Sociedades Comisionistas	TOTAL NEGOCIADO RENTA VARIABLE (Cifras en millones de pesos)							
	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	3.744.122	11,2%	3.199.974	10,0%	3.574.191	9,0%	3.803.332	10,1%
INTERBOLSA S.A. SCB	4.382.235	13,1%	4.311.271	13,5%	5.395.047	13,6%	5.362.147	14,2%
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	4.630.704	13,8%	5.997.075	18,7%	5.545.038	13,9%	5.733.097	15,2%
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	226.093	0,7%	734.125	2,3%	1.908.802	4,8%	2.265.804	6,0%
SERFINCO S.A	2.737.890	8,2%	1.838.600	5,7%	2.444.831	6,1%	1.554.123	4,1%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	2.240.156	6,7%	1.585.774	5,0%	1.647.288	4,1%	1.710.630	4,5%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	724.269	2,2%	470.062	1,5%	981.933	2,5%	765.695	2,0%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	1.271.176	3,8%	671.665	2,1%	1.182.723	3,0%	2.202.927	5,8%
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	707.146	2,1%	834.564	2,6%	1.880.730	4,7%	2.430.084	6,5%
ULTRABURSATIL S.A	1.302.900	3,9%	2.443.956	7,6%	2.003.057	5,0%	1.231.161	3,3%
ALIANZA VALORES S.A.	601.577	1,8%	954.512	3,0%	1.244.299	3,1%	1.114.874	3,0%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	443.666	1,3%	1.007.784	3,2%	2.210.384	5,6%	2.678.240	7,1%
CITIVALORES S.A.	96	0,0%			578.094	1,5%	1.286.278	3,4%
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	233.724	0,7%	110.173	0,3%	275.507	0,7%	569.247	1,5%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	847.133	2,5%	402.466	1,3%	503.024	1,3%	575.460	1,5%
LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A								
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	118.934	0,4%	332.865	1,0%	1.393.854	3,5%	1.515.717	4,0%
STANFORD S.A. CB	1.648.130	4,9%	1.629.529	5,1%	2.789.310	7,0%	146.018	0,4%
ACCIONES Y VALORES S.A.	820.417	2,4%	459.508	1,4%	643.664	1,6%	586.706	1,6%
SERVIBOLSA S.A.	131.547	0,4%	379.757	1,2%	496.467	1,2%	716.211	1,9%
VALORALTA S.A CDB	345.746	1,0%	379.049	1,2%	273.774	0,7%	178.129	0,5%
INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A	2.198.178	6,5%	485.033	1,5%				
CORPBANCA COMISIONISTA DE BOLSA S.A	362.750	1,1%	283.176	0,9%	202.830	0,5%	281.822	0,7%
GESVALORES S. A.	861.534	2,6%	817.518	2,6%	851.306	2,1%		
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A	51.022	0,2%	145.657	0,5%	484.670	1,2%	257.321	0,7%
CASA DE BOLSA S.A.	646.803	1,9%	425.686	1,3%	562.628	1,4%	414.072	1,1%
CREAR VALORES S.A.	868.720	2,6%	907.267	2,8%	88.680	0,2%		
CELFIN CAPITAL S.A. SCB								
AFIN S.A.	175.761	0,5%	95.473	0,3%	173.683	0,4%	98.172	0,3%
DAVIVALORES S.A	28.227	0,1%	23.802	0,1%	17.894	0,0%	17.035	0,0%
INTERVALORES S.A	303.970	0,9%	485.694	1,5%	201.234	0,5%		
BBVA - VALORES COLOMBIA S.A.	154.758	0,5%	95.563	0,3%	25.408	0,1%	12.845	0,0%
ASVALORES S.A.	103.737	0,3%	47.263	0,1%	55.016	0,1%	57.738	0,2%
SCOTIA SECURITIES S.A SCB								
COMPASS GROUP S.A	278.808	0,8%	181.933	0,6%				
VALORES DEL POPULAR S.A.	184.701	0,6%	170.133	0,5%	33.629	0,1%	4.030	0,0%
NACIONAL DE VALORES S.A.	78.364	0,2%	19.982	0,1%	37.688	0,1%	94.528	0,3%
LONDONO Y RESTREPO S.A.	87.427	0,3%	41.026	0,1%				
OLD MUTUAL VALORES S.A C DE B								
VALORES BOGOTA S.A.	14.547	0,0%	1.582	0,0%	24.483	0,1%	6.537	0,0%
RAMON H. VILLA Y CIA. S.A.	16.389	0,0%	21.169	0,1%	6.731	0,0%		
VISION DE VALORES S.A.			921	0,0%	25.002	0,1%	989	0,0%
FEDERAL DE VALORES S.A.	5.079	0,0%	779	0,0%				
