

BANCA DE INVERSIÓN

EN LA
POSTMODERNIDAD

José Luis Acero Colmenares



ECOE
EDICIONES

ABC
DOCFIN
SAS

CONTENIDO

Presentación	IX
CAPÍTULO 1. DEFINICIÓN DE BANCA DE INVERSIÓN	1
1.1 Fundamentos históricos	1
1.2 Modelos conceptuales	10
1.2.1 El modelo americano.....	10
1.2.2 El modelo del Reino Unido (RU)	11
1.2.3 El modelo europeo continental.....	12
1.2.4 El modelo japonés.....	13
1.2.5 El modelo de la China Continental	14
1.2.6 El modelo Latinoamericano	14
1.3 Compendio de definiciones.....	15
1.3.1 Banca especializada	15
1.3.2 Comerciante de títulos valores	16
1.3.3 Formador de Capital.....	17
1.3.4 Intermediario financiero.....	17
1.3.5 Definición razonada	18

CAPÍTULO 2. LAS INSTITUCIONES POSTMODERNAS	21
2.1 Bancos de Inversión (BI).....	21
2.1.1 La crisis financiera del 2008	22
2.1.2 Los ingresos de los Bancos de Inversión y su origen.....	24
2.1.3 Las labores de asesoría y “ <i>underwriting</i> ”	25
2.1.4 La intermediación de títulos (<i>trading</i>).....	25
2.1.5 Los bancos líderes de la postmodernidad	27
2.2 Fondos de Capital Privado (FCP).....	29
2.2.1 Las era de las grandes tomas empresariales (“ <i>buyouts</i> ”).....	29
2.2.2 El volumen de las adquisiciones	32
2.2.3 El tamaño de las desinversiones.....	32
2.2.4 Los capitales comprometidos (<i>Fundraising</i>).....	33
2.2.5 El capital disponible para inversión	34
2.2.6 El fenómeno del deslistamiento bursátil o <i>public</i> <i>to private conversions</i>	35
2.2.7 Los líderes de la industria del Capital Privado.....	35
2.3 Los riesgos al sistema financiero global	37
2.3.1 Los riesgos Conceptuales	37
2.3.2 Riesgos de tamaño y reposición.....	37
2.3.3 Riesgos de contagio	38
2.3.4 Riesgos por su opacidad	38
 CAPÍTULO 3. CATEGORIZACIÓN DE LAS OPERACIONES.....	 39
3.1 El árbol de operaciones	39
3.2 Bancos de Inversión (BI).....	40
3.2.1 Operaciones Generales	40
3.2.1.1 De Asesoría.	40
3.2.1.2 De Posición Propia.	40
3.2.1.3 De Comprometer participaciones.....	40
3.2.2 Operaciones específicas	40
3.2.2.1 Valoración de empresas y negocios.....	40
3.2.2.2 La debida diligencia (<i>Due dilligence</i>)	41
3.2.2.3 Las Fusiones y adquisiciones (“ <i>M&A</i> ”).....	43
3.2.2.4 Las emisiones públicas de acciones y bonos	46
3.2.2.5 El <i>underwriting de títulos valores</i>	47
3.2.2.6 Identificación de inversionistas o conformación de libro (“ <i>BOOK BUILDING</i> ”)	48
3.2.2.7 La creación de mercados (<i>Market making</i>)	49
3.2.2.8 La financiación de valores	51
3.2.2.9 La Gestión de Portafolios de Inversión.....	52
3.2.2.10 El Corretaje Preferencial.....	53
3.2.2.11 La deuda bancaria sindicada.....	53

3.2.2.12	La reestructuración financiera.....	54
3.2.2.13	Financiación de Entidades gubernamentales y Multilaterales.....	55
3.3.2.14	Los procesos de privatización y de financiación a Gobiernos	57
3.3	Fondos de Capital Privado (FCP)	58
3.3.1	Operaciones Generales	58
3.3.2	Operaciones específicas	59
3.3.2.1	La generación y la debida diligencia.	59
3.3.2.2	La postadquisición	59
3.3.2.3	Las salidas	59
3.3.2.4	La configuración de estrategia a Institucionales.....	59
3.3.2.5	Las compras financiadas (<i>Leveraged buyouts</i>).	59
3.3.2.6	El capital de crecimiento (<i>Growth capital</i>)	60
3.3.2.7	Los híbridos (<i>Capital mezzanine</i>).....	61
3.3.2.8	El capital de riesgo (<i>Venture capital</i>).	61
3.3.2.9	Los deslistamientos bursátiles o <i>public</i> <i>to private conversions</i>	61
3.3.2.10	Las reorganizaciones o reconversiones empresariales.	62
3.3.2.11	Las inversiones secundarias	64
3.3.2.12	Los Fondos de Fondos	64
3.3.2.13	Los Fondos Inmobiliarios	64
3.3.2.14	Los Fondos de infraestructura pública.....	65
3.3.2.15	Los Fondos de energía	65
3.3.2.16	Los Fondos de recursos naturales	65
3.3.2.17	Los Fondos de patentes y regalías (<i>Royalties</i>).....	66

CAPÍTULO 4. INTERACCIÓN CON LOS BANQUEROS

	DE INVERSIÓN	67
4.1	La tesis de Inversión.....	68
4.2	Los conductores de valor.....	69

CAPÍTULO 5. LECCIONES ESCOGIDAS DE BANCA DE INVERSIÓN..

