

Sociedades Comisionistas de Bolsa: Estructura de mercado y costos *

Septiembre de 2017

(Resumen)

En medio de un desafiante entorno macro-financiero, este documento analiza la situación de las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) que operan en Colombia, con particular atención en lo referente a su estructura de costos y la mejor forma de aliviarla hacia el futuro cercano. Dichas SCB han tenido un quinquenio exigente debido a: i) “apretones regulatorios” de capital, liquidez y constitución de garantías, el grueso de ellos ineludibles pos-Lehman e Interbolsa; ii) colapsos en la liquidez del mercado, dejando “ociosa” parte importante de su capacidad de negociación y con elevados costos de infraestructura; iii) elevada competencia al interior del sector; y iv) preocupaciones por crecientes costos en la dotación de nueva infraestructura, sin que ella se beneficie aún de suficientes economías de escala-alcance que permitan amortizarla.

El grueso del mercado de capitales de Colombia (todavía pando) se caracteriza por la renta fija pública y de derivados (cambiarior), con bajos volúmenes en renta variable. La mayoría de las SCB operan como Independientes (9/21), seguidas por las Bancarizadas (7/21) y por las pertenecientes a *Holdings* (5/21), pero estas dos últimas porciones han sido las de mayor dinamismo en el negocio y en la rentabilidad durante 2014-2017.

Los ingresos netos de las SCB provienen de las comisiones-honorarios (56.2%) y de las ventas de inversiones (18.7%), coincidiendo con patrones internacionales (también ratificado por encuestas aquí incluidas). Sus gastos netos provienen de nómina (55%), “operativos sin nómina” (13%) e impuestos (8%); al examinar los gastos “operativos sin nómina”, resaltan los pagos a la BVC (51%), sistematización (20%) y custodios (12%). Estos gastos operativos diferentes a nómina deberían poderse reducir en el futuro cercano para hacer las SCB más competitivas en ese desafiante entorno global, particularmente a través del aprovechamiento de economías de escala-alcance resultantes de las fusiones institucionales tipo BVC-Deceval y de Cámaras de Compensación.

Clasificación JEL: Mercados Financieros y Macroeconomía (E44), Comisionistas de Bolsa y otros Intermediarios (G24).

* Investigación fue realizada por Anif para Asobolsa. El equipo de Anif estuvo liderado por Sergio Clavijo y participaron Alejandro Vera, Nelson Vera, Juan Diego Londoño, Juan Sebastián Joya y Julián Cortés.

Email: sclavijo@anif.com.co

Índice

I. Introducción.....	3
II. Estructura del mercado local de las Sociedades Comisionistas de Bolsa..	8
1. Indicadores gerenciales de las SCB	8
2. Desagregación del mercado en que operan las SCB	14
Renta Fija	15
Renta Variable	18
Derivados estandarizados	22
III. Caracterización del mercado bursátil.....	25
1. Clasificación de las SCB	25
2. Indicadores Gerenciales según clasificación de SCB	27
Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	31
Participación de mercado (montos transados).....	35
IV. Estructura de ingresos y costos del mercado bursátil.....	38
1. Entorno Regulatorio y de mercado de las SCB	39
Desafíos regulatorios	41
a) Requerimientos de Liquidez	41
b) Requerimientos de Capital	43
c) Garantías.....	45
2. Estructura de ingresos de las SCB.....	47
3. Estructura de costos de las SCB.....	52
Costos de las SCB según cifras Simev-SF.....	53
Costos de las SCB según encuesta Anif-Asobolsa	68
a) Cuestionario	69
b) Resultados	72
V. Conclusiones	79
Referencias	99
Anexos	100

I. Introducción

Han pasado casi 8 años desde el inicio de la frágil recuperación de las economías desarrolladas en 2013, tras la crisis financiera de Lehman Brothers en 2007-2008. Infortunadamente, la economía mundial aún no parece recuperarse del todo y resulta preocupante observar cómo, a lo largo de 2016-2017, se ha acentuado la dicotomía entre una pobre recuperación del sector real a nivel global (a ritmos del 3%), de una parte, y las sorpresivas valorizaciones de los mercados de capitales, de otra parte. En buena medida, este buen desempeño financiero obedece a la abundante liquidez que aún proveen los principales Bancos Centrales a nivel mundial.

Infortunadamente, se han venido disipando las expectativas sobre una rápida reflación en los Estados Unidos, y su recuperación económica difícilmente sobrepasaría crecimientos del 2% durante 2017-2018, padeciendo faltantes estructurales de productividad y pérdidas de crecimiento potencial propios del llamado estancamiento secular (ver Gordon 2016). Durante 2017 han sido particularmente graves: i) el fracaso de la Administración Trump para aprobar en el Congreso la reforma tributaria que permitiría repatriar capitales y así impulsar las obras de infraestructura; y ii) la menor transmisión de las alzas salariales sobre la inflación. Esto ha llevado al Fed a moderar su ciclo alcista en la tasa repo y a postergar el desmonte de los activos de su hoja de balance (acumulados mediante los abultados programas de inyecciones de liquidez del período 2010-2014). En vez de cuatro alzas en 2017 (como esperaba su propia Junta a inicios del año), probablemente se hará un máximo de tres, llevándola hacia el 1.5% al cierre de 2017 frente al 1.25% actual (completando +125pbs desde el inicio de la normalización monetaria en diciembre de 2015).

La Zona Euro ha venido consolidando un relativo mejor desempeño y estaría creciendo un 2.1% en 2017 (vs. 1.7% en 2016). Allí ha resultado favorable: i) la disipación del riesgo político de resquebrajamiento de la Zona Euro, cimentada ahora dicha unión bajo el liderazgo Merkel-Macron; y ii) los avances en la solución de los riesgos bancarios en Italia (incluyendo apoyos presupuestales) y de Alemania

(recapitalizando sus bancos). Sin embargo, allí todavía se tienen elevadas tasas de desempleo del 9% y bajas inflaciones básicas del 1%, por lo cual el BCE ha continuado proveyendo amplia liquidez y tan solo ha moderado marginalmente su programa de compra de activos (desde €80.000 millones/mes hacia €60.000 millones/mes).

En lo concerniente a los mercados emergentes, el choque del colapso en los precios de los *commodities* ha implicado pérdidas de crecimiento potencial hacia ritmos cercanos al 4% anual (vs. el 6% pre-Lehman), con agravantes de peligrosos excesos de apalancamiento (particularmente del sector privado, ver Anif 2016). Si bien durante 2017 se estaría dando un moderado repunte en dicho mundo emergente hacia el 4.8% en 2017 (vs. 4.1% en 2016), allí continúan golpeados los países exportadores de *commodities*. En particular, América Latina tan solo lograría mediocres rebotes a ritmos del +1.6% en 2017 (después del -0.7% observado en 2016 y de mediocres promedios del orden del 1% durante el último quinquenio).

A pesar del evidente estancamiento secular del mundo desarrollado y de las persistentes debilidades del mundo emergente, los mencionados excesos de liquidez han continuado impulsando los mercados de renta variable hacia máximos históricos. En efecto, los mercados desarrollados (MSCI) han logrado mantener elevadas valorizaciones promedio cercanas al 9% anual durante el último quinquenio, extendidas con ganancias cercanas al 20% en lo corrido de 2017, ver gráfico 1. Allí el S&P500 ha venido bordeando niveles récord de 2.500 puntos, donde la relación precio/ganancia-RPG (ajustada por ciclo “a la Shiller”) del orden de 30 veces (vs. promedios cercanos a 18) campaneaba la formación de evidentes burbujas financieras. Dichos excesos financieros también son palpables en la supresión de volatilidad, donde el VIX (volatilidad implícita en opciones del S&P500) ha rondado niveles inusualmente bajos de 13-15 (vs. promedios históricos cercanos a 20), ver gráfico 2.

Gráfico 1. Índice Global de acciones (MSCI)

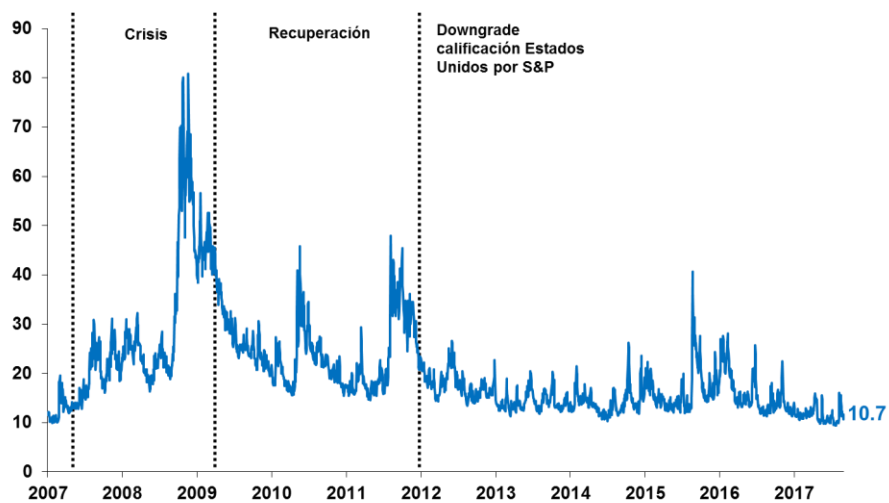
(Enero 2007 =100, a septiembre 15 de 2017)



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg.

Gráfico 2. Volatilidad de derivados sobre el S&P 500

(VIX, a septiembre 15 de 2017)



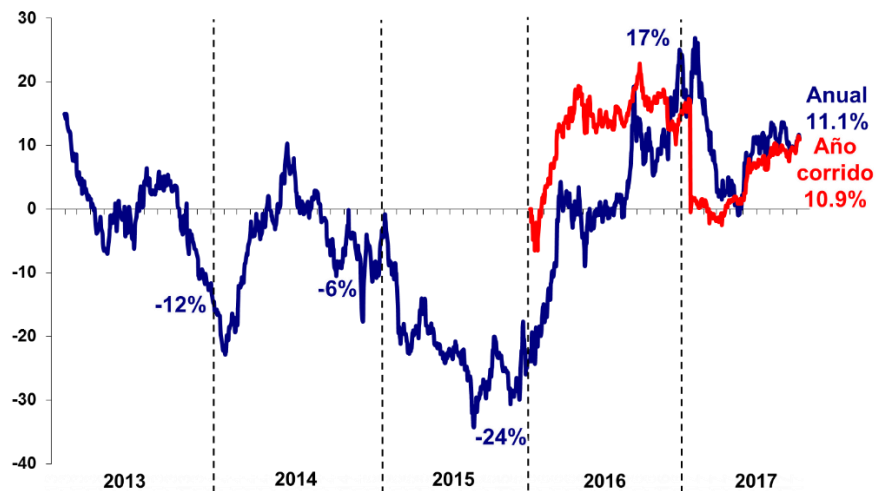
Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg.

Los mercados emergentes también arrojan elevadas valorizaciones del 40% desde mediados de 2016, prácticamente borrando las pérdidas de 2014-2016 después del colapso en los precios de los *commodities* (razón por la cual su rendimiento promedio en el último quinquenio arroja leves promedios negativos del -0.6% anual). Sin embargo, allí la RPG no luce excesivamente elevada en sus niveles actuales de 15.7 veces (vs. promedio quinquenal del orden de 13).

A nivel local, el Colcap ha tenido un quinquenio desafiante donde al *impasse* de Interbolsa en 2012 le siguió el colapso de los precios del petróleo en 2014. Todo ello implicó fuertes pérdidas en dicho índice cercanas al 40% durante 2013-2015, con el agravante del colapso en los volúmenes de negociación, ver gráfico 3. Sorpresivamente, el Colcap registró valorizaciones del 17% en 2016 y completa ganancias del 11% en lo corrido de 2017. Allí han jugado: i) el rebote en las utilidades de las empresas minero-energéticas (creciendo a ritmos del 42.3% durante 2016-2017, en línea con el moderado rebote en los precios del petróleo hacia promedio cercanos a US\$52/barril vs. mínimos cercanos a US\$30/barril a inicios de 2016); y ii) la complacencia de los capitales *offshore*, los cuales han explicado cerca del 25% de las compras netas de la renta variable durante 2017 (no muy diferente del 26% de tenencias de dichos capitales externos en la renta fija-pública).

Si bien la RPG del Colcap a niveles del 15.3 (vs. un promedio histórico cercano a 20) no habla de evidentes sobre-valoraciones, cabe preguntarse sobre la sostenibilidad de dichas valorizaciones en medio de la desaceleración económica actual.

Gráfico 3. Evolución del COLCAP
(variación % anual, a septiembre 8 de 2017)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Los mercados, en últimas, deben converger hacia los fundamentales económicos. Infortunadamente, en estos frentes, Colombia presenta evidentes desafíos. Desde 2013-2014, era claro que el crecimiento potencial estaba en exceso recargado en el sector minero-energético, luego el llamado “fin del super-ciclo de *commodities*” lo redujo hacia un 3% anual y, además, puso gran presión sobre los “déficits gemelos” (fiscal-externo) del país.

Infortunadamente, la magnitud de dicha destorcida minero-energética ha resultado de mayor envergadura (ver Anif 2017a). Por ejemplo: i) la pérdida de crecimiento potencial ha rondado cerca de 1.5pp, reduciéndose de valores históricos del 4.5% anual (por quinquenios) hacia el 3% (vs. pérdidas proyectadas en aquel entonces de 0.5pp); ii) los faltantes fiscales del Gobierno Central rondan valores cercanos al 3.5%-4% del PIB, donde infortunadamente la Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016 se estará quedando corta en su cometido de lograr recaudos adicionales de al menos un 2% del PIB (tan solo llegando al 0.6% del PIB/año); y iii) el faltante externo de la cuenta corriente se deterioró hacia picos del -6.4% del PIB en 2015 (vs. sus niveles históricos cercanos al -3% del PIB), y todavía perfilándose hacia rangos de 3.2%-3.6% del PIB en 2017-2018 es evidente el desafío exportador.

Dado todo este desafiante entorno macro-financiero, este estudio busca examinar la situación de las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) en Colombia, así como la estructura de costos que ellas enfrentan. Dichas SCB han tenido un quinquenio exigente, donde al discutido entorno habría que sumarle: i) “apretones regulatorios” ineludibles pos-Lehman e Interbolsa, particularmente evidentes en los frentes de capital, liquidez y constitución de garantías; ii) colapsos en la liquidez del mercado, dejando algo “ociosa” la capacidad de los sistemas de negociación de infraestructura; iii) elevada competencia al interior del sector; y iv) algunas preocupaciones por costos en la infraestructura del mercado de las SCB.

Este documento consta de cinco capítulos, incluyendo esta introducción. En el segundo capítulo se analiza la evolución de la estructura del mercado y los principales indicadores gerenciales de las SCB, con miras a identificar el grado de recuperación evidenciado desde el *impasse* de Interbolsa de finales de 2012. En el tercer capítulo, se desglosa dicho desempeño de las SCB por rangos, según su estructura organizacional (*Holding*, bancarizada o independiente) y tamaño de activos, con miras a diferenciar los desafíos que enfrenta cada tipo de agente. En el cuarto capítulo se entrará en el detalle de la estructura de ingresos y costos de dichas SCB. Allí se usarán metodologías duales referentes a: i) análisis de las cifras contables de la Superintendencia Financiera (SF); y ii) una encuesta a las SCB, en asocio con Asobolsa. Finalmente, en el quinto capítulo, resumiremos los principales hallazgos y mensajes de este documento.

II. Estructura del mercado local de las Sociedades Comisionistas de Bolsa

1. Indicadores gerenciales de las SCB

La evolución de las cifras del mercado y el desempeño de las SCB nos hablan de un quinquenio de tensión, donde el sector ha tenido dificultades para recuperarse del colapso de Interbolsa. Esto ha sido así, entre otras razones, por la mencionada debilidad de la economía global-local, dados los menores precios del petróleo. Allí también han jugado factores como: i) los mayores requerimientos regulatorios de la

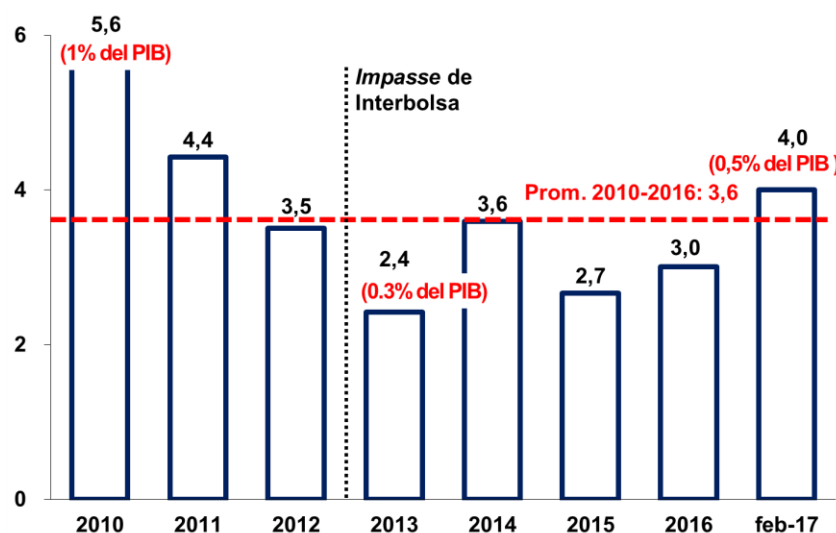
aplicación de Basilea III en capital-liquidez, aunque ellos son claramente ineludibles para lograr mayor resiliencia en los mercados en el período pos-Lehman e Interbolsa; y ii) compresión en los márgenes, debido a la menor liquidez del mercado y agravado por los costos de infraestructura-operación, ante la multiplicidad de agentes del mercado (BVC, custodios, formadores de precios, reguladores, cámara de divisas, contraparte, entre otros). Todo ello ha derivado en una serie de consolidaciones de dicho mercado de las SCB (vía fusiones-adquisiciones), con miras a lograr defender sus rentabilidades mediante la materialización de las llamadas economías de escala-alcance. Dicha consolidación redujo el número de jugadores desde unos 30 en 2010 hacia 21 comisionistas actualmente.

Dado lo anterior, el desempeño de los indicadores gerenciales de las SCB puede dividirse en cuatro períodos durante el último quinquenio: i) relativo buen desempeño durante 2010-2011, dado el auge de crecimiento económico (a tasas promedio del 5.3% anual), llevando al Colcap a valorizaciones promedio del 33% durante dichos años; ii) la crisis de 2012, debido al *impasse* de Interbolsa, llevando a desvalorizaciones en el Colcap del orden del -2.8% durante dicho año; iii) persistentes debilidades durante 2013-2014, por cuenta del colapso en los precios del petróleo, afectando no solo las acciones minero energéticas (cayendo a -20%/año), sino también las acciones del sector real (desvalorizaciones del -7.1%/año) y financiero (valorizaciones nulas); y iv) tenues recuperaciones durante 2015-2017, donde si bien el Colcap se ha valorizado a tasas promedio del 6% anual, sus niveles de 1500 lucen bajos vs. los 1650 de 2013-2014. El agravante de todo ello ha provenido de los bajos niveles de transabilidad-liquidez, donde infortunadamente el mercado nunca recuperó los (ya bajos) niveles pre-Interbolsa, tal como lo veremos en detalle en secciones posteriores.

El gráfico 4 muestra cómo los activos (del balance) de dichas SCB pasaron de \$5.6 billones (1% del PIB) en 2010 hacia valores mínimos de \$2.4 billones en 2013 (0.3% del PIB) después del *impasse* de Interbolsa. Posteriormente, se observaron repuntes hacia 3.6 billones en 2013, aunque la debilidad en los precios del petróleo redujo dichos activos hacia niveles de \$3 billones nuevamente durante 2014-2015

(0.2%-0.3% del PIB). Se ha debido esperar hasta inicios de 2017 para materializar lentas recuperaciones en dichos activos hacia niveles de \$4 billones (0.5% del PIB). Al margen de dichos ciclos, cabe recalcar que algunos movimientos en los activos pueden obedecer a políticas de estrategia internacionales de algunos *Holdings* (retirando capital poco rentable del mercado doméstico para usarlo en otros mercados externos).

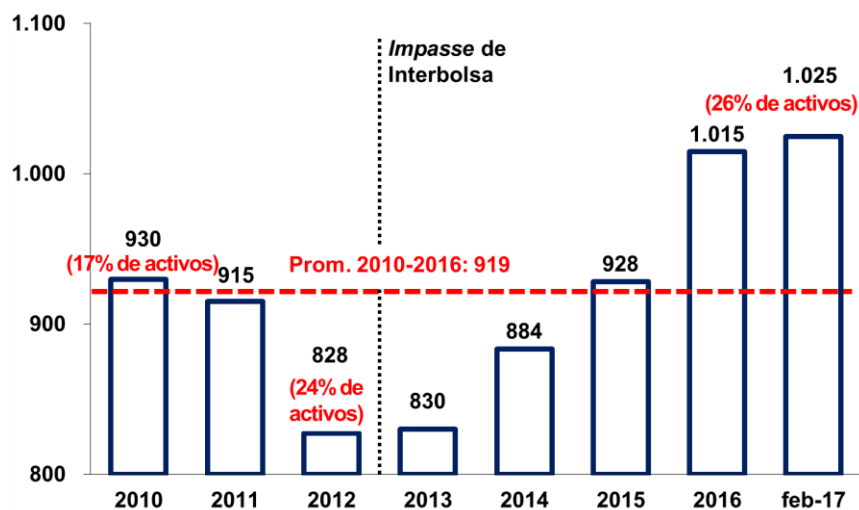
**Gráfico 4. Activos de las SCB
(\$ billones)**



Fuente: cálculos Anif con base en SFC.

Ahora bien, nótese cómo el grado de capital con el que operan dichas SCB ha venido aumentando durante el último quinquenio, principalmente por los requerimientos regulatorios de la circular 10 de 2014, expedido para lograr mayor resiliencia en el sistema pos-Interbolsa. En efecto, dicho capital rondaba niveles de \$930.000 millones en 2010-2011 (17% de los activos), llegando a niveles mínimos de \$830.000 millones en 2012, ver gráfico 5. Las cifras más recientes muestran repuntes hacia niveles de patrimonio superiores a \$1 billón (logrando menores apalancamientos del 26% de los activos).

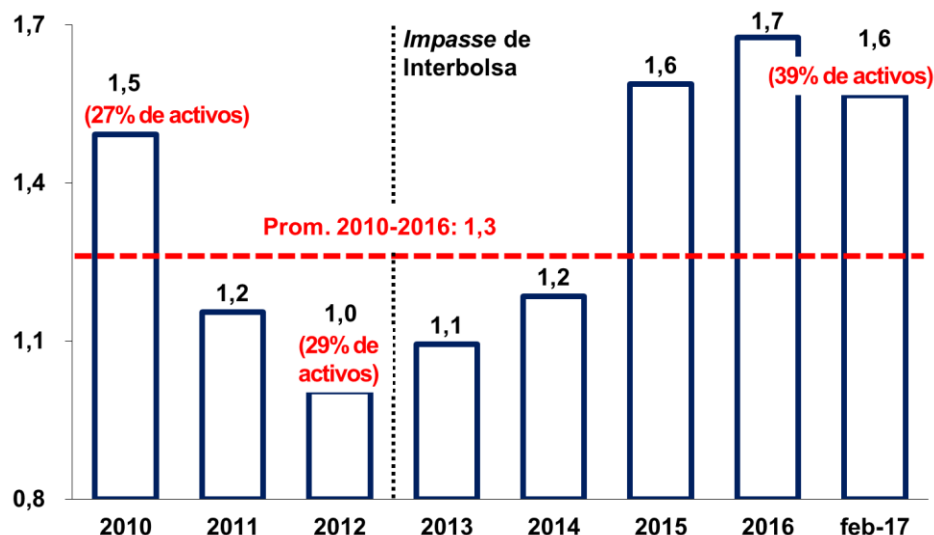
**Gráfico 5. Patrimonio de las SCB
(\$ miles de millones)**



Fuente: cálculos Anif con base en SFC.

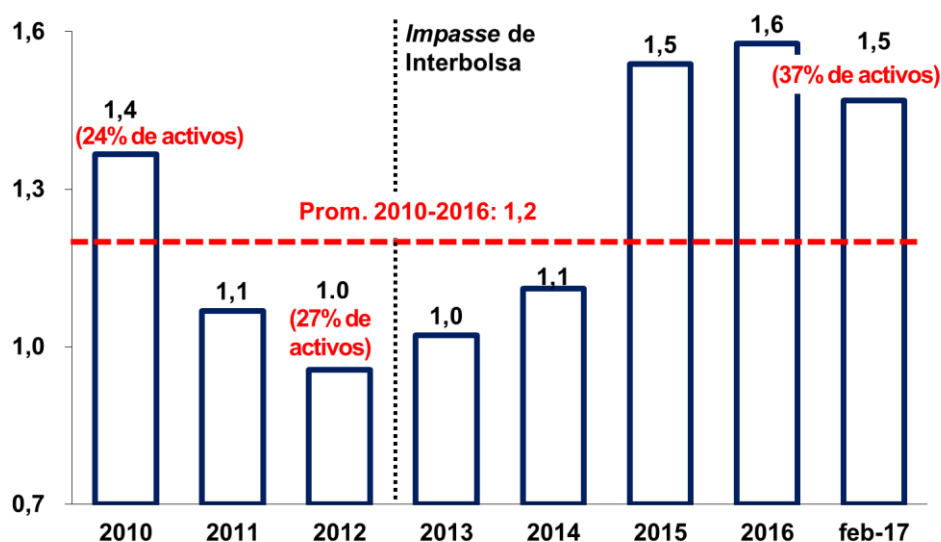
Los ingresos y gastos (brutos) de las SCB evidenciaron comportamientos similares a los activos, ver gráficos 6 y 7. En el primer caso, se observaron descensos desde \$1.5 billones en 2010 (27% de los activos) hacia mínimos de \$1 billón durante 2012-2013 (29% de los activos), observándose lentas recuperaciones hacia niveles de \$1.6-\$1.7 billones (39% de los activos) en 2016-2017. En el segundo caso, dichos niveles de actividad llevaron a los gastos desde \$1.4 billones (24% de los activos) en 2010 hacia \$1 billón en 2012-2013 (27% de los activos), repuntando hacia \$1.5-\$1.6 billones (37% de los activos) en 2016-2017.

**Gráfico 6. Ingresos de las SCB
(\$ billones)**



Fuente: cálculos Anif con base en SFC.

**Gráfico 7. Gastos de las SCB
(\$ billones)**

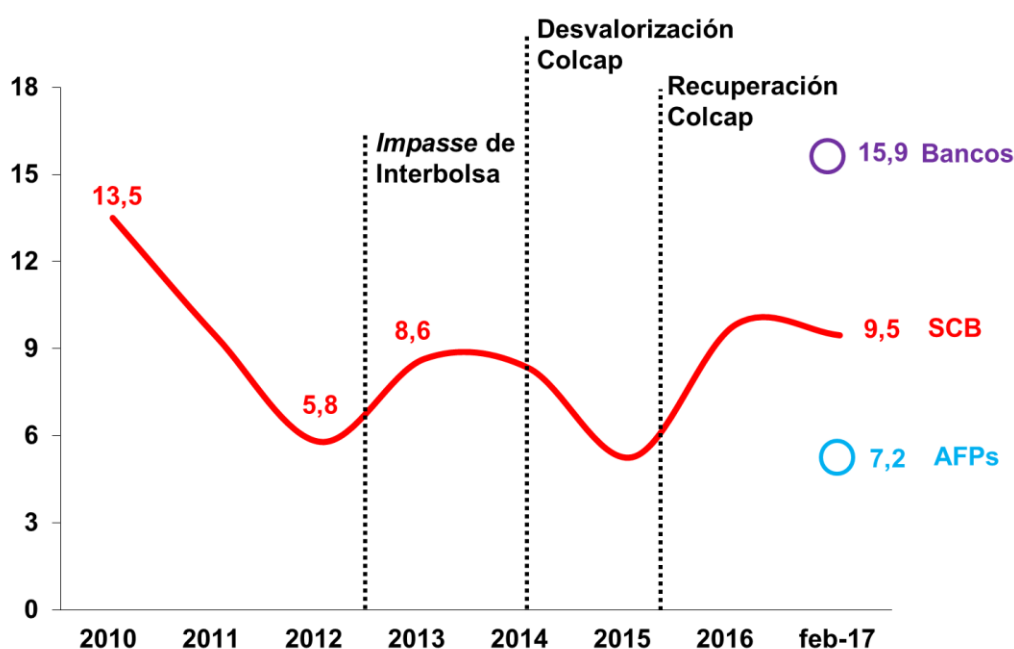


Fuente: cálculos Anif con base en SFC.

Lo anterior implica que la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) de dichas SCB ha promediado valores cercanos al 9% durante el último quinquenio, aunque con elevada volatilidad según los ciclos mencionados, ver gráfico 8. En efecto, dicho ROE llegaba a niveles favorables de 13.5% en 2010, descendiendo hacia el 5.8%

en los complicados momentos de 2012 (quiebra de Interbolsa) y 2014-2015 (colapso en los precios del petróleo). Más recientemente dicho ROE ha repuntado nuevamente hacia niveles del 9.5% en línea con la recuperación del mercado mencionada. Ahora bien, la fuente de dichos ingresos-rentabilidades ha virado desde un *core* de negocio de renta variable de clientes *retail* (la intermediación de las SCB de “toda la vida”) cinco años atrás hacia un negocio más diversificado y focalizado en grandes clientes (capturando el *retail* en mayor parte a través de los FICs).

Gráfico 8. Rentabilidad sobre el patrimonio – ROE de las SCB (%)



Fuente: cálculos Anif con base en SFC.

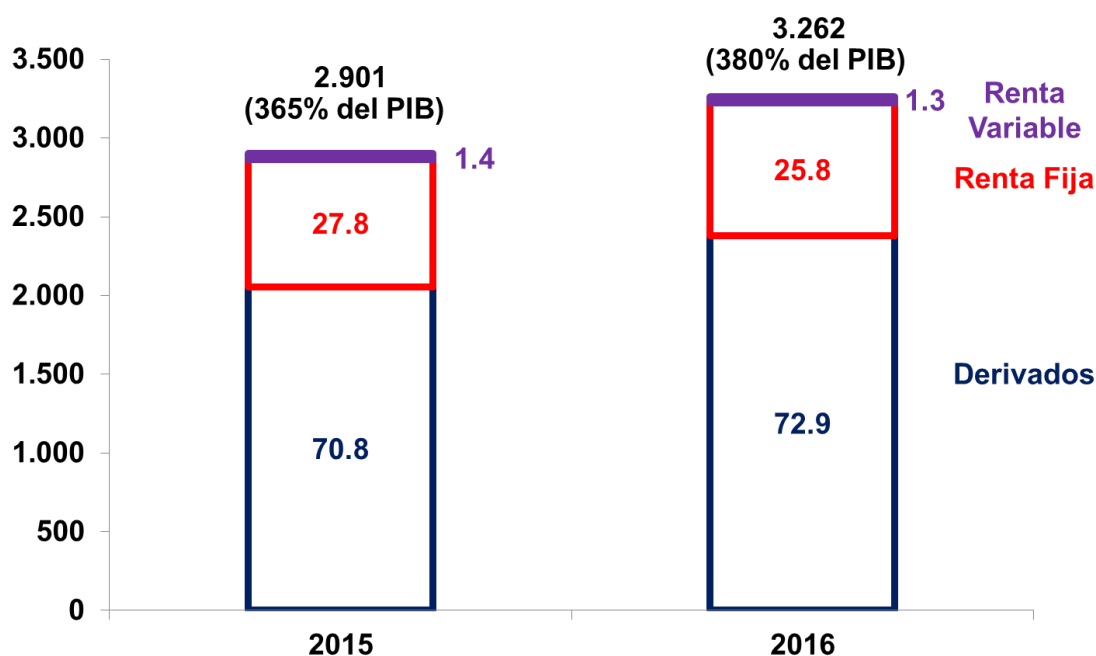
Nótese cómo dichos ROEs sitúan a las SCB en un rango intermedio entre las rentabilidades logradas por las AFPs (7.2%) y los bancos (15.9%). En este último caso, ello parecería sugerir alguna mayor eficiencia en el uso del capital en los bancos respecto a las SCB, evidenciados en “holgados” niveles de solvencia cercanos al 1.000% (vs. el 9% requerido); lo cual abordaremos en capítulos posteriores.

Todo lo anterior nos habla de un sector de SCB golpeado por la coyuntura de quiebre-liquidación de Interbolsa y cuya recuperación ha sido lenta, entre otros factores por la propia debilidad macroeconómica de Colombia. Dado dicho panorama general de los indicadores, la próxima sección aborda el detalle del mercado en que operan dichas SCB.

