

**Impacto financiero generado por la materialización de
las sinergias en la fusión de Serfinco S. A. y
Ultrabursátiles S. A.**

Juan David Manrique Jaramillo
jmanriq3@eafit.edu.co

Daniel Muñoz Jiménez
dmunozj@eafit.edu.co

Resumen

Este proyecto analiza el caso de la fusión de las sociedades comisionistas de bolsa Serfinco S. A. y Ultrabursátiles S. A. en el cual se evidencia el efecto que han generado las sinergias operativas que emergieron a través de este proceso. Para evidenciar estos efectos se aplicó la metodología cuantitativa del retorno contable y la metodología cualitativa de entrevistas, que permitieron la evaluación del desempeño de la compañía antes y después del proceso de integración societaria. Estos estudios reflejaron una reducción en los costos y gastos, producto de la integración de ambas compañías, de -14% para el 2015 y -13% para el 2016. Esta reducción permitió un aumento en el margen neto de la compañía que se ubicó en el 6% para 2015 y en el 14% para 2016; así mismo, se evidenció una mejoría en los indicadores de rentabilidad donde se obtuvo un ROE del 5% y 19% para el 2015 y 2016. Todas estas sinergias operativas finalmente se evidenciaron en una cifra récord de utilidades para la compañía que superó los 8.000 millones entre enero y septiembre de 2016, lo que reflejó un incremento del 267% en sus utilidades.

Palabras clave

Fusión, Adquisición, Sociedades Comisionistas de Bolsa, Retorno Contable.

Abstract

This project analyses the case of a merger between the brokerage firms Serfinco S.A and Ultrabursatiles S.A., in which the effect of the operational synergies that emerged through this process is evident. In order to demonstrate these effects, the quantitative methodology of the accounting return and the qualitative methodology of interviews were applied, which allowed the evaluation of the performance of the company before and after the process of corporate integration. These studies reflected a reduction in costs and expenses, as a result of the integration of both companies, from -14% for 2015 and -13% for 2016. This reduction allowed an increase in the net margin of the company that stood at 6% for 2015 and 14% for 2016; likewise, there was an improvement in the profitability indicators, where an ROE of 5% and 19% was obtained for 2015 and 2016. All these operational synergies were finally evident in a record number of profits for the company that exceeded 8,000 million Colombian pesos (COP) between January and September 2016, which reflected a 267% increase in profits.

Keywords

Merger, Acquisition, Brokerage Firms, Accounting Return

Tabla de contenido

1. Introducción	4
2. Situación de estudio	5
3. Objetivo general	10
3.1 Objetivos específicos	10
4. Marco conceptual	11
5. Estudios para la medición del desempeño de las fusiones y adquisiciones	11
5.1 Método del retorno contable.....	12
5.2 Método del análisis del valor agregado	13
5.3 Método del estudio de eventos	14
5.4 Método del análisis del ingreso residual.....	17
5.5 Método de cuestionario y entrevistas	18
5.6 Método del rendimiento innovador	18
6. Metodología	20
7. Fuentes de información	26
8. La fusión	27
8.1 Motivos de la fusión	27
8.2 Propósitos de la fusión	27
8.3 Condiciones administrativas y financieras de la fusión	28
8.4 Inversión realizada.....	29
8.5 Proyecciones financieras	29
9. Análisis de resultados cualitativos	30

10. Análisis de resultados cuantitativos	31
10.1 Indicadores de productividad	33
10.2 Indicadores de rentabilidad.....	39
10.3 Indicadores operacionales	41
10.4 Liquidez.....	44
10.5 Solvencia	45
11. Conclusiones	46
12. Referencias.....	48

1. Introducción

Con el paso del tiempo, las empresas alrededor del mundo son cada día más eficientes en el uso de sus recursos para generar más utilidades y participación de mercado; es por esto que los procesos de fusiones y adquisiciones se han convertido en una alternativa, utilizada de forma recurrente por las compañías, para cambiar de forma rápida su estructura organizacional y generar sinergias que les permitan ser más competitivas, mejorar sus ventas y producir más utilidades, entre otras.

En este proyecto nos enfocaremos en el efecto producido por el proceso de fusión entre Serfinco S. A. y Ultrabursátiles S. A., el cual dio origen a Ultraserfinco S. A., caso para el cual se pretenden determinar los efectos financieros que han producido la integración de estas compañías y revisar si en realidad han sido beneficiosos para la nueva empresa.

Para comprobar el impacto de este proceso de integración se utilizaron metodologías de orden cuantitativo y cualitativo, con el fin de mostrar cómo ha sido el desempeño de la compañía integrada en comparación con las empresas que la generaron y con el resto de las empresas que integran el mismo sector económico.

Para el estudio de la fusión, desde el punto de vista cuantitativo, se utilizó la metodología del retorno contable, en la cual se utilizaron indicadores de análisis financiero que permiten conocer el desempeño de las empresas desde el punto de vista de la productividad, la rentabilidad, la eficiencia operacional, la solvencia y la liquidez. Mientras que desde el punto de vista cualitativo se aplicó una metodología de cuestionario y entrevistas, en la cual se obtuvieron perspectivas y opiniones de algunos empleados de la empresa acerca de la fusión.

Estos dos análisis complementarios evidencian los factores que más han influenciado hasta ahora el desempeño de la compañía fusionada, y cómo luego de este proceso de fusión se generaron cambios en la estructura interna de la empresa; asunto bastante significativo para la reducción en costos y gastos, lo que mejoró la eficiencia operacional. Desde la perspectiva de participación de mercado no se evidencia una mejora significativa producto de la fusión;

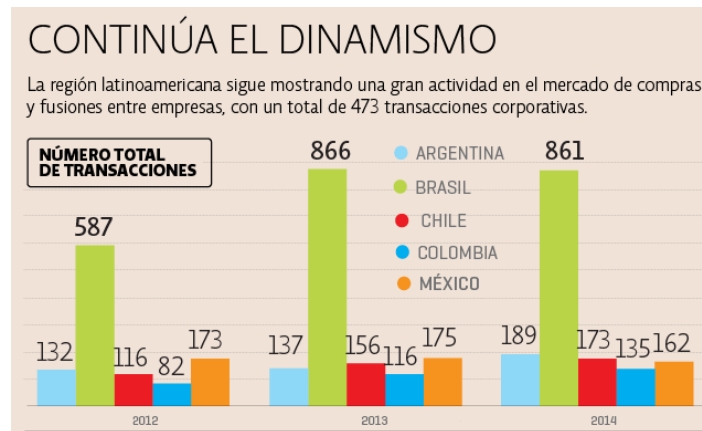
sin embargo, aritméticamente la unión permite ubicarse en un lugar más significativo dentro del mismo.

Este acercamiento al caso de Ultraserfinco S. A. servirá como referencia para la aplicación de metodologías de desempeño para casos de fusiones, en particular para empresas pertenecientes al sector financiero colombiano.

2. Situación de estudio

Las fusiones y adquisiciones han sido utilizadas por las empresas durante décadas como una herramienta estratégica para fortalecer y afrontar la competencia local y extranjera. Este tipo de movimientos han dado paso a un nuevo modelo de industria que recurre a cambios societarios en las compañías de una forma audaz y estratégica en búsqueda de materializar sinergias de forma rápida y eficiente. Esta tendencia ha ganado terreno en los últimos años, donde se han presentado transacciones de volúmenes récord como las llevadas a cabo en el año 2015. El movimiento de dinero producto de fusiones y adquisiciones en el mundo para 2015 superó los cinco billones de dólares, monto que refleja un incremento del 37% respecto al 2014 (“Fusiones y adquisiciones en 2015 tienen cifra récord”, 2015) y que nos indica una tendencia mundial para este tipo de operaciones. Estados Unidos continúa como el país más relevante con 9,400 transacciones valoradas en 2.26 billones de dólares (Ruiz, 2015), lo que demuestra una bonanza bursátil, recuperación económica y una búsqueda constante de sinergias empresariales.

Para América Latina, si bien el tamaño y el volumen es mucho menor, la tendencia también es creciente para los últimos años con un incremento para el 2013 y 2014 de un 33% y 4,9% respectivamente (Ayala, 2014).



Gráfica 1. Número de transacciones en América Latina

Fuente: (Ayala, 2014).

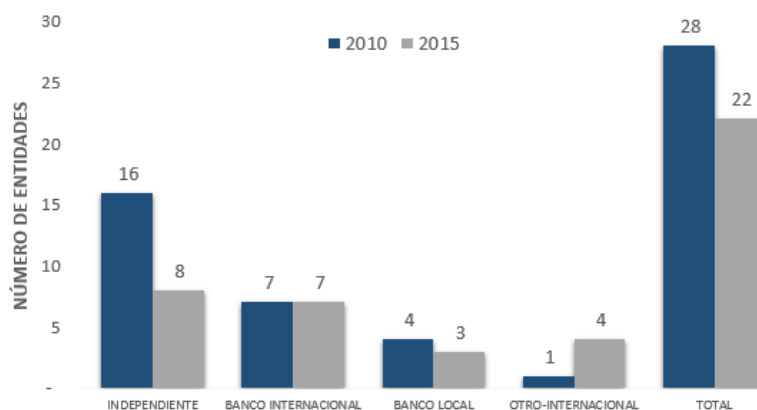
Colombia, como economía en vía de desarrollo, tiene un gran potencial para este tipo de operaciones, pues si bien la economía en el 2015 presentó una desaceleración son las épocas de incertidumbre y coyuntura donde se pueden encontrar grandes oportunidades para los empresarios que buscan ganar participación de mercado, generar eficiencias en costos, expandir sus operaciones a nivel local y extranjero o ampliar las diferentes líneas de productos; es de esta forma como las estrategias de fusiones y adquisiciones juegan un papel relevante. Se estima que el movimiento producto de fusiones en Colombia para el 2019 pueda llegar a los 6,300 millones de dólares (Garavito, 2015); es decir, 2,6 veces la cifra del 2015 que estuvo cercana a los 2,400 millones de dólares. En estas proyecciones se hace relevante que la inversión extranjera se consolide pues se estima que un 60% de las fusiones y adquisiciones en Colombia son propiciadas por compañías extranjeras que buscan invertir en la economía local, motivadas por un dólar fortalecido que mejora el apetito inversionista por el factor cambio de moneda.

Uno de los sectores de mayor dinámica en fusiones y adquisiciones es el sector financiero, y para Colombia no ha sido la excepción donde los inversionistas extranjeros han encontrado un mercado muy atractivo y han buscado apoderarse de una porción importante del mercado financiero colombiano a través de adquisiciones que ofrecen un acceso rápido y directo al mercado. Esta dinámica de adquisiciones por parte de inversionistas extranjeros ha traído

como consecuencia una competencia fuerte, y ha obligado a las compañías nacionales a reorganizarse mediante la conformación de grupos económicos (Garavito, 2015).

Las sociedades comisionistas de bolsa, pertenecientes al sector financiero, se han reducido a través del tiempo, pero a su vez son más grandes y sofisticadas. La integración en MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), entre las bolsas de valores de Chile, Perú, México y Colombia, y la integración del mercado local colombiano han ocasionado que el mercado financiero se vuelva más competitivo y sofisticado, tal como lo comenta Díaz (2013). Algunos bancos extranjeros, incluso, han adquirido sociedades comisionistas colombianas; ejemplos de estos casos son: Bolsa y Renta por BTG de Brasil (“BTG Pactual llega al país mediante la integración con la comisionista local Bolsa y Renta”, 2012), Correval por ProCredit Bank de Perú, y las comisionistas de Banco Santander y Helm Bank pasaron a ser propiedad de Corpbanca Chile. Algunos bancos locales, por su parte, han fusionado sus firmas de bolsa o adquirido otras, perfilándose como grandes jugadores en el sector. Díaz (2013) enuncia también que no es casualidad que las primeras firmas con mayores utilidades sean propiedad de bancos locales o extranjeros, ya que estas notaron que es más barato ingresar al mercado colombiano al adquirir puestos de bolsa que al comprar grandes bancos locales que se han vendido en promedio por tres veces su valor patrimonial.