Total general	33.578.433	100,0%	31.992.369	100,0%	39.762.900	100,0%	37.670.968	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia

Sociedades Comisionistas	TOTAL NEGOCIADO RENTA VARIABLE (Cifras en millones de pesos)									
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A	6.315.799	11,8%	7.412.200	11,0%	8.684.230	12,1%	9.892.895	20,1%	9.485.718	19,3%
INTERBOLSA S.A. SCB	8.136.148	15,2%	14.441.895	21,4%	16.832.247	23,5%				
VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B.	5.674.356	10,6%	7.034.107	10,4%	6.363.863	8,9%	6.816.357	13,8%	6.166.528	12,6%
BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS	4.365.995	8,2%	6.131.863	9,1%	8.992.022	12,5%	11.201.711	22,7%	11.862.228	24,2%
SERFINCO S.A	2.841.507	5,3%	2.862.283	4,2%	2.795.073	3,9%	2.763.721	5,6%	3.204.738	6,5%
CORREDORES ASOCIADOS S.A	3.467.651	6,5%	3.897.135	5,8%	3.072.364	4,3%	2.491.715	5,1%	2.313.328	4,7%
CASA DE BOLSA S.A. SCB	2.177.938	4,1%	2.931.880	4,4%	3.829.095	5,3%	2.668.125	5,4%	2.550.250	5,2%
ADCAP COLOMBIA S.A CDB	2.578.432	4,8%	3.932.737	5,8%	4.093.424	5,7%	865.598	1,8%	556.240	1,1%
GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A	2.712.949	5,1%	2.372.354	3,5%	2.678.860	3,7%	1.497.739	3,0%	1.691.191	3,4%
ULTRABURSATIL S.A	1.602.066	3,0%	1.651.725	2,5%	1.312.112	1,8%	2.201.844	4,5%	2.430.069	5,0%
ALIANZA VALORES S.A.	2.199.999	4,1%	2.588.093	3,8%	2.793.397	3,9%	1.700.431	3,4%	1.772.167	3,6%
PROYECTAR VALORES S.A. C.B	3.114.986	5,8%	2.124.649	3,2%						
CITIVALORES S.A.	890.435	1,7%	1.032.354	1,5%	2.436.359	3,4%	1.963.865	4,0%	1.384.939	2,8%
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A	1.918.768	3,6%	3.022.168	4,5%	2.246.550	3,1%	643.394	1,3%	465.367	0,9%
CIA PROFESIONALES DE BOLSA S.A	1.512.714	2,8%	1.457.762	2,2%	1.349.345	1,9%	496.029	1,0%	275.887	0,6%
LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A							1.336.473	2,7%	2.887.422	5,9%
ACCIONES DE COLOMBIA S.A.	1.136.537	2,1%	1.066.250	1,6%	707.728	1,0%	246.904	0,5%		
STANFORD S.A. CB										
ACCIONES Y VALORES S.A.	501.324	0,9%	712.337	1,1%	579.551	0,8%	436.991	0,9%	367.470	0,7%
SERVIBOLSA S.A.	1.208.903	2,3%	855.806	1,3%	40.893	0,1%				
VALORALTA S.A CDB	229.704	0,4%	647.793	1,0%	420.360	0,6%	333.919	0,7%	425.648	0,9%
INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A										
CORPBANCA COMISIONISTA DE BOLSA S.A	241.019	0,5%	498.789	0,7%	331.840	0,5%	332.062	0,7%	59.172	0,1%
GESVALORES S. A.										
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A	331.299	0,6%	138.678	0,2%	153.433	0,2%	181.412	0,4%	209.062	0,4%
CASA DE BOLSA S.A.										
CREAR VALORES S.A.										
CELFIN CAPITAL S.A. SCB			95.986	0,1%	1.426.647	2,0%	173.909	0,4%		
AFIN S.A.	80.617	0,2%	131.629	0,2%	130.282	0,2%	430.603	0,9%	125.366	0,3%
DAVIVALORES S.A	60.360	0,1%	158.685	0,2%	305.553	0,4%	404.891	0,8%	400.210	0,8%
INTERVALORES S.A										
BBVA - VALORES COLOMBIA S.A.	18.273	0,0%	31.026	0,0%	57.446	0,1%	168.633	0,3%	184.486	0,4%
ASVALORES S.A.	114.562	0,2%	144.341	0,2%	128.198	0,2%	79.275	0,2%		0,0%
SCOTIA SECURITIES S.A SCB									196.945	0,4%
COMPASS GROUP S.A										
VALORES DEL POPULAR S.A.										
NACIONAL DE VALORES S.A.	61.676	0,1%								
LONDONO Y RESTREPO S.A.										
OLD MUTUAL VALORES S.A C DE B									36.402	0,1%
VALORES BOGOTA S.A.										
RAMON H. VILLA Y CIA. S.A.										
VISION DE VALORES S.A.										
FEDERAL DE VALORES S.A.										
Total general	53.494.019	100,0%	67.374.524	100,0%	71.760.873	100,0%	49.328.496	100,0%	49.050.832	100,0%

Fuente: BVC. Elaboración Propia