2. Desagregación del mercado en que operan las SCB

El mercado de capitales en Colombia es un mercado pando, focalizado en gran parte en las transacciones de renta fija pública y derivados (en su mayoría cambiarios), dejando volúmenes prácticamente marginales a las transacciones en renta variable. En efecto, el gráfico 9 muestra cómo las cifras recientes nos hablan de un volumen negociado del orden del 380% del PIB, explicado por el monto transado en derivados (275.7% del PIB, 73% del total), renta fija (97.6% del PIB, 26% del total) y renta variable (4.9% del PIB, 1% del total).

Gráfico 9. Volumen de negociación en el mercado de capitales colombiano: (\$billones, % del total)

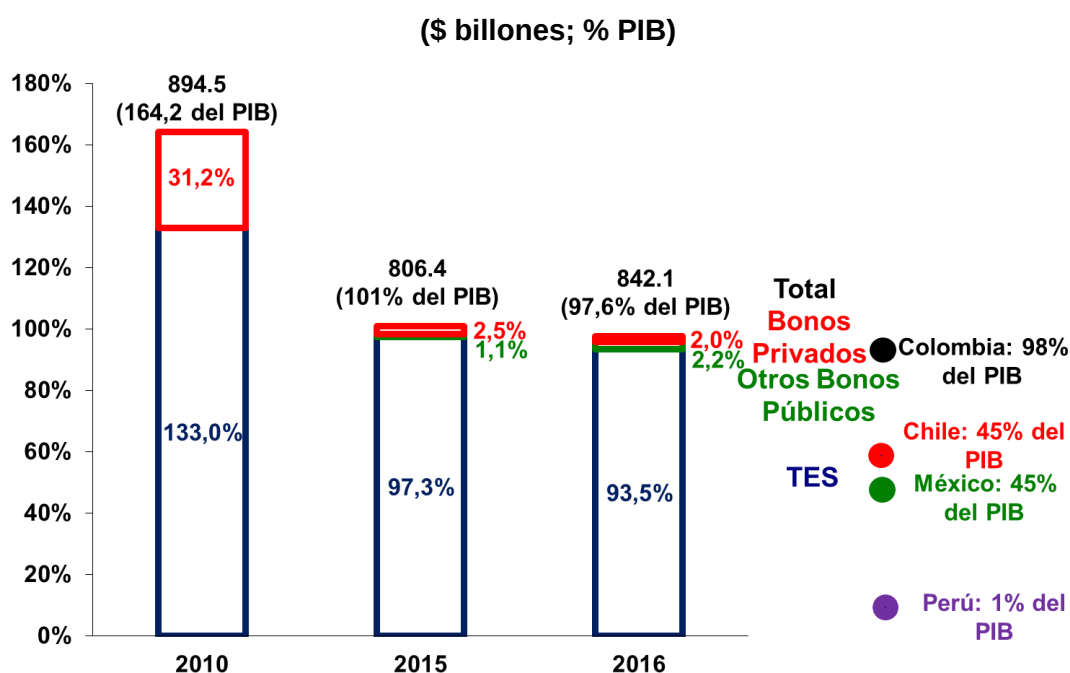


Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Renta Fija

El volumen de renta fija colapsó desde montos del 164% del PIB en 2010 hacia solo un 98% del PIB en 2016 (ver gráfico 10). A pesar de ello, dicha transabilidad de la renta fija supera a nuestros pares regionales de México (45% del PIB), Chile (45% del PIB) y Perú (1% del PIB). Lo que sí preocupa es la elevada concentración de dicha negociación en la renta fija pública, la cual explica cerca del 98% del total (siendo ello la arista del mercado de capitales de la llamada dependencia fiscal). Esto es consistente con la implosión en la negociación de bonos privados, cuyos montos pasaron de cerca del 20% del PIB en 2010 hacia solo un 2% al cierre de 2016.

Gráfico 10. Volumen de negociación en la renta fija de Colombia



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

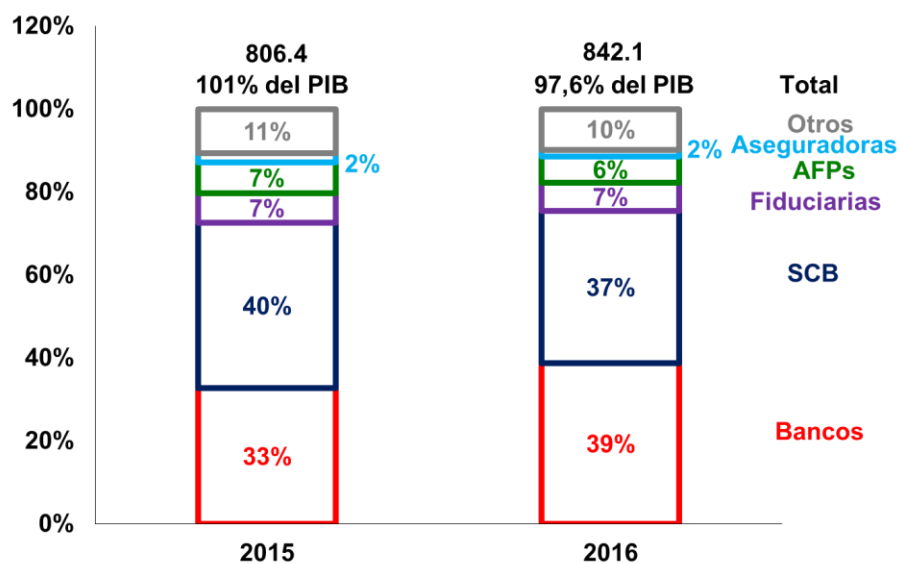
Esto último va a contrapelo del aumento en las emisiones de bonos corporativos durante el último quinquenio, incluyendo picos cercanos al 1.5% del PIB durante 2013-2014 y posteriores convergencias hacia montos cercanos a los \$10 billones durante 2015-2016 (1.2% del PIB). El problema es que muchas de esas emisiones quedan inmovilizadas en los balances de las AFPs, las cuales por definición tienen

bajos niveles de rotación en sus portafolios. Un agravante adicional en el mercado de bonos corporativos proviene de su concentración en títulos “ultra-seguros” (AAA), dado: i) el régimen de inversionistas institucionales, privilegiando dichas emisiones seguras vs. bonos con mayor perfil de retorno-riesgo, aunque algo de ello ha sido aliviado según regulación reciente (Decreto 765 de 2016); y ii) los elevados *haircuts* aplicados en los requerimientos regulatorios (liquidez-solvencia) a bonos diferentes de dichas calificaciones seguras AAA. Ello no solo priva del financiamiento a empresas relativamente pequeñas (diferentes a las grandes multilatinas), sino que limita las opciones de retorno-riesgo para los inversionistas, impidiéndoles a estos últimos acercarse a la llamada “frontera eficiente” en la relación retorno-riesgo.

En dicha concentración en TES también han jugado los incrementos en las posiciones del *offshore*, las cuales se han multiplicado desde niveles prácticamente inexistentes en 2012-2013 a cerca de US\$22.000 millones actualmente, llegando a explicar cerca del 25% de los tenedores de TES. En dicho apetito de los capitales externos han jugado: i) las rebajas impositivas en el Imporrenta hacia el 14% (vs. el anterior 30%) a dichas inversiones, según lo mandado en la Ley 1607 de 2012; ii) la inclusión de la deuda pública de Colombia en los índices de renta fija GBI de JP Morgan en 2014, inicialmente alcanzando participaciones del 5% y llegando actualmente a niveles cercanos al 8% (ver Anif 2014a); y iii) la abundante liquidez mundial (a pesar del inicio del ciclo de alzas en las tasas de interés del Fed), viéndose Colombia beneficiado en términos relativos ante el mayor deterioro en otras economías emergentes.

Por tipo de agente, los bancos han venido ganando participación (39% del PIB al cierre de 2016 vs. 33% un año atrás) en detrimento de las participaciones de las SCB (37% del PIB vs. 40% en 2015), ver gráfico 11. Nótese cómo la rotación de los portafolios de renta fija es mucho menor en inversionistas institucionales como las AFPs (explicando un 6% de dicho monto transado), fiduciarias (6%) y aseguradoras (2%). Ello a pesar de ser prácticamente los mayores tenedores de dichos bonos, llegando a participaciones cercanas al 30% en la deuda pública en el caso de los balances de las AFPs.

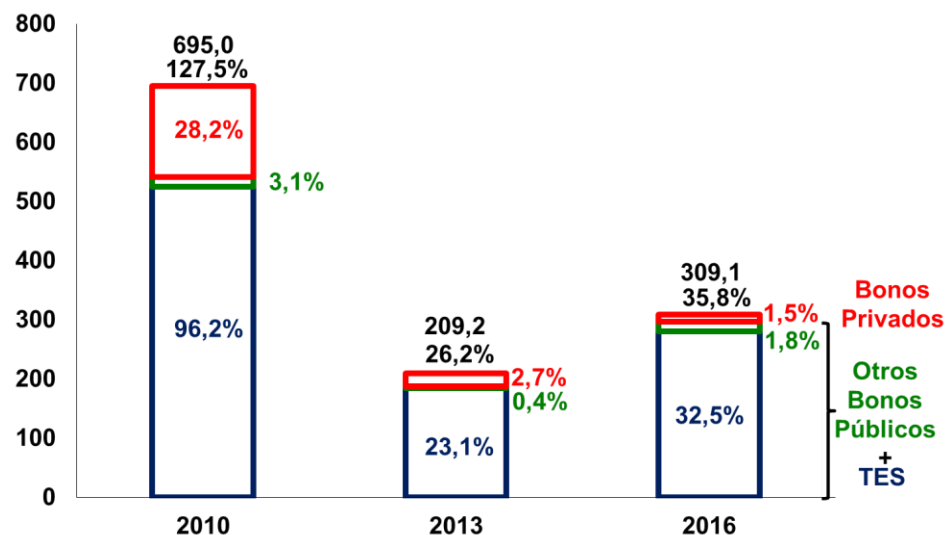
Gráfico 11. Volumen transado en el mercado de Renta Fija en Colombia por tipo de agente
 (\$ billones y % del total)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

A pesar de dicho cuasi-liderazgo en la participación porcentual en las transacciones de renta fija, las SCB también han visto contracciones en su negocio. En efecto, el volumen transado en renta fija por las SCB pasó de niveles del 128% del PIB en 2010 hacia solo un 26% del PIB en 2013, en lo peor del estrés financiero pos-Interbolsa. Hubo que esperar casi un quinquenio para ver pobres recuperaciones hacia valores del 36% del PIB al cierre de 2016, ver gráfico 12.

**Gráfico 12. Volumen transado en el mercado de Renta Fija por las SCB
(\$ billones y % del PIB)**

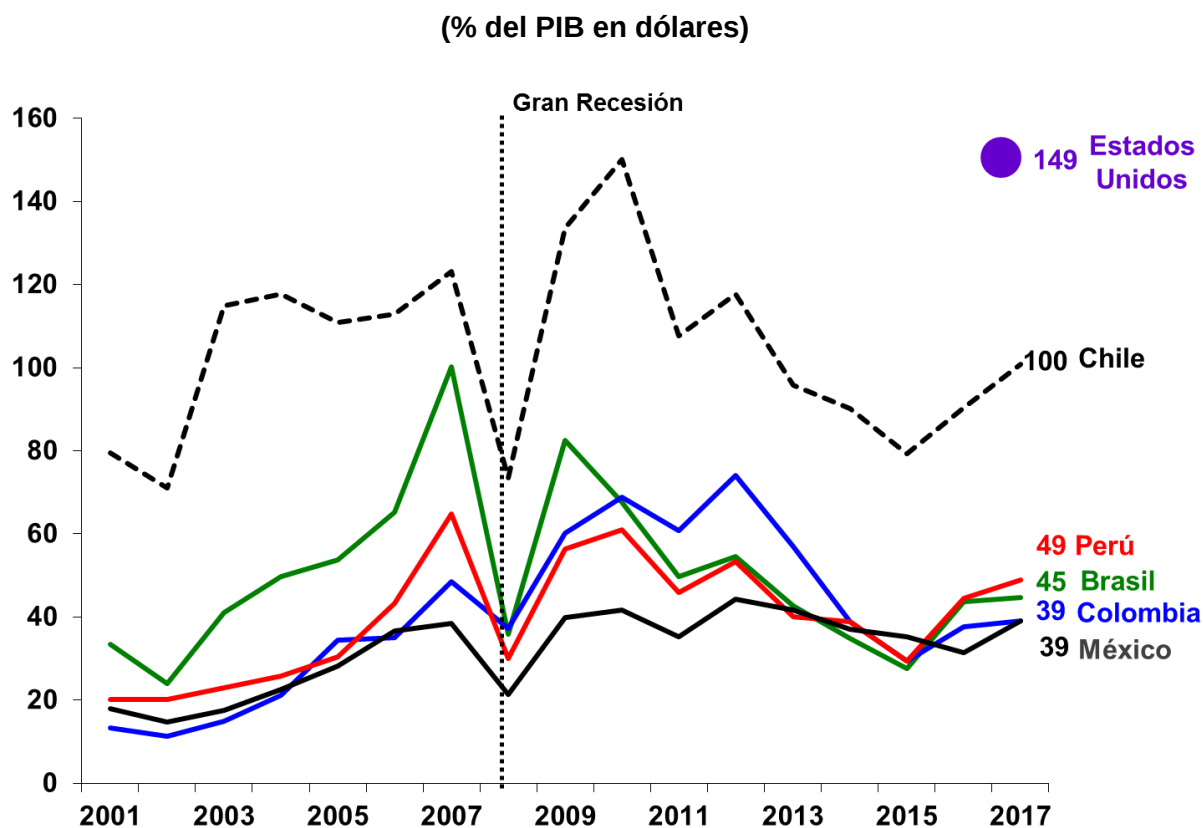


Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Renta Variable

El mercado de acciones de Colombia es pequeño a nivel internacional, alcanzando capitalizaciones bursátiles de solo un 39% del PIB al cierre de 2016, por debajo del referente de economías desarrolladas (cerca del 150% del PIB en Estados Unidos y Gran Bretaña) y de mercados emergentes dinámicos como China (76% del PIB), India (73% del PIB) y Corea (92% del PIB). Dicha capitalización bursátil de Colombia es relativamente baja incluso en el contexto regional, siendo sobrepasada por pares como Chile (100% del PIB), Perú (49% del PIB, aunque dicho mercado ha prácticamente descendido a estatus de “frontera”) y Brasil (45% del PIB, descendiendo frente al 80% pre-crisis de corrupción Lula-Dilma y ahora Temer), ver gráfico 13.

Gráfico 13. Capitalización bursátil en América Latina

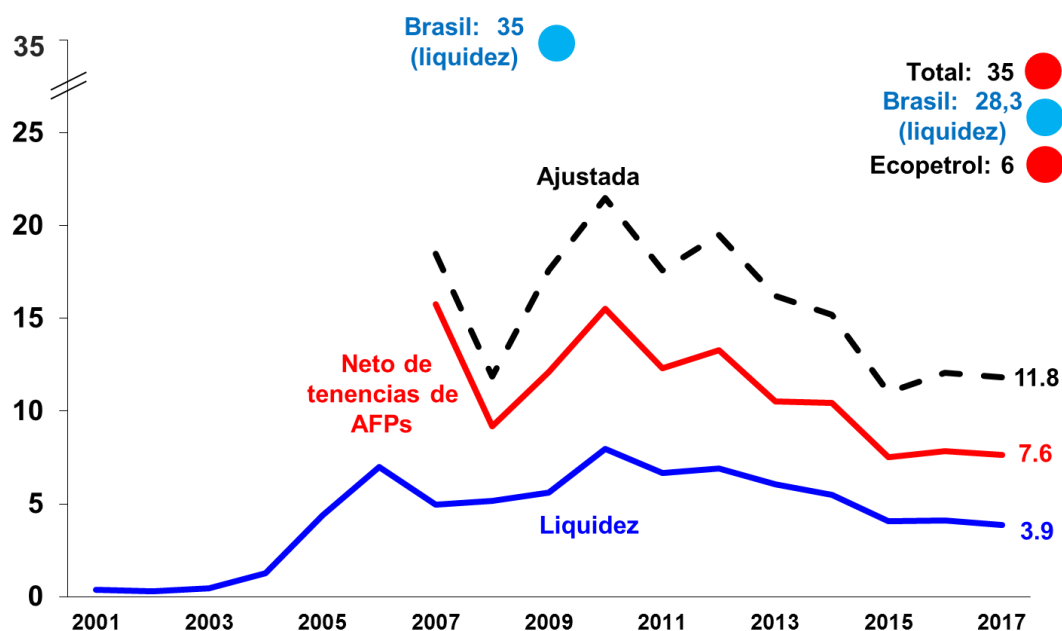


Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Ahora bien, si se ajusta dicha capitalización bursátil por la porción de las firmas listadas que en verdad “flota”, las cifras son aún más alarmantes. En efecto, al netear la porción flotante de Ecopetrol (solo un 11.5% en verdad listada en bolsa) y las acciones con baja transabilidad “parqueadas” en los balances de las AFPs, la capitalización ajustada de Colombia llega tan solo a niveles del 7.6% del PIB, ver gráfico 14. Algo similar ocurre en los montos transados, donde el mercado en verdad nunca se recuperó del choque de Interbolsa, observándose niveles de liquidez de apenas un 3.9% del PIB al cierre de 2016 (vs. un ya bajo 5% del PIB en 2010-2011). Dicho registro es sustancialmente inferior a lo observado en Brasil (28%), México (11%) y Chile (9%), tan solo superando a Perú (1%).

Gráfico 14. Capitalización bursátil en Colombia

(% del PIB en pesos)



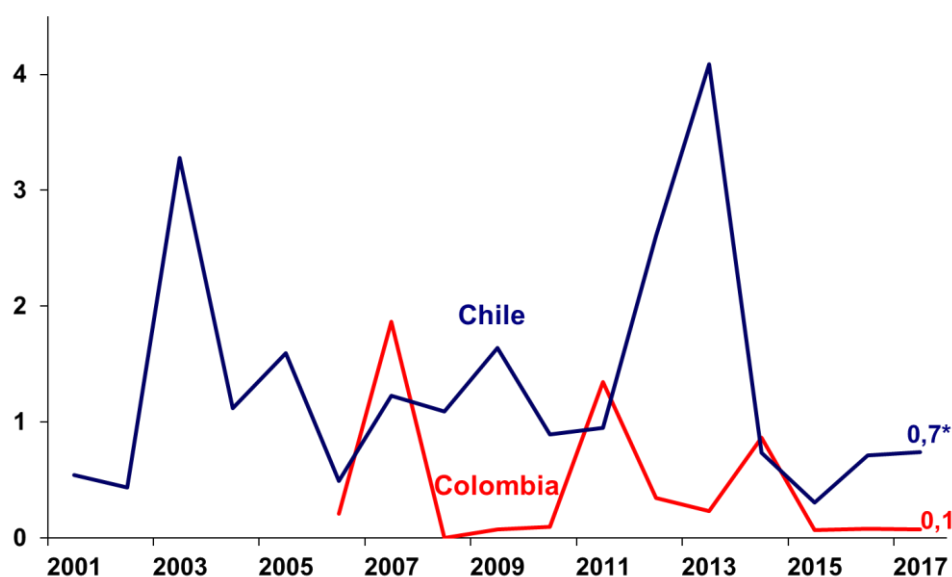
Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Aparte de la baja demanda por parte de los inversionistas (especialmente del *retail*), también hay problemas de reducida oferta en el mercado de renta variable de Colombia. Allí el número de emisores tan solo llega a unos 60 actualmente, sustancialmente inferior a lo observado en Brasil (359), Chile (310) e incluso Perú (310). Aún peor, dicho número de emisores se ha reducido en el último quinquenio (desde su pico de 74 en 2012), entre otras razones, por las adquisiciones de capitales *offshore* (destacándose el reciente “deslistamiento” de la acción de ISAGEN ante la adquisición por parte del fondo canadiense Brookfield, ver Anif 2017b).

Todo lo anterior es consistente con precarios niveles de emisiones de acciones, observándose niveles promedio de solo un 0.5% del PIB por año durante la última década (prácticamente concentradas en los picos de emisiones de Ecopetrol de 2007 y 2011) una tercera parte de los valores de 1.5% del PIB observados en Chile, ver gráfico 15.

Gráfico 15. Colocación de acciones en Colombia

(% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Banco Central de Chile, BVC y Dane.

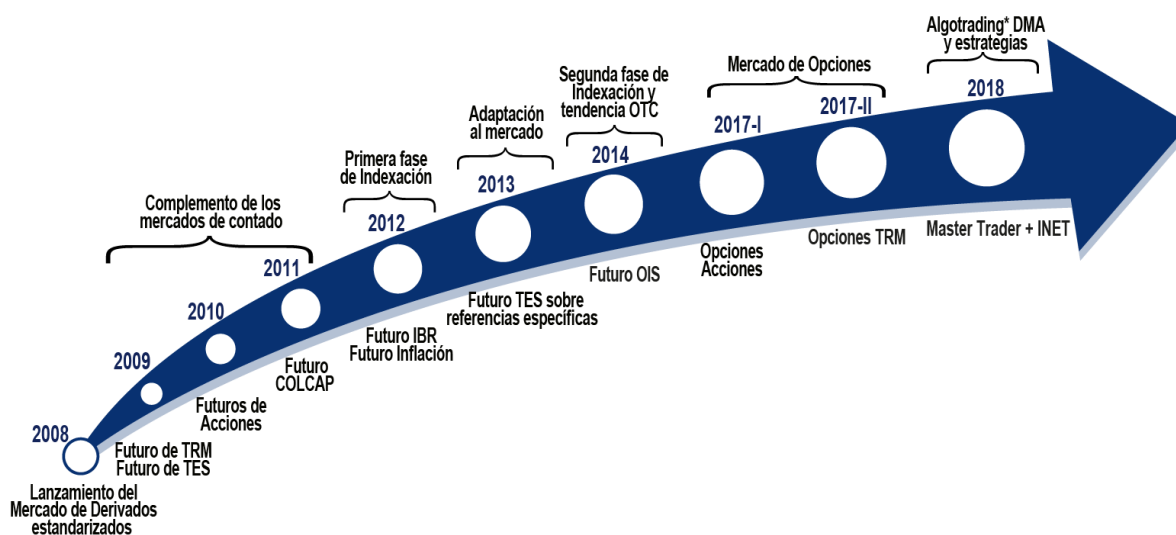
Finalmente, la desazón de buena parte de los inversionistas es entendible frente a las pérdidas cercanas al -2% por año (tasa anual compuesta-TACC) evidenciadas en el Colcap durante 2012-2016. Allí ha venido materializándose lo que hemos denominado el síndrome de la “acción estrella”, dependiendo la profundidad del mercado de capitales en elevado grado de unos pocos papeles, ver Anif 2014b. Todo ello ha implicado desvalorizaciones de consideración en emisiones clave como las acciones de ISA (-1.7% en dicha TACC durante 2012-2017), Avianca (-5.1%), Éxito (-8.1%) y Ecopetrol (-19%). En este último caso, cabe recordar que dicha acción de Ecopetrol salió al mercado a un precio de \$1.400 en 2007, llegando a máximos históricos de \$5.460 en 2012 en pleno mini-auge petrolero (llevando incluso a algunos analistas a situar a Ecopetrol en el *ranking* de las “mejores petroleras del mundo”). Durante 2014-2017, el mercado ha castigado fuertemente dicha acción hacia los actuales \$1.350, dado el desbarajuste de la estantería minero-energética (según lo comentado).

Derivados estandarizados

El mercado de derivados estandarizados en Colombia se creó en el año 2008 por un asocio de la BVC y la Cámara de Riesgo de Contraparte de Colombia (CRCC). La primera entidad es la encargada de: i) la creación y parametrización de nuevos productos; ii) la administración de la plataforma de negociación (X-Stream de Nasdaq); y iii) velar por la correcta formación de precios, transparencia y el adecuado funcionamiento del mercado. Por su parte, la CRCC realiza las labores asociadas a: i) el control y administración del riesgo de contraparte; ii) llevar a cabo los procesos de compensación y liquidación; y iii) la administración de las garantías y el estado de pérdidas y ganancias de las posiciones, ver Anif 2015a.

El gráfico 16 muestra cómo los primeros productos de derivados estandarizados fueron los futuros de TRM (2009), TES (2009), acciones (2010) y Colcap (2011). Una segunda ola vio dicho mercado ampliarse hacia los futuros IBR e inflación (ambos en 2012) y el futuro IBR-OIS (2014). Más recientemente, se han adoptado las opciones sobre acciones (primer semestre de 2017), estando pendiente la puesta en funcionamiento las opciones sobre TRM (fin 2017).

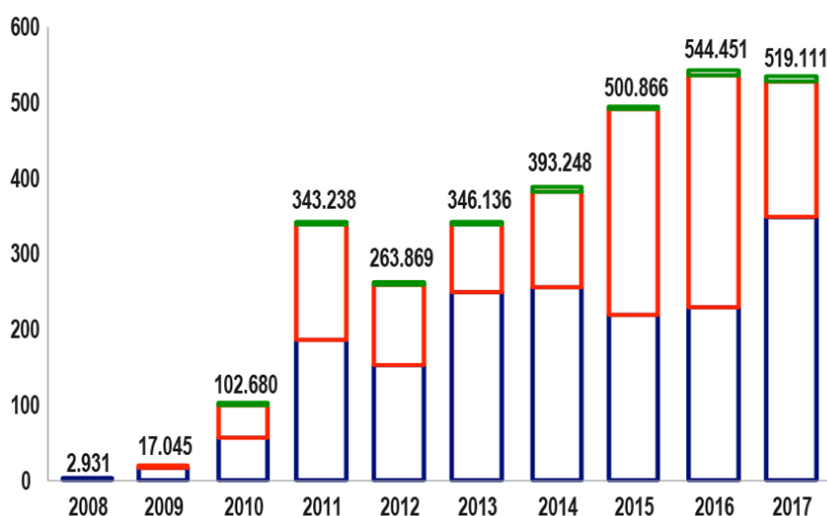
Gráfico 16. Principales productos derivados estandarizados en Colombia



Fuente: BVC.

Si bien el mercado de derivados dista de tener las dimensiones del *spot*, su crecimiento ha sido importante durante la última década. El gráfico 17 muestra cómo el volumen de negociación de futuros ha crecido de valores marginales en 2008 hacia el 14.7% del PIB en 2017, en su mayoría explicado por los futuros de TRM (4.3% del PIB, 29% del total) y tasas de interés (9.9% del PIB, 67.4% del total, incluyendo los futuros de TES). Nótese cómo los futuros de renta variable explican porciones marginales del 0.5% del PIB (solo un 3.7% del total).

Gráfico 17. Montos transados en futuros
 (\$ millones, promedio diario)



Fuente: BVC.

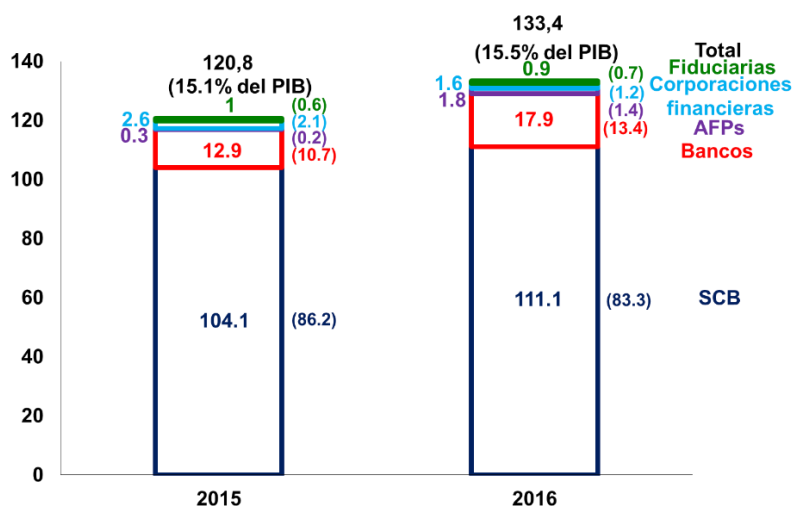
Otra manera de observar el crecimiento de dicho mercado es a través del llamado nivel del “open interest” (las posiciones abiertas en dichos derivados), el cual ha pasado de niveles de solo un 0.4% del PIB en 2012 a 1.4% en 2017. A diferencia de lo ocurrido en los montos negociados, dicho open interest es explicado en un 50% por los futuros TRM.

Nótese cómo las SCB explican cerca del 83% de los montos negociados en el mercado de futuros, seguidos por los bancos (13%) y dejando participaciones marginales a otros actores, ver gráfico 18. En dichos montos de las SCB, un 65%

corresponde a los futuros en divisas y un 34% a los futuros en tasa de interés (incluyendo TES). Nuevamente, las participaciones en la renta variable son marginales (1% del total), ver gráfico 19.

Gráfico 18. Derivados (Futuros): Volumen de negociación en Colombia

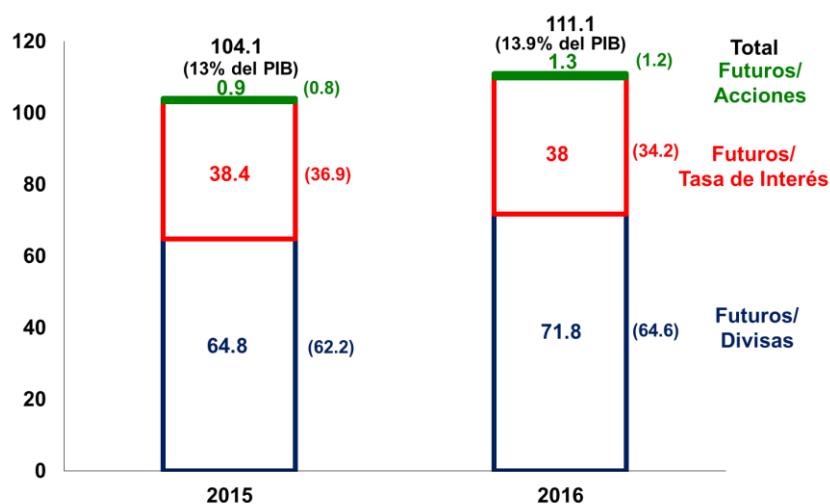
(\$ billones; % del total)



Fuente: Cálculos Anif con base en BVC.

Gráfico 19. Derivados (Futuros): Volumen de negociación por operación de las SCB

(\$ billones; % del total)



Fuente: Cálculos Anif con base en BVC.

Dicha concentración en la tasa de cambio del mercado de derivados sería aún mayor de incluir los forwards cambiarios (los cuales rondan niveles cercanos al 118% del PIB), a contrapelo del bajo grado de apertura comercial del país. Dicha apertura (exportaciones + importaciones / PIB) llega solo a niveles del 34%, sustancialmente inferior a nuestros pares regionales como Perú (46%), Chile (60%) y México (73%). Allí deberá hacerse un mayor esfuerzo en profundizar los futuros a tasa de interés, siendo ese un riesgo de mayor preponderancia en la economía colombiana. Allí ya se ha venido avanzando en el frente de un mayor desarrollo en el futuro estandarizado del OIS-IBR, el cual resultará clave para lograr mayor rapidez en la transmisión de la política monetaria hacia las tasas activas crediticias (al permitir a los consumidores convertir obligaciones desde tasa fija a variable, ver Anif 2017c).

En síntesis, el mercado de capitales de Colombia ha venido experimentando una lenta recuperación durante el último quinquenio, viéndose aún algunas debilidades estructurales en su tamaño, liquidez y su concentración en la renta fija pública. Dicho entorno desafiante ha implicado desafíos importantes para las SCBs en términos de: i) competencia, donde el sector ha tratado de “defender” sus niveles de rentabilidad vía economías de escala-alcance mediante procesos de adquisición-fusión; ii) el secamiento del mercado tanto por menor oferta (dado el menor número de emisores) como menor demanda (dada la fragilidad macro-financiera), todo ello agravando algunos sobre costos puntuales en los usos de la infraestructura transaccional; y iii) los costos de la mayor regulación pos-Lehman e Interbolsa (la cual era claramente impajaritable), particularmente en lo referido a los Indicadores de Riesgo de Liquidez (IRL) y solvencia.

III. Caracterización del mercado bursátil

1. Clasificación de las SCB

Con el fin de ahondar en dichos desafíos de las SCB, en este capítulo se propondrán clasificaciones de las comisionistas por tamaño de activos y por estructura

organizacional. En el primer caso, hemos adoptado un *ranking* de tamaño según el percentil de los activos de las SCB. Ello implica las siguientes clasificaciones: i) “muy grande” si los activos de la SCB se sitúan entre el percentil 1 (el más alto) y el percentil 25 del tamaño de los activos; ii) “grande”, si dichos activos se encuentran entre el percentil 26 y el percentil 50; iii) “mediana”, de encontrarse los activos de la SCB entre el percentil 51 y el 75; y iv) “pequeña”, si los activos están en la cuarta parte más baja de la distribución de activos de las SCB.