Para el año 2010 el sector de las firmas comisionistas estaba conformado por veintiocho entidades, de las cuales dieciséis eran firmas independientes, siete eran bancarizadas pertenecientes a grupos económicos extranjeros, cuatro bancarizadas de grupos nacionales, y una firma perteneciente a grupos financieros internacionales. Para el 2015 el sector ha cambiado el producto de las integraciones corporativas conformado por veintidós entidades, de las cuales ocho son independientes, siete bancarizadas pertenecientes a grupos económicos extranjeros, tres bancarizadas de grupos nacionales y cuatro firmas pertenecientes a grupos financieros internacionales.

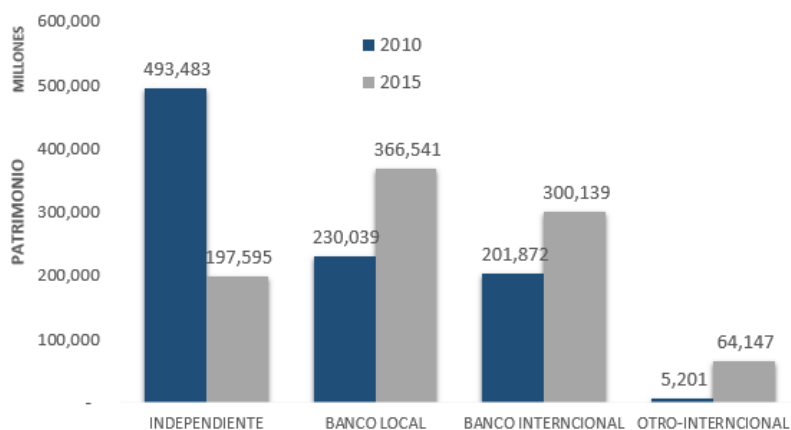


Gráfica 2. Número de entidades del sector comisionistas de bolsa para 2010 y 2015

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Lo anterior nos permite evidenciar la atomización del sector al pasar de 28 a 22 entidades producto de las fusiones y adquisiciones.

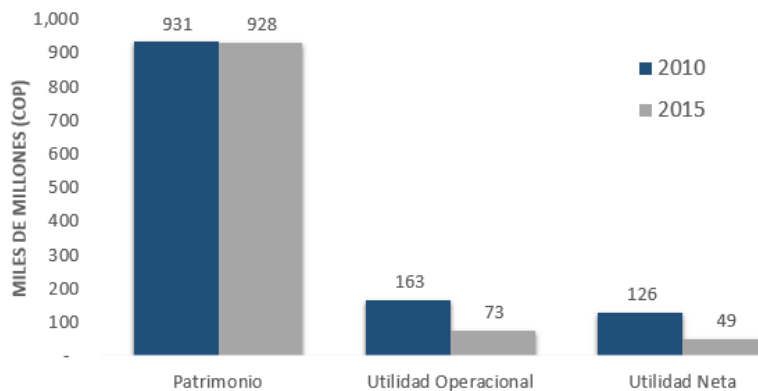
Si bien en tamaño patrimonial el mercado no ha cambiado, la composición entre el tipo de comisionistas sí lo ha hecho con una disminución en las firmas independientes y un aumento en las firmas bancarizadas de los grupos económicos locales e internacionales.



Gráfica 3. Tamaño patrimonial por tipo de comisionistas de bolsa para 2010 y 2015

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

La tendencia para los próximos años, para el sector de las sociedades comisionistas de bolsa, será ejecutar fusiones o adquisiciones que les permitan crear firmas más grandes en cuanto a patrimonio, o la desaparición paulatina de algunas de ellas por la dificultad de competir en un mercado para jugadores cada vez más grandes, como lo sucedido en el 2013 con las firmas de Asvalores y Acciones de Colombia, que finalmente tuvieron que ser adquiridas por Global Securities debido a los saldos negativos que presentaban sus balances financieros (“Comisionista Asvalores fue adquirida por Global Securities”, 2013).



Gráfica 4. Resultados del sector comisionistas de bolsa para 2010 y 2015

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Si bien el tamaño patrimonial entre 2010 y 2015 solo ha disminuido un 0.2%, la utilidad operacional ha caído un 55% y la utilidad neta un 61%, lo que permite evidenciar un mercado cada vez más apretado y competido.

Este acercamiento al caso de Ultraserfinco tiene como fin evidenciar los efectos de las sinergias que han emergido por la fusión. Esta evidencia nos servirá para comparar, de acuerdo con la revisión literaria y las expectativas de ambas empresas antes de la fusión, si el resultado de la operación societaria ha producido una mejora en la operación de la empresa. Esta aproximación servirá de modelo para tomar decisiones de costos en la compañía fusionada y para los posibles inversionistas o adquirentes de otras sociedades comisionistas de bolsa colombianas.

3. Objetivo general

- Determinar el impacto financiero de la fusión entre Serfinco y Ultrabursátiles.

3.1 Objetivos específicos

- Analizar el cambio relativo de los principales indicadores financieros después de la fusión.
- Analizar el cambio relativo en la participación de mercado de la firma fusionada.
- Analizar las eficiencias de las sinergias generadas por la fusión en la estructura financiera de costos.
- Cuantificar las sinergias en costos, ingresos y utilidades generados por la fusión.

4. Marco conceptual

Como herramienta estratégica, una fusión permite a las empresas llevar a cabo un cambio estructural para generar un crecimiento de manera rápida. Tal y como comentan los autores Basmah y Rahatullah (2014) existe una diferencia fundamental entre las fusiones y las adquisiciones. Las fusiones suceden entre compañías de tamaño similares y existe una integración colaborativa entre ambas compañías en el proceso, mientras que las adquisiciones pueden notarse más forzadas, pues usualmente la compañía de mayor tamaño intenta prevalecer sobre la de menor tamaño.

Algunas sinergias esperadas en las fusiones y adquisiciones son las sinergias operativas que consisten en mejorar la eficiencia de las operaciones a través de las economías de escala y alcance. La sinergia financiera hace referencia a la reducción en el costo de capital, el cual obtiene como resultado unos flujos de caja más estables, mejor uso de los fondos disponibles y economías financieras de escala y diversificación, donde se adquiere una compañía con una línea de negocios nueva considerada como estratégica.

El realineamiento estratégico es un mecanismo de cambio estructural rápido que permite a la compañía ajustarse a cambios en el entorno interior o exterior, tales como innovación tecnológica o cambios legales.

5. Estudios para la medición del desempeño de las fusiones y adquisiciones

Ahora bien, existe también una necesidad de analizar el éxito de estos procesos de integración. Es por esto que a través del tiempo diferentes autores han tenido acercamientos desde distintas aproximaciones a este problema. Destacamos para esto dos tipos de enfoques de acuerdo a las metodologías de aplicación. Un enfoque de tipo cuantitativo y otro cualitativo, de los cuales mencionaremos algunos a continuación.

Desde el punto de vista cuantitativo se pretende, por medio de cifras, demostrar el efecto de la integración de las empresas a través del tiempo. La comparación entre los resultados cuantitativos refleja el éxito o fracaso del proceso de integración societaria.

5.1 Método del retorno contable

El análisis del retorno contable es un método cuantitativo que se refiere a la medida del desempeño de las compañías en términos contables; incluye el uso de ratios financieros para la medición del desempeño de la empresa antes y después del proceso de integración. Se utiliza para periodos entre dos a tres años después del proceso (Healy, Krishna, & Ruback, 1992). Estos estudios acompañan los resultados con una comparación de otros resultados obtenidos de algunas empresas a partir de una muestra de control; de esta forma, se descuenta cualquier efecto ocasionado por la expansión o contracción del sector al que pertenece la compañía.

El análisis financiero que comprende este método se hace a partir del cálculo de indicadores que analizan la productividad, la rentabilidad, la eficiencia de la operación y la solvencia, para describir de manera más específica el funcionamiento de estas compañías (Liargovas, 2011). Estos indicadores son comparados contra los mismos obtenidos para las empresas del sector; así se establece un panorama general de la compañía fusionada y del tipo de industria a la que pertenece.

El autor Liargovas, al seguir la metodología planteada por Pillof (1996), propone examinar el funcionamiento de las firmas del sector financiero a través de indicadores de análisis financiero tales como:

Indicadores de rentabilidad

- Retorno sobre el Equity (ROE)= utilidad neta antes de impuestos/total Equity.
- Retorno en los activos (ROA) = utilidad neta antes de impuestos/total activos.
- Margen de utilidad neta = utilidad neta/total ingresos.
- Margen neto de tasa de interés = total de ingresos por intereses/ total activos.

Indicadores de productividad

- Total activos/total de personas empleadas.
- Utilidad neta/total de personas empleadas.
- Total ingreso/total de deuda financiera.

- Variación % en activos por año.

Indicadores de liquidez

- Total deuda financiera/total activos.

Indicadores de solvencia

- Total equity/total activos.

El análisis en conjunto de estos indicadores aporta información que permite evaluar el desempeño de la compañía, y además al comparar estos resultados con los obtenidos por otros participantes del mercado se puede generar una idea del funcionamiento de la compañía frente al resto de las compañías del sector.

5.2 Método del análisis del valor agregado

Esta medida fue desarrollada por Stern Stewart & Co. e involucra la medición del desempeño financiero de la empresa al deducir el costo de capital de las utilidades operacionales. Este acercamiento de orden cuantitativo relaciona el valor de mercado de la compañía con valores de variables de desempeño observables generadas por la empresa. Consiste en comparar el valor actual de la compañía fusionada con respecto a la expectativa previa que se tenía, y pretende determinar el nivel de desempeño anual expresado en términos de valor económico agregado (EVA) para justificar la adquisición (Krishnakumar & Sethi, 2006).

En este método se utilizan los valores de mercado de ambas compañías y la prima de mercado pagada por la compañía adquirente, para determinar el nivel de operación necesario para justificar la inversión. Este tipo de análisis es útil para compañías que se negocian en bolsa o de las cuales se conoce su capitalización de mercado. Se trata de computar un valor de mercado esperado y compararlo con el valor de mercado actual; para calcular el valor de mercado esperado se deduce a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de mercado esperado} = \text{Capital invertido} + \text{Valor presente del futuro EVA}$$

Dentro de la cual podemos destacar en forma más detallada lo siguiente:

Ecuación 1.

$$MV0 = Cap0 + \frac{EVA0}{c} + \frac{1+c}{c} * \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\Delta EVA_t}{(1+c)^t}$$

Donde, MV0 es el valor de mercado esperado al año 0 (cero), Cap0 es el valor en libros al final de año 0 (cero), EVA 0 es el EVA generado para el año 0 (cero), c corresponde al costo de capital promedio ponderado para la empresa y, finalmente, EVA t corresponde a la expectativa del EVA generado en el momento t (Krishnakumar & Sethi, 2006).

De allí, al comparar el valor de mercado actual de la compañía con un valor esperado, el cual es obtenido a partir del delta del EVA esperado para el momento t, obtenemos si la fusión o adquisición entre ambas empresas es o no exitosa.