5.1	Oferta pública inicial (OPI) de acciones	73
5.2	Producto Estructurado Privado	77
5.3	Finanzas Privadas para obra de Infraestructura Pública	80

Conclusiones	85
---------------------	-------	----

Bibliografía	87
---------------------	-------	----



PRESENTACIÓN



Esta obra es la continuación de la publicación *Introducción a la banca de inversión* (Acero Colmenares, 1990), divulgada en el momento de explosión de la llamada apertura económica de la economía colombiana, la cual contribuyó a la difusión y al conocimiento de una disciplina que se forjaba indispensable para acompañar ese decisivo momento histórico y, de la cual, poco se conocía en nuestro país y en Latinoamérica por aquellos días.

Esta nueva obra, titulada *Banca de inversión en la postmodernidad*, recoge una buena cantidad de apartes textuales de la primera publicación, los cuales se ensamblan con los contenidos de este texto, actualizando, complementando y abriendo el camino a la presentación de nuevos tópicos, surgidos de un trabajo de investigación sobre la dinámica de la actividad de los banqueros de inversión en la llamada postmodernidad. Finalmente, se ofrece un trabajo que ofrece una visión motivadora alrededor de esta profesión.

Diferentes procesos de cambio se han manifestado en esta profesión, en el marco de un nuevo orden económico después del fin de la *guerra fría*, el cual, pasó de una economía de producción a otra estimulada primariamente por el consumo, la masificación del acceso a la información, el uso demoledor de nuevas tecnologías y el dominio de las aplicaciones en internet. Las anteriores características demarcan la llamada *postmodernidad o sociedad del riesgo*, en el contexto económico.

Así, vemos cómo la banca de inversión actual deriva sólo el 25% de sus ingresos de la atención a las necesidades financieras del sector real de la economía y el restante 75% obtenido de una ferviente actividad basada en la negociación, segundo a segundo, de una diversidad de títulos valores, monedas y *commodities*, los cuales son derivados e instrumentos financieros de una complejidad inusitada mediante plataformas tecnológicas que nunca dejan de funcionar, donde el concepto subyacente es la asunción permanente de riesgos financieros.

En ambas actividades, en su atención por el sector real y en las actividades de compra venta de títulos valores y otros instrumentos financieros, su preponderancia gravita en el uso intensivo del talento humano para emplear intensamente su creatividad en la producción y comercialización de títulos valores, así como en el entendimiento y manejo de los complejos algoritmos que anteceden a las plataformas de negociación.

Pero, aun así, el tamaño y la sofisticación del mundo de las finanzas actual son tan insondables que la aparición de competidores en ambos campos ha sobrepasado la imaginación. En primer lugar, este proceso ha permitido consolidar una nueva raza de banqueros en los fondos de capital privado, los cuales acompañan la consecución de los grandes capitales a través de compras empresariales privadas gigantescas que compiten con las ofertas públicas iniciales de los bancos de inversión y, por lo tanto, esta publicación se ocupa también de éstos.

En segundo lugar, el mayor volumen de transacciones en la bolsa de Nueva York, lo es conformado por cuatro creadores de mercado que se distancian de los tradicionales bancos de inversión y sus emblemáticos corredores del corro a viva voz, el famoso piso o *floor*. Nos referimos a firmas especializadas en la compra y venta de acciones a través de sus propias plataformas. En algunos casos, estas son subcontratadas por los mismos bancos de inversión para su mejor entendimiento y profundización.

Este nuevo texto parte de una fundamentación histórica de la banca inversión, la cual, acompañada de una descripción de los diferentes modelos, fundamenta la elaboración de una definición razonada de esta actividad, para después continuar con la descripción en detalle de la dinámica actual de los bancos de inversión y de los fondos de capital privado, y detenerse así en la construcción de una categorización de las operaciones de los mismos, la cual facilita su entendimiento.

El texto continúa luego con una descripción sobre la manera de interactuar con los banqueros de inversión para conseguir el mejor provecho. Finalmente, concluye con la narración de ciertas lecciones escogidas de la banca de inversión, la cual busca despertar la imaginación y el entusiasmo del lector para entrar a hacer parte de este privilegiado universo de las finanzas o a seguir en él de manera exitosa.