En lo concerniente a la organización industrial, hemos adoptado las siguientes clasificaciones: a) “*Holdings*”, entendidas como aquellas SCB que forman parte de conglomerados internacionales (con capacidad de capitalizaciones desde la casa matriz); b) “Bancarizadas”, entendidas como aquellas SCB que cuentan con respaldo de un banco con operación nacional; y iii) “Independientes”, siendo aquellas SCB remanentes sin afiliación a *Holdings* externos o a conglomerados financieros locales.

El cuadro 1 muestra el resultado de aplicar dichas clasificaciones duales (tamaño y estructura) al universo de 21 SCB que operan actualmente en el mercado de capitales de Colombia. Se encontró allí que la mayoría de dichas SCB operan como Independientes (9/21), seguidas por las Bancarizadas (7/21) y las pertenecientes a *Holdings* (5/21). Como es de esperarse, se observa una mayor concentración de entidades catalogadas como “muy grandes” en las SCB *Holdings* (3 “muy grandes” de un total de 5 SCB) y Bancarizadas (2 “muy grandes” de un total de 7) frente a lo observado en las independientes (sin presencia de entidades catalogadas como “muy grandes”). En estas últimas, prevalecen las SCB de bolsa de tamaño “mediano” y “pequeño” (sumando 5 SCB) vs. “grande” (4 SCB).

Cuadro 1. Caracterización Anif de las SCB en Colombia

Comisionistas	Por estructura	Por tamaño de activos
1. Alianza comisionista de bolsa S.A	HOLDING	MUY GRANDE
2. BTG Pactual	HOLDING	MUY GRANDE
3. Credicorp capital Colombia S.A	HOLDING	MUY GRANDE
4. Larrain Vial	HOLDING	MEDIANA
5. Old mutual valores S.A	HOLDING	PEQUEÑA
6. Valores Bancolombia S.A	BANCARIZADAS	MUY GRANDE
7. Corredores davivienda S.A	BANCARIZADAS	MUY GRANDE
8. Citivalores S.A	BANCARIZADAS	GRANDE
9. Casa de bolsa S.A	BANCARIZADAS	GRANDE
10. BBVA valores Colombia S.A	BANCARIZADAS	MEDIANA
11. Helm comisionista de bolsa S.A	BANCARIZADAS	MEDIANA
12. Servivalores GNB sudameris S.A	BANCARIZADAS	MEDIANA
13. Scotia securities (Colombia) S.A	BANCARIZADAS	PEQUEÑA
14. Acciones y valores S.A	INDEPENDIENTES	GRANDE
15. Adcap Colombia S.A	INDEPENDIENTES	GRANDE
16. Ultraserfinco	INDEPENDIENTES	GRANDE
17. Compañía de profesionales de bolsa S.A	INDEPENDIENTES	MEDIANA
18. Global securities S.A	INDEPENDIENTES	MEDIANA
19. Compass group S.A	INDEPENDIENTES	PEQUEÑA
20. Valoralta S.A	INDEPENDIENTES	PEQUEÑA
21. Afin S.A	INDEPENDIENTES	PEQUEÑA

Fuente: elaboración Anif con base en Superfinanciera.

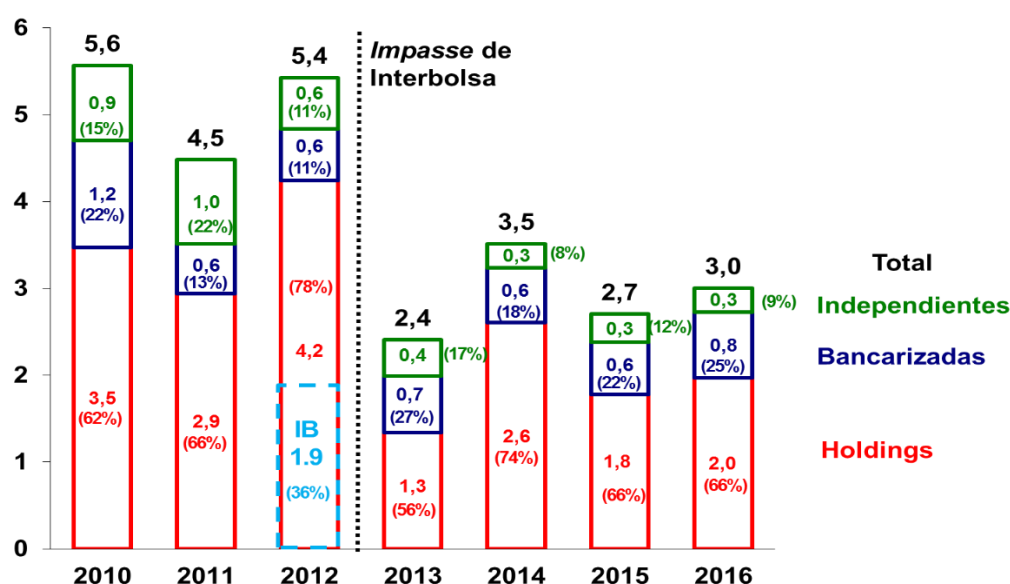
2. Indicadores Gerenciales según clasificación de SCB

En el capítulo anterior mencionamos cómo los indicadores gerenciales de las SCB durante el último quinquenio han estado altamente correlacionados con el ciclo del mercado de capitales y con el estallido de la crisis de Interbolsa en 2012. En el presente acápite ahondaremos en el detalle de dichos indicadores gerenciales según la caracterización de las SCB mencionada.

El gráfico 20 muestra cómo los activos (balance) de dichas SCB han descendido de valores de \$5.4 billones en 2012 (al corte del mes de septiembre, antes de la intervención de Interbolsa) a solo unos \$3 billones al cierre de 2016. Nótese cómo en el pico de 2012, los “*Holdings*” representaban cerca del 78% del total de los activos (un 36% explicado por Interbolsa), reduciéndose dicha participación hacia el

66% al cierre de 2016. Parte de dicho espacio ha sido ganado por las SCB Bancarizadas (aumentando su participación del 11% al 25% de los activos), mientras que las Independientes parecerían seguir sufriendo dificultades de consideración (incluso viendo su participación disminuir del 11% al 9% durante el último quinquenio).

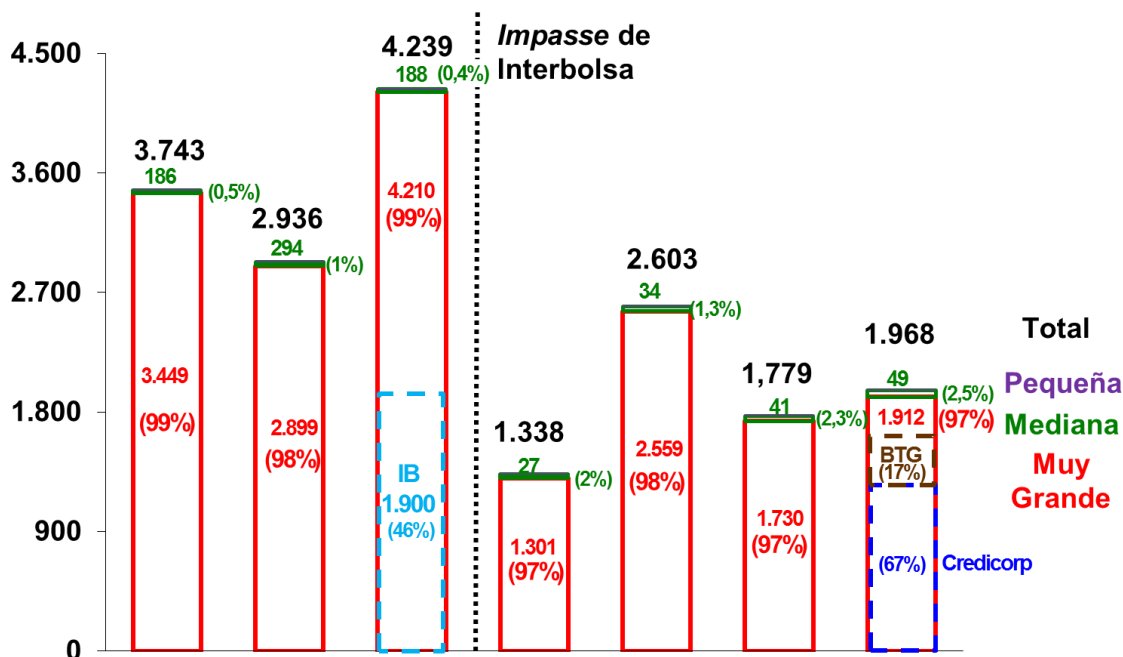
Gráfico 20. Activos de las SCB
(\$ billones y % del total de activos)



Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

Al interior de las *Holdings*, los activos pasaron de \$4.2 en el pico de 2012 hacia mínimos de \$1.3 billones en 2013, observándose solo moderadas recuperaciones hacia valores de \$2 billones al cierre de 2016, ver gráfico 21. Es de destacar el papel preponderante de las SCB “muy grandes” en este rubro de *Holdings*, explicando cerca del 99% de sus activos. Nótese cómo los espacios por dejados por Interbolsa han sido casi que ocupados por los mayores *Holdings* SCB en cabeza de Credicorp (con activos de \$1.3 billones; 67% del total) y BTG-Pactual (\$328.000 millones, 17% del total).

Gráfico 21. Activos de las SCB Holdings
(\$ miles de millones y % del total de activos)

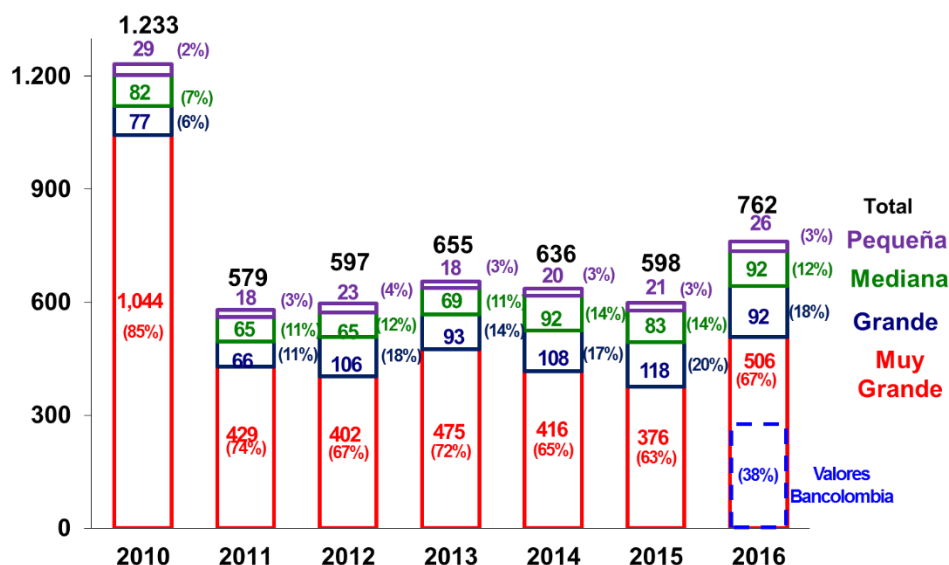


Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

En lo concerniente a las SCB bancarizadas, se observó una reducción brusca en sus activos cercana a \$600.000 millones durante 2010-2011, principalmente explicada por menores activos en Valores Bancolombia por menor actividad en derivados. A partir de allí, se han dado algunas recuperaciones en dichos activos de las SCB bancarizadas, pasando de \$597.000 millones en 2012 hacia \$762.000 millones al cierre de 2016, ver gráfico 22. Allí las SCB de tamaño “muy grande” han explicado cerca del 70% de los activos durante el último quinquenio, donde el jugador más importante ha sido precisamente Valores Bancolombia (explicando cerca del 40% de dichos activos). Por su parte, las SCB bancarizadas “grandes” han incrementado su porción de mercado (incrementando su participación del 11% al 18%) mientras que las “medianas” han logrado mantener participaciones cercanas al 12% durante el último quinquenio. Por el contrario, las SCB

Bancarizadas “pequeñas” han visto reducir su ya marginal participación desde el 4% en 2012 hacia el 3% al cierre de 2016.

Gráfico 22. Activos de las SCB Bancarizadas
(\$ miles de millones y % del total de activos)

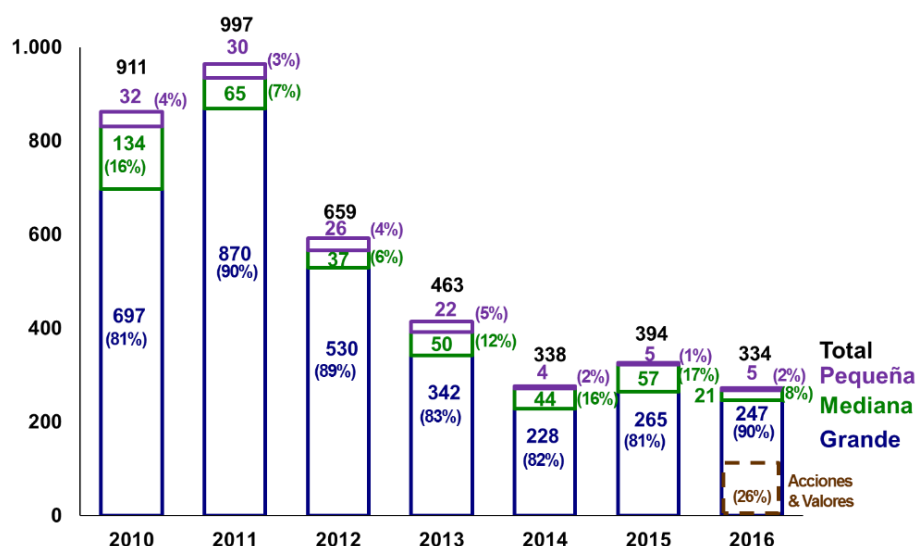


Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

Por último, las SCB Independientes pasaron de un pico de activos cercano a \$1 billón en 2011 a apenas \$334.000 millones al cierre de 2016, ver gráfico 23. Nótese cómo, a diferencia con lo ocurrido en las SCB *Holdings* y Bancarizadas, los activos de las Independientes han mantenido su tendencia decreciente, evidenciando la mayor afectación de dicho tipo de SCB a los desafíos del mercado de capitales (colapso en volúmenes, costos de infraestructura, entre otros, según lo comentado). Incluso al interior de dichas independientes, las que han logrado defender su mercado han sido las SCB “grandes”, las cuales han mantenido participaciones cercanas al 90% de los activos de dichas SCB durante 2012-2016. Las SCB independientes “medianas” habían ganado algo de mercado durante 2012-2015 (pasando su participación del 6% al 17% durante dicho período), aunque reversaron dichas ganancias durante 2016 (retornando a participaciones del 8% al cierre de 2016). Finalmente, las SCB Independientes “pequeñas” se han mantenido con

participaciones del mercado marginales, explicando solo un 1%-5% de los activos durante el último quinquenio.

Gráfico 23. Activos de las SCB Independientes
(\$ miles de millones y % del total de activos)



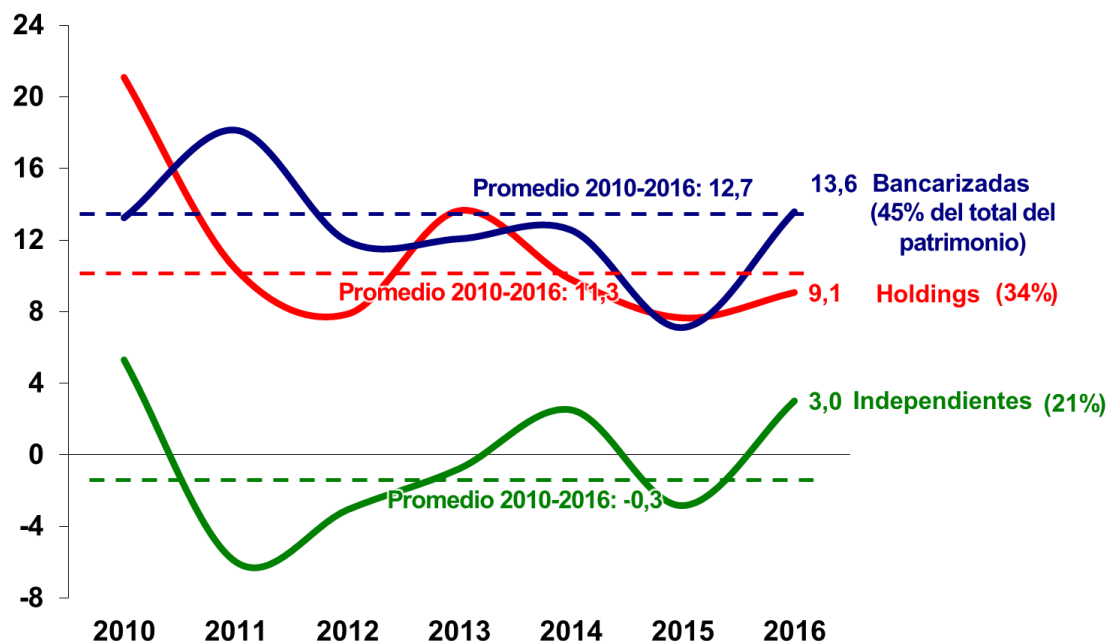
Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)

Ya mencionamos cómo, a pesar de los evidentes lastres del mercado de capitales de Colombia en términos de elevada competencia, bajos volúmenes negociados y reducidas oportunidades de inversión (emisores, activos etc), las SCB han logrado mantener ROEs cercanos al 9% durante los últimos años. Sin embargo, ello encierra elevada varianza entre tipos de SCB.

El gráfico 24 muestra cómo las SCBs *Holdings* (con ROEs promedio del 11.3%) y Bancarizadas (12.7%) han logrado mantener rentabilidades favorables durante 2010-2016. En ambos casos han jugado las mayores eficiencias de economías de escala-alcance del período de fusiones y adquisiciones del mercado de SCB. En el caso de las Bancarizadas, probablemente ha jugado el beneficio adicional de los llamados “subsidiados cruzados” en términos de costos (banco-SCB) y mayores redes de distribución de productos a clientes (aplicando análogos de modelos americanos como Bank of America – Merrill Lynch).

**Gráfico 24. ROE por estructura de las SCB
(%)**



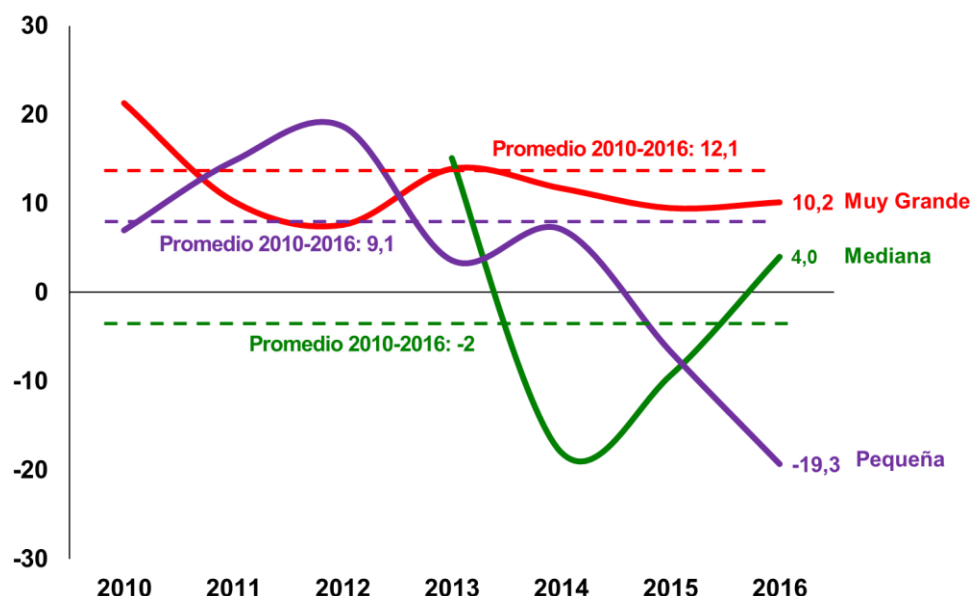
Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

Por el contrario, las SCB Independientes han arrojado pérdidas durante prácticamente todo el período 2010-2015 (ROEs del -0.3%), evidenciando solo leves rebotes hacia rentabilidades del 3% durante 2016. Ello resulta preocupante y resalta los desafíos que dichas SCB independientes están enfrentando en su modelo de negocio. Allí se requerirá: i) redoblar esfuerzos en materia tecnológica (tanto para reducir costos del back-office como para la difusión de nuevos productos-servicios); y ii) mayor diversificación de productos-servicios y menor concentración en los “negocios tradicionales de corretaje de renta variable”.

Al interior de las SCB Holdings, cabe resaltar que prácticamente solo las SCB “muy grandes” arrojan ROEs favorables de manera persistente durante 2010-2016. En efecto, dichas rentabilidades promediaron valores del 12.1% durante el período de referencia, aunque dichas rentabilidades han convergido hacia niveles más cercanos al 10% durante 2015-2016, ver gráfico 25. Por el contrario, en las Holdings “medianas”, la información disponible limita el cálculo del ROE promedio al -2% durante 2013-2016, con solo leves recuperaciones puntales hacia el 4% al cierre de

2016. Si bien las “pequeñas” logran promediar ROEs del 9.1% durante 2010-2016, ello esconde malos desempeños del orden del -15% durante 2015-2016.

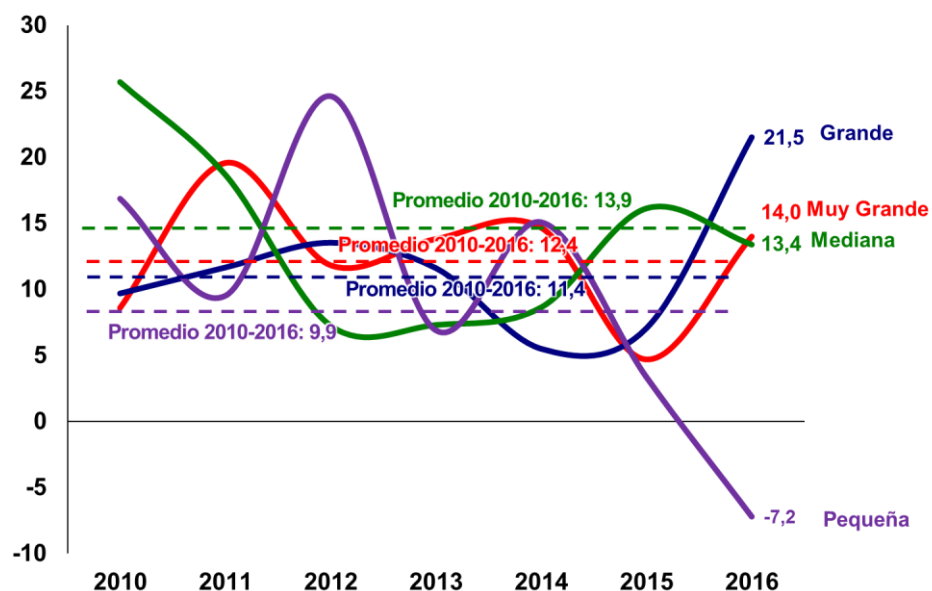
Gráfico 25. ROE de SCB Holdings
(%)



Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

En las SCB Bancarizadas, las SCB “muy grandes” (12.4%), “grandes” (11.4%) y “medianas” (13.9%) han logrado mantener ROEs favorables durante 2010-2016, incluso mostrando repuntes hacia valores superiores a dichos promedios en años recientes. Allí ya mencionamos cómo juegan de manera favorables los vasos comunicantes banco-SCB en temas de canales de distribución-estructura de costos. Si bien las *Holdings* pequeñas logran ROEs promedio del 9.9%, se observan colapsos hacia el -7.2% en años recientes, evidenciando la importancia de las economías de alcance-escala aun en estas SCB con respaldo de capital externo, ver gráfico 26.

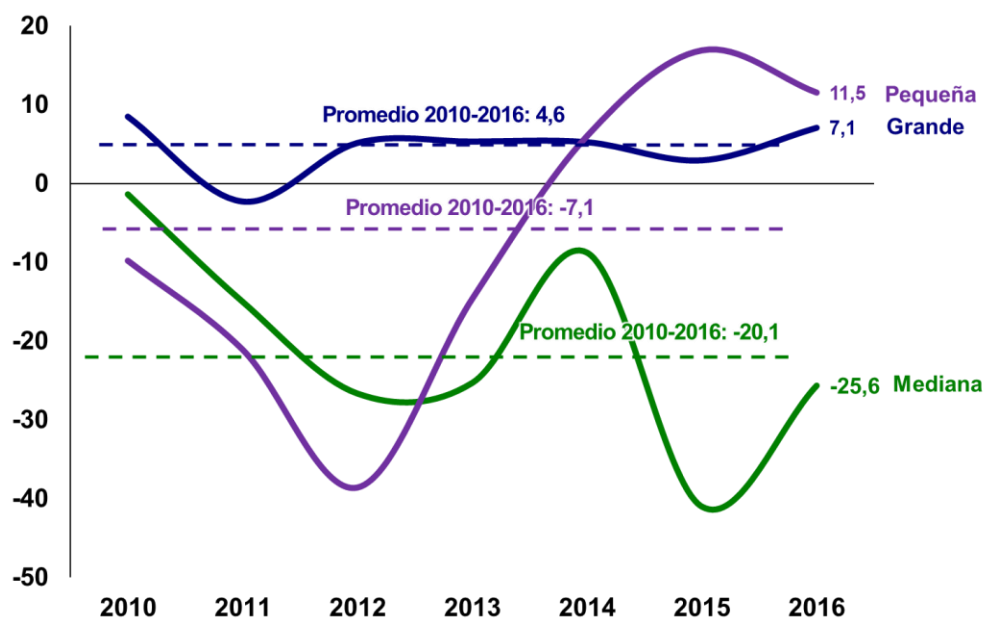
**Gráfico 26. ROE de SCB Bancarizadas
(%)**



Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

Finalmente, en las SCB Independientes, nuevamente las cifras corroboran los evidentes lastres de sus modelos de negocio. Allí solo las “grandes” logran ROEs positivos del orden del 4.6% durante 2010-2016, mientras que las “medianas” (-20%) y las “pequeñas” (-7.1%) arrojan pérdidas durante gran parte del período de referencia. En este último punto, cabe destacar los repuntes de los ROEs de las Independientes “pequeñas” en años recientes, ver gráfico 27.

Gráfico 27. ROE de SCB Independientes (%)



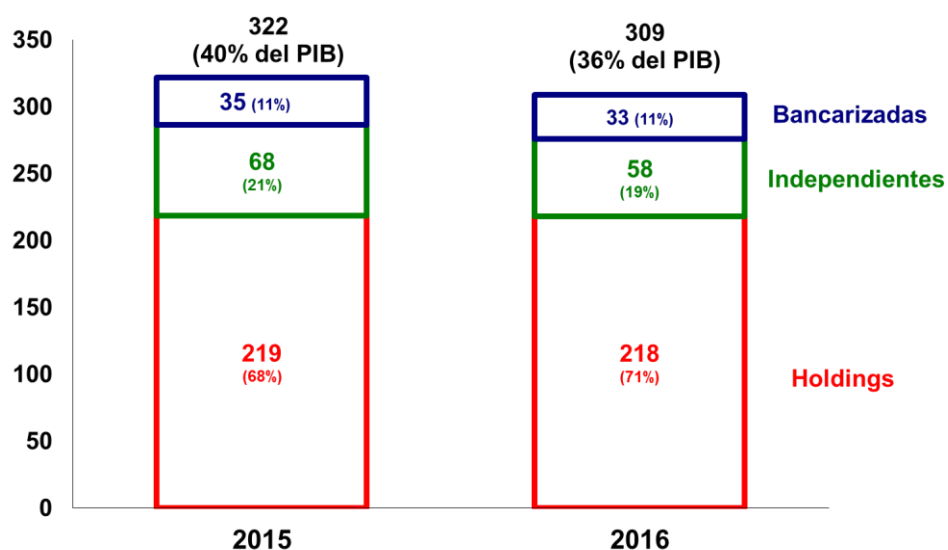
Fuente: cálculos Anif con base Superintendencia Financiera.

Participación de mercado (montos transados)

De manera similar a lo ocurrido con las anteriores cifras de rentabilidades-activos, las ventajas de los mayores tamaños de SCB y aglomeraciones empresariales (ya sea *Holdings* o Bancarizadas), son evidentes en la concentración de los montos negociados en los mercados de capitales.

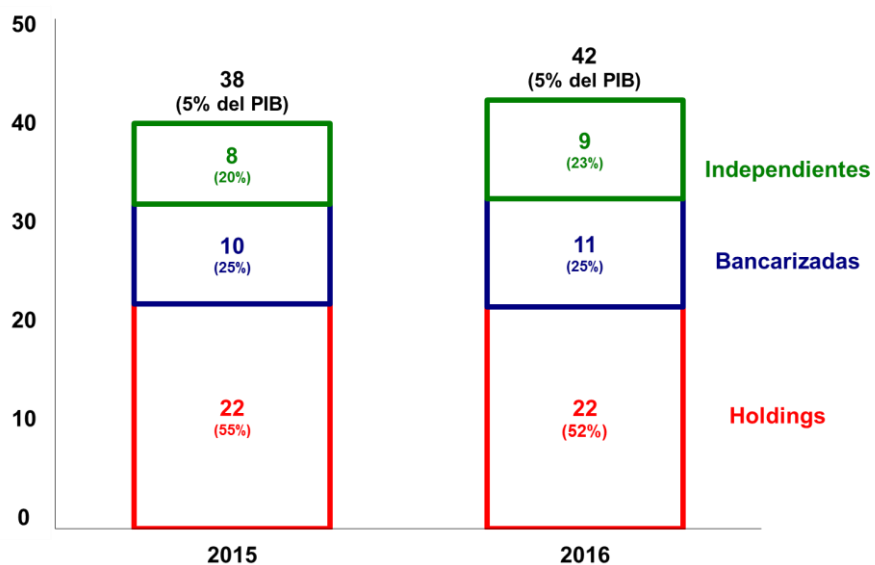
Por ejemplo, los gráficos 28-30 muestran cómo las SCB *Holdings* explican la mayoría de los montos negociados en los mercados de renta fija (71% del total), renta variable (52%) y derivados-futuros (76%). En este último caso, probablemente estén jugando elementos de sofisticación del capital humano, operativo y computacional requerido para jugar en dichos mercados derivados. Paradójicamente, las SCB Independientes (con participaciones cercanas al 20%) sobrepasan a las bancarizadas (11%) en los montos transados de renta fija y derivados-futuros, reversándose dicho ordenamiento en la renta variable.

**Gráfico 28. Renta fija: Volumen transado por SCB
(\$ billones, % del total)**



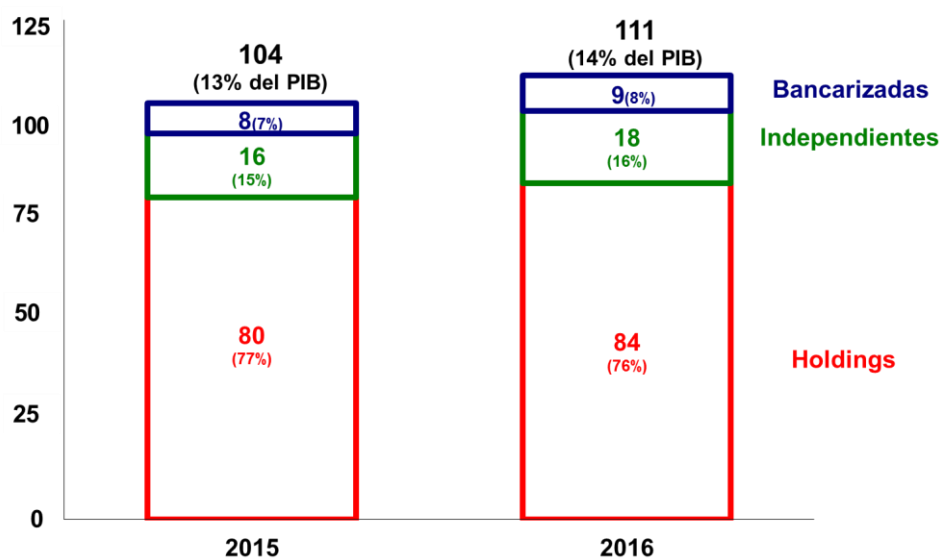
Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

**Gráfico 29. Renta variable: Volumen transado por SCB
(\$ billones, % del total)**



Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

**Gráfico 30. Derivados (futuros): Volumen transado por SCB
(\$ billones, % del total)**



Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

En síntesis, el análisis de estructura y tamaño de las SCB arroja luces sobre los lastres que ha venido sufriendo el sector de SCB durante el último quinquenio. Por ejemplo, la resiliencia en las porciones de mercado y rentabilidades de las SCB de mayor tamaño (y de estructura Holding-Bancarizada) sugieren la importancia de contar con economías de alcance-escala que permitan materializar eficiencias operativas de reducción de costos e innovación en productos-sistemas. En el caso de las SCB Bancarizadas, parecen estar jugando también las “sinergias” banco-SCB en términos de redes de distribución de productos, subsidios cruzados en costos y mayor respaldo patrimonial.