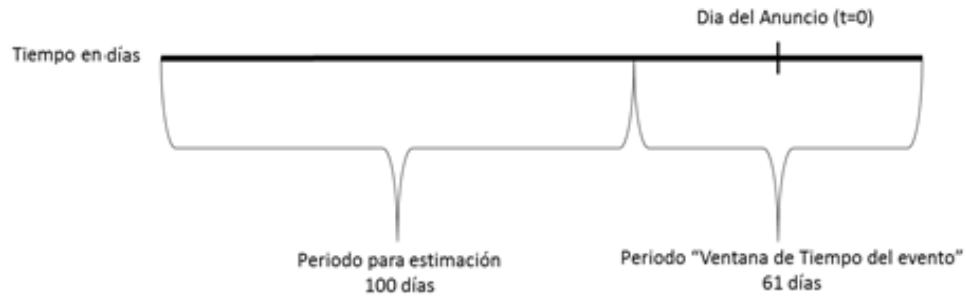
5.3 Método del estudio de eventos

Esta aproximación es de orden cuantitativo y consiste en estimar los “retornos normales” derivados por el precio de las acciones de las compañías integradas antes y luego del anuncio de fusión o adquisición. Después de eso la metodología compara estos “retornos normales” con los “retornos actuales” y obtiene los “retornos anormales” atribuidos al evento.

El “retorno anormal”, también conocido como residual, se define como el “retorno actual” calculado a partir de porcentajes, menos el “retorno normal” estimado para la compañía de acuerdo al beta, dado por la rentabilidad del mercado. Este “retorno anormal” representa la parte del retorno que no es prevista; por lo tanto, es una estimación del cambio del valor en un día de la compañía integrada. Esta variación en el valor es producida por el cambio de precio en las acciones de las compañías involucradas el día del anuncio del evento de fusión o adquisición.

El “retorno normal” representa el rendimiento esperado en el precio de la acción de ambas empresas en caso de que ningún evento fuese a suceder. El beta de la compañía integrada es obtenido a partir de una estimación de los retornos en 100 días antes de un periodo de tiempo conocido como “ventana de tiempo del evento”. Y el “retorno actual” es obtenido a partir de la variación porcentual de los precios de las acciones de las compañías, 30 días antes y luego del anuncio. La “ventana de tiempo del evento” corresponde a un periodo de 61 días, en el

cual el día de la fusión corresponde al día 0 (cero) lo que sigue la metodología para el cálculo de rendimientos de Brown y Warner (1985).



Gráfica 5. Periodos de tiempo para el cálculo de los retornos en el método del estudio de eventos

Fuente: gráfica elaborada por los autores.

La ventana del tiempo representa posibles fugas de información antes del anuncio de fusión o adquisición y posibles reacciones en el precio de las acciones después de la noticia.

Para la estimación del “retorno normal” se utiliza una regresión lineal de la siguiente forma:

Ecuación 2.

$$R_{i,t} = a_i + b_i R_{m,t} + e_{it}$$

Donde:

$R_{i,t}$ es el “retorno normal” esperado para la firma.

$R_{m,t}$ es el retorno del mercado, el cual puede estar representado por el retorno de un índice bursátil.

a_i es el intercepto, representa la media del retorno esperado no explicado por el mercado.

b_i representa al coeficiente beta, la pendiente. Representa la sensibilidad del retorno de la compañía ante el retorno del mercado.

e_{it} es un error estadístico cuya sumatoria debe tender a 0 (cero).

El retorno para una acción en el día del anuncio de la fusión es el estimado a partir de esta regresión lineal:

Ecuación 3.

$$\widehat{R}_{it} = a_i + b_i \widehat{R}_{mt} + e_{it}$$

Para cuyo caso \widehat{R}_{mt} corresponde al rendimiento del índice en el día del periodo.

El “retorno anormal” está definido como la diferencia entre el “retorno actual” y el “retorno normal” tal y como se expresa en la siguiente ecuación:

Ecuación 4.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - NR_{i,t}$$

Donde:

$AR_{i,t}$ es el “retorno anormal” de una acción i en el día t .

$R_{i,t}$ es el “retorno actual” de una acción i en el día t .

$NR_{i,t}$ es el “retorno normal” de una acción i en el día t .

Brown & Warner (1985) proponen utilizar test paramétricos y calcular la media de los retornos anormales (Average abnormal returns AARs) y el acumulado de la media de los retornos anormales (Cumulative Average Abnormal Returns CAARs). CAARs representa el efecto total del evento a través de las firmas, sobre todo el intervalo de tiempo específico.

En el caso de que los retornos anormales sean positivos, los inversionistas habrán obtenido un beneficio a partir de la fusión; en su complemento, en caso de que los retornos anormales sean negativos, los inversionistas habrán perdido valor sobre su inversión a lo largo del tiempo luego de la operación.

5.4 Método del análisis del ingreso residual

Dentro de las metodologías cuantitativas encontramos también el método del análisis del ingreso residual. Este es similar al del análisis del valor económico, pero se centra en la

comparación de los valores fundamentales de las empresas antes de la fusión con el valor fundamental de la empresa luego de la operación.

Se definen ambos valores fundamentales de la siguiente forma:

Valor fundamental de la firma previo a la adquisición:

Ecuación 5.

$$V_{pre} = \frac{E_{-1}(DPS_0)}{(1+r_e)} + \frac{E_{-1}(BPS_0)}{(1+r_e)} + \frac{E_{-1}(EPS_1 - r_e BPS_0)}{(1+r_e)^2} + \frac{E_{-1}(EPS_2 - r_e BPS_1)}{(1+r_e)^3} + \frac{E_{-1}(EPS_3 - r_e BPS_2)}{(1+r_e)^3 r_e}$$

Donde:

V_{pre} valor del adquiridor antes de la fusión.

$E_{-1}(DPS_0)$ dividendo por acción al antes de la fusión.

$E_{-1}(EPS_{1,2,3})$ utilidad por acción esperada antes de la fusión para los años 1, 2, 3.

$E_{-1}(BPS_{0,1,2})$ valor en libros esperado para el año 0, 1, 2 sin considerar una posible fusión

r_e costo del Equity.

Los primeros dos términos corresponden al valor del dividendo y al valor en libros al momento de la integración de las empresas. El tercer y el cuarto término corresponden al valor de ingreso residual esperado en el año 1 y 2 luego de la fusión. Y, finalmente, el último término corresponde a la expectativa del valor terminal.

Ecuación 6.

$$V_{post} = \frac{(DPS_0)}{(1+r_e)} + \frac{(BPS_0)}{(1+r_e)} + \frac{(EPS_1 - r_e BPS_0)}{(1+r_e)^2} + \frac{(EPS_2 - r_e BPS_1)}{(1+r_e)^3} + \frac{(EPS_3 - r_e BPS_2)}{(1+r_e)^3 r_e}$$

V_{post} valor de la compañía antes de la fusión.

(DPS_0) dividendo por acción en el año de la fusión.

$EPS_{1,2,3}$ utilidad por acción después de la fusión para los años 1, 2, 3.

$BPS_{0,1,2}$ valor en libros para el año 0, 1, 2 luego de la fusión.

r_e costo del Equity.

Al comparar ambos valores se obtiene una diferencia, la cual da como resultado el valor creado a partir del proceso de fusión. Esta estaría determinada por la ecuación:

Ecuación 7.

$$\Delta V = V_{post} - V_{pre}$$

Si la diferencia es positiva, simplemente la fusión ha creado valor para los accionistas, en caso contrario la fusión ha dado como resultado una pérdida de valor (Guest, Bild, & Runsten, 2010).

5.5 Método de cuestionario y entrevistas

Los enfoques de orden cualitativo son empleados usualmente para complementar el análisis cuantitativo, o cuando los métodos cuantitativos para medir el desempeño no son aplicables. Esta situación se presenta, por ejemplo, en operaciones de fusión o adquisición entre compañías privadas que no publican la información financiera, o también en caso de fusiones de pequeñas divisiones de empresas (Krishnakumar & Sethi, 2006).

Dentro de este segmento podemos encontrar la metodología de evaluación del desempeño a través de cuestionarios o entrevistas. Este tipo de método se enfoca en la medición de las percepciones, lo que da una perspectiva muy diferente del plano cuantitativo. Consiste en la aplicación de entrevistas o cuestionarios a algunos miembros de la compañía fusionada para evaluar las posibles motivaciones, problemas y cambios a través del proceso de fusión, y así determinar, por medio de estas percepciones, si el proceso fue exitoso o no.

5.6 Método del rendimiento innovador

Esta técnica mide el impacto del proceso de fusión o adquisición basándose en los de productos innovadores. Está afectado por la cantidad de patentes y la frecuencia con la que se registran por parte de las firmas involucradas. Este método es frecuentemente utilizado en compañías pioneras de la industria tecnológica, químicas y farmacéuticas. Tal y como lo describen Ahujay Katila (2001), los procesos de integración se ven bastante afectados en

estas industrias por la propiedad intelectual, lo que da como resultado ventajas y desventajas desde el punto de vista estratégico para las empresas.

En conclusión, la aplicación individual o combinada de algunas de estas metodologías, de acuerdo a las condiciones de la integración entre las compañías, se convierte en un proceso de medición del desempeño antes y después de la fusión, lo que permite evidenciar el cambio generado en la compañía luego de este proceso.

6. Metodología

Con el objeto de determinar el impacto financiero generado por la materialización de las sinergias en la fusión de Serfinco y Ultrabursátiles aplicaremos algunas de las metodologías anteriormente descritas. Para la selección de estas tenemos que considerar las circunstancias que rodearon el proceso, y así determinar el mejor método para este caso.

La integración entre los comisionistas de bolsa Serfinco y Ultrabursátiles fue una fusión en la que ambas compañías aportaron el 50% del capital inicial para crear la nueva empresa. En este caso, ambas empresas no están listadas en el mercado bursátil y no se conoce su capitalización de mercado; entonces las metodologías que incluyen cálculos o comparaciones contra precios en bolsa quedaron descartadas, como los métodos de estudio de eventos y del análisis del valor agregado.

El tiempo transcurrido desde la integración de ambas compañías hasta el momento de desarrollo de este proyecto es un periodo aproximado de entre uno y dos años. Lo que descarta también el método del análisis del ingreso residual.

De esta forma, el método del retorno contable se considera el más indicado para este caso debido al periodo de tiempo transcurrido desde la operación de integración; además aplica sin problemas para las compañías privadas no listadas en mercados de capitales.

Para la aplicación de este enfoque se seleccionaron algunos ratios financieros que dan un acercamiento desde diferentes perspectivas al funcionamiento de las empresas antes y después de la fusión. Estos analizan la productividad, rentabilidad, eficiencia operacional, solvencia y liquidez.

Para medir el desempeño de cada uno de estos enfoques se utilizaron algunos indicadores propuestos por la metodología de Pillof (1996), y se agregaron otros utilizados por algunas sociedades calificadoras de valores en el análisis del riesgo en comisionistas de bolsa (“Metodología de calificación para sociedades comisionistas de bolsa-riesgo de contraparte

y eficiencia en la administración de portafolios”, 2016). Todos estos indicadores se midieron antes y después de la fusión, lo que considera una selección de competidores del sector que permita comparar y determinar un desempeño de la compañía fusionada con respecto a las demás firmas comisionistas de bolsa.