Este texto es el resultado de un esfuerzo editorial conjunto con ABC DOCFIN, editora especializada en la producción de temas financieros. Así pues, se invita hoy al mundo empresarial, banqueros, académicos, inversionistas y estudiantes a disfrutar la lectura de este apasionante texto, fundamentado para entender por qué los banqueros de inversión son, de manera concluyente, como se describe en la obra, los terminales sensoriales y motrices de la mano invisible evocada por Adam Smith, como el principio rector del sistema capitalista.

CAPÍTULO 1

DEFINICIÓN DE BANCA DE INVERSIÓN

Este capítulo pretende recorrer los fundamentos históricos de la actividad de la banca de inversión desde la antigua Roma hasta el fin del siglo XX, acompañado de una descripción de los diferentes modelos conceptuales y su ámbito regulatorio en diferentes latitudes para entender el funcionamiento global de los banqueros de inversión. Todo lo anterior está pensado con el fin de concluir con una definición de la banca de inversión, en lo referente a su esencia y a su alcance teleológico.¹

1.1 Fundamentos históricos

La financiación de las actividades económicas predominantes en cada tramo de la historia de la formación y consolidación del sistema capitalista ha tenido como protagonistas a los banqueros de inversión. Así, en la Roma antigua, aparecieron éstos con sus primeras operaciones encaminadas a reunir capitales para participar en los réditos económicos, compartiendo los riesgos en asocio con otros participantes, de la comercialización de productos básicos y también de los insumos para su producción.

1 Tal como fue anunciado en la presentación, a lo largo de esta nueva obra se introducen apartes textuales de la publicación INTRODUCCIÓN A LA BANCA DE INVERSIÓN (Acero Colmenares, 1990), los cuales se ensamblan con nuevas redacciones que los actualizan y los complementan, sin la necesidad de citarlos como referencia específica, pues se entiende una obra continua.

En la Italia medieval, ocho siglos después, los banqueros de inversión se inventan los primeros créditos de carácter público para financiar la actividad de adquisición de tierras. A través de estos, unidos a sus grandes capitales, las élites aristocráticas y las cortes europeas predominantes acumularon vastos territorios para su dominio geográfico y su explotación económica.

Vendría luego, sobre el siglo XVII, la aparición de un fenómeno no sólo de emisión de deuda, sino de comercialización de ella para costear las necesidades militares de los nacientes Estados Europeos. Esta actividad de asignación de títulos de deuda, dio comienzo a la aparición de agentes privados que cobraban una comisión por esa actividad. Estos personajes podrían ser pensados como los precursores de los actuales *broker-dealers* o comisionistas. Así mismo, son los predecesores históricos de la actividad predominante de “*trading*” (compra-venta de títulos valores públicos) de la banca de inversión del siglo XXI.

Sin embargo, fueron otros factores históricos y económicos los que permitieron el nacimiento de servicios transnacionales de carácter bancario. Estamos hablando del desarrollo del comercio internacional durante los siglos XVIII y XIX entre Europa y América del Norte y del Sur, así como con la India y la China, de las sedas y del té al lado de productos agrícolas como el algodón y las maderas y sus actividades conexas tales como el transporte, almacenamiento y la compra venta de las mismas.

Poco a poco, y con el ascenso del mercantilismo, se inició una etapa más desarrolladora de este tipo de operaciones. Familias de banqueros, tales como los Fugger² y los Rothschild, amasaron grandes fortunas en el establecimiento de bonos de deuda para las principales coronas europeas. En este proceso, se fueron sofisticando cada vez más las operaciones, hasta que se llegó al *underwriting* de valores (establecimiento garantizado de una emisión original de títulos valores).

También, con la colocación de estos bonos de deuda, se financiaron en gran parte los ferrocarriles de Europa y la explotación de los recursos naturales en las colonias. El riesgo que implicaba este tipo de operaciones corría por cuenta propia de los banqueros, quienes eran los responsables del establecimiento de los papeles. Inglaterra, para 1780, contaba con el mercado de valores más desarrollado del mundo contemporáneo. Algunos agentes llamados *Loan Contractors* se encargaban de adquirir emisiones de títulos para después obtener una ganancia

2 Jacob Fugger, hombre burgués de origen campesino, sin vínculos con la nobleza, fue considerado el “hacedor de reyes” (YAHOO Finanzas, 2017) por su apoyo con dinero y armas a varias coronas. Su fortuna hoy equivaldría a 354,000 millones de euros, la más grande de todos los tiempos. Ya en 1523, por carta, habría exigido a Carlos I de España y emperador del Sacro Imperio Romano Germánico el pago inmediato de todas sus deudas para con él.

al negociarlos. Estos agentes entraron en conflicto con los inversionistas tradicionales, en su mayoría familias ricas o políticos influyentes.