Por el contrario, las SCB Independientes (y las *Holdings*-Bancarizadas de menor tamaño) parecen ser algo más vulnerables a los lastres del mercado de capitales, perdiendo porción de mercado y arrojando pérdidas durante gran parte del período 2010-2016.

En el próximo capítulo buscaremos ahondar en los elementos de rentabilidad de las SCB, entrando en el detalle de ingresos-costos. Ello en busca de dimensionar los

elementos determinantes de dichas rentabilidades e indagar sobre la magnitud y de potenciales sobrecostos en materia de infraestructura, regulación-*compliance*.

IV. Estructura de ingresos y costos del mercado bursátil

Una vez analizada la estructura del mercado de las SCB (incluyendo la clasificación según tamaño y estructura organizacional), en este capítulo nos ocupamos de la estructura del PyG de las SCB. Como veremos, dimensionar correctamente la estructura de ingresos y gastos requiere toda una serie de “neteos” financieros derivados de la aplicación de las reglas de contabilidad NIIF. Estas últimas adoptaron la metodología de llevar en cuentas separadas las posiciones de flujos derivados de posiciones activas y pasivas, debiéndose restar dichos flujos para dimensionar lo que llamaremos “ingresos y gastos netos”.

En el frente de gastos, entraremos en el detalle referente a: i) los desafíos provenientes de la regulación pos-Lehman y pos-Interbolsa (especialmente en términos de liquidez, capital y garantías), los cuales eran totalmente ineludibles a pesar de conllevar mayores costos de *compliance*; y ii) los costos netos, donde trataremos de dimensionar elementos clave en materia de infraestructura, tecnología, información, entre otros. En últimas buscamos averiguar si hay un elemento de “Costo Colombia” en el mercado de capitales, minando su competitividad-rentabilidad de manera análoga a como los faltantes de infraestructura, alta tributación y sobrecostos salariales minan la competitividad del sector real, ver Anif 2015b. Como veremos, el presente estudio da algunas luces al respecto, abriendo aristas de trabajo futuro en lo referente a la comparación con pares internacionales.

Dicho análisis de gastos constará de dos aristas a saber: i) los datos “duros” provenientes de las cuentas del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (Simev) de la SF; y ii) lo que llamaremos la “Encuesta Anif-Asobolsa”. Esta última se diseñó en asocio con Asobolsa y algunos agentes del mercado, con el fin de averiguar sobre la composición de los gastos de las SCB. Dicha encuesta

también dará algunas luces sobre el tema de carga operativa reflejada en la relación número de empleados del *Front Office* / *Back Office*, siendo ello materia de persistente preocupación por parte de las SCB. Dicha encuesta se acompañó de una serie de reuniones con las principales SCB, donde las comisionistas nos comunicaron valiosos elementos cualitativos y de visión del mercado.

Finalmente, el objetivo será “reconciliar” los “datos duros” provenientes de la SF con los datos de la Encuesta Anif-Asobolsa. Como veremos, ello requerirá de algunos neteos contables adicionales, en busca de homologar distintos rubros de gastos (pues las denominaciones de las cuentas PUC no coinciden exactamente con las preguntas de la encuesta).

1. Entorno Regulatorio y de mercado de las SCB

Ya mencionamos cómo las SCB han venido navegando un entorno difícil en el mercado de capitales, con agravantes de colapsos en los márgenes de las SCB dada la elevada competencia del mercado bursátil. Allí hemos estimado (con la ayuda de diferentes SCB) que se han presentado evidentes reducciones en las comisiones referentes a: i) las acciones, donde las comisiones cobradas por las SCB han colapsado hacia niveles de 0.2% del valor de la operación (vs. valores cercanos al 1% observados un quinquenio atrás); ii) el mercado cambiario, donde lo usual son cobros cercanos a 30centavos/US\$ (vs. valores de 1peso/US\$ observados cinco años atrás); y iii) el mercado de renta fija, donde las comisiones (en *spreads* sobre tasas de interés) rondan hoy niveles de 0.15-0.2pbs (vs. 1pb cinco años atrás). Todo esto explica el reacomodo que ha sufrido el mercado en términos de fusiones-adquisiciones, buscando mayor eficiencia vía las mencionadas economías de alcance-escala.

En nuestros diálogos con las SCB fueron reiterativas las preocupaciones por los costos de provisión de la infraestructura del mercado de capitales como un elemento importante en la compresión de dichos márgenes (donde muchos argumentaron que la BVC viene actuando como un cuasi-monopolio). Todo ello agravado por la

multiplicidad de actores que juegan en las transacciones del mercado (múltiples depósitos, Cámara de Riesgo Central de Contraparte-CCRC, cámara de divisas, custodio FICs, AMV, entre otros).

Un número importante de SCB fueron aún más allá, mencionando que muchas operaciones incluso están haciéndose prácticamente a pérdida. Allí claramente la solución de elevar la liquidez en las operaciones no subsanaría dichos lastres, pues dicho escalamiento transaccional aumentaría las pérdidas.

El gráfico 31 muestra un ejemplo de dichas operaciones “poco rentables” en el mercado de futuros-TRM. Allí se observa cómo la utilidad de vender un futuro (\$US 1 millón) apenas ronda los \$54.000, una vez se realizan todas las operaciones de cobertura (tanto en el mercado *spot* como de futuros) y se pagan las “papeletas” a la BVC (\$1.800 por contrato) y los US\$5 (\$15.000) a la CCRC. Aún peor, dichas utilidades podrían “esfumarse” (o incluso registrarse pérdidas) al tener en cuenta los requerimientos regulatorios de garantías-colateral y liquidez, todo lo cual entraremos a analizar en la próxima sección.

Gráfico 31. Operación típica de futuro-TRM para una SCB (corto):

Ingresos vs. costos

Transacción futuro TRM

Transacción típica: US\$1,000,000 (20 contratos de US\$ 50,000)

Ingreso SCB: $\$0,3/\text{US\$} \times \text{US\$}1,000,000 = \underline{\$300,000}$

Spot	Futuro
Largo US\$1,000,000	Corto -US\$1,000,000
(costo: US\$5 = <u>\$15,000</u>)	(costo: 4 papeletas (BVC, CRCC ; CP y cliente) (= US\$50,000 x 20 contratos x 1800 x4) <u>\$144,000</u>

Corto -US\$1,000,000 (costo: US\$5 = <u>\$15,000</u>)	Largo +US\$1,000,000 (costo: papeletas (BVC, CRCC) (= US\$50,000 x 20 contratos x 2 x 1800) <u>\$72,000</u>
---	---

Costo total = \$246,000 ingreso total = \$300,000 Utilidad \$54,000

Sin garantías, sin colateral, sin liquidez...
Futuro TRM se hace prácticamente a pérdida

Fuente: elaboración Anif con base en reuniones con SCB.

Desafíos regulatorios

Pos-Lehman y pos-Interbolsa, el período 2010-2017 ha sido activo en materia de regulación financiera, donde la legislación local ha venido poniéndose a tono con los requerimientos de Basilea III (particularmente en los frentes de liquidez y capital). En la ronda de reuniones con las SCB fueron persistentes las menciones a elevados costos de la regulación, aunque coincidieron en lo ineludible de dichas medidas para asegurar una mayor resiliencia del mercado de capitales. En esta sección abordaremos los nuevos requerimientos de liquidez, capital y el grado de acople que ha tenido el mercado de SCB a dicha regulación.

a) Requerimientos de Liquidez

La SF viene monitoreando la liquidez de corto plazo de las SCB a través del Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL), según lo mandado en la Circular 10 de 2014. De manera análoga a lo que ocurre con los establecimientos de crédito, dicho IRL se calcula en sus variantes de monto (IRL_m) y razón (IRL_r). La novedad en la regulación a las SCB proviene de la distinción de recursos por cuenta propia (CP) y de terceros (T), ver cuadro 2. Ambas variantes de IRL comparan los llamados Activos Líquidos Ajustados por Liquidez de Mercado y Riesgo Cambiario (ALMC) y los Requerimientos Netos de Liquidez (RNL) en plazos de 1 y 7 días.

Cuadro 2. Cálculo del Índice de Riesgo de Liquidez (IRL)

Indicador de Riesgo de Liquidez de los bancos*:	Indicador de Riesgo de Liquidez de las sociedades comisionistas de bolsa:
$IRL_m = ALMC - RNL \geq 0$	$IRL_m = ALMC - (RNL_{CP} + RNL_T) \geq 0$
$IRL_r = \frac{ALMC}{RNL} \geq 100\%$	$IRL_r = \frac{ALMC}{RNL_{CP} + RNL_T} \geq 100\%$
• ALMC: Activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario. Incluyen el disponible y las inversiones en moneda legal y extranjera, donde al menos el 70% debe ser de alta calidad (disponible y TES) y el 30% restante puede ser otros activos líquidos (como los bonos corporativos de bajo riesgo). • RNL: Requerimientos netos de liquidez. Obligaciones de pago por pasivos y posiciones fuera de balance netas de ingresos por activos. • RNL_{CP}: RNL por cuenta propia. • RNL_T: RNL por cuenta de terceros.	

*Aplica para establecimientos de crédito, organismos cooperativos de grado superior e instituciones oficiales especiales definidos en la Circular Externa 100 de 1995.

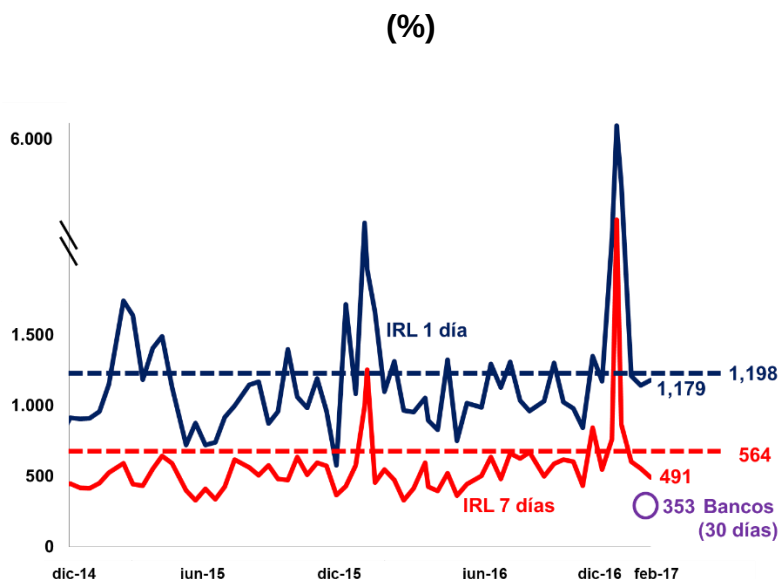
Fuente: elaboración Anif con base en Banco de la República y Superfinanciera.

En términos generales, los ALMC incluyen el disponible y las inversiones en moneda legal y extranjera, donde al menos el 70% debe estar compuesto por ALMC de alta calidad (disponible y títulos de deuda pública-TES), mientras que el 30% restante puede estar conformado por otros activos líquidos (como los bonos corporativos de bajo riesgo). Por su parte, los RNL reflejan las obligaciones de pago por pasivos y posiciones fuera de balance netas de ingresos por activos (ver Anif 2013).

El IRL_r de las SCB es altamente volátil, donde sorprenden sus elevados niveles de “sobrecumplimiento” en sus dos aristas de 1 día (1.198% promedio 2014-2017) y 7 días (564%), superando ampliamente lo observado para los bancos (353%, pero a plazos de 30 días). Dicho sobrecumplimiento va a contrapelo del “malestar” por excesivos requerimientos de liquidez expresado por algunos agentes del mercado (ver gráfico 32), dado el costo de mantener esos abultados recursos de “caja” ociosa.

Dichos excesos de caja del IRL parecerían estar explicados por la naturaleza misma del negocio de las SCB, al fungir como el “agente” de las inversiones de sus clientes (“principal”). Ello implica estar preparado para fondear operaciones de clientes relativamente difíciles de pronosticar (aunque en ello el sector bancario ha venido usando modelos probabilísticos en liquidez-capital para minimizar los recursos ociosos).

Gráfico 32. Colombia: Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) a 1 y 7 días de las SCB



Fuente: Banco de la República de Colombia y Superintendencia Financiera de Colombia.

b) Requerimientos de Capital

La circular externa 20 de 2013 de la SF adoptó los lineamientos de Basilea III en lo relativo a los requerimientos de capital para las SCB (trabajando sobre lo avanzado por el Decreto 1771 de 2012 para los establecimientos de crédito). En efecto, dicha norma fijó los nuevos criterios sobre la relación de solvencia, además de la depuración del contenido del Patrimonio Técnico (PT).

Al igual que ocurre a nivel global, y siguiendo los lineamientos de Basilea III, esta norma buscó que el capital de las SCB esté compuesto por instrumentos que cumplan con criterios exigentes de permanencia, liquidez y posible absorción de pérdidas, ver Anif 2012.

Dicho decreto dividió en tres partes el capital regulatorio (PT), el cual debe cumplir con ciertos requisitos, a saber:

- Patrimonio Básico Ordinario (PBO) neto de deducciones: Comprende los instrumentos de capital de alta disponibilidad. Ellos deben poder utilizarse para

enfrentar posibles deterioros en la posición financiera de las entidades frente a choques adversos. Dentro de este capital tangible (*Tier I core*) sobresalen las reservas legales (utilidades retenidas) y las acciones ordinarias.

- Patrimonio Básico Adicional (PBA): Incluye acciones preferenciales. Así, la suma del PBO neto de deducciones y el PBA equivalen al capital de nivel I (*Tier I*).

- Patrimonio Adicional (PA): Contempla distintos tipos de instrumentos, de menor convertibilidad, pero igualmente válidos como capital. Entre ellos se destacan los bonos subordinados, la valorización de inversiones y las provisiones generales (que se pueden incluir hasta por el 1.25% de los Activos Ponderados por Nivel de Riesgo-APRs). Este componente equivale al capital de nivel II (*Tier II*).

Dicha regulación también definió las deducciones al PBO, con el fin de garantizar un alto grado de “pureza” del capital tangible. Entre estas se incluyen: i) pérdidas de ejercicios anteriores o en curso; ii) inversiones de capital; iii) Impuesto de Renta diferido neto (cuando es positivo) y; iv) activos intangibles (*goodwill*).

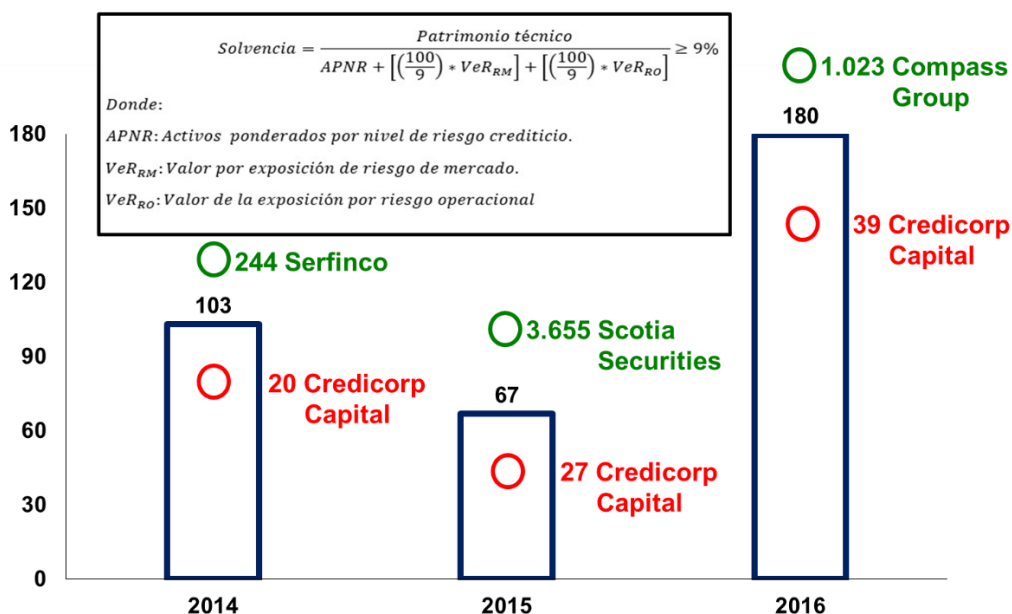
La mencionada circular externa estableció dos límites mínimos relacionados con los requerimientos de capital. El primero se define sobre la Relación de Solvencia Total (fijado en un 9% para Colombia, según el cálculo expuesto en el gráfico 33), siguiendo lo estipulado en la normatividad anterior (Decreto 2555 de 2010). El segundo límite se refiere a la Relación de Solvencia Básica, la cual debe ser superior o igual al 4.5%. En este frente, cabe anotar que la URF está contemplando actualmente algún alivio en el componente de riesgo operativo.

De manera similar a lo ocurrido en el IRL, la solvencia de las SCB evidencia abultados “sobrecumplimientos”, observándose valores promedio del 100% en años recientes (vs. el 9% mínimo requerido). Allí la volatilidad al interior del indicador es elevada, observándose indicadores de solvencia tan “bajos” como 20%-30% (Credicorp) o tan altos como el 1.023% (Compass group).

Buena parte de los elevados niveles de solvencia de las SCB se explica por los sobrecumplimientos en IRL (requiriendo mayores niveles de PT). Esta situación

genera un alto costo de oportunidad para el sector, pues gran parte del capital de las comisionistas queda ocioso, con evidentes costos en ROE.

Gráfico 33. Indicador de solvencia de las SCB
(Cifras a diciembre de 2016, %)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera de Colombia.

c) Garantías

Finalmente, otro frente que ha abordado la regulación local ha sido el de mayores garantías en las operaciones a término, después del caso de Interbolsa y la consabida manipulación de los repos de Fabricato en 2012. El Decreto 2878 de 2013 estableció que todas las operaciones a plazo (Repos, Simultáneas o TTVs), en renta fija o variable, deben constituir garantías, con miras a mitigar los efectos de posibles incumplimientos.

En este orden de ideas, deben constituirse dos tipos de garantías: i) una “básica o inicial”, la cual debe efectuarse en el momento en que se celebre la operación (o de manera anticipada en las operaciones a plazo); y ii) la garantía de “variación o ajuste”, la cual hace referencia al colateral adicional que se debe aportar ante cambios en la valoración de los activos de la operación.

En el caso de la renta fija, los colaterales admisibles son: i) títulos de deuda pública (TES); ii) efectivo; y iii) títulos de renta fija corporativa. En este último caso, se consideran colaterales elegibles los bonos que satisfacen criterios de riesgo de crédito (con calificación crediticia superior a AA+) y de mercado-liquidez (marcando precio al momento de ser constituido como garantía).

Para el caso de la renta variable, las acciones son divididas en 5 grupos con niveles de riesgo crecientes (A, B, C, D y E). Los colaterales admisibles como garantía de variación en renta variable son los grupos de acciones de menor riesgo (A, B y C).

A su vez, el cálculo de la garantía depende del tipo de operación. Por ejemplo, en los repos será el diferencial entre el valor final con margen de operación del repo y el valor de mercado del activo de la operación; mientras que en las simultáneas y TTVs la garantía se deriva de la volatilidad de los precios del activo (para operaciones sobre TES) o de la suma del riesgo de mercado, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez (para operaciones diferentes a TES).

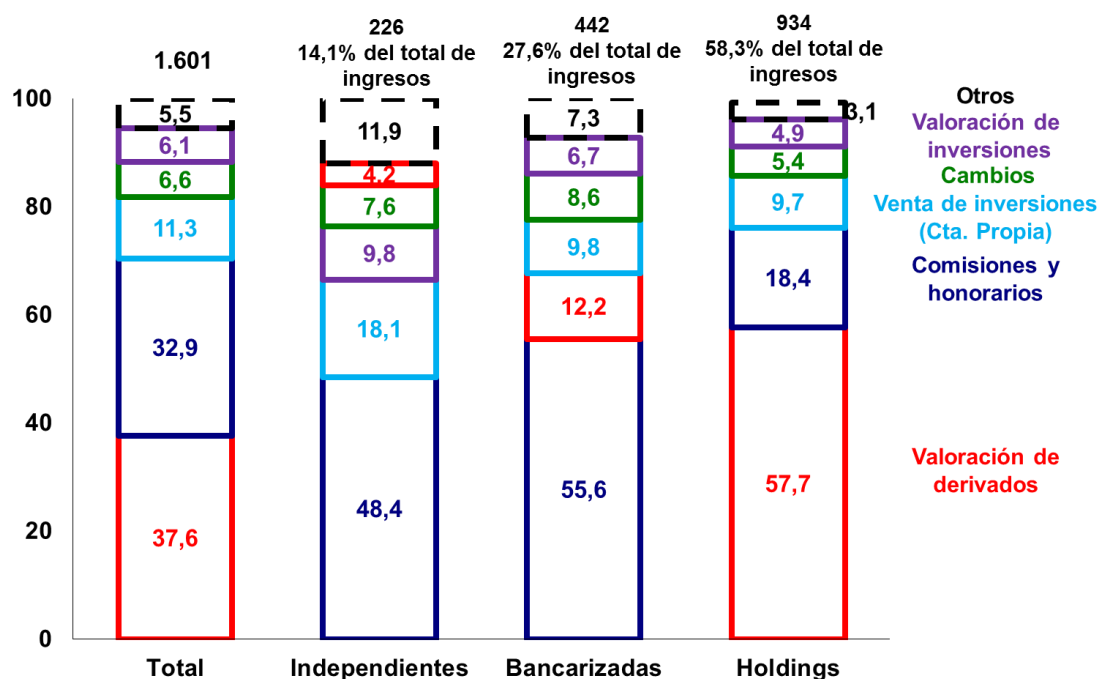
Ahora bien, cabe destacar que las operaciones simultáneas que se celebren y/o registren en el sistema para ser compensadas y liquidadas en la CCRC se rigen por el reglamento y demás normas de la entidad.

En síntesis, es evidente que los riesgos evidenciados en el período pos-Lehman e Interbolsa han requerido “apretones” regulatorios, particularmente evidentes en los frentes de capital, liquidez y constitución de garantías. En el caso de las SCB, sin duda ello ha implicado mayores cargas de cumplimiento y algunos costos de rentabilidad (al requerir porciones “ociosas” de caja y capital costosas), todo lo cual ha agravado los desafíos estructurales que enfrenta el sector en términos de baja transabilidad y elevada competencia en los mercados de capitales. A pesar de ello, dichas mejoras normativas son ineludibles y necesarias con el fin de salvaguardar el buen funcionamiento de los mercados de capitales, incrementando su resiliencia ante potenciales riesgos sistémicos.

2. Estructura de ingresos de las SCB

Una vez analizados dichos desafíos regulatorios, pasamos a analizar la estructura del PyG de las SCB, comenzando por el rubro de los ingresos. El gráfico 34 muestra cómo los ingresos brutos de las SCB llegaron a \$1.6 billones al cierre de 2016, explicados por el rubro de valoración de derivados (36.7%), comisiones-honorarios (32.9%) y la venta de inversiones de la cuenta propia (11.3%). Con participaciones menores aparecen los cambios-divisas (6.6%) y valoración de inversiones (6.1%). Nótese cómo, salvo por mayores ponderaciones en el rubro de derivados en las *Holdings* (60%) vs. las Independientes y Bancarizadas, dichos ingresos brutos no encierran discrepancias de consideración por estructura organizacional de las SCB (aunque dicho mayor peso de *Holdings* sugeriría algo de mayor sofisticación).

Gráfico 34. Ingresos brutos por actividad de las SCB
(\$ miles de millones, % del total, 2016)

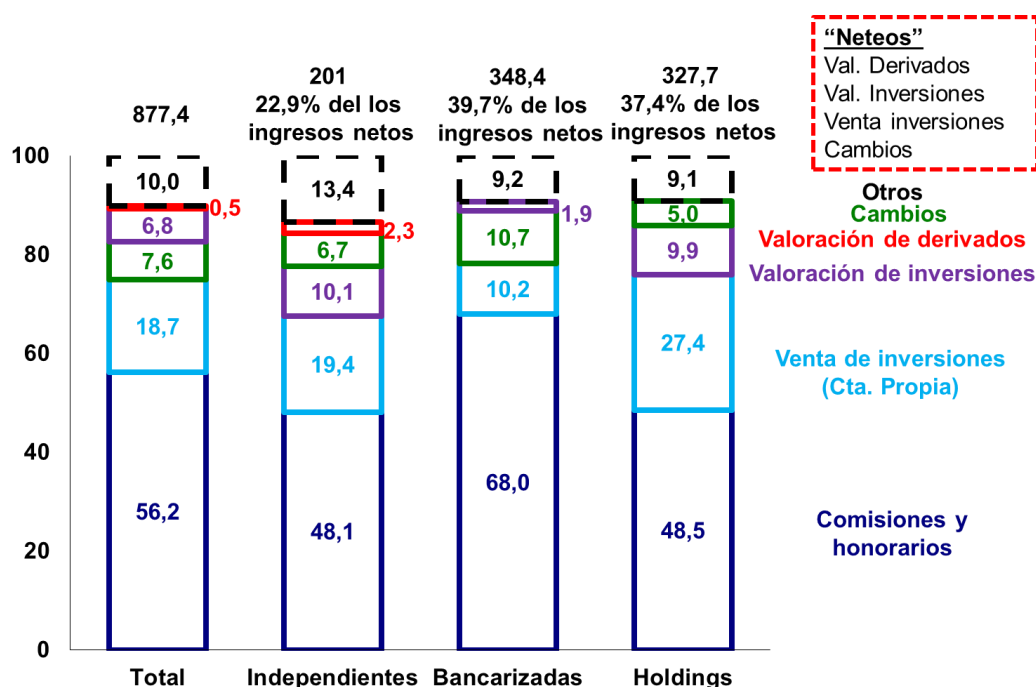


Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Ya mencionamos cómo dimensionar la verdadera naturaleza de dichos ingresos requiere netear los flujos derivados de las posiciones activas-pasivas del balance.

Por ello, hemos llevado a cabo neteos financieros en lo referente a valoración de derivados, valoración de inversiones, venta de inversiones (cuenta propia) y a los cambios (ver detalles de cuentas PUC en anexo 1). El gráfico 35 muestra los resultantes “ingresos netos”, reduciéndose a valores de \$877.000 millones al cierre de 2016 (vs. los \$1.6 billones de ingresos brutos) Allí se observan participaciones mayoritarias de las SCB Bancarizadas (40% del total vs. 28% en los ingresos brutos), *Holdings* (37% del total vs. 38%) y levemente inferiores en las Independientes (23% vs. 14%).

Gráfico 35. Ingresos netos por actividad de las SCB
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

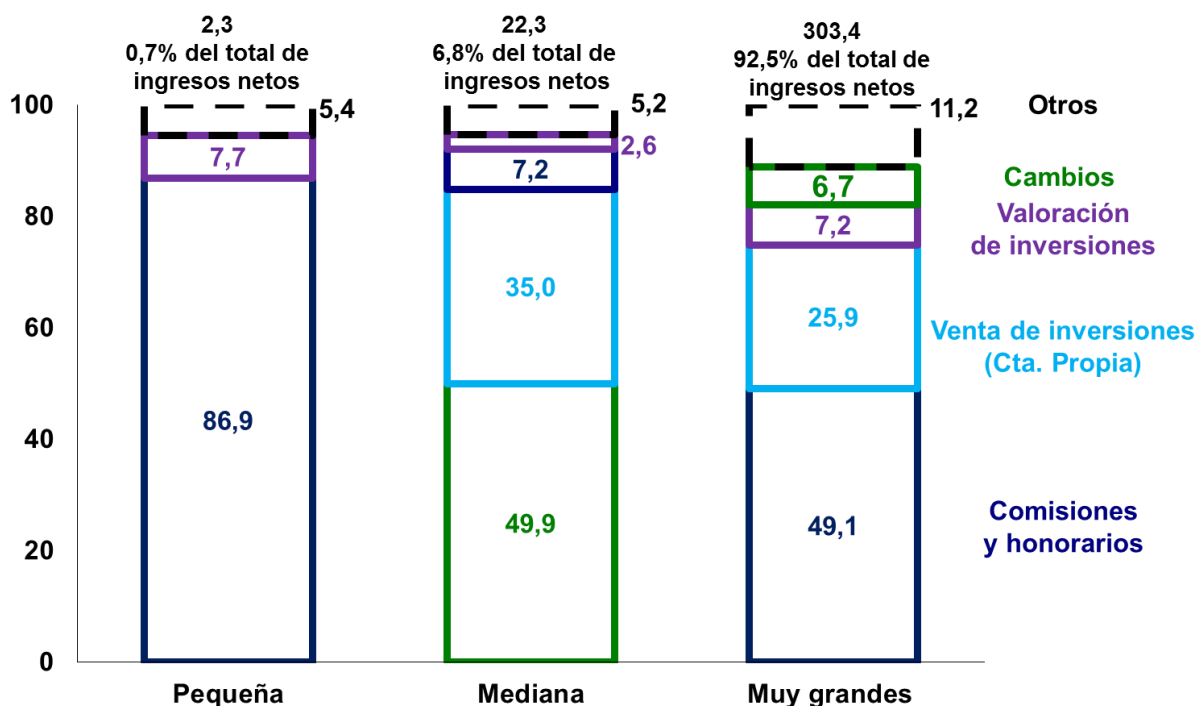
Al analizar la composición de los ingresos netos, los rubros más significativos provienen de las comisiones-honorarios (56.2%) y la venta de inversiones (18.7%). Ello va en línea con la norma internacional y con los resultados de la encuesta “preliminar” Anif-Asobolsa (la cual hemos relegado al anexo 2, dadas algunas inconsistencias en las respuestas de gastos). Nótese cómo, después de los neteos

financieros, los rubros de valoración de inversiones (6.8%) y derivados (0.5%) ocupan posiciones menores.

Por estructura, resalta la elevada participación de las comisiones en las SCB Bancarizadas (68% de los ingresos netos vs. valores cercanos a 50% en *Holdings* e Independientes), sugiriendo sinergias en los canales de distribución Banco-SCB, permitiéndoles llegar a mayor base de clientes. Por el contrario, se evidencian mayores actividades en la cuenta propia en las *Holdings* (27.4% vs. 19.4% en Independientes y 10.2% en Bancarizadas), denotando algún grado de mayor sofisticación de dichas apuestas de mercado con capital propio.

Al interior de las *Holdings*, los ingresos de las SCB “muy grandes” (93% de los ingresos de las *Holdings*) no se alejan mucho del promedio del sistema, con la mayor parte explicada por comisiones-honorarios (49.1% vs. 56.2% del promedio del sistema de SCB), aunque se observan mayores ingresos por inversiones-cuenta propia (25.9% vs. 18.7% del promedio del sistema). En las *Holdings* “medianas” (7% del total de ingresos de las *Holdings*), se observan elevadas participaciones en el rubro de cambios (49.9%, probablemente un fenómeno de “una sola vez” ocurrido en 2016 vs. 7.6% del promedio del sistema), seguido por las ventas de inversiones-cuenta propia (35% vs. 18.7%). Por el contrario, los ingresos de las *Holdings* “pequeñas” (0.7% del total de ingresos) está concentrado en comisiones-honorarios (86.9% vs. 56.2% del promedio del sistema), con participaciones reducidas en el rubro de valoración de inversiones (7.7% vs. 6.8%), ver gráfico 36.