Desde la perspectiva de la productividad se hace énfasis en la volatilidad y la estabilidad de los ingresos generados por la compañía, así como también en la capacidad del equipo humano necesario para generarlos. Los indicadores considerados para medir el desempeño de este enfoque son los siguientes:

- Utilidad neta: representa la capacidad de generación de utilidades de la compañía para sus accionistas.
- Variación utilidad neta: mide el cambio porcentual entre años de la utilidad neta. Permite evidenciar el crecimiento o decrecimiento en la utilidad neta a través del tiempo. Da una idea también de la expansión o contracción en la actividad económica del sector.
- Variación ventas: mide el cambio porcentual entre años de los ingresos de la compañía. Permite evidenciar el crecimiento o decrecimiento en las ventas a través del tiempo.
- Utilidad neta/número empleados (utilidad per cápita): determina la capacidad en términos de personal, necesaria para generar las utilidades dentro del funcionamiento normal del negocio. Las compañías más productivas necesitarán menos empleados para producir el mismo nivel de utilidades. Este indicador solo será medido para las compañías Serfinco, Ultrabursátiles y Ultraserfinco pues no se conoce información de los competidores.
- Variación en activos: indica como se ha comportado el activo a través del tiempo. Aunque para este sector puede ser una medida volátil, por algunas operaciones bursátiles en posición propia, en general este indicador pretende mostrar un crecimiento producto de una buena administración que produce utilidades y valorización en los activos.

En cuanto al análisis de rentabilidad, está enfocado a observar márgenes y rentabilidades generados por el funcionamiento natural del negocio. Para este caso utilizaremos los siguientes indicadores:

- ROE: también conocido como rentabilidad financiera. Es un indicador que mide el rendimiento del capital. Concretamente, mide la rentabilidad obtenida por la compañía sobre su patrimonio y aporta una idea de la eficiencia en generación de valor con un capital determinado.
- Margen utilidad neta: mide cuánto beneficio es obtenido a partir de las ventas; es decir, cuánto obtiene de ganancia la firma por cada peso en sus ventas. Es un indicador que tiene una relación alta con el control de gasto y la variación en ventas, ya que una reducción en el gasto y un incremento en las ventas, producto de una buena gestión, generarán una mayor rentabilidad.
- ROA: conocida como la rentabilidad sobre los activos. Mide la relación entre el beneficio obtenido en un periodo y los activos totales de una empresa. En otras palabras, mide la eficiencia de los activos puestos al servicio de la actividad principal de la empresa.

Para el caso de la eficiencia operacional nos enfocaremos en observar el gasto y su variación a través del tiempo. Para esto, los indicadores que se utilizarán son los siguientes:

- Variación del gasto: refleja el cambio en el gasto año tras año. Su incremento puede dar señales de ineficiencias en la operación normal de la empresa si no existe un real crecimiento.
- Gasto/patrimonio: da una proporción del gasto de acuerdo con el patrimonio de la compañía. Este indicador puede explicar cómo la variación en el gasto se ha visto afectada por el crecimiento de la compañía.
- Eficiencia operacional (gastos operacionales/ingresos operacionales): este indicador relaciona los gastos operacionales con respecto a los ingresos operacionales generados por la empresa en su funcionamiento. Indica qué proporción de los ingresos operacionales generados son destinados para el pago de gastos operacionales.

Ahora bien, otro enfoque que es necesario analizar es la liquidez de la firma. Con este se dará una medida de la capacidad que tiene la compañía para cubrir sus obligaciones de corto plazo. Este enfoque es visto también como el comportamiento que podría tener la empresa si se exigiera el pago inmediato de todas sus obligaciones. El indicador que nos servirá para este análisis será el siguiente:

- Liquidez corriente (activo corriente/pasivo corriente): este indicador mide la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones de corto plazo. El análisis continuo de este indicador permite establecer posibles situaciones de iliquidez dentro de la empresa.

Finalmente, concluimos el análisis con la medida de la solvencia. El análisis de la solvencia o endeudamiento tiene como objetivo determinar de qué forma está organizada la deuda de la compañía. Establece también qué posible riesgo pueden tener los acreedores y los socios de la compañía de acuerdo con la deuda adquirida por la empresa. Para el sector en el que nos enfocamos utilizaremos el siguiente indicador:

- Indicador endeudamiento sobre el activo (total patrimonio/total activo): este indicador muestra la relación que tiene el patrimonio de acuerdo con la inversión en activos. Da una medida del financiamiento del activo a través del patrimonio, sin la necesidad de deuda.

Paralelamente al análisis de cada uno de los ratios antes y después de la fusión, se realizará una comparación de estos mismos ratios financieros obtenidos para otras empresas del mismo sector económico. Así podemos determinar cómo ha impactado el entorno del mercado en el desempeño de la firma antes y después de la integración societaria.

Para llevar a cabo esta comparación es preciso seleccionar otras compañías del mismo sector que puedan ser comparables con Ultrabursátiles y Serfinco, así como con la nueva compañía integrada Ultraserfinco.

Los valores estarán expresados en millones de pesos colombianos. La información financiera disponible al momento de construcción de este trabajo es con corte de septiembre 2016, y

por lo tanto para indicadores de variaciones del 2016 respecto al 2015 será la calculada entre enero y septiembre de 2015 frente a enero a septiembre de 2016. Como la fusión fue realizada en el mes de septiembre de 2015, se considerará el primer año de operación de la compañía fusionada Ultraserfinco al periodo comprendido entre septiembre 2015 hasta agosto 2016.

Para la muestra de control se utilizarán como benchmark las diez firmas con mayores resultados en utilidad neta en lo corrido del 2016 (hasta septiembre). En este ranking se encuentra Ultraserfinco como una firma líder ubicada en el cuarto puesto en el mercado de sociedades comisionista de bolsa.

Esta comparación complementa la interpretación de cada indicador y refleja la situación del mercado actual para este sector económico, lo que permite tener un contexto en el análisis cuantitativo del desempeño de la fusión.

A continuación, de acuerdo a la información publicada por la Superintendencia Financiera de Colombia, el ranking de los comisionistas de bolsa por utilidad acumulada a septiembre de 2016, que nos permitirá seleccionar la muestra de control, es:

Tabla 1. Ranking de sociedades comisionistas de bolsa en Colombia de acuerdo a la utilidad acumulada para el año 2016

Ranking	Firma	Utilidad Neta Acumulada Septiembre 2016
1	VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	28,684
2	CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A.	14,930
3	BTG PACTUAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	9,170
4	ULTRASERFINCO S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	8,184
5	HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A.	7,321
6	CORREDORES DAVIVIENDA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	4,856
7	ALIANZA VALORES COMISIONISTA DE BOLSA S.A.	3,812
8	COMPAÑIA DE PROFESIONALES DE BOLSA S.A.	2,692
9	ACCIONES Y VALORES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	2,314
10	SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	1,560
11	LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	1,297
12	BBVA VALORES COLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	564
13	ADCAP COLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	535
14	COMPASS GROUP S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	280
15	CASA DE BOLSA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA	86
16	CITIVALORES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	-318
17	SCOTIA SECURITIES (COLOMBIA) S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA	-828
18	OLD MUTUAL VALORES S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA	-833
19	GLOBAL SECURITIES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	-914
20	VALORALTA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	-2,171
21	AFIN S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	-2,389
TOTAL		78,833

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

En la tabla anterior se encuentran las compañías comisionistas de bolsa ordenadas de mayor a menor por las utilidades acumuladas del 2016.

Para complementar el análisis de la fusión se aplicó también un enfoque cualitativo, que permite entender un poco más las circunstancias que rodearon la integración y qué factores permitieron que el proceso de fusión fuera un éxito o un fracaso.

Como herramienta utilizamos el método cuestionario en el cual obtenemos el acercamiento cualitativo acerca del proceso de integración de ambas empresas. La aplicación del método se da a través de entrevistas a diferentes personas que trabajan en la compañía actualmente fusionada y que estuvieron presentes en todo el proceso de fusión.

Las preguntas diseñadas para este proceso son las siguientes:

- ¿Cuáles son las principales razones que motivaron la fusión entre Serfinco y Ultrabursátiles?

- ¿Qué factores externos pudieron propiciar la fusión entre ambas empresas?
- ¿Por qué cree que la fusión se dio entre Ultrabursátiles y Serfinco y no entre otras empresas diferentes?
- ¿Qué ventajas estratégicas resultaron después de la fusión de ambas compañías?
- ¿Qué desventajas estratégicas ocurrieron como consecuencia de la fusión entre ambas firmas?
- ¿Cree que la fusión ha sido exitosa, y por qué?

Las respuestas a estas preguntas proporcionarán una idea grupal de la percepción de las personas dentro de la compañía de cómo afecta el proceso de integración a estas empresas ya fusionadas, y sus consecuencias a futuro. Esta perspectiva puede revelar aspectos desde el punto de vista estratégico que indican cómo ha sido y será el futuro de la empresa luego de fusionarse.

7. Fuentes de información

Para resolver el objetivo general se tomaron fuentes secundarias:

- Balances, estados financieros Ultrabursátiles, Serfinco y Ultraserfinco para el periodo en estudio.
- Detalle de la estructura organizacional de Ultrabursátiles, Serfinco y Ultraserfinco para el periodo en estudio.
- Balances y estados financieros del sector de firmas comisionistas de bolsa para el periodo en estudio publicadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

8. La fusión

Ultraserfinco S. A. Comisionista de Bolsa es una entidad privada e independiente que nace en septiembre de 2015 como el resultado de la fusión de dos firmas de amplia trayectoria en el mercado de capitales colombiano con presencia en las principales ciudades de Colombia como Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Cartagena y Bucaramanga.

8.1 Motivos de la fusión

Los accionistas de Ultrabursátiles S. A y Serfinco S.A tomaron la decisión de fusionar ambas compañías para obtener una entidad más sólida, con una mejor oferta de productos para sus clientes que permitiera obtener mejores resultados en el corto y mediano plazo.

Entre los acuerdos de fusión los accionistas de ambas compañías decidieron excluir algunos activos de cada una de las sociedades al argumentar que tales activos no son necesarios para la operación de Ultraserfinco.

Con el fin de que prevaleciera uno de los Nit, la figura jurídica adoptada en este evento corporativo fue fusión por absorción, donde el 50% de Ultrabursátiles absorbía el 50% de Serfinco, y como resultado nació Ultraserfinco S. A., entidad que agrupó todas las operaciones que, en el pasado, desarrollaban separadamente cada una de estas comisionistas de bolsa.

8.2 Propósitos de la fusión

- En el desarrollo de su operación la reducción de sus costos administrativos derivados de una duplicidad de los mismos que existían por el desarrollo de objetos sociales similares y que actuaban como entidades separadas y autónomas.
- Consolidación de un vehículo de inversión que llevara a la integración operativa, financiera, administrativa y comercial que redundara en la rentabilidad del negocio, lo que genera un beneficio en la reducción de costos y esfuerzos administrativos para los accionistas de la nueva sociedad.

- Beneficiar a los clientes mediante una estructura unificada con más solidez y mayor cantidad de recursos operativos, económicos, logísticos y humanos para atender con eficiencia y calidad las necesidades de los clientes.
- Brindar mayor cantidad y mejores productos dentro de altos estándares de calidad con un estricto cumplimiento de la regulación.