Gráfico 36. Ingresos netos de las SCB Holdings
(\$ miles de millones, % del total, 2016)

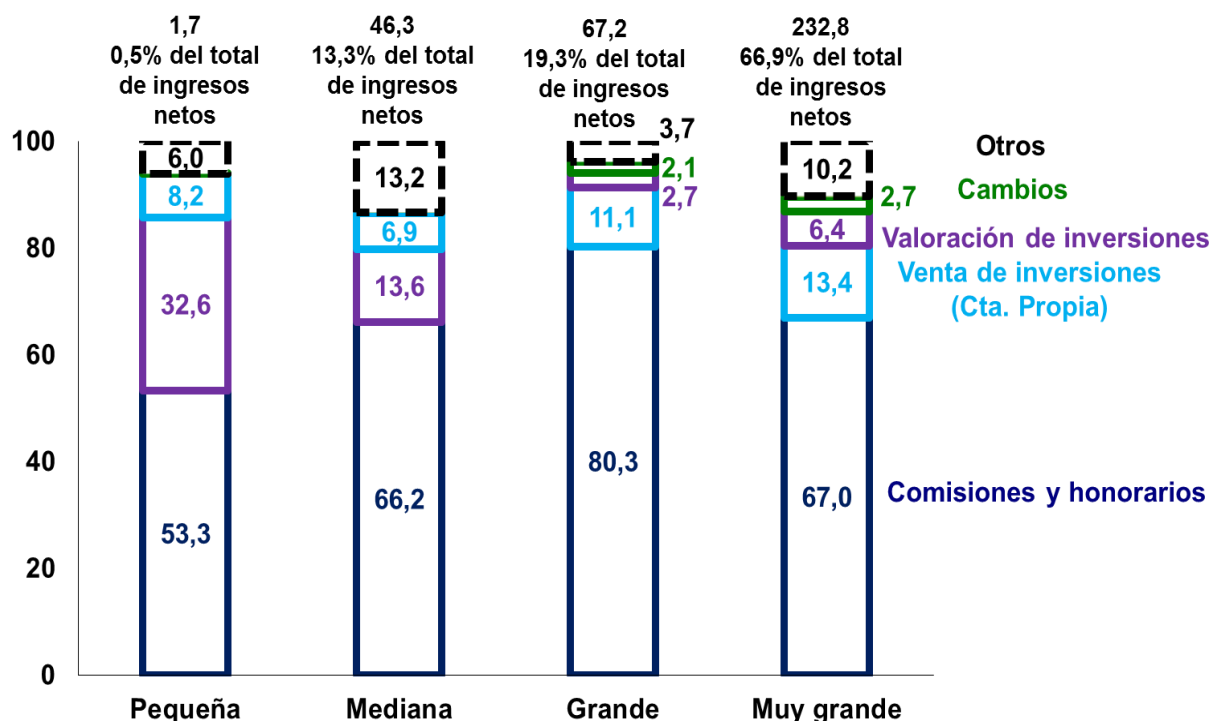


Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En lo concerniente a las SCB Bancarizadas, los ingresos de las SCB “muy grandes” (70% de los ingresos de las Bancarizadas) se explican en su mayoría por las comisiones-honorarios (67% vs. 56.2% del promedio del sistema) y venta de inversiones-cuenta propia (13.4% vs. 18.7%). En las Bancarizadas “grandes” (19% del total de ingresos de las bancarizadas), se observan mayores concentraciones en las comisiones-honorarios (80.3% vs. 56.2%), en detrimento de las ventas de inversiones-cuenta propia (11.1% vs. 18.7%).

En las bancarizadas “medianas” (13% del total de ingresos de las Bancarizadas), los ingresos se concentraron en comisiones-honorarios (66.2% vs. 56 del promedio del sistema) y ventas de inversiones-cuenta propia (13.6% vs. 18.7% del promedio del sistema). Finalmente, los ingresos de las Bancarizadas “pequeñas” (0.5% del total de ingresos) tienen menores concentraciones en comisiones-honorarios (53.3% vs. 56%), pero mayores ponderaciones en la venta de inversiones-cuenta propia (32.6% vs. 18.7%), ver gráfico 37.

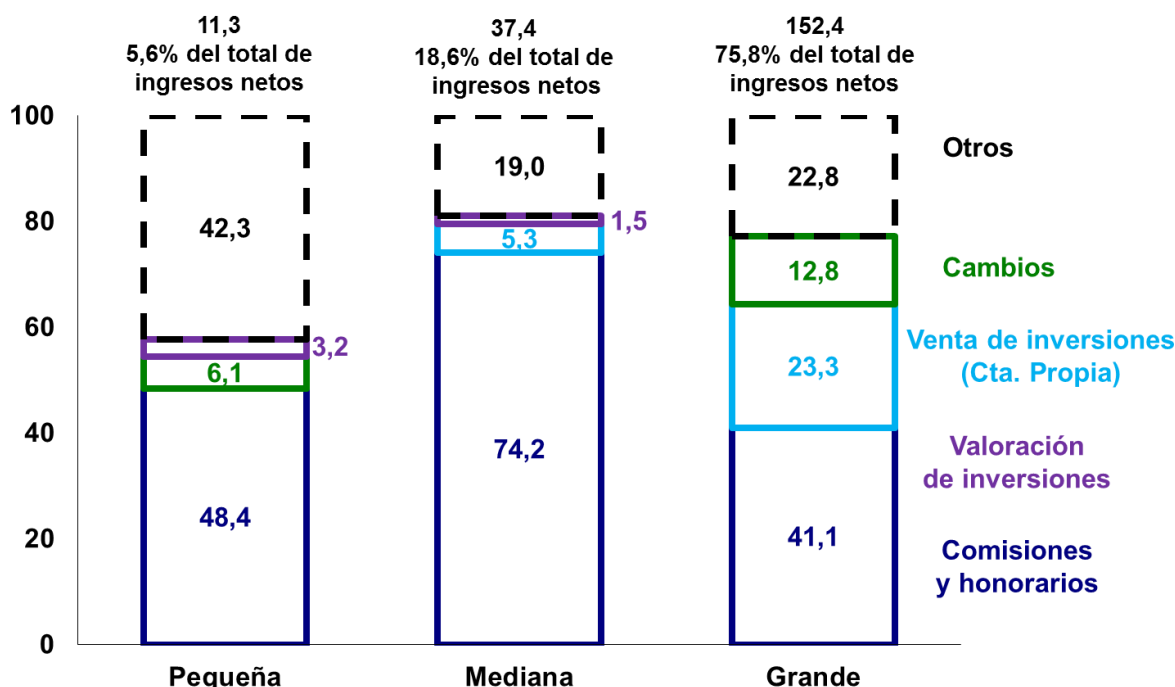
Gráfico 37. Ingresos netos de las SCB Bancarizadas
 (\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Por último, en las SCB Independientes, los ingresos de las SCB “grandes” (75.8% de los ingresos de las Independientes) se observa algo de menor concentración en las comisiones-honorarios (41.1% vs. 56.2% del promedio del sistema), junto con mayores ponderaciones en la venta de inversiones-cuenta propia (23.3% vs. 18.7%) y cambios (12.8% vs. 7.6%). En las Independientes “medianas” (18.6% del total de ingresos de las Independientes), se observan mayores concentraciones en las comisiones-honorarios (74.2% vs. 56.2% del promedio del sistema), en detrimento de las ventas de inversiones-cuenta propia (5.3% vs. 18.7%). Por su parte, los ingresos de las Independientes “pequeñas” (6% del total de ingresos) tienen menores concentraciones en comisiones-honorarios (48.8% vs. 56.2%) y en la venta de inversiones-cuenta propia (6% vs. 18.7%), pero con ponderaciones de consideración en “otros ingresos” (42.3% vs. 10%), ver gráfico 38.

Gráfico 38. Ingresos netos de las SCB Independientes
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En síntesis, la mayor parte de los ingresos netos de las SCB en Colombia provienen de los rubros de comisiones-honorarios (56.2%) y la cuenta propia (18.7%), muy en línea con los estándares internacionales. Nuestro análisis sugiere que dicha dependencia de comisiones es algo más elevada en las SCB Bancarizadas (68%) vs. lo observado en las Independientes (48.1%) y *Holdings* (48.5%).

Por tamaño de comisionista, se observa gran varianza en dichas composiciones de ingreso, aunque sobresalen algunas concentraciones elevadas en comisiones en algunos casos puntuales de firmas medianas (75%, en las Independientes) y pequeñas (87%, en las *Holdings*).

3. Estructura de costos de las SCB

Uno de los grandes temas centrales de este estudio radica en indagar sobre la magnitud de los costos de infraestructura-tecnología que enfrentan las SCB. En otras palabras, si hay un elemento de “Costo Colombia” en la provisión de dichos

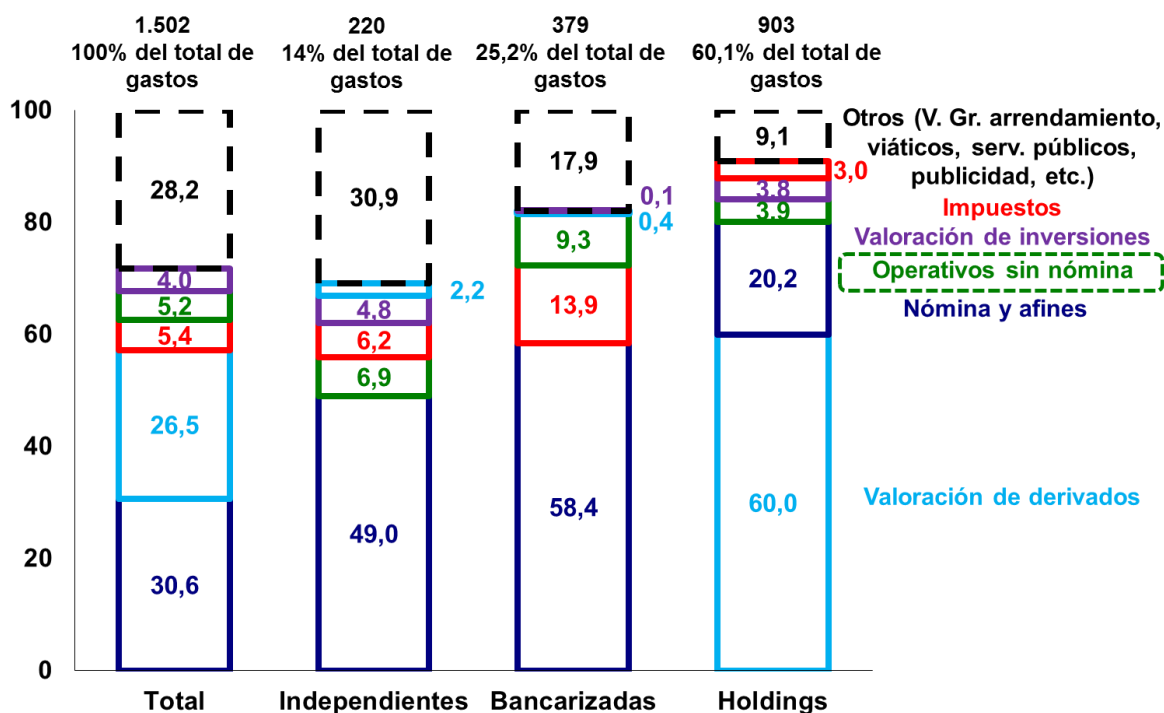
servicios que mina las rentabilidades de las SCB (análogo al Costo Colombia de falta de infraestructura, alta tributación, etc. que reduce la competitividad del sector real).

Para abordar dicha pregunta, la presente sección aborda el tema de los costos desde dos aristas diferentes. En la primera sección, se analizan las cifras contables del Simev de la SF, realizando una serie de neteos financieros (análogo al procedimiento usado en los ingresos). En la segunda sección, se presentan los resultados de la encuesta Anif-Asobolsa, en donde indagamos sobre la magnitud de dichos costos de infraestructura-tecnología, así como sobre la relación de empleados *Front Office* / *Back Office*. Finalmente, se entrará reconciliar dichas cifras para tratar de sacar algunas conclusiones.

Costos de las SCB según cifras Simev-SF

El gráfico 39 muestra cómo los gastos brutos de las SCB rondaron los \$1.5 billones al cierre de 2016, explicados principalmente por el rubro de comisiones-honorarios (30.6%), valoración de derivados (26.5%), impuestos (5.4%) y lo que hemos denominado los gastos “operativos sin nómina” (5.2%). Estos últimos darían la magnitud del potencial “Costo Colombia” en el mercado colombiano, pues allí agrupamos los rubros operativos de las SCB referentes a pagos de infraestructura (BVC-custodios), sistematización-proveedores de información y contribuciones (SF, AMV, Asobolsa y similares).

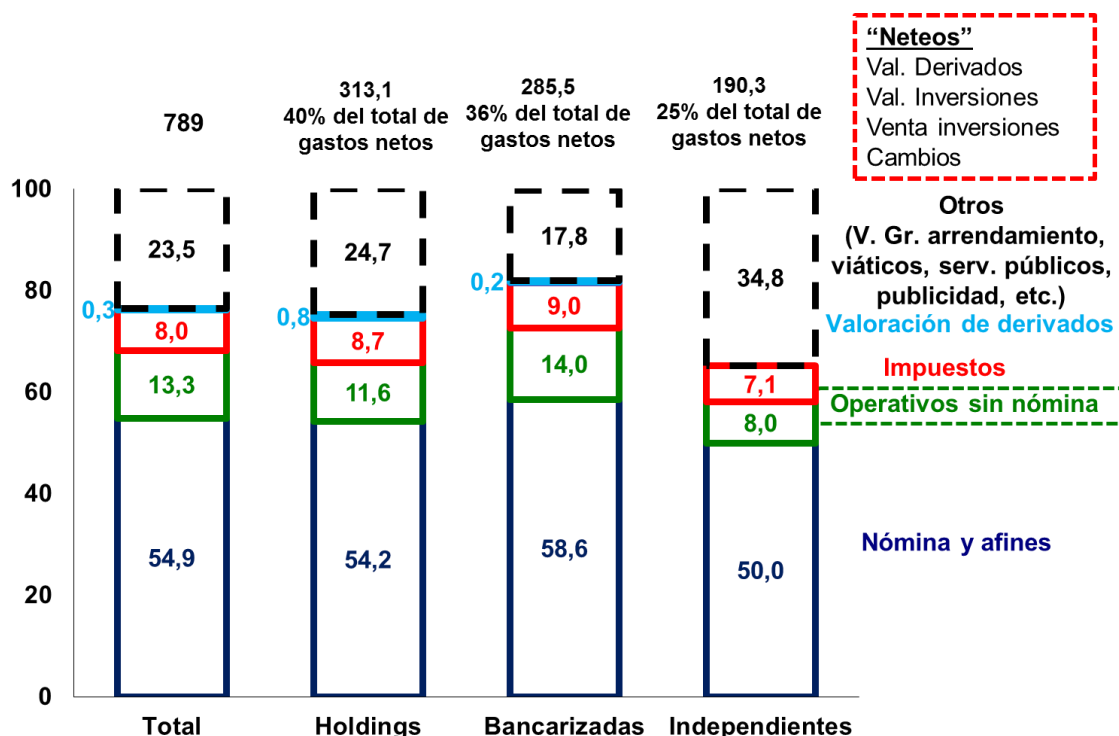
Gráfico 39. Gastos brutos de las SCB
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

De manera análoga a los ingresos, dichos rubros brutos no dicen mucho sobre la verdadera composición de los gastos, razón por la cual el gráfico 40 presenta los gastos netos, adoptando los mismos descuentos financieros discutidos en la sección anterior. Allí se observa cómo los gastos netos se reducen hacia valores de \$789.000 millones al cierre de 2016 (vs. los \$1.5 billones de gastos brutos), con participaciones mayoritarias de las SCB *Holdings* (40% del total), Bancarizadas (36% del total) y levemente inferiores en las Independientes (25%).

Gráfico 40. Gastos netos de las SCB
 (\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

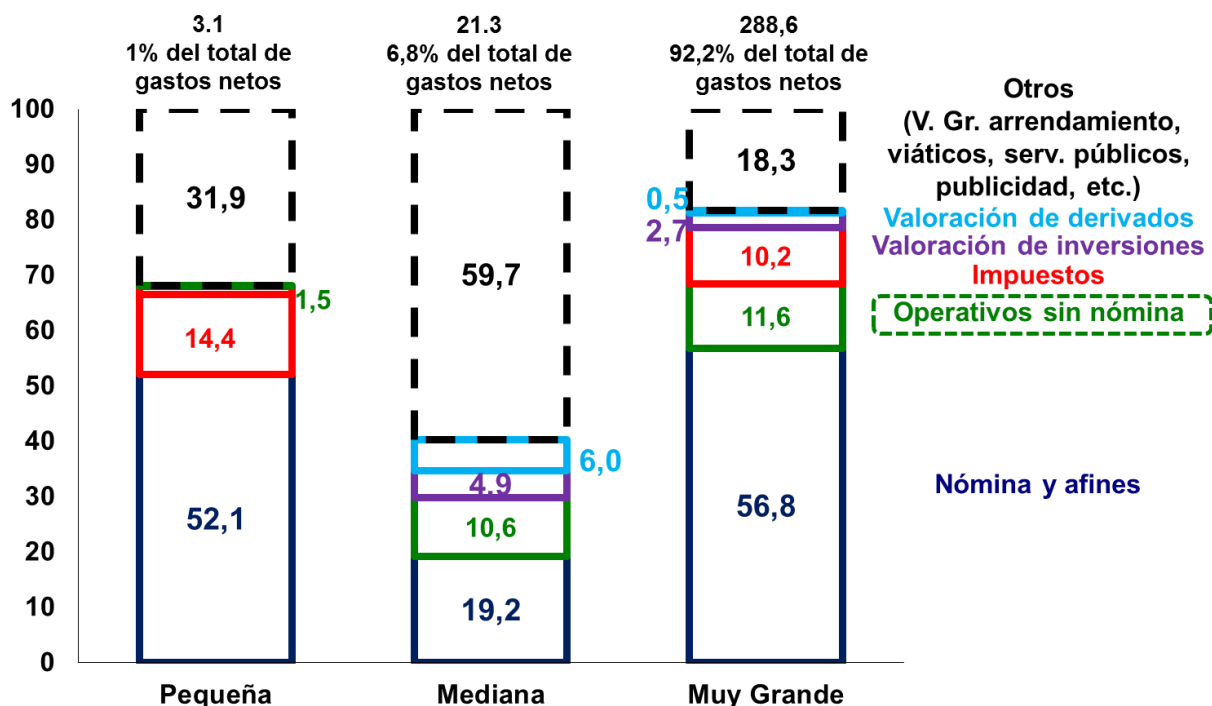
Al analizar la composición de los gastos netos, los rubros gruesos provienen de los gastos por nómina y afines (54.9%), los gastos “operativos sin nómina” (13.3%) y los impuestos (8%). Nótese cómo aún queda un rubro importante en “otros” (23.5%), donde hemos agrupado arrendamientos, viáticos, publicidad, entre otros.

Ahora bien, averiguar sobre un potencial Costo Colombia en el mercado de capitales de Colombia requeriría comparar esos gastos “operativos sin nómina” con nuestros pares de la Alianza del Pacífico (AP). Infortunadamente, la recopilación de dicha información ha sido difícil, dada las particularidades de cada mercado. Por dicha razón, en este estudio nos limitamos a citar evidencia de carácter circunstancial, derivadas de nuestras reuniones con los agentes del mercado colombiano. Como veremos, allí se destacan algunas comparaciones en el caso de los pagos a la BVC vs. el referente de Chile, siendo ello la base para ahondar en dichas comparaciones internacionales en trabajos futuros.

Por estructura, no se observan grandes variaciones salvo por mayores valores de las bancarizadas en los rubros de nómina-afines (58.6% vs. 54.2% en *Holdings* y 50% en Independientes) e impuestos (14% vs. 8.7% en *Holdings* y 7.1% en Independientes). Llama la atención que los gastos “operativos sin nómina” son algo inferiores en las Independientes (8% vs. 11.6% en *Holdings* y 14% en las Bancarizadas), lo cual puede obedecer a la menor sofisticación en la naturaleza de sus transacciones. También resalta la elevada participación de los “otros” gastos en las Independientes (34.8% vs. 24.7% en *Holdings* y 17.8% en Bancarizadas), sugiriendo alguna menor eficiencia (puede ser por capacidad de negociación) en dichos gastos de arrendamiento, publicidad y viáticos.

Al interior de las *Holdings*, los gastos de las SCB “muy grandes” (92% de los gastos netos de las *Holdings*) no se alejan mucho del promedio del sistema, con la mayor parte explicada por nómina-afines (56.8% vs. 54.9% del promedio del sistema), “operativos sin nómina” (11.6% vs. 13.3% del promedio del sistema) e impuestos (10.2% vs. 8%). En las *Holdings* “medianas” (7% del total de gastos netos de las *Holdings*), sorprenden las reducidas participaciones de nómina-afines (19.2% vs. 54.9% del promedio del sistema) y la ausencia de pago de impuestos (lo que podría obedecer a algunos saldos a favor puntuales en 2016, según conversaciones con las SCB). Por su parte, en las *Holdings* “pequeñas” (1% del total de gastos de las *Holdings*) se observan elevadas participaciones en los pagos de impuestos (14.4% vs. 8% del promedio del sistema) pero despreciables en los gastos “operativos sin nómina” (1.5% vs. 13.3 del promedio del sistema), ver gráfico 41.

Gráfico 41. Gastos netos de las SCB Holdings
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



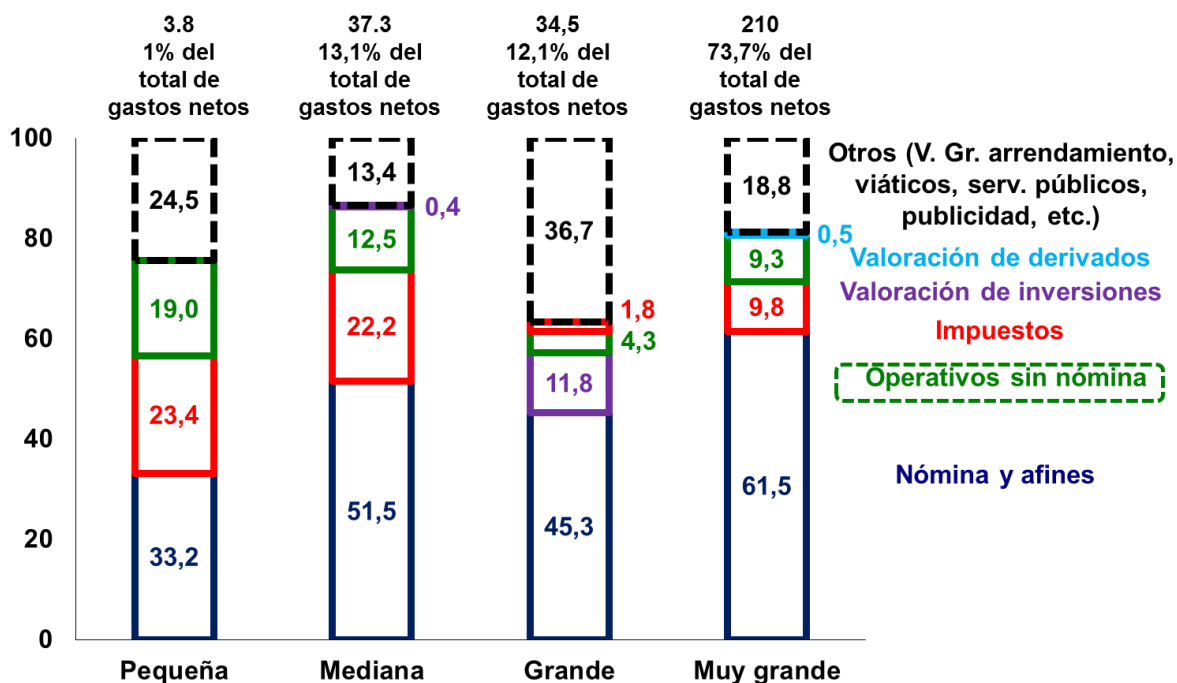
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En lo concerniente a las SCB Bancarizadas, los gastos netos de las SCB “muy grandes” (74% de los gastos netos de las Bancarizadas) se explican en su mayoría por el rubro de nómina-afines (62% vs. 54.9% del promedio del sistema), seguido por los impuestos (9.8% vs. 8%) y los “operativos sin nómina” (9.3% vs. 13.3%). En las Bancarizadas “grandes” (12% del total de gastos netos de las bancarizadas), se observan menores concentraciones en la nómina-afines (45.3% vs. 54.9% del promedio del sistema), los “operativos sin nómina” (4.3% vs. 13.3 del promedio del sistema) e impuestos (1.8% vs. 8%). Pero allí sorprende la elevada participación de los otros gastos (36.7% vs. 23.5%).

En las Bancarizadas “medianas” (13% del total de gastos netos de las bancarizadas), se observan ponderaciones cercanas al promedio de las SCB en la nómina-afines (51.5% vs. 54.9% del promedio del sistema) y en los “operativos sin nómina” (12.5% vs. 13.3%), pero ponderaciones superiores en los impuestos (22.2% vs. 8%). Finalmente, los gastos netos de las Bancarizadas “pequeñas” (1%

del total de gastos netos) tienen una distribución relativamente homogénea en los principales rubros de gastos por nómina-afines (33.2%, aunque por debajo del promedio del 54.9%), impuestos (24.3% vs. 8%) y “operativos sin nómina” (19% vs. 13.3%), ver gráfico 42.

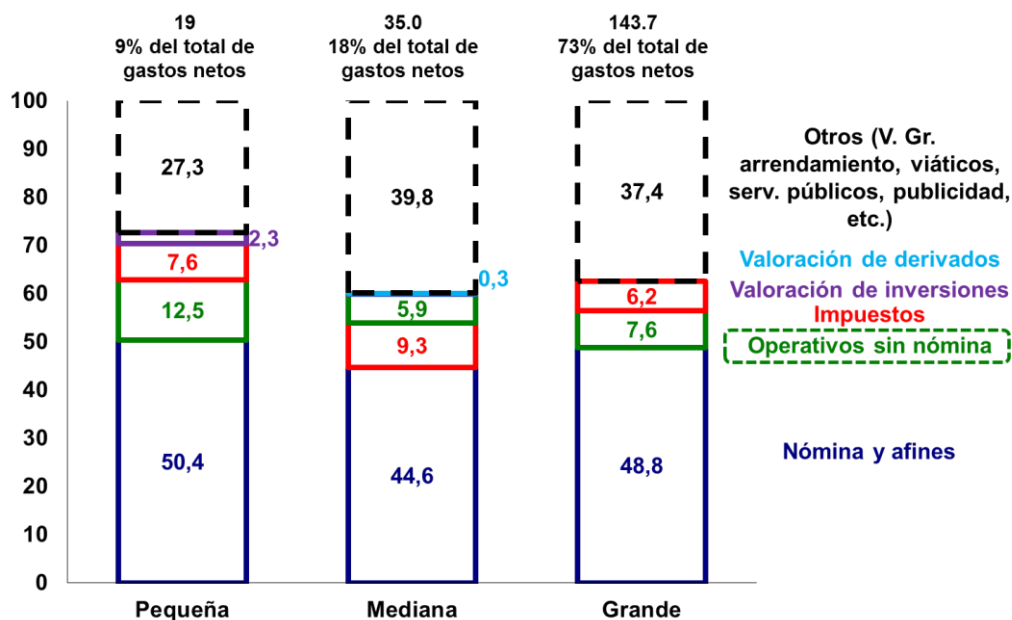
Gráfico 42. Gastos netos de las SCB Bancarizadas
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Por último, en las SCB Independientes, se observan menores concentraciones en los rubros de nómina y afines (inferiores al 50% en las “medianas” y “grandes”) y en los “operativos sin nómina” (inferiores al promedio del sistema del 13.3%), pero elevadas concentraciones en los otros gastos (del orden del 35%, superiores al 24% del promedio del sistema), ver gráfico 43.

Gráfico 43. Gastos netos de las SCB Independientes
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En síntesis, nuestros resultados sugieren que la mayor parte de los gastos netos de las SCB en Colombia provienen de: i) el rubro de nómina-afines (54.9%), dado el elevado componente comercial derivado de la naturaleza del negocio de las SCB; y ii) los gastos “operativos sin nómina” (13.3%), capturando los costos relacionados a la infraestructura y tecnología. Ya mencionamos cómo el paso a seguir sería comparar dichos costos operativos con nuestros pares regionales, lo cual arrojaría mayores luces sobre potenciales elementos de Costo Colombia en el mercado de capitales, lo cual sería materia de trabajo futuro.

Por tamaño de comisionista, se observa gran varianza en dichas composiciones de gasto, aunque sobresalen algunas concentraciones elevadas en nómina-afines en algunos casos puntuales de firmas muy grandes (57% en las *Holdings* y 62% en Bancarizadas). En lo concerniente a los gastos “operativos sin nómina” sobresalen algunas concentraciones puntuales en los casos de las pequeñas (19% en las SCB bancarizadas y 12.5% en las independientes).

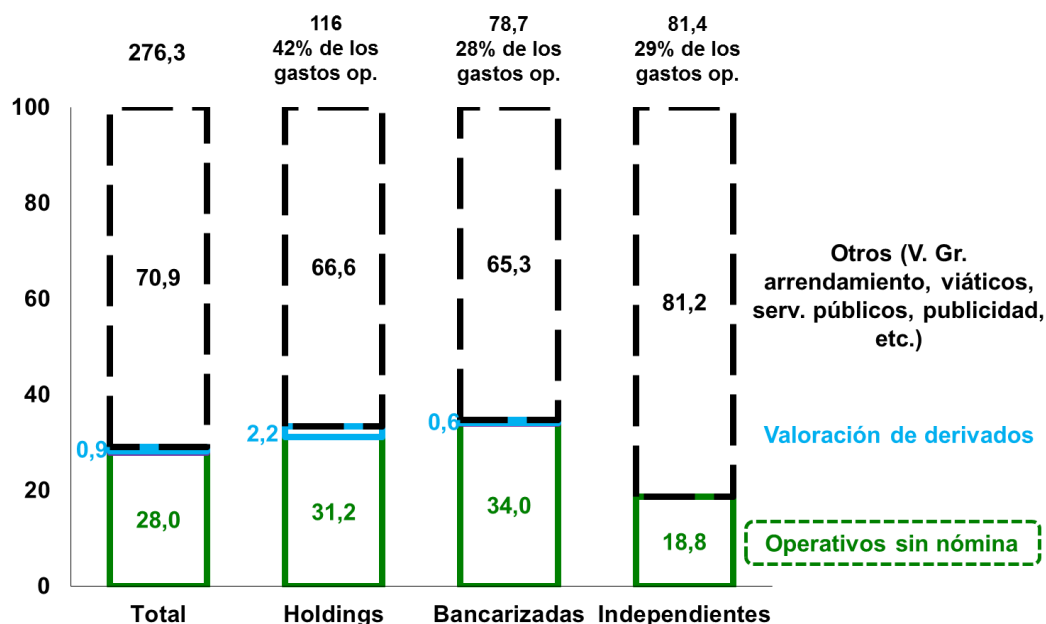
En la próxima sección entraremos en el detalle de dichos costos “operativos sin nómina”, mediante: i) neteos adicionales en los gastos netos en lo referente a la nómina y a los impuestos, bajo el entendido de focalizarse en los costos atados a la operación en el mercado de capitales (aunque económicamente dichos descuentos podrían no tener mucho sustento técnico); y ii) el desglose de dichos gastos en infraestructura, tecnología, afiliaciones, etc.

Gastos netos – sin nómina y sin impuestos

El gráfico 44 muestra los gastos netos descontando además los pagos de nómina (alrededor del 54.9% de los gastos netos) e impuestos (8%). Al retirar dichos rubros, la ponderación de los gastos “operativos sin nómina” aumenta hacia el 28% (vs. el 13.3% observado en los gastos netos) mientras que el rubro de “otros” hace lo propio hacia el 70.9% (vs. el 23.5% en los gastos netos). Nótese cómo allí quedan rubros marginales del 0.9% en valoración de derivados, aún después de los neteos financieros explicados en secciones anteriores.

Por estructura, todos los rubros aumentan sus participaciones (por construcción, sin alterar la ordinalidad en los resultados ya discutidos): i) en las *Holdings*, los “operativos sin nómina” pasan a explicar el 31.2% (vs. el 11.6% en el caso anterior de la totalidad de los ingresos netos) y los “otros gastos” aumentan hasta el 66.6% (vs. el 24.7% en la totalidad de los gastos netos); ii) en las Bancarizadas, los “operativos sin nómina” aumentan hacia el 34% (vs. 14% de los gastos netos) y los “otros gastos” hasta el 65.3% (vs. 17.8%); y iii) en las Independientes los “operativos sin nómina” incrementan su participación hasta el 18.8% (vs. 8%) y los “otros gastos” hasta el 81.2% (vs. 34.8%).

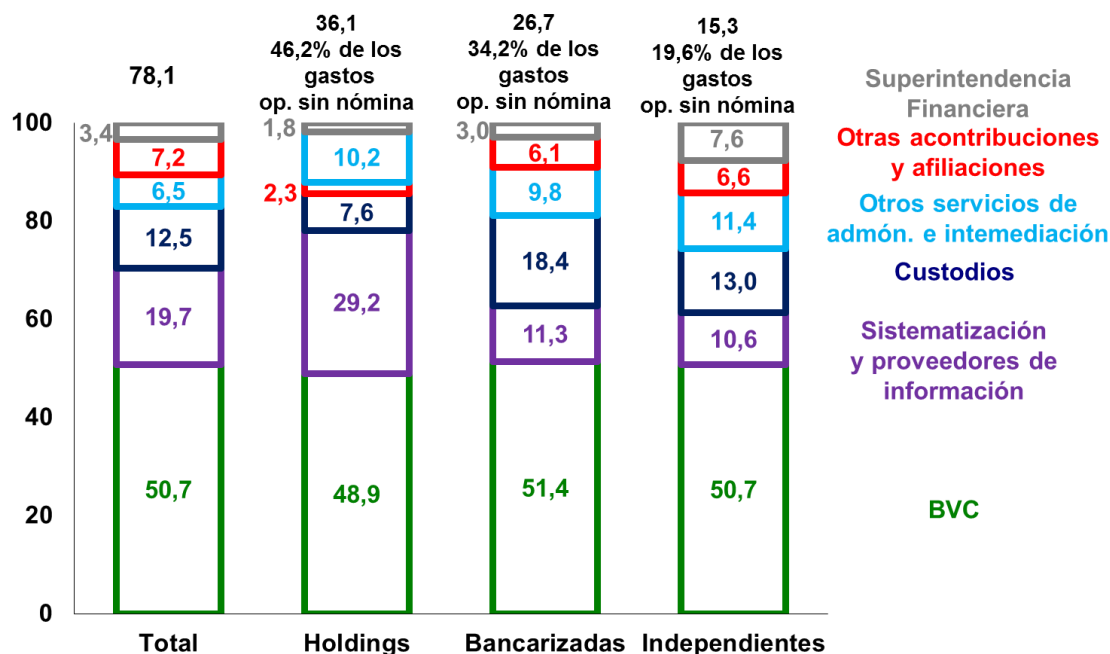
Gráfico 44. Gastos netos de las SCB – Sin nómina e impuestos
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Ahora bien, al entrar en el detalle de los gastos “operativos sin nómina” aparecen los pagos a la BVC (50.7% de dichos gastos), sistematización-proveedores de información (19.7%) y custodios (12.5%), ocupando los primeros lugares. Con ponderaciones menores están los otros servicios de administración (revisorías-consultorías; 6.5%), contribuciones-afiliaciones (tipo AMV-Asobolsa; 7.2%) y la contribución a las SF (3.4%), ver gráfico 45.

Gráfico 45. Gastos “operativos sin nómina”
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



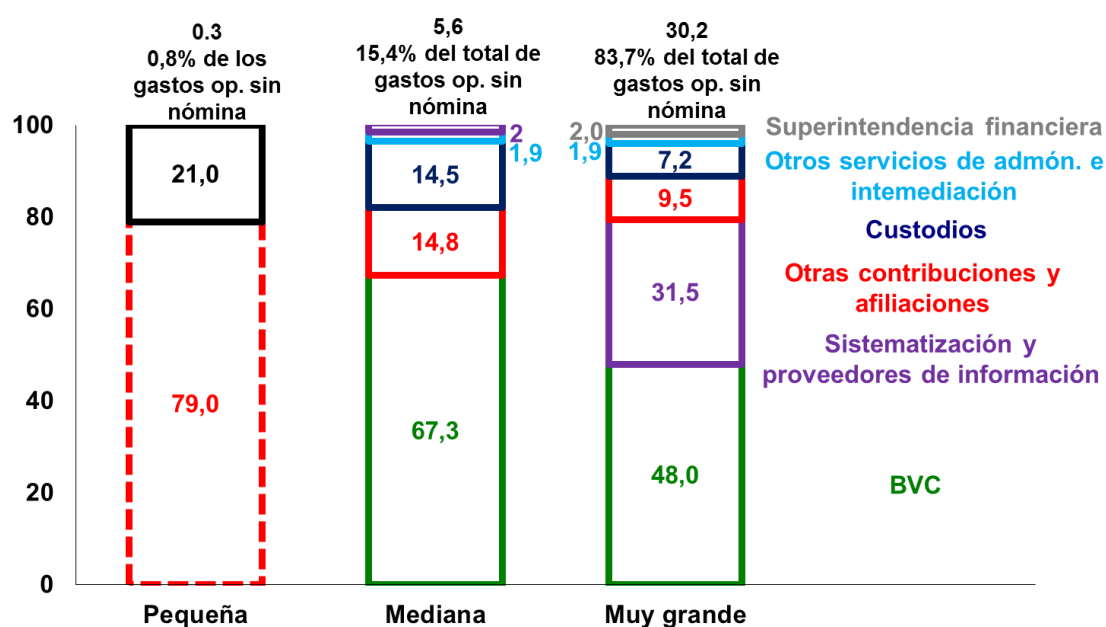
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Por estructura, se destacan las mayores ponderaciones de las *Holdings* (46.2% de los gastos “operativos sin nómina”) en los rubros de sistematización-proveedores de información (29.2% vs. 11.3% en las Bancarizadas y 10.6% en las Independientes). Además, se destacan las mayores proporciones de las Bancarizadas en los pagos a custodios (18.4% vs. 7.6% en las *Holdings* y 13% en las Independientes), lo cual puede obedecer a mayor presencia en FICs (y los custodios requeridos por la clarificación de roles mencionada en la el Decreto 1243 de 2013).

Al interior de las *Holdings*, los gastos “operativos sin nómina” de las SCB “muy grandes” (83.7% de los gastos “operativos sin nómina”) no se alejan mucho del promedio del sistema en los pagos a la BVC (48% vs. 50.7% del promedio del sistema), pero resulta superior en lo referente a sistematización (31.5% vs. 19.7% del promedio del sistema), ver gráfico 46. En las *Holdings* “medianas” (15.4% del total de gastos “operativos sin nómina”) se observan elevadas participaciones en casi todos los rubros principales referentes a pagos a la BVC (67.3% vs. 50.7% del

promedio del sistema), contribuciones-afiliaciones (14.8% vs. 7.2% del promedio del sistema) y custodios (14.5% vs. 12.5%). Si bien no se cuenta con las cifras desagregadas en las *Holdings* “pequeñas” (0.8% de los gastos operativos sin nómina de las *Holdings*), podrían intuirse también elevadas ponderaciones en los pagos a la BVC-custodios, dada la concentración de dichas SCB en las operaciones de renta variable “*plain vanilla*”.

Gráfico 46. Gastos “operativos sin nómina” de las SCB *Holdings*
(\$ miles de millones, % del total, 2016)

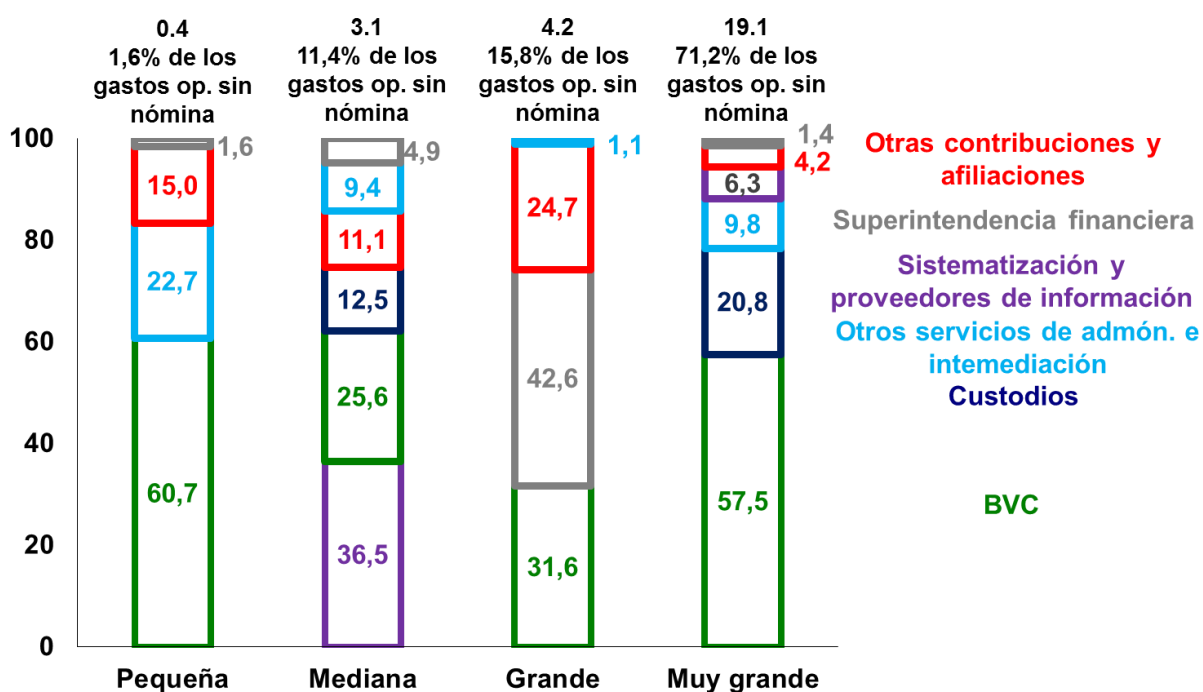


Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En lo concerniente a las SCB Bancarizadas, los gastos “operativos sin nómina” de las SCB “muy grandes” (71% de los gastos “operativos sin nómina” de las Bancarizadas) se observan elevadas concentraciones en los pagos a la BVC (57.5% vs. 50.7% del promedio del sistema) y custodios (20.8% vs. 12.5%), pero inferiores pesos en la sistematización (6.3% vs. 19.7%), ver gráfico 47. En las Bancarizadas “grandes” (16% del total de gastos “operativos sin nómina” de las Bancarizadas), se observan relativamente bajos niveles en los pagos a la BVC (31.6% vs. 50.7% del promedio del sistema), pero elevados pagos por concepto de contribuciones a la SF (42.6% vs. 3.4%) y “otras contribuciones” (24.7% vs. 7.2%).

En las Bancarizadas “medianas” (11% del total de gastos “operativos sin nómina” de las Bancarizadas) también se observan pagos relativamente bajos a la BVC (25.6% vs. 50.7% del promedio del sistema), pero elevados niveles en lo referente a sistematización-proveedores de información (36.5% vs. 19.7% del promedio del sistema). Finalmente, los gastos “operativos sin nómina” de las Bancarizadas “pequeñas” (2% del total de dichos gastos) presentan elevados pagos a la BVC (60.7% vs. 50.7% del promedio del sistema), otros servicios de administración (22.7% vs. 6.5%) y otras contribuciones (15% vs. 7.2%).

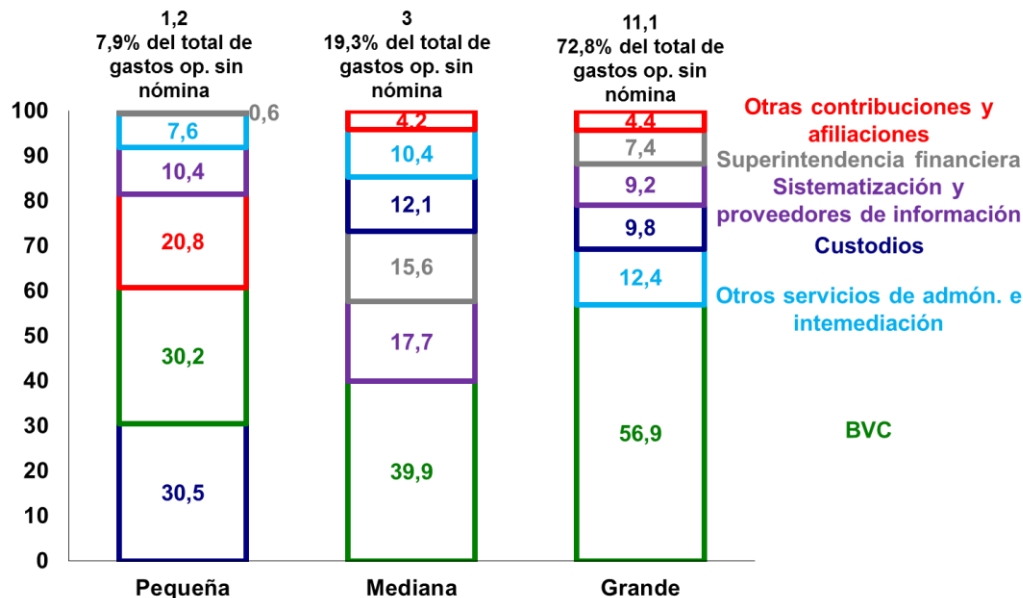
Gráfico 47. Gastos “operativos sin nómina” de las SCB Bancarizadas (\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Por último, en las SCB Independientes, las “grandes” (73% del total de gastos “operativos sin nómina” de las Independientes) tienen elevadas ponderaciones en los gastos por concepto de BVC (56.9% vs. 50.7% de promedio del sistema) pero relativamente bajos gastos en custodios (9.8% vs 12.5% del promedio del sistema) y sistematización-proveedores de información (9.2% vs. 19.7%), ver gráfico 48. Por el contrario, en las Independientes “medianas” (19% del total de gastos “operativos sin nómina” de las Independientes) se observan menores ponderaciones en los pagos a la BVC (39.9% vs. 50.7% del promedio del sistema) y sistematización-proveedores de información (17.7% vs. 19.7%). Finalmente, los gastos “operativos sin nómina” de las Independientes “pequeñas” (8% del total de dichos gastos) presentan bajos pagos la BVC (30.2% vs. 50.7% del promedio del sistema), pero elevados gastos por concepto de custodios (30.5% vs. 12.5%) y otras contribuciones (20.8% vs. 7.2%).

Gráfico 48. Gastos “operativos sin nómina” de las SCB Independientes
(\$ miles de millones, % del total, 2016)



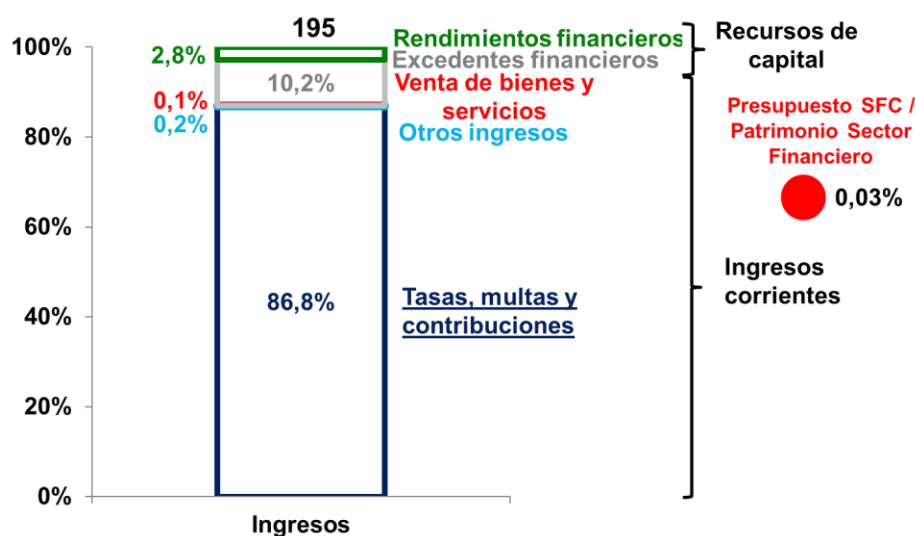
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

En síntesis, nuestros resultados sugieren que la mayor parte de los gastos “operativos sin nómina” provienen de: i) los pagos a la BVC (50.7% del total de dichos gastos), provenientes de los pagos de las llamadas “papeletas” de los costos transaccionales y los sistemas de negociación tipo Inet y eventualmente por el sistema unificado “Master Trader” (a entrar en operación a finales de 2017); ii) los gastos por sistematización y proveedores de información (19.7%), particularmente relevantes en el actual contexto de requerimientos por inversiones en FINTECH – trading algorítmico, pero también incluyendo pantallas de Bloomberg, Reuters, etc.; y iii) los pagos a custodios (12.5%) tipo DCV-Deceval y los referentes a los FICs, según lo mandado en el Decreto 1243 de 2013. En estos frentes de pagos a la BVC y custodios, será crucial completar un eficiente proceso de fusión de la BVC con Deceval, con miras a reducir dichos costos al mercado vía economías de alcance-escala.

Si bien algunas SCB hicieron mención a excesivos gastos en las contribuciones, ello no se corrobora en las cifras del promedio del sistema, explicando un 7.2% las “otras contribuciones” (Asobolsa-AMV) y SF (3.4%), aunque las SCB argumentarían que ello ya es elevado. A pesar de lo anterior, parece haber relativo consenso en el mercado sobre el valor agregado que presta Asobolsa (vía estudios, vocería y asesoría) y el mismo papel supervisor de la SF (viendo adecuado el 90% de contribuciones que realiza el sistema financiero al presupuesto de \$195.000 millones de dicha SF, ver gráfico 49). Por el contrario, no se ve mucho valor agregado en el frente de la AMV tanto en su componente de auto-regulador como de generador de conocimiento-certificación (cuestionando las contribuciones del 80% del mercado al presupuesto de \$16.000 millones al autorregulador), ver gráfico 50.

Gráfico 49. Superintendencia Financiera: Financiamiento Presupuesto en 2016

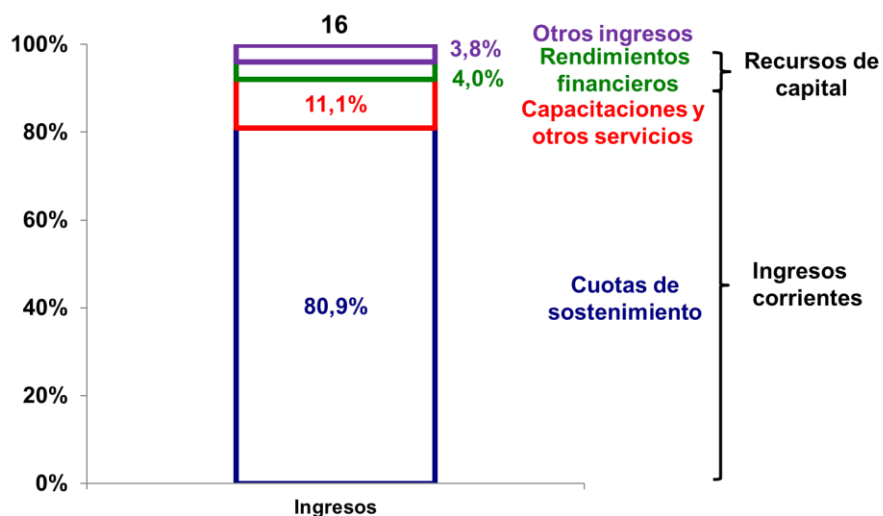
(\$ miles de millones, % del total)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

Gráfico 50. Autorregulador Mercado de Valores (AMV): Financiamiento Presupuesto en 2016

(\$ miles de millones, % del total)



Fuente: cálculos Anif con base en AMV.

Ahora bien, a futuro será crucial avanzar en dilucidar los gastos análogos a los “operativos sin nómina” en nuestros pares de la AP, lo cual permitiría dimensionar los potenciales excesos en dichos gastos y, en últimas, responder si en verdad hay un elemento de “Costo Colombia” en el mercado de capitales colombiano.

Un análisis preliminar de comparación con Chile (aunque solo proviene de una observación de una SCB) sugeriría que puede haber algún exceso en dichos gastos “operativos sin nómina” en Colombia en lo referente a los pagos a la BVC (50.7% del total de gastos “operativos sin nómina” vs. 20% en Chile), custodios (12.5% Colombia vs. 9.2% en Chile) y, en menor medida, en las “otras afiliaciones” (7.2% vs. 5%). En este frente comparativo será crucial lograr mayor representatividad-comparabilidad en los datos externos, con miras a extraer conclusiones más fuertes.

Por estructura, se destacan las mayores ponderaciones de las *Holdings* (46.2% de los gastos “operativos sin nómina”) en los rubros de sistematización-proveedores de información (29.2% vs. 11.3% en las Bancarizadas y 10.6% en Independientes). Además, sobresalen las mayores proporciones de las Bancarizadas en los pagos a custodios (18.4% vs. 7.6% en las *Holdings* y 13% en las Independientes), lo cual puede obedecer a mayor presencia en FICs.

Por tamaño de comisionista, se observa gran varianza en dichas composiciones de gasto “operativo sin nómina”, sin observarse una tendencia definida. Allí se destacan casos puntuales de elevados pagos a la BVC en las *Holdings* “medianas” (67.3% vs. 50.7% del promedio del sistema), en las Bancarizadas “pequeñas” (60.7% vs. 50.7%) y “muy grandes (57.5%) y en las Independientes “grandes” (56.9%).

Costos de las SCB según encuesta Anif-Asobolsa

Con el fin de ahondar sobre la estructura de costos de las SCB, Anif, en asocio con Asobolsa diseñó una encuesta que permitiera dar luces adicionales sobre la magnitud de los costos de infraestructura-tecnología y asociaciones (lo que denominamos “costos operativos sin nómina” en secciones anteriores). Dicha

encuesta fue diligenciada por una muestra de 8 SCB (40% del universo de 21 SCB que operan en el mercado) y trató principalmente con dos temas: i) la estructura de costos de las firmas (una vez descontados los impuestos y la nómina); y ii) la carga regulatoria normativa evidenciada en la relación de la fuerza laboral *Front Office* vs. *Back Office*. El diligenciamiento de dicha encuesta estuvo acompañado por reuniones con dichas SCB, donde nos comunicaron elementos cualitativos de su visión de mercado, los cuales fueron muy importantes en el enriquecimiento técnico del documento y sus conclusiones. Finalmente, cabe mencionar que dicha encuesta tuvo una etapa preliminar, la cual hemos relegado al anexo 2 (dadas algunas inconsistencias en sus respuestas).

a) Cuestionario

Los cuadros 3-4 muestran la distribución de gastos requerida en la encuesta Anif Asobolsa. Un primer módulo preguntó sobre los grandes rubros de gastos referentes a gastos operacionales, remuneraciones (nómina fija, bonos e indemnizaciones), gastos no operacionales (contribuciones SF, cambios) e impuestos.

Cuadro 3. Encuesta Anif-Asobolsa Módulo 1 – composición general de gastos

1. Complete, de manera aproximada, el siguiente cuadro de gastos (como % de los gastos totales):

		Colombia
Categoría de gasto	Descripción	%
Gastos operacionales	Ver descripción inciso 2.	
Remuneraciones	Fijas (nómina), bonos e indemnizaciones.	
No operacionales (Después de EBITDA)	Contribuciones SFC, patentes, depreciaciones, amortizaciones, diferencia de tipo de cambio, etc.	
Impuestos	Renta, IVA y demás.	
Gastos totales		0%

Fuente: elaboración Asobolsa-Anif.

El segundo módulo contiene el detalle de lo que Asobolsa llamó los “gastos operacionales”. Allí se incluyeron los gastos referentes a: i) gastos transaccionales directos de operación, incluyendo allí los pagos a la BVC, los gastos de financiamiento bancario y los pagos a custodios-cámaras; ii) Infraestructura

tecnológica, incluyendo allí las comunicaciones, la computación (proveedores de infraestructura y *leasing* de equipos) y sistemas de información (proveedores de precios, *softwares* de algoritmos y Bloomberg-similares); iii) asesorías contables, legales y financieras; iv) infraestructura-edificios; iv) *marketing*; v) suscripciones (Asobolsa, AMV y similares); y vi) otros.

Cuadro 4. Encuesta Anif-Asobolsa Módulo 2

Detalle de gastos operacionales - denominación Asobolsa

GASTOS OPERACIONALES	Descripción	%
Transaccionales Directos de Operación		
Bolsa de Valores	Ingresos fijos+ variables transaccionales por operación de todo el mercado.	
Gastos Bancarios	Todos los gastos por comisiones bancarias: intraday, overnight, créditos, costos transaccionales, líneas flat, etc. Incluidos Gastos BanRep.	
Custodia y Cámaras	Custodios: Deceval, Citi, Corpbanca, Bnp, etc. Cámaras: Cámara de Riesgo, Cámara de Compensación de Divisas, etc.	
Infraestructura - Tecnológica		
Comunicaciones	Enlaces pagados y datacenters, UT, dedicados, fibra óptica, etc. Incluidos telefonía fija, larga distancia, pago de celulares.	
Computación	Proveedores de infraestructura (AI2, Safyr, etc.), outsourcing de equipos TI y leasing de equipos. Incluidas todas las licencias de software pagadas.	
Sistemas de Información	Bloomberg + Proveedores de precios: Morningstar, Thomson Reuters, PIP, infovalmer, etc. Incluidos softwares de algoritmos.	
Asesorías		
Asesoría / Honorarios	Asesorías financieras, contables, tributarias, headhunting, etc. (Ej. Kpmg, E&Y, Deloitte, Michel Page). Incluidos revisor fiscal y defensor del consumidor.	
Legales	Asesoría legal externa, equipos de abogados.	
Infraestructura - Edificio y generales		
Edificio	Gastos de arriendo, gastos comunes, servicios de oficina (ej. limpieza), pago de servicios básicos.	
Gastos Generales	Compra de insumos: Oficina, baños, cocina, etc.	
Marketing		
Tarjetas Corporativas y Viajes	Almuerzos, viajes, hoteles, taxis, etc.	
Promoción de Negocios	Gasto en publicidad, seminarios, auspicios, etc.	
Suscripciones		
	Asobolsa, AMV, Cámara de Comercio Bogotá, Colcápital, Asofondos, etc.	
Otros	Seguros obligatorios (directivos, empleados, directorio, etc.)+ gastos personal (capacitaciones, beneficios) + provisión incobrables, multas, donaciones, etc.	
Total GASTOS OPERACIONALES		0%
GASTOS OPERACIONALES (como % del total de gastos)		0%

Fuente: elaboración Asobolsa-Anif.

Al romper, dicha clasificación no concuerda con los llamados “costos operativos sin nómina” que derivamos de la metodología de cuentas PUC de la SF, la cual

pensamos podría ser un buen *proxy* de los llamados costos de operar en el mercado de las SCB. Por ello, hemos debido realizar neteos adicionales a la denominación de la encuesta Anif-Asobolsa, con miras a hacer los datos comparables. En particular, hemos restado de dichos datos Asobolsa aquellos que no consideramos costos propios de operar en el mercado (resaltados en rojo en el cuadro 4): i) gastos bancarios, los cuales aparecen en “otros gastos” en nuestra denominación cuentas PUC-SF; ii) comunicaciones, donde no consideramos adecuado incluir gastos como celulares, telefonía fija, entre otros; y iii) asesorías (legales-tributarias), edificaciones, *marketing* y los “otros gastos” (seguros, multas, donaciones, entre otros).

Finalmente, el tercer módulo tiene que ver con el reporte de la relación *Front Office* / *Back Office*, donde se incluyó el detalle de los rubros-áreas que debía incluir dicho *Back Office* (después de algunas inconsistencias evidenciadas en la encuesta preliminar), ver cuadro 5.

Cuadro 5. Encuesta Anif-Asobolsa Módulo 3 – Relación *Front-Back Office*

3. Complete, de manera aproximada, la siguiente tabla de relación de empleados. Para ello, tenga en cuenta que las siguientes áreas pertenecen al *back office* :

Área	Sub-áreas
Operaciones y Administración	Operaciones, Tesorería, Adquisiciones, Contabilidad de Fondos, Op. Mesas Institucionales
TI (Informática)	Proyectos, Tecnología, Soporte, Fintech
RRHH	Remuneraciones, Beneficios, Capacitación y DO, Reclutamiento y Selección, Gestión Recursos Humanos
Riesgo Corporativo	Compliance, Riesgo Operacional, Riesgo Crédito, Seguridad de la Información
Innovación Comercial y Marketing	SAC, Fundación, Comunicaciones, Internet, Medios (Marketing)
Gestión y Planificación	Contabilidad Financiera, Contabilidad Tributaria, Control de Gestión
Contraloría	Sin sub-área
Riesgo Financiero	Sin sub-área
Contraloría	Sin sub-área

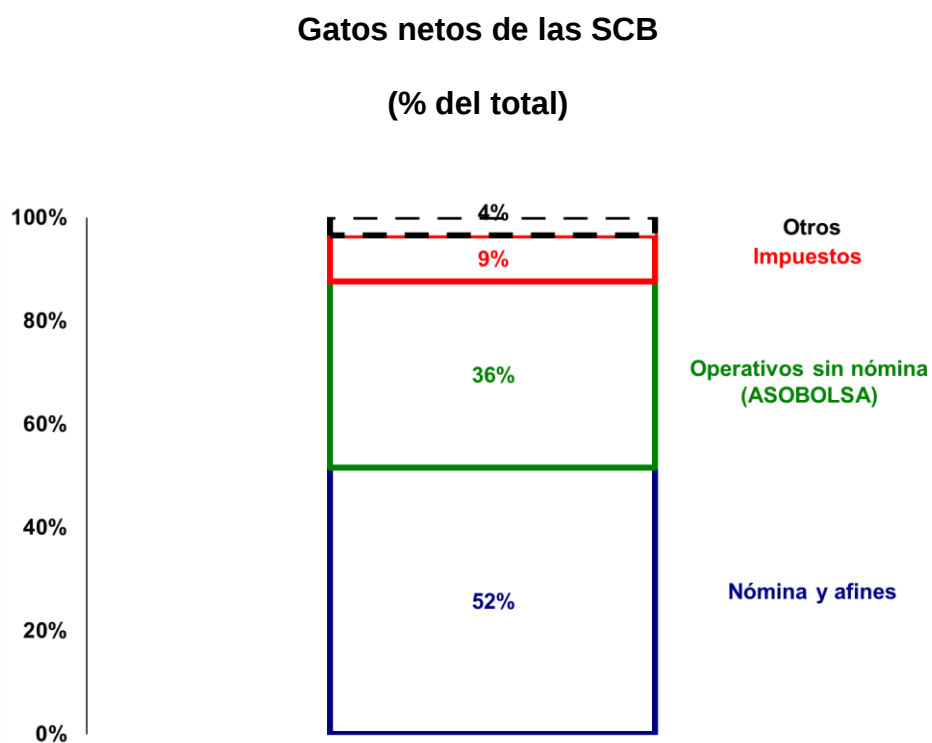
Número de empleados (aproximado)	
En el <i>front office</i>	
En el <i>back office</i>	
Relación <i>front/back office</i>	#DIV/0!

Fuente: elaboración Asobolsa-Anif.

b) Resultados

El gráfico 51 resume los resultados de la encuesta Anif-Asobolsa en sus denominaciones originales. Allí se observa cómo los gastos de nómina y afines (52% vs. 54.9% en los datos “duros” de la SF) e impuestos (9% vs. 8%) no tienen pesos muy diferentes a lo encontrado en las cifras Simev-SF. En cambio, los gastos “operativos sin nómina”, rondando valores elevados del 36% (denominación Asobolsa), sí son sustancialmente superiores al 13.3% encontrado con las cifras “duras” de la SF. Esto último obedece a los rubros adicionales que incluye los “operativos sin nómina (denominación Asobolsa) referentes a comunicaciones, *marketing*, gastos bancarios (según lo comentado).

Gráfico 51. Encuesta Anif-Asobolsa (8/21 SCBs)



Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa y Superintendencia Financiera.