8.3 Condiciones administrativas y financieras de la fusión

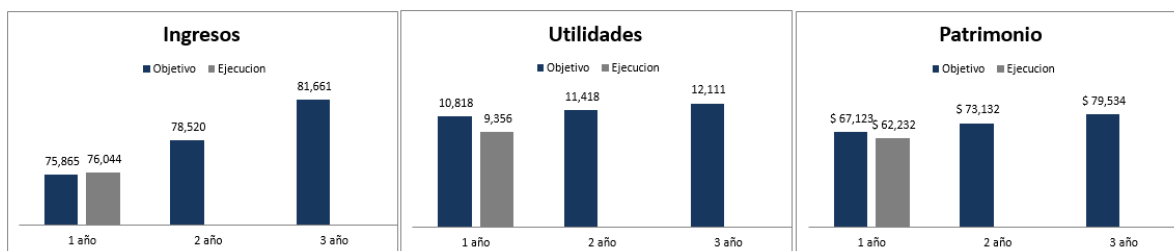
- Una vez hecha la exclusión de los activos no necesarios para la operación por parte de ambas entidades la sociedad absorbente (Ultrabursátiles) quedó como propietaria de todos los activos de la sociedad absorbida (Serfinco), de conformidad con la ley colombiana con el traslado de bienes muebles e inmuebles. Así mismo, de acuerdo a las condiciones de la fusión la nueva entidad asumió y heredó las obligaciones de las compañías anteriores.
- El cálculo financiero de los activos, pasivos y patrimonio transferidos por cada una de las sociedades se hizo con base en los últimos estados financieros remitidos a la Superintendencia Financiera de Colombia; es decir, los estados financieros del corte de septiembre de 2015.
- La nueva entidad asumió las obligaciones derivadas de los contratos laborales obtenidos por las entidades anteriores y se hizo responsable de cualquier pago originado por su relación laboral, como salarios, sueldos, prestaciones sociales, legales y extralegales, o cualquier otro derecho de carácter laboral.
- Desde el punto de vista de los impuestos y basado en el artículo 14-1 del Estatuto Tributario Nacional, no existió una enajenación de activos producto de la fusión. Así mismo, cualquier obligación en materia fiscal en virtud de la fusión fue heredada por la nueva compañía (“Ultraserfinco S. A. Comisionistas de Bolsa. Notas a los estados financieros 2015”, 2015).

8.4 Inversión realizada

En los procesos corporativos de fusiones y adquisiciones existen costos asociados que pueden llegar a ser relevantes; por lo tanto se deben tener en cuenta al momento de tomar decisiones de este tipo. Para el caso de la fusión de Ultrabursátiles y Serfinco los costos del proceso fueron cercanos al 3% de las ventas anuales del 2015. Dentro de estos costos se destacan los rubros laborales asociados a la reestructuración del equipo humano con un peso del 60%, con un 9% se destacan también los costos tecnológicos necesarios para la integración de procesos y sistemas, un 15% para los costos legales y de asesorías en todos los temas legales, tributarios y estratégicos.

8.5 Proyecciones financieras

De acuerdo a los análisis y cálculos iniciales las siguientes son las proyecciones estimadas para los primeros tres años de operación de la firma comisionistas Ultraserfinco (datos internos, 2016). Así mismo, se incluye la ejecución del primer año de operación (barra gris).



Gráfica 6. Proyecciones Financieras fusión Serfinco y Ultrabursátiles

Fuente: datos internos de Ultraserfinco (2016).

Los ingresos obtenidos durante el primer año de operación ascendieron a 76,044 millones, frente a 75,865 que se tenían proyectados lo que permite concluir que se cumplieron las proyecciones en ingresos. En términos de utilidad la ejecución fue de 9,356 (utilidad de septiembre 2015 a agosto 2016) frente 10,818 que se tenían como meta. Este resultado se vio afectado por los costos asociados a la fusión, los cuales no fueron tenidos en cuenta para las proyecciones por la incertidumbre en su cálculo, y por lo tanto permite concluir que en

términos de utilidad también se cumplieron las proyecciones al descontar los costos. Respecto a patrimonio se esperaba llegar a 67,123 millones; sin embargo, el patrimonio a corte de agosto 2016 ascendió a 62,232, cerca de 5,000 millones de diferencia respecto a las proyecciones que están explicadas por la menor utilidad generada por los costos asociados a la fusión, dividendos distribuidos en marzo de 2016 por un valor de 2,050 millones y por una disminución en la valoración de la inversión en la subsidiaria en el exterior Ultralat por tasa de cambio.

9. Análisis de resultados cualitativos

Para este análisis se utilizó el método de cuestionario y entrevistas para conocer la percepción de algunos funcionarios de la compañía Ultraserfinco respecto al proceso de fusión, para poder determinar si en términos generales la consideran exitosa o no.

Fueron seleccionados algunos funcionarios de diferentes áreas, que provenían tanto de Ultrabursátiles como de Serfinco, y a través del método de entrevistas se indagó por el proceso de fusión.

A continuación se describe, en términos generales, la percepción a cada una de las preguntas hechas:

Pregunta 1: ¿Cuáles son las principales razones que motivaron la fusión entre Serfinco y Ultrabursátiles?

La mayoría de respuestas hicieron alusión a las condiciones del mercado y al fortalecimiento patrimonial que han tenido las demás firmas, en su mayoría por la bancarización del sector y que exigieron que Ultrabursátiles y Serfinco buscaran una alternativa de crecimiento para enfrentar las nuevas condiciones.

Pregunta 2: ¿Qué factores externos pudieron propiciar la fusión entre ambas empresas?

Sobre los factores externos varios entrevistados se refirieron a que los márgenes actuales de operación exigen economías de escala y por ende patrimonios más robustos para operar. Así mismo, se hizo referencia a estructuras operativas robustas que exigen la regulación actual.

Pregunta 3: ¿Por qué cree usted que la fusión se dio entre Ultrabursátiles y Serfinco y no entre otras empresas diferentes?

Las respuestas en torno a esta pregunta fueron muy unificadas y hacían alusión a que Ultrabursátiles y Serfinco eran las firmas independientes más grandes del mercado, y compartían unos pilares estratégicos similares. Adicionalmente, resaltaron la complementariedad de algunos productos y clientes ya que Ultrabursátiles era muy fuerte en Bogotá mientras que Serfinco lo era en Medellín, plazas muy importantes en el mercado bursátil.

Pregunta 4: ¿Qué ventajas estratégicas resultaron después de la fusión de ambas compañías?

Sobre esta pregunta los entrevistados entraron en detalles sobre los productos complementarios entre cada firma, donde se resaltaba el acceso internacional a través de la filial Ultralat, el conocimiento en derivados y la familia de Fondos de Inversión Colectivas (FIC).

Pregunta 5: ¿Qué desventajas estratégicas ocurrieron como consecuencia de la fusión entre ambas firmas?

Respecto a las desventajas se hizo referencia a la diferencia de culturas entre ambas compañías y al proceso de aprendizaje derivado de la unificación de procesos, políticas y adaptación a la nueva identidad corporativa.

Pregunta 6: ¿Cree que la fusión ha sido exitosa y por qué?

Todos los entrevistados consideraron la fusión como exitosa, y cada uno presentó diferentes argumentos para respaldar su respuesta. Algunos de estos argumentos fueron: resultados financieros, consolidación de marca, respaldo patrimonial, fácil acceso a nuevos productos, equipo humano sobresaliente y una robusta planta operativa y tecnológica.

10. Análisis de resultados cuantitativos

A partir de los datos recolectados en las fuentes de información anteriormente mencionadas se hicieron los cálculos de los indicadores de análisis financieros descritos en la metodología,

para obtener así el desempeño de las compañías antes y después de la fusión. Además, algunos de estos indicadores fueron comparados con las diez compañías de bolsa más representativas en el mercado de acuerdo con la generación de utilidades.

Con el fin de poder comparar los resultados netamente operacionales se hizo una depuración de algunos rubros que por sus características no corresponden con la operación y por el monto son considerados representativos. En el año 2013 la compañía Serfinco obtuvo unos ingresos asociados a la venta de bienes inmuebles por valor de 6,512 millones, que para el ejercicio fueron eliminados. De igual forma, para la compañía Ultrabursátiles fueron eliminados 10,563 millones en el año 2013 por el mismo concepto. A nivel de gastos, para la compañía Serfinco fue eliminado un gasto por sanción de 8,904 en el 2014. Una vez hecha tal depuración se compararon los ratios con la industria.

A continuación (tabla 2 a la tabla 14) podremos observar la comparación de los ratios financieros por el método contable de las compañías antes y después de la fusión, donde se podrá analizar comparativamente respecto a la muestra de control seleccionada. Cada tabla estará conformada en su parte izquierda por el nombre de las doce compañías comparadas, en la parte central se encontrarán los resultados de cada indicador analizado para los años 2011 al 2016, y en la parte derecha se podrá ver un recuadro que representa el ranking de cada compañía de acuerdo al resultado del indicador en el año analizado. Este recuadro contará con una ayuda visual dada por una escala de colores que va desde el color verde, para la compañía con mejor ubicación en el ranking, hasta el color rojo, para la compañía peor ubicada. Para enriquecer el análisis se calcularon, para la compañía Ultraserfinco, los periodos anteriores a la fusión ocurrida en el 2015. Para obtener estos resultados se sumaron aritméticamente las cuentas contables en cuestión entre las dos empresas Serfinco y Ultrabursátiles y de esta manera poder obtener un resultado comparable respecto al benchmark, en caso de que la compañía ya se hubiese fusionado.

10.1 Indicadores de productividad

El análisis de indicadores de productividad de la empresa hace énfasis en medir la capacidad que tiene la compañía para generar ingresos y utilidades, su estabilidad a través del tiempo y la planta laboral necesaria para generarlos.

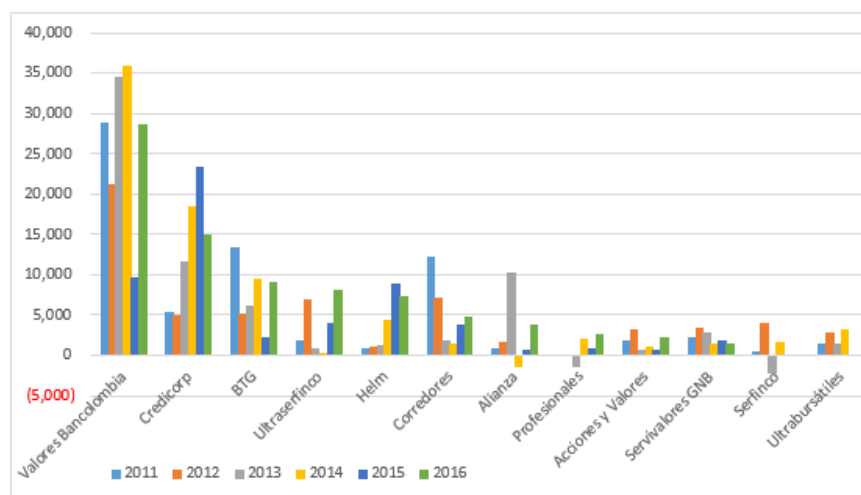
En primer lugar nos enfocaremos en la utilidad neta, la cual representa la capacidad de generación de ganancias luego del pago de costos, gastos e impuestos a partir de los ingresos en ventas.

Tabla 2. Utilidad neta obtenida por el sector a través del tiempo

Utilidad Neta	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	28,771	21,170	34,533	35,961	9,610	28,684	1	1	1	1	2	1
Credicorp	5,327	4,969	11,615	18,520	23,341	14,930	4	5	2	2	1	2
BTG	13,441	5,128	6,086	9,521	2,305	9,170	2	4	4	3	6	3
Ultraserfinco	1,865	6,911	906	339	4,101	8,184	7	3	9	11	4	4
Helm	937	1,130	1,342	4,411	8,952	7,321	9	11	8	4	3	5
Corredores	12,230	7,172	1,894	1,492	3,888	4,856	3	2	6	8	5	6
Alianza	804	1,623	10,328	(1,414)	766	3,812	10	10	3	12	9	7
Profesionales	15	43	(1,429)	2,002	920	2,692	12	12	11	6	8	8
Acciones y Valores	1,931	3,203	677	1,164	704	2,314	6	8	10	10	10	9
Servivalores GNB	2,194	3,464	2,813	1,387	1,785	1,560	5	7	5	9	7	10
Serfinco	451	4,072	(2,185)	1,723			11	6	12	7		
Ultrabursátiles	1,414	2,839	1,509	3,310			8	9	7	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>) y datos internos de Ultraserfinco (2016).