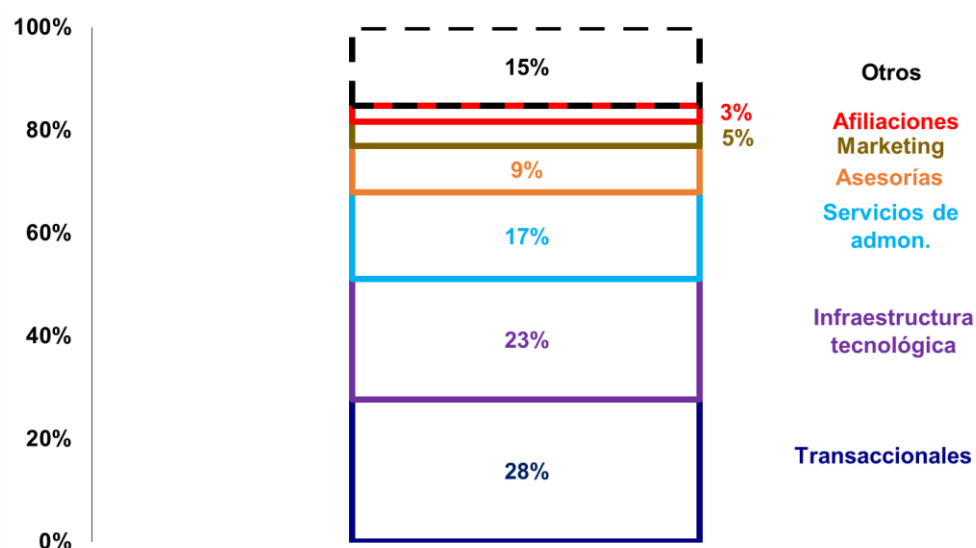
En lo referente al detalle de dichos gastos operativos (denominación Asobolsa), las mayores participaciones provinieron de los transaccionales (28%), los de infraestructura tecnológica (23%) y servicios de administración (17%), ver gráfico

52. Con rubros menores aparecen las asesorías (9%), *Marketing* (5%) y afiliaciones (3%).

Gráfico 52. Encuesta Anif-Asobolsa (8/21 SCBs)

Gatos “operativos sin nómina” - Asobolsa

(% del total)



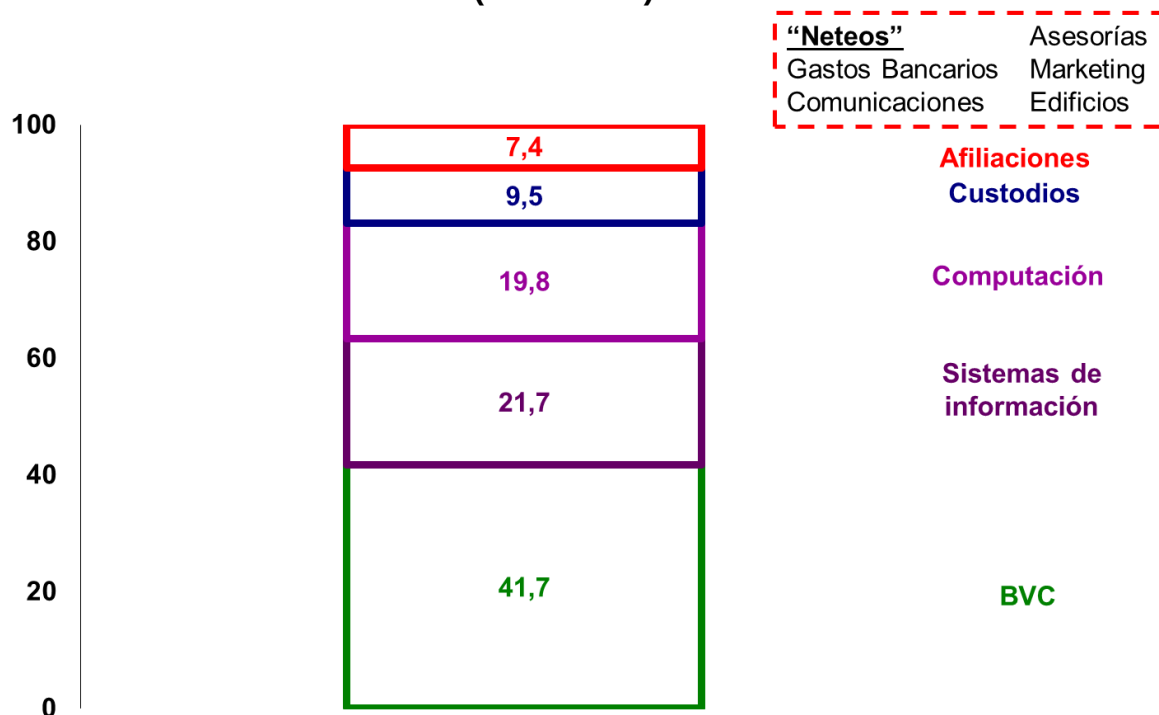
Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa y Superintendencia Financiera.

Ahora bien, ya mencionamos cómo dicha denominación Asobolsa de los gastos “operativos sin nómina” requiere neteos adicionales con el fin de hacerlos comparables con las cifras SF (y para descontar rubros que en verdad no tienen que ver con la actividad de operar en el mercado, propiamente dicha). Al hacer dichos neteos, se observa el detalle expresado en el gráfico 53. Allí aparecen los gastos a la BVC (41.7%), los sistemas de información (21.7%), computación (19.8%), custodios (9.5%) y afiliaciones (7.4%).

Gráfico 53. Encuesta Anif-Asobolsa (8/21 SCBs)

Gatos “operativos sin nómina” - Anif

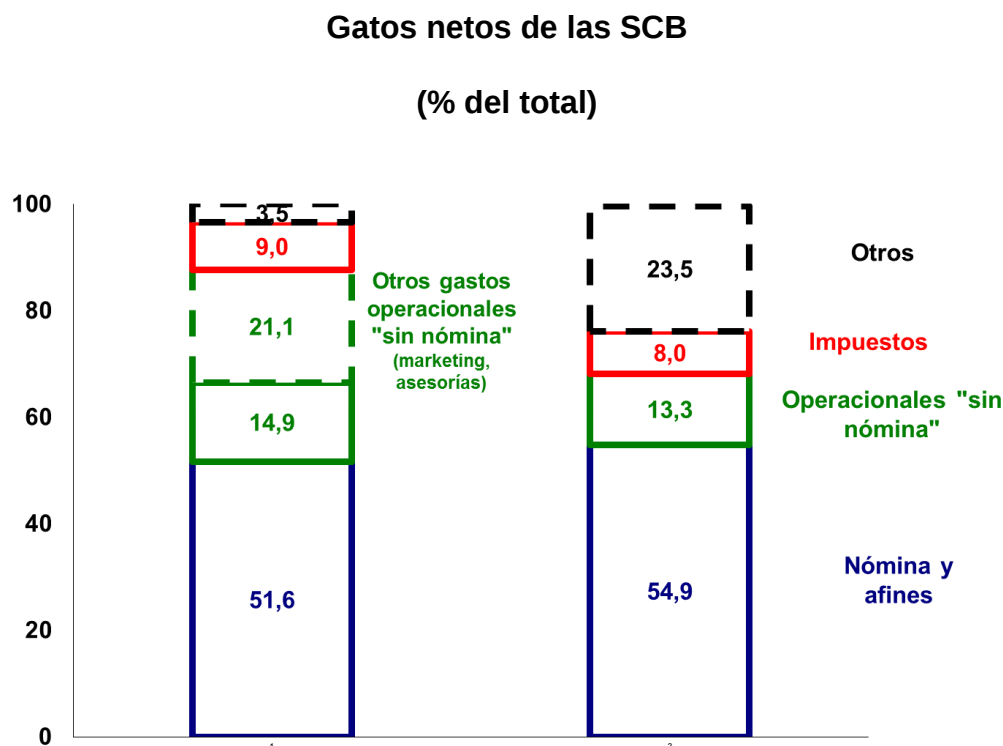
(% del total)



Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa y Superintendencia Financiera.

¿Cómo se comparan estos datos de la encuesta Anif-Asobolsa (con los neteos del caso) con los datos “duros” de la SF? El gráfico 54 evidencia favorables coincidencias en los gastos netos de las SCB en lo referente a los rubros de nómina (51.6% en encuesta Anif-Asobolsa vs. 54.9% datos SF), impuestos (9% encuesta Anif-Asobolsa vs. 8% datos SF) e incluso en el rubro clave de “operativos sin nómina” (14.9%% vs. 13.3%). Nótese cómo en este último rubro los neteos de dichos “operativos sin nómina” (de datos encuesta Anif-Asobolsa) rondan 21.1%, los cuales estarían en el rubro de “otros” en la denominación datos-SF.

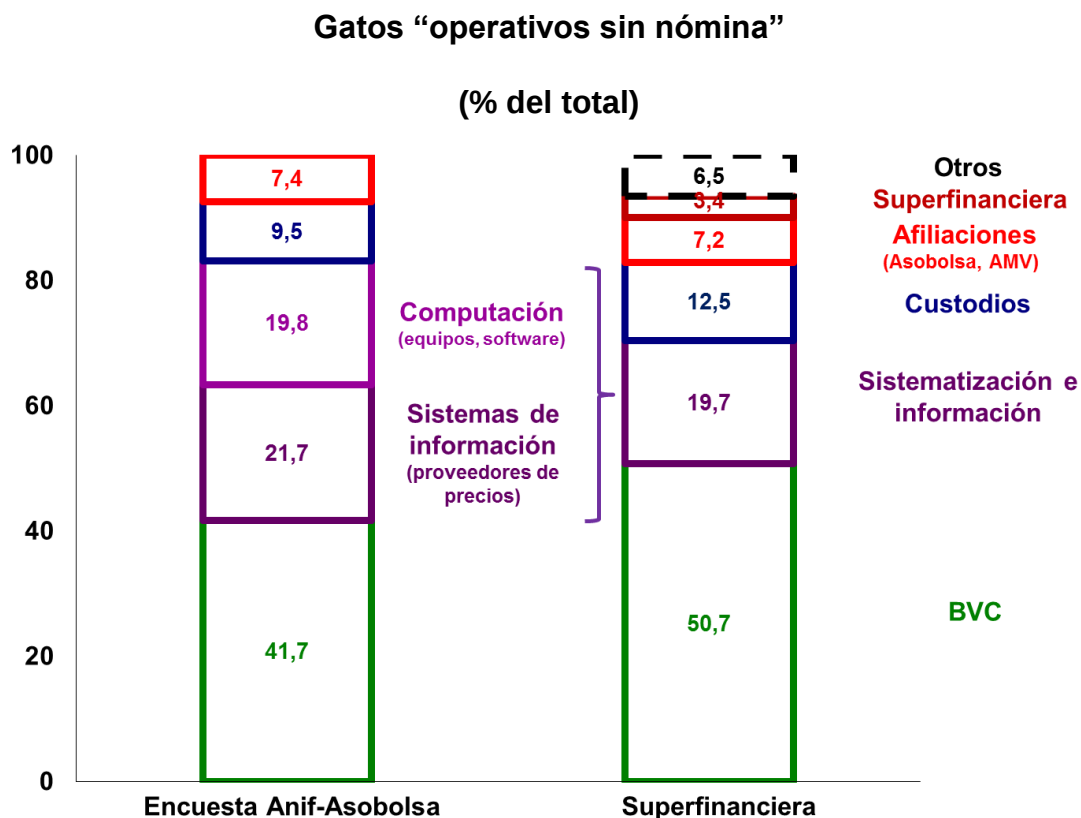
Gráfico 54. Superfinanciera vs. Encuesta Anif - Asobolsa (8/21 SCBs)



Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa y Superintendencia Financiera.

También se observan coincidencias en el detalle de la composición de dichos gastos operativos en lo referente a los pagos a la BVC (41.7% en encuesta Anif-Asobolsa vs. 50.7% de datos SF), custodios (9.5% vs. 12.5%) y afiliaciones (7.4% vs. 7.2%). En el único rubro que se observan discrepancias de consideración tiene que ver con las denominaciones de la encuesta referentes a computación (19.8%, equipos-software) y sistemas de información (21.7%), los cuales no pudimos vertir en la denominación de la SF referente a sistematización de información (19.7%). Es por ello que no son comparables dichos rubros tecnológicos, al mezclar diferentes partidas en la encuesta Anif-Asobolsa vs. datos SF, ver gráfico 55.

Gráfico 55. Superfinanciera vs. Encuesta Anif - Asobolsa (8/21 SCBs)



Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa y Superintendencia Financiera.

Relación Fuerza Laboral *Front Office* / *Back Office*

En nuestras reuniones con los agentes del mercado, varias SCB nos mencionaron cómo los requerimientos regulatorios, referentes a oficiales de riesgo, revisores y fuerza laboral destinada al cumplimiento, estaba haciendo demasiado oneroso el llamado *Back Office* (entendido como todo lo diferente a la fuerza comercial – *traders*). En conversaciones informales, nos mencionaban cómo ello se traducía en razones fuerza laboral *Front* / *Back Office* inferiores a la unidad, cuando lo deseable-eficiente era tener un mayor número de empleados en el *Front Office*, buscando oportunidades de ganancias en el mercado.

Dado lo anterior, nuestra encuesta trató de indagar acerca de dicha relación empleados *Front Office* / *Back Office*, con miras a evaluar la carga regulatoria de cumplimiento. El cuadro 6 muestra cómo, al menos en el promedio de las cifras

evaluadas, dicha relación ronda valores cercanos a la unidad (1.3) a contrapelo de las preocupaciones de algunas SCB. Sin embargo, dicho promedio agregado esconde una elevada varianza. Al romper, dicho cuadro 6 sugiere que no se observa una relación definida entre tamaño de la SCB y carga del *Back Office*, pues tanto firmas relativamente grandes (BTG Pactual o Larraín Vial) como pequeñas (Valoralta y Adcap) arrojan valores inferiores a la unidad, evidenciando elevadas cargas operativas. Parecería que dicha eficiencia es lograda, en mayor medida, por las “muy grandes” como Valores Bancolombia (2.3, Bancarizada) y Credicorp (1.2, Holding).

Cuadro 6. Relación de empleados *Front-Back Office*

Comisionista	Front office	Back office	Relación Front-Back office	
			Antes	Ahora
Valores Bancolombia	360	155	4.1	2.3
Credicorp Capital	279	214	1.3	1.3
Ultraserfinco	173	148	0.7	1.2
Corredores Davivienda	183	170	1.2	1.1
Adcap	46	61	1.5	0.8
BTG Pactual	97	134	0.7	0.7
Valoralta	26	36	0.5	0.7
Larrain Vial	10	16	0.6	0.6
Total	1,174	934	1.2	1.3

Nota: “Antes” se refiere al piloto preliminar de la encuesta Anif-Asobolsa.

Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa.

Nótese cómo dicha relación promedio empleados *Front Office* / *Back Office* del 1.3 de Colombia no es muy diferente del 1.3 observado en Chile (reportado por Larraín Vial), aunque si es muy inferior al 3.8 de Perú (reportado por Credicorp), ver cuadro 7. Sin embargo, cabe aclarar que la poca profundidad del mercado de Perú no hace las cifras estrictamente comparables, al tener muchos menores requerimientos de cumplimiento-sofisticación en su *Back Office*.

**Cuadro 7. Relación de empleados *Front-Back Office*
(Colombia 8/21 SCB; Chile 1; Perú 1)**

Número de empleados	Perú	Chile	Colombia	
			Antes	Ahora
<i>Front office</i>	49	450	1,099	1,174
<i>Back office</i>	13	400	887	934
Relación <i>Front-Back office</i>	3.8	1.1	1.2	1.3

Fuente: cálculos Anif con base en encuesta Anif – Asobolsa.

En conclusión, una vez realizados los neteos pertinentes, la encuesta Anif-Asobolsa corrobora el análisis obtenido de las cifras duras de la SF, encontrándose que los llamados “gastos operativos sin nómina” pesan un 14.9% de los gastos netos de las SCB (no muy diferente del 13.3% derivado de los datos SF).

En lo referente al detalle de la composición de dichos gastos “operativos sin nómina”, también se encontraron coincidencias en los pagos referentes a: i) la BVC (41.7% en la encuesta Anif-Asobolsa vs. 50.7% en cifras SF); ii) custodios (9.5% en la encuesta Anif-Asobolsa vs. 12.5% de cifras SF); y iii) afiliaciones (7.4% vs. 7.2%). En lo concerniente a los gastos tecnológicos, no se logró una homologación satisfactoria entre la encuesta y los datos SF, dadas las discrepancias entre preguntas y cuentas PUC.

Ya mencionamos cómo el paso siguiente para averiguar si todas estas cifras nos hablan de un elemento de “Costo Colombia” en el mercado de capitales (análogo a lo ocurrido en el sector real) requerirá ahondar en la consecución de cifras comparables de nuestros pares regionales, señalando posibles vías de trabajo futuro.

Un análisis preliminar de comparación con Chile (aunque solo proviene de una observación de una SCB) sugeriría que puede haber algún exceso en dichos gastos “operativos sin nómina” en Colombia en lo referente a los pagos a la BVC (50.7% del total de gastos “operativos sin nómina” vs. 20% en Chile), custodios (12.5% Colombia vs. 9.2% en Chile) y, en menor medida, en las “otras afiliaciones” (7.2% vs. 5%).

V. Conclusiones

Las principales conclusiones de este documento pueden resumirse así

Estructura del mercado local de las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB)

Indicadores gerenciales de las SCB

- La evolución de las cifras del mercado y el desempeño de las SCB nos hablan de un quinquenio desafiante, donde el sector ha tenido serias dificultades para recuperarse del colapso de Interbolsa, entre otras razones, por la debilidad de la economía dados los menores precios del petróleo. Allí también han jugado: i) los mayores requerimientos regulatorios de la aplicación de Basilea III en capital-liquidez, aunque ellos son claramente ineludibles para lograr mayor resiliencia en los mercados en el período pos-Lehman e Interbolsa; y ii) compresión en los márgenes dado el colapso en los niveles de liquidez, agravado por elementos puntuales de costos de infraestructura-operación ante la multiplicidad de agentes del mercado (BVC, custodios, formadores de precios, reguladores, cámara de divisas, contraparte, entre otros). Todo ello ha derivado en una serie de consolidación de dicho mercado de las SCB (vía fusiones-adquisiciones), con miras a lograr defender sus rentabilidades mediante la materialización de las llamadas economías de escala-alcance.
- Los activos (del balance) de dichas SCB pasaron de \$5.6 billones (1% del PIB) en 2010 hacia valores mínimos de \$2.4 billones en 2013 (0.3% del PIB) después del *impasse* de Interbolsa. Posteriormente, se observaron repuntes hacia \$3.6 billones en 2013, aunque la debilidad en los precios del petróleo redujo dichos activos hacia niveles de \$3 billones nuevamente durante 2014-2015 (0.2%-0.3% del PIB). Se ha debido esperar hasta inicios de 2017 para materializar lentas recuperaciones en dichos activos hacia niveles de \$4 billones (0.5% del PIB). Al margen de dichos ciclos, cabe recalcar que algunos movimientos en los activos pueden obedecer a políticas de

estrategia internacionales de algunos *Holdings* (retirando capital poco rentable del mercado doméstico para usarlo en otros mercados externos).

- El capital con el que operan dichas SCB ha venido aumentando durante el último quinquenio, principalmente por los requerimientos regulatorios de la circular 10 de 2014, expedido para lograr mayor resiliencia en el sistema pos-Interbolsa. En efecto, dicho capital rondaba niveles de \$930.000 millones en 2010-2011 (17% de los activos), llegando a niveles mínimos de \$830.000 millones en 2012. Las cifras más recientes muestran repuntes hacia niveles de patrimonio superiores a \$1 billón (logrando menores apalancamientos del 26% de los activos).
- Los ingresos y gastos (brutos) de las SCB evidenciaron comportamientos similares a los activos. En el primer caso, se observaron descensos desde \$1.5 billones en 2010 (27% de los activos) hacia mínimos de \$1 billón durante 2012-2013 (29% de los activos), observándose lentas recuperaciones hacia niveles de \$1.6-\$1.7 billones (39% de los activos) en 2016-2017. En el segundo caso, dichos niveles de actividad llevaron a los gastos desde \$1.4 billones (24% de los activos) en 2010 hacia \$1 billón en 2012-2013 (27% de los activos), repuntando hacia \$1.5-\$1.6 billones (37% de los activos) en 2016-2017.
- Todo lo anterior implica que la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) de dichas SCB ha promediado valores cercanos al 9% durante el último quinquenio, aunque con elevada volatilidad. En efecto, dicho ROE llegaba a niveles favorables de 13.5% en 2010, descendiendo hacia el 6% en los complicados momentos de 2012 (quiebra de Interbolsa) y 2014-2015 (colapso en los precios del petróleo). Más recientemente dicho ROE ha repuntado nuevamente hacia niveles del 9.5% en línea con la recuperación del mercado mencionada.

Desagregación del mercado en que operan las SCB

- El mercado de capitales de Colombia es un mercado pando, focalizado en gran parte en las transacciones de renta fija pública y derivados (en su mayoría cambiarios), dejando volúmenes prácticamente marginales a las transacciones en renta variable.
- El volumen transado de renta fija en Colombia colapsó desde montos del 164% del PIB en 2010 hacia solo un 98% del PIB en 2016, aunque aún dicha transabilidad supera a nuestros pares regionales de México (45% del PIB), Chile (45% del PIB) y Perú (1% del PIB). Lo que sí preocupa es la elevada concentración de dicha negociación en la renta fija pública, la cual explica cerca del 98% del total (siendo ello la arista del mercado de capitales de la llamada dependencia fiscal). Esto es consistente con la implosión en la negociación de bonos privados, cuyos montos pasaron de cerca del 20% del PIB en 2010 hacia solo un 2% al cierre de 2016.
- En dicha concentración en TES también han jugado los incrementos en las posiciones del *offshore*, las cuales se han multiplicado desde niveles prácticamente inexistentes en 2012-2013 a cerca de US\$22.000 millones actualmente, llegando a explicar cerca del 25% de los tenedores de TES.
- El volumen transado en renta fija por las SCB pasó de niveles del 128% del PIB en 2010 hacia solo un 26% del PIB en 2013, en lo peor del estrés financiero pos-Interbolsa. Hubo que esperar casi un quinquenio para ver pobres recuperaciones hacia valores del 36% del PIB al cierre de 2016.
- El mercado de acciones de Colombia es pequeño a nivel internacional, alcanzando capitalizaciones bursátiles de solo un 39% del PIB al cierre de 2016, por debajo del referente de economías desarrolladas (cerca del 150% del PIB en Estados Unidos y Gran Bretaña) y de mercados emergentes

dinámicos como China (76% del PIB), India (73% del PIB) y Corea (92% del PIB). Dicha capitalización bursátil de Colombia es relativamente baja incluso en el contexto regional, siendo sobrepasada por pares como Chile (100% del PIB), Perú (49% del PIB, aunque dicho mercado ha prácticamente descendido a estatus de “frontera”) y Brasil (45% del PIB, descendiendo frente al 80% pre-crisis de corrupción Lula-Dilma y ahora Temer.

- Al ajustar dicha capitalización bursátil por la porción de las firmas listadas que en verdad “flota”, las cifras son aún más alarmantes. En efecto, al netear la porción flotante de Ecopetrol (solo un 11.5% en verdad listada en bolsa) y las acciones con baja transabilidad “parqueadas” en los balances de las AFPs, la capitalización ajustada de Colombia llega tan solo a niveles del 7.6% del PIB. Algo similar ocurre en los montos transados, donde el mercado en verdad nunca se recuperó del choque de Interbolsa, observándose niveles de liquidez de apenas un 3.9% del PIB al cierre de 2016 (vs. un ya bajo 5% del PIB en 2010-2011). Dicho registro es sustancialmente inferior a lo observado en Brasil (28%), México (11%) y Chile (9%), tan solo superando a Perú (1%).
- Aparte de la baja demanda por parte de los inversionistas (especialmente del *retail*), también hay problemas de reducida oferta en el mercado de renta variable de Colombia. Allí el número de emisores tan solo llega a unos 60 actualmente, sustancialmente inferior a lo observado en Brasil (359), Chile (310) e incluso Perú (310). Aún peor, dicho número de emisores se ha reducido en el último quinquenio (desde su pico de 74 en 2012), entre otras razones, por las adquisiciones de capitales *offshore* (destacándose el reciente “deslistamiento” de la acción de ISAGEN ante la adquisición por parte del fondo canadiense Brookfield).

- Todo lo anterior es consistente con precarios niveles de emisiones de acciones, observándose niveles promedio de solo un 0.5% del PIB por año durante la última década (prácticamente concentradas en los picos de emisiones de Ecopetrol de 2007 y 2011), una tercera parte de los valores de 1.5% del PIB observados en Chile.

Caracterización del mercado bursátil

- En Colombia, la mayoría de las SCB operan como Independientes (9/21), seguidas por las Bancarizadas (7/21) y las pertenecientes a *Holdings* (5/21). Como es de esperarse, se observa una mayor concentración de entidades catalogadas como “muy grandes” en las SCB *Holdings* (3 “muy grandes” de un total de 5 SCB) y Bancarizadas (2 “muy grandes” de un total de 7) frente a lo observado en las independientes (sin presencia de entidades catalogadas como “muy grandes”). En estas últimas, prevalecen las SCB de bolsa de tamaño “mediano” y “pequeño” (sumando 5 SCB) vs. “grande” (4 SCB).
- En el pico de 2012, los “*Holdings*” representaban cerca del 78% del total de los activos (un 36% explicado por Interbolsa), reduciéndose dicha participación hacia el 66% al cierre de 2016. Parte de dicho espacio ha sido ganado por las SCB Bancarizadas (aumentando su participación del 11% al 25% de los activos), mientras que las Independientes parecerían seguir sufriendo dificultades de consideración (incluso viendo su participación disminuir del 11% al 9% durante el último quinquenio).
- Al interior de las *Holdings*, los activos pasaron de \$4.2 billones en el pico de 2012 hacia mínimos de \$1.3 billones en 2013, observándose solo moderadas recuperaciones hacia valores de \$2 billones al cierre de 2016. Es de destacar

el papel preponderante de las SCB “muy grandes” en este rubro de *Holdings*, explicando cerca del 99% de sus activos.

- En lo concerniente a las SCB Bancarizadas, se observó una reducción brusca en sus activos cercana a \$600.000 millones durante 2010-2011, principalmente explicada por menores activos en Valores Bancolombia por menor actividad en derivados. A partir de allí, se han dado algunas recuperaciones en dichos activos de las SCB Bancarizadas, pasando de \$597.000 millones en 2012 hacia \$762.000 millones al cierre de 2016. Allí las SCB de tamaño “muy grande” han explicado cerca del 70% de los activos durante el último quinquenio, donde el jugador más importante ha sido precisamente Valores Bancolombia (explicando cerca del 40% de dichos activos).
- Las SCB Bancarizadas “grandes” han incrementado su porción de mercado (elevando su participación del 11% al 18%) mientras que las “medianas” han logrado mantener participaciones cercanas al 12% durante el último quinquenio. Por el contrario, las SCB Bancarizadas “pequeñas” han visto reducir su ya marginal participación desde el 4% en 2012 hacia el 3% al cierre de 2016.
- Las SCB Independientes pasaron de un pico de activos cercano a \$1 billón en 2011 a apenas \$334.000 millones al cierre de 2016. Nótese cómo, a diferencia con lo ocurrido en las SCB *Holdings* y Bancarizadas, los activos de las Independientes han mantenido su tendencia decreciente, evidenciando la mayor afectación de dicho tipo de SCB a los desafíos del mercado de capitales (colapso en volúmenes, costos de infraestructura, entre otros, según lo comentado). Incluso al interior de dichas Independientes, las que han logrado defender su mercado han sido las SCB “grandes”, las cuales

han mantenido participaciones cercanas al 90% de los activos de dichas SCB durante 2012-2016.

- Las SCB Independientes “medianas” habían ganado algo de mercado durante 2012-2015 (pasando su participación del 6% al 17% durante dicho período), aunque reversaron dichas ganancias durante 2016 (retornando a participaciones del 8% al cierre de 2016). Finalmente, las SCB Independientes “pequeñas” se han mantenido con participaciones del mercado marginales, explicando solo un 1%-5% de los activos durante el último quinquenio.
- Las SCBs *Holdings* (con ROEs promedio del 11.3%) y Bancarizadas (12.7%) han logrado mantener rentabilidades favorables durante 2010-2016. En ambos casos han jugado las mayores eficiencias de economías de escala-alcance del período de fusiones y adquisiciones del mercado de SCB. En el caso de las Bancarizadas, probablemente ha jugado el beneficio adicional de los llamados “subsidiros cruzados” en términos de costos (banco-SCB) y mayores redes de distribución de productos a clientes (aplicando análogos de modelos americanos como Bank of America – Merrill Lynch).
- Por el contrario, las SCB Independientes han arrojado pérdidas durante prácticamente todo el período 2010-2015 (ROEs del -0.3%), evidenciando solo leves rebotes hacia rentabilidades del 3% durante 2016. Ello resulta preocupante y resalta los desafíos que dichas SCB independientes están enfrentando en su modelo de negocio. Allí se requerirá: i) redoblar esfuerzos en materia tecnológica (tanto para reducir costos del *back-office* como para la difusión de nuevos productos-servicios); y ii) mayor diversificación de productos-servicios y menor concentración en los “negocios tradicionales de corretaje de renta variable”.

- Al interior de las SCB *Holdings*, cabe resaltar que prácticamente solo las SCB “muy grandes” arrojan ROEs favorables de manera persistente durante 2010-2016. En efecto, dichas rentabilidades promediaron valores del 12.1% durante el período de referencia, aunque dichas rentabilidades han convergido hacia niveles más cercanos al 10% durante 2015-2016. Por el contrario, en las *Holdings* “medianas”, la información disponible limita el cálculo del ROE promedio al -2% durante 2013-2016, con solo leves recuperaciones puntales hacia el 4% al cierre de 2016. Si bien las “pequeñas” logran promediar ROEs del 9.1% durante 2010-2016, ello esconde malos desempeños del orden del -15% durante 2015-2016.
- En las SCB Bancarizadas, las SCB “muy grandes” (12.4%), “grandes” (11.4%) y “medianas” (13.9%) han logrado mantener ROEs favorables durante 2010-2016, incluso mostrando repuntes hacia valores superiores a dichos promedios en años recientes. Allí ya mencionamos cómo juegan de manera favorables los vasos comunicantes banco-SCB en temas de canales de distribución-estructura de costos. Si bien las *Holdings* pequeñas logran ROEs promedio del 9.9%, se observan colapsos hacia el -7.2% en años recientes, evidenciando la importancia de las economías de alcance-escala aun en estas SCB con respaldo de capital externo.
- Finalmente, en las SCB Independientes, nuevamente las cifras corroboran los evidentes lastres de sus modelos de negocio. Allí solo las “grandes” logran ROEs positivos del orden del 7% durante 2010-2016, mientras que las “medianas” (-20%) y las “pequeñas” arrojan pérdidas durante gran parte del período de referencia. En este último punto, cabe destacar los repuntes de los ROEs de las *Holdings* “pequeñas” en años recientes.
- Las SCB *Holdings* explican la mayoría de los montos negociados en los mercados de renta fija (71% del total), renta variable (52%) y derivados-

futuros (76%). En este último caso, probablemente estén jugando elementos de sofisticación del capital humano, operativo y computacional requerido para jugar en dichos mercados derivados. Paradójicamente, las SCB Independientes (con participaciones cercanas al 20%) sobrepasan a las bancarizadas (11%) en los montos transados de renta fija y derivados-futuros, reversándose dicho ordenamiento en la renta variable.

Estructura de ingresos y costos del mercado bursátil

Entorno regulatorio y de mercado de las SCB

- Durante el último quinquenio, las SCB han visto reducidos sus márgenes dada la elevada competencia del mercado bursátil. Allí hemos estimado (con la ayuda de diferentes SCB) que se han presentado evidentes reducciones en las comisiones referentes a: i) las acciones, donde las comisiones cobradas por las SCB han colapsado hacia niveles de 0.2% del valor de la operación (vs. valores cercanos al 1% observados un quinquenio atrás); ii) el mercado cambiario, donde lo usual son cobros cercanos a 30 centavos/US\$ (vs. valores de 1 peso/US\$ observados cinco años atrás); y iii) el mercado de renta fija, donde las comisiones (en *spreads* sobre tasas de interés) rondan hoy niveles de 0.15-0.2pbs (vs. 1pb cinco años atrás).
- En diálogos con las SCB fueron reiterativas las preocupaciones por los costos de provisión de la infraestructura del mercado de capitales como un elemento importante en la compresión de dichos márgenes (donde muchos argumentaron que la BVC viene actuando como un cuasi-monopolio). Todo ello agravado por la multiplicidad de actores que juegan en las transacciones del mercado (múltiples depósitos, Cámara de Riesgo Central de Contraparte-CCRC, cámara de divisas, custodio FICs, AMV, entre otros).

- Un número importante de SCB fueron aún más allá, mencionando que muchas operaciones incluso están haciéndose prácticamente a pérdida. Allí claramente la solución de elevar la liquidez en las operaciones no subsanaría dichos lastres, pues dicho escalamiento transaccional aumentaría las pérdidas.
- En estos frentes de infraestructura del mercado, las esperanzas están puestas en la integración BVC-Deceval, donde las eficiencias de las economías de escala-alcance eventualmente deberían permitir algunas reducciones en los costos transaccionales.

Desafíos regulatorios

- Pos-Lehman y pos-Interbolsa, el período 2010-2017 ha sido activo en materia de regulación financiera, donde la legislación local ha venido poniéndose a tono con los requerimientos de Basilea III (particularmente en los frentes de liquidez y capital). En la ronda de reuniones con las SCB fueron persistentes las menciones a elevados costos de la regulación, aunque coincidieron en lo ineludible de dichas medidas para asegurar una mayor resiliencia del mercado de capitales.

a) Requerimientos de liquidez

- La SF viene monitoreando la liquidez de corto plazo de las SCB a través del Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL), según lo mandado en la Circular 10 de 2014. De manera análoga a lo que ocurre con los establecimientos de crédito, dicho IRL se calcula en sus variantes de monto (IRL_m) y razón (IRL_r). La novedad en la regulación a las SCB proviene de la distinción de recursos por cuenta propia (CP) y de terceros (T).

- El IRL_r de las SCB es altamente volátil, donde sorprenden sus elevados niveles de “sobrecumplimiento” en sus dos aristas de 1 día (1.198% promedio 2014-2017) y 7 días (564%), superando ampliamente lo observado para los bancos (353%, pero a plazos de 30 días). Dicho sobrecumplimiento va a contrapelo del “malestar” manifestado por múltiples SCB, dado el costo de mantener esos abultados recursos de “caja” ociosa.
- Dichos excesos de caja del IRL parecerían estar explicados por la naturaleza misma del negocio de las SCB, al fungir como el “agente” de las inversiones de sus clientes (“principal”). Ello implica estar preparado para fondear operaciones de clientes relativamente difíciles de pronosticar (aunque en ello el sector bancario ha venido usando modelos probabilísticos en liquidez-capital para minimizar los recursos ociosos).

b) Requerimientos de capital

- De manera similar a lo ocurrido en el IRL, la solvencia de las SCB evidencia abultados “sobrecumplimientos”, observándose valores promedio del 100% en años recientes (vs. el 9% mínimo requerido). Allí la volatilidad al interior del indicador es elevada, observándose indicadores de solvencia tan “bajos” como 20%-30% (Credicorp) o tan altos como el 1.023% (Compass group).
- Buena parte de los elevados niveles de solvencia de las SCB se explica por los sobrecumplimientos en IRL (requiriendo mayores niveles de PT). Esta situación genera un alto costo de oportunidad para el sector, pues gran parte del capital de las comisionistas queda ocioso, con evidentes costos en ROE.
- Es evidente que los riesgos evidenciados en el período pos-Lehman e Interbolsa han requerido “apretones” regulatorios, particularmente evidentes en los frentes de capital, liquidez y constitución de garantías. En el caso de

las SCB, sin duda ello ha implicado mayores cargas de cumplimiento y algunos costos de rentabilidad (al requerir porciones “ociosas” de caja y capital costosas), todo lo cual ha agravado los desafíos estructurales que enfrenta el sector en términos de baja transabilidad y elevada competencia en los mercados de capitales. A pesar de ello, dichas mejoras normativas son ineludibles y necesarias con el fin de salvaguardar el buen funcionamiento de los mercados de capitales, incrementando su resiliencia ante potenciales riesgos sistémicos.

Estructura de ingresos de las SCB

- Los ingresos brutos de las SCB llegaron a \$1.6 billones al cierre de 2016, explicados por el rubro de valoración de derivados (36.7%), comisiones-honorarios (32.9%) y la venta de inversiones de la cuenta propia (11.3%). Con participaciones menores aparecen los cambios-divisas (6.6%) y valoración de inversiones (6.1%). Salvo por mayores ponderaciones en el rubro de derivados en las *Holdings* (60%) vs. las Independientes y Bancarizadas, dichos ingresos brutos no encierran discrepancias de consideración por estructura organizacional de las SCB (aunque dicho mayor peso de *Holdings* sugeriría algo de mayor sofisticación).
- Dimensionar la verdadera naturaleza de dichos ingresos requiere netear los flujos derivados de las posiciones activas-pasivas del balance. Por ello, hemos llevado a cabo neteos financieros en lo referente a valoración de derivados, valoración de inversiones, venta de inversiones (cuenta propia) y a los cambios. Los resultantes “ingresos netos”, se reducen hacia valores de \$877.000 millones al cierre de 2016 (vs. los \$1.6 billones de ingresos brutos). Allí se observan participaciones mayoritarias de las SCB Bancarizadas (40% del total), *Holdings* (37% del total) y levemente inferiores en las Independientes (23%).

- Al analizar la composición de los ingresos netos, los rubros más significativos provienen de las comisiones-honorarios (56.2%) y la venta de inversiones (18.7%). Ello va en línea con la norma internacional y con los resultados de la encuesta “preliminar” Anif-Asobolsa. Nótese cómo, después de los neteos financieros, los rubros de valoración de inversiones (6.8%) y derivados (0.5%) ocupan posiciones menores.
- Por estructura, resalta la elevada participación de las comisiones en las SCB Bancarizadas (68% de los ingresos netos vs. valores cercanos a 50% en *Holdings* e Independientes), sugiriendo sinergias en los canales de distribución Banco-SCB, permitiéndoles llegar a mayor base de clientes. Por el contrario, se evidencian mayores actividades en la cuenta propia en las *Holdings* (27.4% vs. 19.4% en Independientes y 10.2% en Bancarizadas), denotando algún grado de mayor sofisticación de dichas apuestas de mercado con capital propio.
- Por tamaño de comisionista, se observa gran varianza en dichas composiciones de ingreso, aunque sobresalen algunas concentraciones elevadas en comisiones en algunos casos puntuales de firmas “medianas” (75%, en las Independientes) y “pequeñas” (87%, en las *Holdings*).

Estructura de costos de las SCB

Costos de las SCB según cifras Simev-SF

- Los gastos brutos de las SCB rondaron \$1.5 billones al cierre de 2016, explicados principalmente por el rubro de comisiones-honorarios (30.6%), valoración de derivados (26.5%), impuestos (5.4%) y lo que hemos denominado los gastos “operativos sin nómina” (5.2%). Estos últimos darían la magnitud del potencial “Costo Colombia” en el mercado colombiano, pues allí agrupamos los rubros operativos de las SCB referentes a pagos de

infraestructura (BVC-custodios), sistematización-proveedores de información y contribuciones (SF, AMV, Asobolsa y similares).

- De manera análoga a los ingresos, dichos rubros brutos no dicen mucho sobre la verdadera composición de los gastos. Al realizar los neteos financieros pertinentes, los gastos netos se reducen hacia valores de \$789.000 millones al cierre de 2016 (vs. los \$1.5 billones de gastos brutos), con participaciones mayoritarias de las *SCB Holdings* (40% del total), Bancarizadas (36% del total) y levemente inferiores en las Independientes (25%).
- Al analizar la composición de los gastos netos, los rubros gruesos provienen de los gastos por nómina y afines (54.9%), los gastos “operativos sin nómina” (13.3%) y los impuestos (8%). Nótese cómo aún queda un rubro importante en “otros” (23.5%), donde hemos agrupado arrendamientos, viáticos, publicidad, entre otros.
- Por estructura, no se observan grandes variaciones salvo por mayores valores de las Bancarizadas en los rubros de nómina-afines (58.6% vs. 54.2% en *Holdings* y 50% en Independientes) e impuestos (14% vs. 8.7% en *Holdings* y 7.1% en Independientes). Llama la atención que los gastos “operativos sin nómina” son algo inferiores en las Independientes (8% vs. 11.6% en *Holdings* y 14% en las Bancarizadas), lo cual puede obedecer a la menor sofisticación en la naturaleza de sus transacciones. También resalta la elevada participación de los “otros” gastos en las Independientes (34.8% vs. 24.7% en *Holdings* y 17.8% en Bancarizadas), sugiriendo alguna menor eficiencia (puede ser por capacidad de negociación) en dichos gastos de arrendamiento, publicidad y viáticos.

- Por tamaño de comisionista, se observa gran varianza en las composiciones de gasto, aunque sobresalen algunas concentraciones elevadas en nómina-afines en algunos casos puntuales de firmas muy grandes (57% en las *Holdings* y 62% en Bancarizadas). En lo concerniente a los gastos “operativos sin nómina” sobresalen algunas concentraciones puntuales en los casos de las pequeñas (19% en las SCB bancarizadas y 12.5% en las independientes).
- Al restar de los gastos netos los rubros de nómina (54.9%) e impuestos (8%), la ponderación de los gastos “operativos sin nómina” aumenta hacia el 28% (vs. el 13.3% observado en los gastos netos) mientras que el rubro de “otros” hace lo propio hacia el 70.9% (vs. el 23.5% en los gastos netos). Nótese cómo allí quedan rubros marginales del 0.9% en valoración de derivados, aún después de los neteos financieros explicados en secciones anteriores.
- Por estructura, todos los rubros aumentan sus participaciones (por construcción, sin alterar la ordinalidad en los resultados ya discutidos): i) en las *Holdings*, los “operativos sin nómina” pasan a explicar el 31.2% (vs. el 11.6% en el caso anterior de la totalidad de los ingresos netos) y los “otros gastos” aumentan hasta el 66.6% (vs. el 24.7% en la totalidad de los gastos netos); ii) en las Bancarizadas, los “operativos sin nómina” aumentan hacia el 34% (vs. 14% de los gastos netos) y los “otros gastos” hasta el 65.3% (vs. 17.8%); y iii) en las Independientes los “operativos sin nómina” incrementan su participación hasta el 18.8% (vs. 8%) y los “otros gastos” hasta el 81.2% (vs. 34.8%).
- Ahora bien, al entrar en el detalle de los gastos “operativos sin nómina” aparecen los pagos a la BVC (50.7% de dichos gastos), sistematización-proveedores de información (19.7%) y custodios (12.5%), ocupando los primeros lugares. Con ponderaciones menores están los otros servicios de

administración (revisorías-consultorías; 6.5%), contribuciones-afiliaciones (tipo AMV-Asobolsa; 7.2%) y la contribución a las SF (3.4%).

- Por estructura, se destacan las mayores ponderaciones de las *Holdings* (46.2% de los gastos “operativos sin nómina”) en los rubros de sistematización-proveedores de información (29.2% vs. 11.3% en las Bancarizadas y 10.6% en las Independientes). Además, sobresalen las mayores proporciones de las Bancarizadas en los pagos a custodios (18.4% vs. 7.6% en las *Holdings* y 13% en las Independientes), lo cual puede obedecer a mayor presencia en FICs (y los custodios requeridos por la clarificación de roles mencionada en la el Decreto 1243 de 2013).
- Nuestros resultados sugieren que la mayor parte de los gastos “operativos sin nómina” provienen de: i) los pagos a la BVC (50.7% del total de dichos gastos), provenientes de los pagos de las llamadas “papeletas” de los costos transaccionales y los sistemas de negociación tipo Inet y eventualmente por el sistema unificado “Master Trader” (a entrar en operación a finales de 2017); ii) los gastos por sistematización y proveedores de información (19.7%), particularmente relevantes en el actual contexto de requerimientos por inversiones en FINTECH – *trading* algorítmico, pero también incluyendo pantallas de Bloomberg, Reuters, etc.; y iii) los pagos a custodios (12.5%) tipo DCV-Deceval y los referentes a los FICs, según lo mandado en el Decreto 1243 de 2013. En estos frentes de pagos a la BVC y custodios, será crucial completar un eficiente proceso de fusión de la BVC con Deceval, con miras a reducir dichos costos al mercado vía economías de alcance-escala.
- Si bien algunas SCB hicieron mención a excesivos gastos en las contribuciones, ello no se corrobora en las cifras del promedio del sistema, explicando un 7.2% las “otras contribuciones” (Asobolsa-AMV) y SF (3.4%), aunque las SCB argumentarían que ello ya es excesivo. En dicho tema de

contribuciones-afiliaciones, parece haber relativo consenso en el mercado sobre el valor agregado que presta Asobolsa (vía estudios, vocería y asesoría). Por el contrario, no se ve mucho valor agregado en el frente de la AMV tanto en su componente de auto-regulador como de generador de conocimiento-certificación.

- Ahora bien, a futuro será crucial avanzar en dilucidar los gastos análogos a los “operativos sin nómina” en nuestros pares de la Alianza del Pacífico, lo cual permitiría dimensionar los potenciales excesos en dichos gastos y, en últimas, responder si en verdad hay un elemento de “Costo Colombia” en el mercado de capitales colombiano.
- Un análisis preliminar de comparación con Chile (aunque solo proviene de una observación de una SCB) sugeriría que puede haber algún exceso en dichos gastos “operativos sin nómina” en Colombia en lo referente a los pagos a la BVC (50.7% del total de gastos “operativos sin nómina” vs. 20% en Chile), custodios (12.5% Colombia vs. 9.2% en Chile) y, en menor medida, en las “otras afiliaciones” (7.2% vs. 5%). En este frente comparativo será crucial lograr mayor representatividad-comparabilidad en los datos externos, con miras a extraer conclusiones más fuertes.
- Por estructura, se destacan las mayores ponderaciones de las *Holdings* (46.2% de los gastos “operativos sin nómina”) en los rubros de sistematización-proveedores de información (29.2% vs. 11.3% en las Bancarizadas y 10.6% en Independientes). Además, sobresalen las mayores proporciones de las Bancarizadas en los pagos a custodios (18.4% vs. 7.6% en las *Holdings* y 13% en las Independientes), lo cual puede obedecer a mayor presencia en FICs.

- Por tamaño de comisionista, se observa gran varianza en dichas composiciones de gasto “operativo sin nómina”, sin observarse una tendencia definida. Allí se destacan casos puntuales de elevados pagos a la BVC en las *Holdings* “medianas” (67.3% vs. 50.7% del promedio del sistema), en las Bancarizadas “pequeñas” (60.7% vs. 50.7%) y “muy grandes (57.5%) y en las Independientes “grandes” (56.9%).

Costos de las SCB según encuesta Anif-Asobolsa

- Con el fin de ahondar sobre la estructura de costos de las SCB, Anif, en asocio con Asobolsa diseñó una encuesta que permitiera dar luces adicionales sobre la magnitud de los costos de infraestructura-tecnología y asociaciones.
- Bajo su clasificación original, los datos de la encuesta no arrojan discrepancias significativas con los datos PUC-SF en lo referente a los gastos de nómina y afines (52% vs. 54.9% en los datos “duros” de la SF) e impuestos (9% vs. 8%). En cambio, los gastos “operativos sin nómina”, rondando valores elevados del 36% (denominación Asobolsa), sí son sustancialmente superiores al 13.3% encontrado con las cifras “duras” de la SF. Esto último obedece a los rubros adicionales que incluye los “operativos sin nómina (denominación Asobolsa) referentes a comunicaciones, *marketing*, gastos bancarios.
- En lo referente al detalle de dichos gastos operativos (denominación Asobolsa), las mayores participaciones provinieron de los transaccionales (28%), los de infraestructura tecnológica (23%) y servicios de administración (17%). Con rubros menores aparecen las asesorías (9%), *Marketing* (5%) y afiliaciones (3%).

- Dicha denominación Asobolsa de los gastos “operativos sin nómina” requirió de neteos adicionales con el fin de hacerlos comparables con las cifras SF (y para descontar rubros que en verdad no tienen que ver con la actividad de operar en el mercado, propiamente dicha). Al hacer dichos neteos, aparecen los gastos a la BVC (41.7%), los sistemas de información (21.7%), computación (19.8%), custodios (9.5%) y afiliaciones (7.4%).
- Con relación a la comparación de los datos de la encuesta Anif-Asobolsa (con los neteos del caso) con los datos “duros” de la SF, se evidencian favorables coincidencias en los gastos netos de las SCB en lo referente a los rubros de nómina (51.6% en encuesta Anif-Asobolsa vs. 54.9% datos SF), impuestos (9% encuesta Anif-Asobolsa vs. 8% datos SF) e incluso en el rubro clave de “operativos sin nómina” (14.9%% vs. 13.3%). En este último rubro los neteos de dichos “operativos sin nómina” (de datos encuesta Anif-Asobolsa) rondan 21.1%, los cuales estarían en el rubro de “otros” en la denominación datos-SF.
- También se observan coincidencias en el detalle de la composición de dichos gastos operativos en lo referente a los pagos a la BVC (41.7% en encuesta Anif-Asobolsa vs. 50.7% de datos SF), custodios (9.5% vs. 12.5%) y afiliaciones (7.4% vs. 7.2%). En el único rubro que se observan discrepancias de consideración tiene que ver con las denominaciones de la encuesta referentes a computación (19.8%, equipos-software) y sistemas de información (21.7%), los cuales no pudimos vertir en la denominación de la SF referente a sistematización de información (19.7%). Es por ello que no son comparables dichos rubros tecnológicos, al mezclar diferentes partidas en la encuesta Anif-Asobolsa vs. datos SF.
- En el promedio de la encuesta, la relación *Front Office / Back Office* ronda valores cercanos a la unidad (1.3), a contrapelo de las preocupaciones de algunas SCB. Las cifras desagregadas muestran elevada varianza, sin

observarse relaciones definidas entre tamaño de la SCB y carga del *Back Office*. Allí tanto firmas relativamente grandes (BTG Pactual o Larraín Vial) como pequeñas (Valoralta y Adcap) arrojan valores inferiores a la unidad, evidenciando elevadas cargas operativas. Parecería que dicha eficiencia es lograda, en mayor medida, por las “muy grandes” como Valores Bancolombia (2.3, Bancarizada) y Credicorp (1.2, Holding).

- Dicha relación promedio empleados *Front Office* / *Back Office* del 1.3 de Colombia no es muy diferente del 1.3 observado en Chile (reportado por Larraín Vial), aunque sí es muy inferior al 3.8 de Perú (reportado por Credicorp). Sin embargo, cabe aclarar que la poca profundidad del mercado de Perú no hace las cifras estrictamente comparables, al tener muchos menores requerimientos de cumplimiento-sofisticación en su *Back Office*.
- En conclusión, una vez realizados los neteos pertinentes, la encuesta Anif-Asobolsa corrobora el análisis obtenido de las cifras duras de la SF, encontrándose que los llamados “gastos operativos sin nómina” pesan un 14.9% de los gastos netos de las SCB (no muy diferente del 13.3% derivado de los datos SF).
- El paso siguiente para averiguar si todas estas cifras sugieren un elemento de “Costo Colombia” en el mercado de capitales (análogo a lo ocurrido en el sector real) requerirá ahondar en la consecución de cifras comparables de nuestros pares regionales, señalando posibles vías de trabajo futuro.
- Un análisis preliminar de comparación con Chile (aunque solo proviene de una observación de una SCB) sugeriría que puede haber algún exceso en dichos gastos “operativos sin nómina” en Colombia en lo referente a los pagos a la BVC (50.7% del total de gastos “operativos sin nómina” vs. 20% en Chile), custodios (12.5% Colombia vs. 9.2% en Chile) y, en menor medida, en las “otras afiliaciones” (7.2% vs. 5%).

Referencias

- Anif (2012), “Basilea III y el sistema bancario de Colombia: simulaciones sobre sus efectos regulatorios”. Noviembre de 2012. Disponible en: http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-basilea1112_1.pdf.
- Anif (2013), “Los Requerimientos de Liquidez de Basilea III”. *Comentario Económico del Día* 22 de octubre de 2013.
- Anif (2014a), “Mercado de TES y efectos del rebalanceo del índice de J.P.Morgan”, *Comentario Económico del Día* 9 de abril de 2014.
- Anif (2014b), “Comportamiento de las Acciones Energéticas ‘Estrella’ del COLCAP”, *Comentario Económico del Día* 4 de febrero de 2014.
- Anif (2015a), “Las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte en el mercado de renta variable”, *Contraparte* No. 10 de octubre de 2015.
- Anif (2015b), “Un Índice de Competitividad para Colombia: ¿Dónde están los avances?”, *Informe Semanal* No. 1272 de junio de 2015.
- Anif (2016), “La saga del endeudamiento-privado: Economías Emergentes y Colombia”, *Comentario Económico del Día* 28 de junio de 2016.
- Anif (2017a), “Esfuerzo exportador de Colombia: requerido vs. observado”, *Informe Semanal* No. 1372 de julio de 2017.
- Anif (2017b), “Doble bondad macroeconómica de la venta de ISAGÉN: Soporte del financiamiento externo y de infraestructura”, *Informe Semanal* No. 1348 de enero de 2017.
- Anif (2017c), “Mercado de swaps-IBR: oportunidades y desafíos”, *Enfoque* No. 93 de septiembre de 2017.
- Gordon R. (2016), “The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War”, *The Princeton Economic History of the Western World*, enero de 2016.

Anexos

Anexo 1. Guía de neteos financieros de posiciones activas y pasivas del balance (PyG).

NOMBRE EN LA PRESENTACIÓN	POSICIÓN ACTIVA (INGRESO)	POSICIÓN PASIVA (GASTO)	NETEO
	CUENTA PUC	CUENTA PUC	
VALORACIÓN DE INVERSIONES	410300	510400	410300-510400
	410700	510700	410700-510700
	410800	510800	410800-510800
COMISIONES Y HONORARIOS	411500	511500 Y 513000	411500-511500 Y 513000
VALORACIÓN DE INVERSIONES	412300	512300	412300-512300
VENTA DE INVERSIONES	412500	512500	412500-512500
VALORACIÓN DE INVERSIONES	412800	512800	412800-512800
VALORACIÓN DE DERIVADOS	412900	512900	412900-512900
CAMBIOS	413500	513500	413500-513500
VALORACIÓN DE DERIVADOS	413900	513900	413900-513900

Anexo 2. Resultados Encuesta preliminar de ingresos y costos de las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

La encuesta realizada a una muestra de 8 SCB en marzo de 2017, acerca de la caracterización de sus ingresos y costos, arrojó algunas inconsistencias, razón por la cual hace parte de este anexo. A continuación, detallaremos el contenido y los resultados consolidados de dicha encuesta.

1. Caracterización de los ingresos y gastos

Gráfico 1. Ingresos de las SCB en la Alianza del Pacífico

(% del total, 2016)

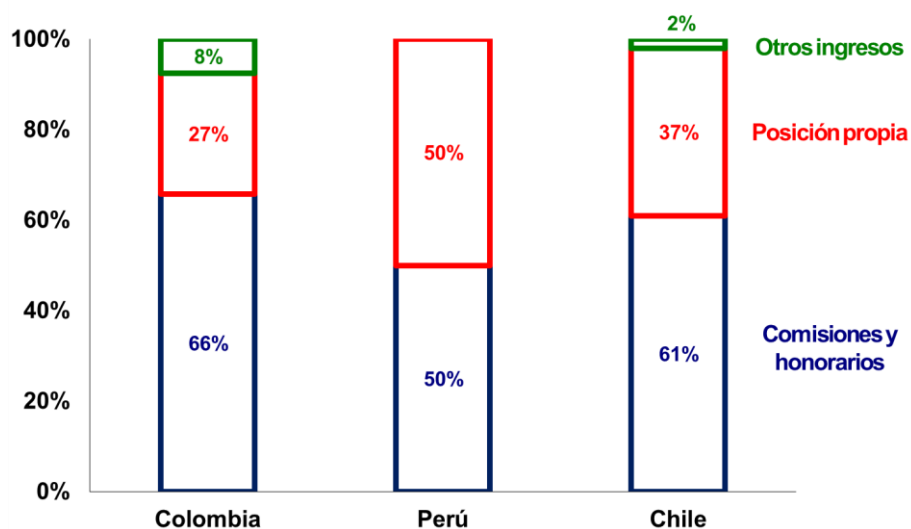
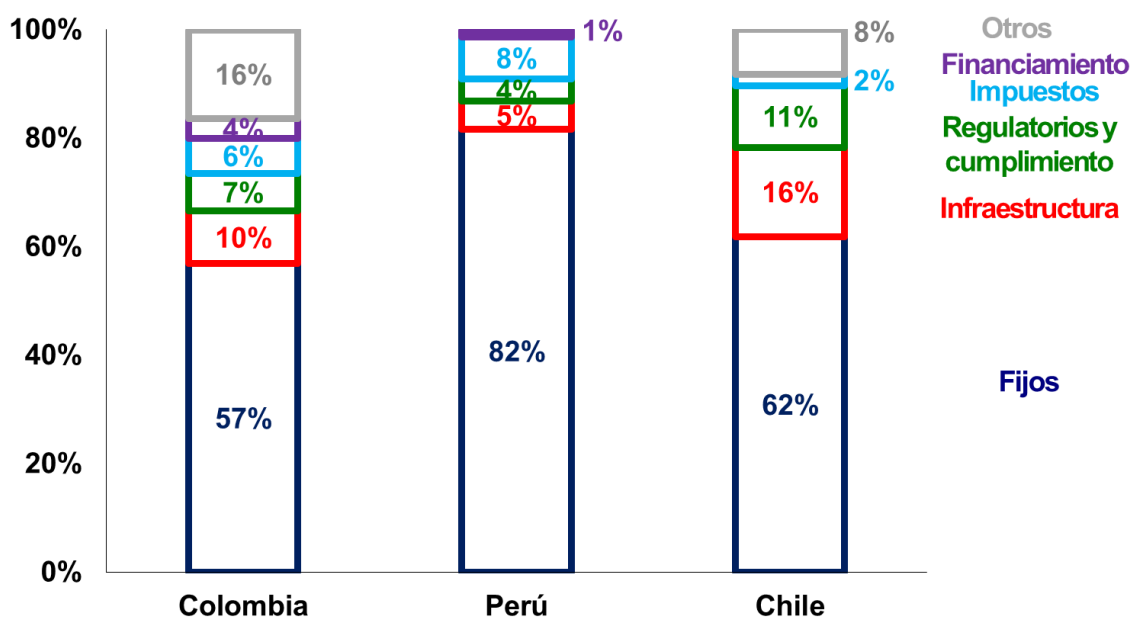


Gráfico 2. Gastos de las SCB en la Alianza del Pacífico

(% del total, 2016)



2. Relación empleados en el front/back office

Cuadro 1. Relación empleados *Front/Back office*

(Colombia 8/21; Chile 1; Perú 1)

Número de empleados (aproximado)	Colombia	Perú	Chile
En el front office	125	49	450
En el back office	112	13	400
Relación front/back office	1.3	4	1.3

3. Actividades de la comisionista

Gráfico 3. Distribución de los activos por producto de las SCB

(% del total, promedio 8 firmas)

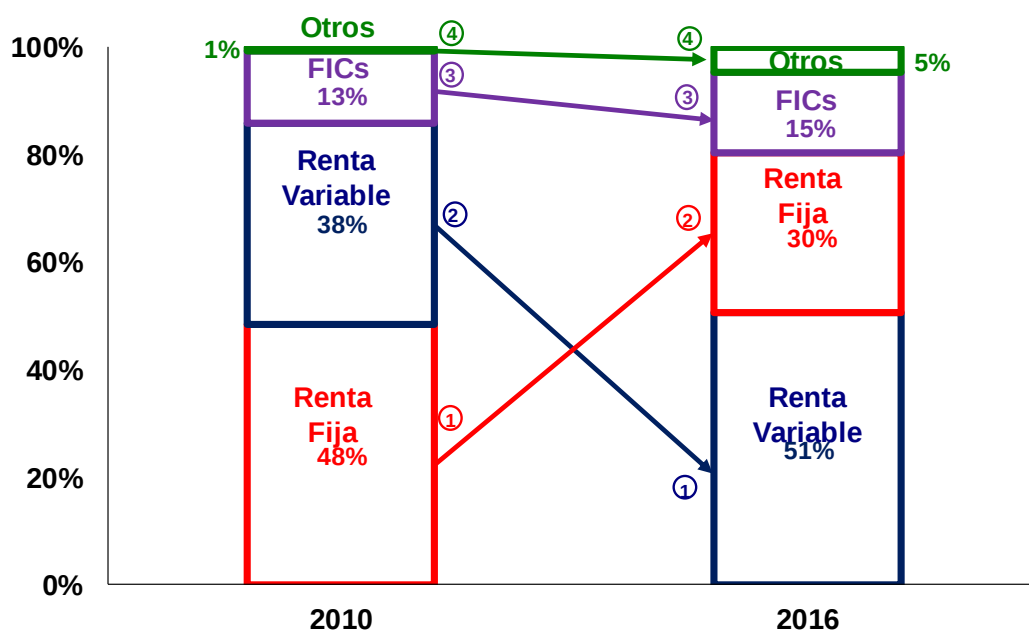


Gráfico 4. Distribución de los ingresos por producto de las SCB

(% del total, promedio 8 firmas)

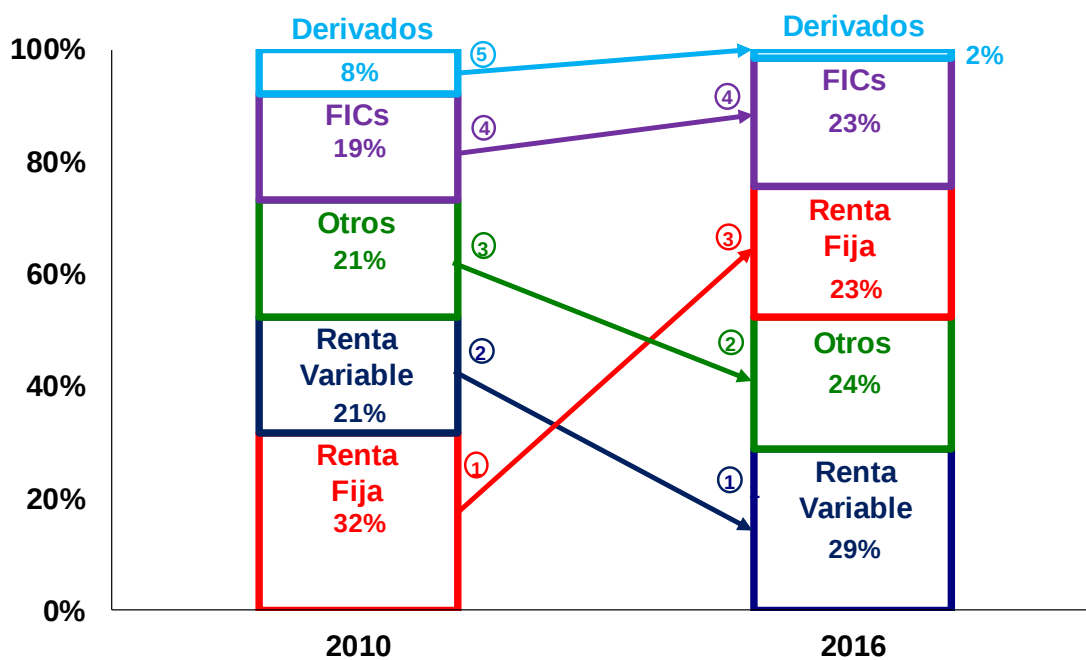


Gráfico 5. Distribución de los costos por producto de las SCB

(% del total, promedio 8 firmas)

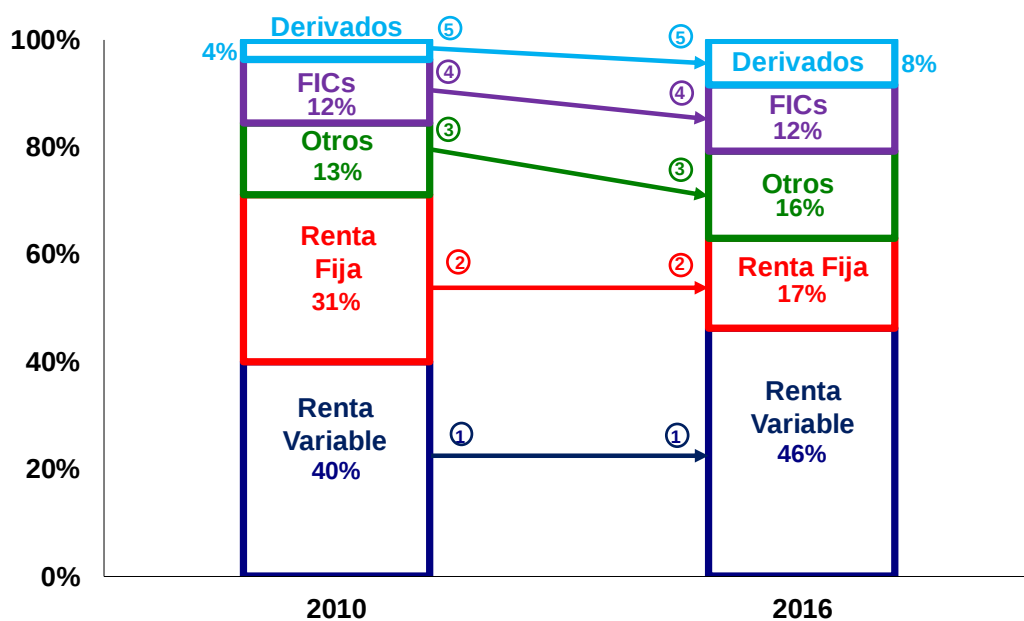


Gráfico 6. Rentabilidad sobre el activo (ROA) por producto de las SCB

(promedio 8 firmas)

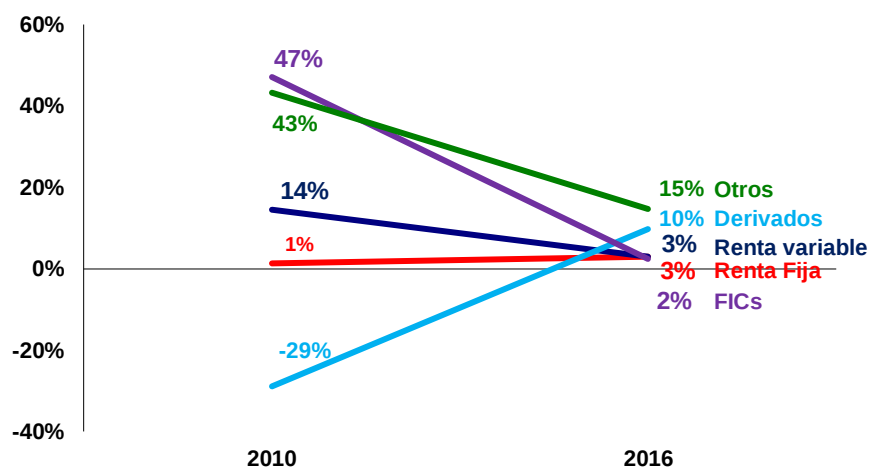


Gráfico 7. Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) por producto de las SCB

(promedio 8 firmas)