De acuerdo a la tabla 2 podemos observar que las compañías Serfinco y Ultrabursátiles generaban utilidades positivas a través del tiempo; pero sus utilidades comparadas con las otras diez compañías del sector eran bajas. El mejor lugar de Ultrabursátiles fue de quinto en el año 2011, mientras que para Serfinco el mejor lugar fue sexto en 2012. Luego de la integración la compañía Ultraserfinco logra ubicarse cuarta en el ranking tanto para 2015 como para 2016, de acuerdo con la comparación con el benchmark, convirtiéndola en una de las compañías líderes en el sector en cuanto a generación de utilidades se refiere. También podemos evidenciar que al sumar ambas utilidades de las compañías Serfinco y Ultrabursátiles antes de la fusión los resultados no son los mejores. Esto da un indicio de que la materialización de sinergias ha generado un ahorro en costos y gastos, lo que mejora la eficiencia de la operación y, por lo tanto, ocasiona unas utilidades más altas.



Gráfica 7. Top 10 de sociedades comisionistas de bolsa que generaron más utilidades desde 2011 a 2016

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Es notable en la gráfica 7 que la mayoría de la utilidad generada por el sector de comisionistas de bolsa se encuentra concentrada en las compañías: Valores Bancolombia, Credicorp y BTG. Algunas de estas compañías han presentado incrementos en utilidades en los últimos años. Dado que las utilidades contabilizadas para todo el sector no han mostrado mayor incremento significativo entre el periodo de 2011 hasta el 2016, tal como se mencionó en el marco teórico, estas compañías han ganado participación de mercado sobre otras.

Desde la perspectiva de la estabilidad analizamos la variación de la utilidad neta, la cual mide el cambio porcentual entre años de las utilidades de la compañía.

Tabla 3. Variación de la utilidad neta a través del tiempo, expresada en cambio porcentual

Variación Utilidad Neta	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	-26%	63%	4%	-73%	278%	10	3	6	8	1
Credicorp	-7%	134%	59%	26%	2%	9	2	4	5	7
BTG	-62%	19%	56%	-76%	-24%	12	5	5	9	9
Ultraserfinco	271%	-87%	-63%	1110%	267%	2	10	9	1	2
Helm	21%	19%	229%	103%	-11%	8	4	1	3	8
Corredores	-41%	-74%	-21%	161%	41%	11	8	7	2	5
Alianza	102%	536%	-114%	-154%	-2770%	4	1	10	10	10
Profesionales	191%	-3443%	-240%	-54%	145%	3	12	12	7	3
Acciones y Valores	66%	-79%	72%	-40%	122%	6	9	3	6	4
Servivalores GNB	58%	-19%	-51%	29%	18%	7	6	8	4	6
Serfinco	804%	-154%	-179%			1	11	11		
Ultrabursátiles	101%	-47%	119%			5	7	2		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>) y datos internos de Ultraserfinco (2016).

De acuerdo al cálculo de este indicador, mostrado en la tabla 3, se evidencia que en general el mercado es bastante volátil en términos de generación de utilidad; aun así es posible evidenciar que las variaciones en las utilidades de la compañía, luego de la integración, han sido bastante positivas, con un incremento del 1,110% para 2015 y 267% para 2016, ubicándola como la compañía con mejor crecimiento en utilidades para el 2015 y la segunda mejor para el 2016 de acuerdo al ranking expuesto. Y aunque es muy pronto para afirmar que esta buena tendencia continúe se puede evidenciar que, al igual que con el análisis de la utilidad neta, ocurrió un cambio positivo luego de la integración y puede estar relacionado con una variación en la estructura de costos y gastos de la compañía.

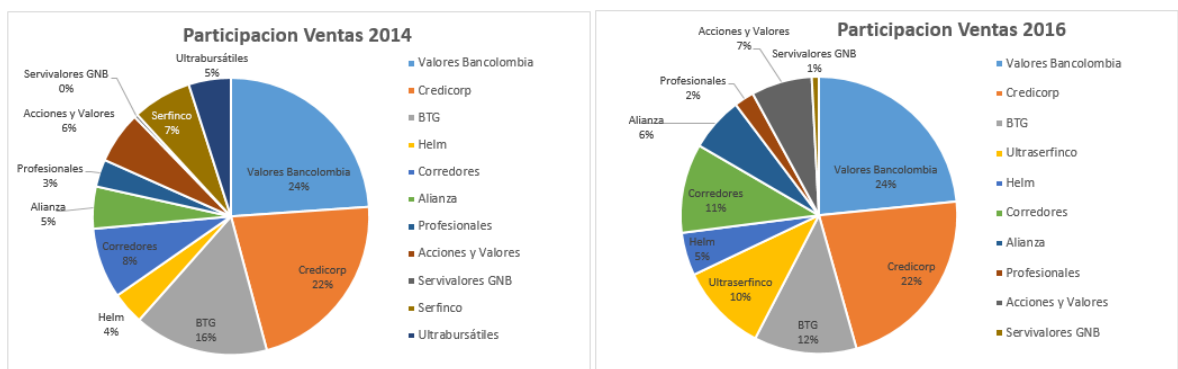
Es por esto que procedemos a analizar la variación en las ventas del sector a través del tiempo.

Tabla 4. Variación de las ventas a través del tiempo, expresada en cambio porcentual

Variación Ventas	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	-5%	19%	3%	-19%	33%	11	3	5	10	2
Credicorp	1%	9%	12%	7%	6%	6	5	2	4	7
BTG	-4%	55%	17%	-9%	-23%	10	1	1	7	10
Ultraserfinco	5%	-2%	-5%	-10%	3%	5	6	8	8	8
Helm	33%	22%	11%	21%	9%	1	2	3	2	6
Corredores	-20%	-18%	-7%	16%	17%	12	12	9	3	5
Alianza	-3%	13%	-36%	-1%	46%	8	4	11	6	1
Profesionales	-3%	-3%	0%	-18%	-8%	9	7	6	9	9
Acciones y Valores	23%	-9%	-9%	5%	22%	3	10	10	5	3
Servivalores GNB	29%	-4%	-51%	84%	20%	2	8	12	1	4
Serfinco	1%	-13%	5%			7	11	4		
Ultrabursátiles	13%	-4%	-1%			4	9	7		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>) y datos internos de Ultraserfinco (2016).

De acuerdo con los resultados mostrados en la tabla 4 vemos que la compañía Ultraserfinco apenas ha incrementado un 3% sus ventas para el 2016, y en los años anteriores, incluyendo los valores conmutados de las dos firmas, las ventas venían con variaciones negativas año tras año. Al comparar el incremento de utilidades visto en la tabla 3, respecto al bajo crecimiento en ventas presentado en la tabla 4, evidencia una mejora en la eficiencia operacional que ha permitido aumentar las utilidades. Es posible que esas variaciones positivas de la compañía ya fusionada sean producto de un funcionamiento más eficiente.



Gráfica 8. Participación en ventas 2014 y 2016

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Después de evidenciar la disminución en ventas, en la gráfica 8 se analiza la participación en ventas, así se identifica que antes de la fusión ninguna de las dos empresas tenía una participación superior al 10%, y que de acuerdo al ranking se ubicaban en el sexto y octavo lugar para Serfinco y Ultrabursátiles respectivamente, mientras que para 2016 la nueva compañía fusionada representa una participación del 10.3%, estableciéndose en el quinto lugar entre el benchmark. Sin embargo, al sumar la participación de mercado en ventas de Serfinco y Ultrabursátiles para el 2014 da como resultado 11.9% frente al 10.3% del 2016, lo que indica una pérdida de participación de mercado en términos generales.

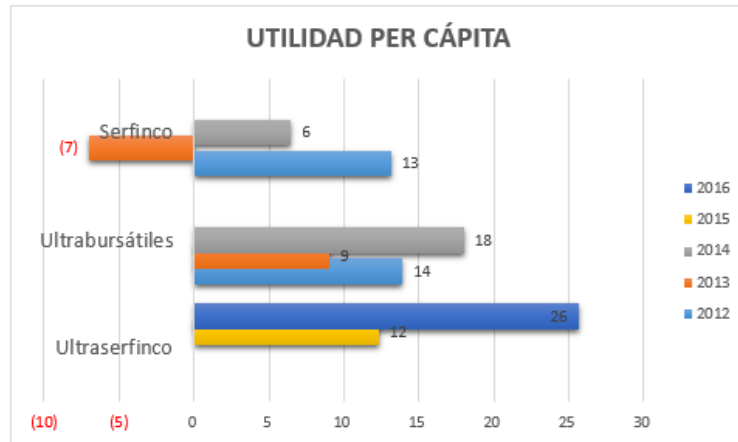
Continuando con el análisis nos enfocaremos en la productividad del equipo humano de Ultraserfinco; para esto se utilizará el indicador de utilidad per cápita que representa la capacidad de la compañía para generar utilidades con un número determinado de empleados.

Tabla 5. Número de empleados y utilidad per cápita (cifras de la utilidad en millones de pesos)

Numero de empleados	2012	2013	2014	2015	2016
Ultraserfinco	514	480	450	333	319
Ultrabursátiles	204	167	184		
Serfinco	310	313	266		

Utilidad per cápita	2012	2013	2014	2015	2016
Ultraserfinco				12	26
Ultrabursátiles	14	9	18		
Serfinco	13	(7)	6		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>) y datos internos de Ultraserfinco (2016).



Gráfica 9. Utilidad per cápita año 2012 al 2016

Fuente: datos internos de Ultraserfinco (2016).

Luego de la integración de ambas compañías se puede observar, en la gráfica 9, cómo se ha incrementado la productividad, sobre todo para el año 2016. Antes de la fusión ninguna de las compañías había alcanzado una productividad de 26 millones anuales por empleado. La cifra más alta fue obtenida por Ultrabursátiles en el año 2014, de 18 millones por empleado. Esta medida de productividad se impacta por una reducción en costos y una disminución en

la estructura de personal. Aun así, esta cifra refleja que la productividad de la compañía se ha incrementado como producto de la eficiencia operacional.

Para complementar el análisis de la productividad a través de indicadores se evalúa como ha sido el cambio de los activos a través del tiempo. Estos activos y su variación están representados por el aumento de beneficios o rendimientos económicos para la compañía con unos activos dados. Aun así, cabe aclarar que para los comisionistas de bolsa los activos pueden ser muy volátiles, sobre todo para el caso de compañías con operación de posición propia que incluyen negociación de deuda a partir de operaciones conocidas como simultáneas, las cuales sirven de apalancamiento temporal para la operación de posición propia.

Tabla 6. Variación de activos través del tiempo, expresada en cambio porcentual

Variación Activos	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	-39%	29%	-14%	-4%	-2%	10	2	11	7	8
Credicorp	52%	-63%	99%	-3%	20%	2	11	2	6	3
BTG	9%	497%	124%	-86%	-88%	6	1	1	10	10
Ultraserfinco	33%	-47%	-13%	-19%	4%	4	9	10	8	5
Helm	40%	-5%	57%	15%	23%	3	7	3	3	2
Corredores	-18%	-2%	-11%	-19%	0%	8	5	7	9	7
Alianza	-57%	-35%	9%	35%	47%	11	8	5	1	1
Profesionales	-25%	-55%	-1%	5%	15%	9	10	6	4	4
Acciones y Valores	-73%	-5%	-13%	5%	-7%	12	6	9	5	9
Servivalores GNB	14%	9%	15%	15%	2%	5	3	4	2	6
Serfinco	57%	-66%	-15%			1	12	12		
Ultrabursátiles	-6%	1%	-12%			7	4	8		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

En este análisis de la variación de activos de la tabla 6 se evidencia que de manera generalizada los activos de todas las compañías han fluctuado entre cambios positivos y negativos a través de los años, y no es posible establecer un crecimiento del sector. Pero este no es un factor relevante para saber si la fusión ha influenciado de manera positiva o negativa a ambas empresas.

10.2 Indicadores de rentabilidad

Desde el punto de vista de la rentabilidad medimos la eficiencia con la que la empresa utiliza sus recursos financieros para la generación de utilidades. Para comenzar este análisis tomaremos el ROE.

Tabla 7. ROE

ROE	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	14%	19%	18%	5%	18%	1	2	3	6	3
Credicorp	5%	14%	19%	22%	17%	10	3	2	2	4
BTG	12%	9%	13%	3%	11%	5	5	4	8	7
Ultraserfinco	9%	1%	0%	5%	19%	7	10	11	5	2
Helm	8%	8%	22%	28%	28%	9	6	1	1	1
Corredores	14%	3%	3%	8%	10%	2	8	10	3	9
Alianza	3%	22%	-3%	2%	10%	11	1	12	10	8
Profesionales	0%	-5%	7%	3%	13%	12	12	6	7	5
Acciones y Valores	13%	3%	4%	3%	12%	4	9	9	9	6
Servivalores GNB	14%	10%	4%	6%	7%	3	4	8	4	10
Serfinco	10%	-5%	4%			6	11	7		
Ultrabursátiles	9%	4%	8%			8	7	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>) y datos internos de Ultraserfinco (2016).

Si analizamos el último año 2016 de la tabla 7, en términos de ROE, vemos un crecimiento general con respecto al año anterior de varias compañías. Aun así, antes de la fusión ni Serfinco ni Ultrabursátiles habían alcanzado un ROE tan alto como el presentado para este año por la nueva compañía fusionada. Para el año 2016 (hasta septiembre) Ultraserfinco obtuvo un ROE de 19% e. a, rentabilidad bastante significativa, la número dos según el ranking de la tabla que supera para el año 2016 a la mayoría de los comisionistas de bolsa del sector. Esta mayor rentabilidad es atribuible a una mayor generación de utilidades con respecto a una misma proporción de patrimonio. Se evidencia que la fusión ha generado una mayor eficiencia en el uso de los recursos financieros por parte de la compañía integrada, de esta forma necesita menos recursos propios para conseguir más utilidad.

Continuando con el análisis de la rentabilidad dentro de la empresa pasamos al análisis de la rentabilidad sobre los activos.

Tabla 8. ROA

ROA	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	7%	8%	10%	13%	3%	4	2	2	2	5
Credicorp	0%	0%	2%	1%	2%	10	11	6	6	7
BTG	19%	7%	1%	1%	2%	1	3	8	8	8
Ultraserfinco	1%	4%	1%	0%	6%	7	7	9	9	2
Helm	6%	5%	6%	13%	23%	5	6	4	1	1
Corredores	7%	5%	1%	1%	4%	3	5	7	7	4
Alianza	0%	1%	13%	-2%	1%	11	10	1	10	10
Profesionales	0%	0%	-4%	6%	3%	12	12	11	3	6
Acciones y Valores	1%	3%	1%	1%	1%	9	8	10	5	9
Servivalores GNB	8%	12%	9%	4%	4%	2	1	3	4	3
Serfinco	1%	3%	-5%			8	9	12		
Ultrabursátiles	3%	6%	3%			6	4	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

De acuerdo con los resultados de la tabla 8 vemos que Ultraserfinco, luego de la integración para el año 2016, ha obtenido un rendimiento más alto con respecto a los activos, si lo comparamos con los años anteriores. Según el ranking (recuadro derecho) Ultraserfinco ocupa, actualmente, el segundo lugar en cuanto a rendimientos sobre los activos se refiere. Dicho con otras palabras, el aumento en el ROA significa un crecimiento en la capacidad de los activos de la compañía para generar renta por ellos mismos.

Finalmente, para completar el análisis, vemos el enfoque del margen sobre la utilidad neta. Este indicador nos refleja qué tan eficiente es la compañía en generar utilidades netas sobre las ventas.

Tabla 9. Margen sobre la utilidad neta

Margen Utilidad Neta	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	20%	15%	21%	22%	7%	22%
Credicorp	4%	4%	8%	12%	14%	12%
BTG	21%	8%	6%	9%	2%	13%
Ultraserfinco	2%	8%	1%	0%	6%	14%
Helm	6%	6%	6%	17%	28%	26%
Corredores	13%	9%	3%	3%	6%	8%
Alianza	2%	3%	19%	-4%	2%	11%
Profesionales	0%	0%	-6%	9%	5%	20%
Acciones y Valores	5%	6%	1%	3%	2%	6%
Servivalores GNB	48%	59%	50%	49%	35%	33%
Serfinco	1%	8%	-5%	4%		
Ultrabursátiles	4%	8%	4%	10%		

2011	2012	2013	2014	2015	2016
3	2	2	2	4	3
8	10	4	4	3	7
2	4	5	7	8	6
9	6	10	11	6	5
5	9	6	3	2	2
4	3	8	10	5	9
10	11	3	12	9	8
12	12	12	6	7	4
6	8	9	9	10	10
1	1	1	1	1	1
11	7	11	8		
7	5	7	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Observando la tabla 9 podemos concluir que Ultraserfinco, luego de la integración, ha mejorado su margen de utilidad sobre las ventas ubicándolo para el 2016 un margen de 14%, margen que no se había logrado en las compañías fusionadas en el periodo de estudio. Si bien las ventas no se han incrementado en gran medida el aumento en el margen puede estar asociado a una mejora en la eficiencia operacional, la cual puede ser generada por sinergias en costos y gastos a raíz de la fusión.

10.3 Indicadores operacionales

Por medio del análisis de los indicadores operacionales pretendemos medir la eficiencia con la cual una empresa utiliza sus recursos. Para comenzar el acercamiento mediremos primero la variación en el gasto.

Tabla 10. Variación en el gasto

Variación Gasto	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	-4%	3%	5%	3%	9%
Credicorp	-1%	4%	4%	5%	6%
BTG	24%	57%	15%	-4%	-22%
Ultraserfinco	-2%	5%	-4%	-14%	-13%
Helm	30%	22%	-6%	-7%	17%
Corredores	-13%	-10%	-6%	12%	11%
Alianza	-4%	-6%	-17%	-7%	27%
Profesionales	-3%	3%	-16%	-15%	-19%
Acciones y Valores	18%	-1%	-10%	6%	17%
Servivalores GNB	5%	6%	-46%	75%	2%
Serfinco	-7%	-1%	-3%		
Ultrabursátiles	6%	2%	-8%		

2012	2013	2014	2015	2016
4	6	11	6	6
7	8	10	7	5
11	12	12	5	1
6	9	8	2	3
12	11	7	3	8
1	1	6	9	7
3	2	2	4	10
5	7	3	1	2
10	4	4	8	9
8	10	1	10	4
2	3	9		
9	5	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

La medición de la variación en el gasto de la tabla 10 evidencia que luego de la fusión la eficiencia operacional se ha incrementado en parte por la reducción en el gasto que ha tenido la empresa a medida que las sinergias y cambios ocurridos por la misma surten efecto. Es notorio que las variaciones obtenidas de -14% para 2015 y -13% para el 2016 son bastante buenas, incluso comparadas con el resto del sector, el cual en muchos casos presenta incrementos en el gasto. Estas reducciones están justificadas en gran parte por el proceso de integración.

La unificación de ambas empresas ha llevado a una reestructuración en el equipo humano; es decir, ya no es necesario tener a varias personas para el mismo cargo. Esta reestructuración en el gasto de personal ha generado una reducción del -4% en el 2015 y del -13% para el 2016. Otro rubro importante en reducción de gastos se presenta en el concepto de honorarios pagados como revisoría fiscal y proveedores de asesoría legal. Esta reducción fue de -35% para el 2015, aunque para el 2016 se presenta un aumento del 8% por la incorporación de nuevos asesores estratégicos.

Luego de la fusión ambas compañías decidieron consolidar sus oficinas en una sola en cada ciudad principal de Colombia en la que tenían presencia. Este cambio en infraestructura física dio como resultado una reducción del -23% para 2015 y -24% para 2016 en rubros como arrendamientos, y generó como consecuencia una reducción en gastos asociados como servicios públicos, administraciones, mantenimiento y reparaciones locativas. Por otro lado se destaca, como producto de la integración, una eficiencia en servicios tecnológicos como canales y conexiones a internet, enlaces dedicados con los proveedores de infraestructura necesarios para la operación como la Bolsa de Valores, Deceval, Banco de la República, Bloomberg, custodios, etc. La reducción en estos servicios fue del -20% en el 2015 y del -21% en el 2016.

Todos estos cambios en la estructura operacional de la empresa debido a la fusión han mejorado de manera significativa la operación del negocio. A continuación analizaremos la proporción del gasto de acuerdo al patrimonio.

Tabla 11. Proporción del gasto respecto al patrimonio

Gasto / Patrimonio	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	77%	60%	57%	58%	56%	43%	3	2	2	2	3	4
Credicorp	115%	142%	127%	118%	113%	81%	9	11	10	9	8	8
BTG	105%	86%	123%	125%	88%	46%	7	5	8	10	6	5
Ultraserfinco	109%	92%	104%	102%	119%	73%	8	6	5	7	9	7
Helm	90%	106%	109%	63%	53%	39%	5	9	7	3	2	3
Corredores	147%	113%	130%	118%	94%	82%	11	10	11	8	7	9
Alianza	98%	96%	104%	89%	64%	57%	6	7	6	6	5	6
Profesionales	76%	74%	78%	67%	61%	35%	2	3	4	4	4	2
Acciones y Valores	156%	173%	165%	147%	165%	132%	12	12	12	12	10	10
Servivalores GNB	9%	8%	8%	4%	8%	6%	1	1	1	1	1	1
Serfinco	125%	101%	123%	129%			10	8	9	11		
Ultrabursátiles	90%	80%	76%	69%			4	4	3	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Este indicador presentado en la tabla 11 nos indica qué tanto representa el gasto de la compañía de acuerdo con su tamaño. Podemos observar que Ultraserfinco obtuvo un gasto del 119% con respecto a su patrimonio en el año 2015. Aun así, Ultraserfinco, comparada con las demás sociedades comisionistas de bolsa, presenta un gasto relativamente alto pues se ubica en el puesto 9 y 7 para los años 2015 y 2016 respectivamente.

Analizando el gasto desde otra perspectiva encontramos el indicador de eficiencia operacional, la cual determina la proporción entre el gasto operacional y el ingreso operacional, en la cual relaciones por encima de 100% darían como resultado que los ingresos operacionales de la empresa son menores a los gastos operacionales.

Tabla 12. Eficiencia operacional

Eficiencia Operacional	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	79%	80%	69%	71%	91%	74%	4	2	2	2	4	3
Credicorp	94%	93%	88%	82%	80%	81%	7	10	4	4	3	7
BTG	71%	91%	93%	91%	97%	81%	2	9	6	7	8	6
Ultraserfinco	96%	90%	96%	97%	93%	79%	9	5	9	11	7	4
Helm	92%	90%	91%	77%	59%	58%	5	7	5	3	2	2
Corredores	79%	87%	95%	96%	93%	87%	3	3	8	8	6	9
Alianza	97%	96%	80%	103%	97%	87%	10	11	3	12	9	8
Profesionales	99%	99%	105%	89%	93%	79%	12	12	12	6	5	5
Acciones y Valores	95%	90%	98%	96%	98%	92%	8	6	10	10	10	10
Servivalores GNB	49%	40%	44%	48%	45%	40%	1	1	1	1	1	1
Serfinco	98%	91%	103%	96%			11	8	11	9		
Ultrabursátiles	93%	88%	93%	86%			6	4	7	5		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Vemos en la tabla 12 que luego de la fusión el gasto de la compañía en relación con el ingreso operacional ha pasado del 93% en el 2015, al 79% en el 2016, lo que muestra una mejor eficiencia con respecto a los ingresos, al pasar del séptimo lugar en el 2015 al cuarto en el 2016, comparado con el sector.

Todas estas reducciones en gasto, reflejadas en estos indicadores, muestran que la empresa luego de la fusión se ha vuelto más eficiente en el uso de sus recursos, lo que le genera más competitividad.

10.4 Liquidez

Por medio de los indicadores de liquidez se determina la capacidad que tiene la sociedad comisionista de bolsa para pagar sus obligaciones contraídas a corto plazo. Nos permite establecer un diagnóstico de la liquidez al tener en cuenta la estructura corriente.

Para el análisis de esta liquidez podemos establecer el indicador de liquidez corriente, el cual refleja una relación entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Valores por encima de 100% indican que los activos corrientes son mayores a los pasivos corrientes.

Tabla 13. Liquidez corriente

Liquidez Corriente	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	105%	376%	212%	288%	866%	1146%	8	4	7	7	3	1
Credicorp	82%	42%	112%	106%	110%	110%	10	12	11	11	10	10
BTG	2045%	5568%	111%	105%	1318%	133%	1	1	12	12	2	9
Ultraserfinco	148%	94%	509%	1108%	813%	493%	6	9	5	3	4	5
Helm	1286%	302%	794%	1187%	1748%	807%	3	5	3	2	1	2
Corredores	157%	187%	144%	157%	302%	256%	5	7	9	10	7	7
Alianza	32%	108%	197%	229%	176%	175%	11	8	8	8	9	8
Profesionales	115%	74%	969%	1035%	582%	670%	7	10	2	4	5	3
Acciones y Valores	25%	200%	135%	200%	211%	272%	12	6	10	9	8	6
Servivalores GNB	1993%	3261%	3390%	511%	320%	626%	2	2	1	6	6	4
Serfinco	104%	51%	561%	1030%			9	11	4	5		
Ultrabursátiles	236%	414%	467%	1199%			4	3	6	1		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

Luego del proceso de integración entre ambas compañías vemos en la tabla 13 que la liquidez ha caído comparada con los años anteriores previos a la fusión; aun así se encuentra en niveles estables y suficientes para cubrir las obligaciones de corto plazo. Incluso, si se compara la empresa con respecto al resto del mercado Ultraserfinco es una de las firmas con más liquidez en el sector, ubicándose en el cuarto y quinto puesto para el 2015 y 2016 respectivamente.

10.5 Solvencia

Los indicadores de solvencia o endeudamiento pretenden medir en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la compañía. Se trata de establecer también el riesgo que corren tales acreedores y los dueños de la compañía y la conveniencia o no del endeudamiento. Para determinar el efecto de la fusión en la empresa tendremos en cuenta el indicador del endeudamiento sobre el activo.

Tabla 14. Solvencia

Solvencia(Patrimonio/Activos)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Valores Bancolombia	35%	71%	59%	71%	80%	79%	7	5	7	7	4	4
Credicorp	8%	4%	13%	7%	8%	8%	11	12	12	12	10	10
BTG	60%	83%	15%	8%	74%	26%	4	2	11	11	5	9
Ultraserfinco	53%	47%	82%	92%	85%	72%	5	6	5	3	2	5
Helm	90%	72%	89%	93%	89%	83%	2	4	3	2	1	2
Corredores	29%	40%	32%	37%	65%	53%	9	8	9	9	7	6
Alianza	17%	38%	51%	45%	43%	40%	10	9	8	8	8	7
Profesionales	32%	42%	92%	92%	82%	84%	8	7	2	4	3	1
Acciones y Valores	7%	26%	29%	34%	31%	39%	12	11	10	10	9	8
Servivalores GNB	95%	97%	98%	83%	71%	82%	1	1	1	6	6	3
Serfinco	49%	36%	83%	91%			6	10	4	5		
Ultrabursátiles	61%	77%	81%	93%			3	3	6	1		

Fuente: cálculos elaborados por los autores con base en la Superintendencia Financiera de Colombia (<https://www.superfinanciera.gov.co/>).

El resultado de este indicador de la tabla 14 refleja la proporción de patrimonio por cada unidad invertida en activos fijos. Si el cálculo de este indicador arroja un número igual o mayor a 100% significa que la totalidad del activo puede estar financiado con el patrimonio de la compañía sin necesidad de deuda.

Para el caso de la tabla anterior observamos que aunque la relación ha bajado un poco luego de la fusión sigue en niveles más altos que los años anteriores a la misma, incluso si se supone que ambas compañías se hubieran integrado antes.

El resultado de este indicador, aunque no refleja una mayor solvencia luego de la fusión, demuestra que la deuda de la compañía es baja con respecto al patrimonio, y que Ultraserfinco tiene el capital suficiente para cubrir esa obligación.

11. Conclusiones

El objetivo principal de este proyecto es determinar el impacto financiero de la fusión entre Serfinco y Ultrabursátiles, para lo cual se aplicaron metodologías de análisis cuantitativo y cualitativo que evidenciaron desde diferentes ópticas el funcionamiento de la compañía. Los criterios para la selección de estas metodologías fueron evaluados de acuerdo a las condiciones de tiempo, información disponible y otras circunstancias que rodearon el proceso de integración entre ambas empresas; por esto se tuvieron en cuenta las metodologías de evaluación más ajustadas a las circunstancias particulares.

Para estudiar la fusión desde el punto de vista cuantitativo se aplicó la metodología del análisis del retorno contable, la cual determinó el desempeño de la compañía fusionada Ultraserfinco. Los resultados de este estudio evidenciaron un cambio positivo en la eficiencia operacional y la rentabilidad de la compañía integrada, debido a una reducción en los gastos por el proceso de integración, y al cambio en la estructura organizacional que, en el corto plazo, generó mejoras significativas en la eficiencia operacional de la compañía. Las reducciones en gasto fueron del -14% y -13% para el 2015 y 2016 respectivamente, y estuvieron originadas por la reestructuración del equipo humano y una eficiencia en ahorros de servicios que pudieron ser unificados al convertirse en una sola compañía como, arrendamientos, servicios públicos, servicios tecnológicos, etc. Este ahorro dio como resultado un incremento en el margen neto y la rentabilidad de la compañía. El ROE o rendimiento sobre el patrimonio fue del 5% para el 2015 y del 19% para el 2016; caso similar se refleja en el margen neto el cual tuvo incrementos de un 6% y un 14% para el 2015 y 2016 respectivamente. Por parte de la eficiencia operacional de la compañía, la cual mide la proporción entre gastos operacionales e ingresos operacionales, vemos una reducción en la proporción del gasto contra el ingreso de 97% en 2014 hasta 79% en 2016.

Todas estas medidas se traducen a su vez en un aumento de utilidades, las cuales pasaron los niveles históricos anteriores al superar los 8,000 millones de pesos, con un crecimiento de más del 267% en el 2016.

En términos de solvencia, liquidez, productividad y participación de mercado no se evidencian aún grandes cambios que beneficien a la compañía. Aun así es posible que con el paso del tiempo y la nueva posición en el mercado de la empresa comiencen a verse nuevos efectos en estos ámbitos.

Desde el punto de vista cualitativo se utilizó la metodología de entrevistas para analizar la percepción de un grupo de empleados en las compañías antes y después de la fusión, de la cual podemos concluir que la percepción respecto a la fusión ha sido positiva. Según los entrevistados los resultados esperados se han materializado y ven una compañía más eficiente, fortalecida financieramente y con una mayor capacidad de generación de valor a través de sus procesos operativos, tecnológicos y comerciales.

Ya que ambos análisis respecto a la fusión entre las compañías Serfinco y Ultrabursátiles evidenciaron resultados positivos, al comparar la situación de la nueva empresa integrada con ambas individualmente, es posible afirmar que este proceso de fusión ha beneficiado a la nueva compañía Ultraserfinco y que su desempeño actual se ve mejorado por el proceso de integración.

Se recomienda hacer un seguimiento a las sinergias de eficiencia operacional como la reducción de costos, ya que se identificó que esta ha sido una de las más importantes y ha apalancado los resultados de la nueva compañía. Así mismo, se recomienda profundizar en el indicador de ventas pues no se reconoce un crecimiento que pueda mejorar los resultados financieros.

Con el paso del tiempo también será posible obtener más resultados, los cuales podrán ser analizados al utilizar diferentes tipos de metodologías que demuestren el desempeño de la compañía desde otros enfoques.

12. Referencias

- Ahuja, G., & Katila, R. (2001). Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study. *Strategic Management Journal*, 22(3), 197-220.
- Ayala, D. (2014, octubre 19). Aumentan fusiones y ventas en Latam. Recuperado de <http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2014/10/19/aumentan-fusiones-ventas-latam>
- Basmah, A., & Rahatullah, M. (2014). Financial synergy in merges and acquisitions. *The IEB International Journal of Finance*, 9, 182-189.
- Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stocks returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14(1), 3-31.
- BTG Pactual llega al país mediante la integración con la comisionista local Bolsa y Renta (2012, junio 15). Recuperado de <http://www.larepublica.co/finanzas/btg-pactual-llega-al-pa%C3%ADs-mediante-la-integraci%C3%B3n-con-la-comisionista-local-bolsa-y-renta>
- Comisionista Asvalores fue adquirida por Global Securities (2013, junio 17). Recuperado de <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/comisionista-asvalores-adquirida-global-securities-85390>
- Díaz, C. (2013, agosto 26). Comisionistas antecedentes y perspectivas. Recuperado de <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/comisionistas-antecedentes-perspectivas/183029>
- Fusiones y adquisiciones en 2015 tienen cifra récord (2015, diciembre 29). Recuperado de <http://expansion.mx/negocios/2015/12/29/fusiones-y-adquisiciones-en-2015-tienen-cifra-record>
- Garavito, L. (2015, octubre 7). Fusiones y adquisiciones: tendencia creciente en Colombia. Recuperado de <http://www.dinero.com/economia/articulo/analisis-sobre-fusiones-adquisiciones-tendencia-creciente-colombia/214618>
- Guest, P. M., Bild, M., & Runsten, M. (2010, Jan). The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers. *Accounting and Business Research*, 40(4), 333-352
- Healy, P. K., Krishna, G., & Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* 31(2), 135-175.
- Krishnakumar, D., & Sethi, M. (2012). A review of methodologies Used to determine mergers and acquisitions' performance. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 16(3), 75-82.

- Liargovas, P. (2011). The impact of mergers and acquisitions on the performance of the greek banking sector: An event study approach. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 89-100.
- Metodología de calificación para sociedades comisionistas de bolsa-riesgo de contraparte y eficiencia en la admisión de portafolios (2016). Recuperado de <http://www.vriskr.com.co/servicios/metodologias/>
- Pillof, S. (1996). Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 28(3), 294-310.
- Ruiz, C. (2015, noviembre 28). El mercado de fusiones y adquisiciones, en cifras récord. Recuperado de <http://www.expansion.com/mercados/2015/11/28/5659d3a446163f5b638b4624.html>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2016, noviembre). Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/>
- Ultraserfinco S. A. Comisionistas de Bolsa. Notas a los estados financieros 2015 (2015). Recuperado de <https://www.ultraserfinco.com/site/Portals/0/Documentos/EstadosFinancieros/Notas>