Estos inversionistas tradicionales se vieron desplazados por el nuevo tipo de intermediarios financieros. Considerando la manera como evolucionaba dicho mercado, no sólo se requería tener capital disponible, sino también era necesario conjugar factores tales como la información, la inteligencia y el dinamismo. Ya por esa época, los intermediarios empezaron a reunir estas cualidades en organizaciones dedicadas a ese negocio.

Al pasar los años, estos intermediarios se consolidaron como organizaciones profesionales que contaban con los conocimientos y con los capitales necesarios para manejar suscripciones cada vez mayores. Así, se establecieron las primeras operaciones sindicadas o por grupos, a cuyos participantes se le dio por nombre banqueros de inversión, como una evolución de los *Merchant Banks*, a los cuales se hará referencia adelante. A diferencia de Inglaterra, en donde los *Loan Contractors* suscribían parte de la emisión y luego procedían a revenderla, en la Europa continental la práctica consistía en que el banquero se encargaba de colocar la totalidad de la emisión, recibiendo por ello una comisión.

La unificación de los modelos de aquél momento, compuestos fundamentalmente por Inglaterra y Europa continental, consistió en que los banqueros suscribían la totalidad de las emisiones y, posteriormente, llevaban a cabo su distribución y venta. A partir de esta descripción, es necesario entrar a destacar cómo se hace notar que éstos agentes (refiriéndose a los *Loan Contractors* o prestamistas) entraron en conflicto con los inversionistas tradicionales, compuestos en su mayoría por familias ricas o políticos influyentes. Lo anterior reside en el hecho de que éste recuento da pie para entrar a establecer un fundamento histórico en lo que se refiere a la evolución de las actividades de banca de inversión y sus protagonistas.

Efectivamente, cuando se hace referencia a los inversionistas tradicionales, en su mayoría familias ricas o políticos influyentes, éstos eran los llamados *Merchants*, *Merchant Banks*. Estos conformaban una casta social privilegiada para la conducción de negocios privados, emprendidos por un cerrado grupo de participantes, en su nombre y con el compromiso de sus patrimonios y sus ancestrales fortunas acumuladas para la época en Europa.

Estos negocios involucraban no sólo el comercio directo (la compra venta por cuenta propia), de bienes como especies, materias primas y productos, los cuales fueron llamados genéricamente *commodities* o mercaderías, sino también el transporte, su almacenamiento y la financiación de la compra o de la venta. En esta última actividad, los prestamistas (*Loan Contractors*) empezaron a tomar participación activa montando competencia a estos *Merchants* o mercaderes,

privilegiados ciudadanos y hombres de clubes sociales exclusivos a los que éstos últimos no accedían. Así, estos mercaderes empezaron no sólo a intensificar sus labores de financiación del comercio internacional de mercaderías, sino que también se propusieron desarrollar servicios de carácter bancario conexos para compensar monetariamente las transacciones a través de efectuar y recoger pagos local y transnacionalmente, arreglar la contratación de seguros, además de extender garantías y créditos asociados.

Para desarrollar estas complejas operaciones, formalizarlas y otorgarles un carácter jurídico vinculante, se agruparon de manera formal en compañías de responsabilidad limitada (*Limited Liability Corporations-LLC*) siendo ésta la figura original de los bancos mercantiles o *Merchant Banks*, de aquí en adelante, los bancos de inversión.

Aquí podemos localizar una separación entre un agente financiero puro, los prestamistas o *Loan Contractors*, y un actor financiero involucrado no sólo en la financiación del sector real de la economía, sino en la participación directa del mismo con sus propios capitales, los *Merchant Banks* o bancos de inversión. Algunos de éstos últimos se involucrarían, como el Banco *Barings*, en negocios como la construcción y operación de los entonces modernos bergantines de comercio llamados *Clipper Ships*, barcos de considerable tamaño que cortaban el viento a gran velocidad, los cuales redujeron las distancias para impulsar el comercio internacional, dominado por los holandeses en ese momento.

A finales del siglo XVIII y comienzos del XIX, mediante sus lazos cercanos con la clase política, estos banqueros empezaron a manejar operaciones para financiar a gobiernos. Aquí resalta la imagen de Inglaterra, apoyado para afrontar las guerras napoleónicas y la de los Estados Unidos, pensada para consolidar su dominio geográfico en el continente americano. Aquí cabe destacar la compra de un millón de hectáreas a Francia, en lo que se conoció como la *Louisiana Purchase*, la cual dobló el territorio estadounidense en 1803.

La ferviente actividad económica del siglo XIX de los banqueros de inversión y su internacionalización para apoyar la industrialización, la creación de infraestructura ferroviaria y eléctrica de las ciudades y, principalmente, el desarrollo de la sociedad anónima de carácter público en los mercados de capitales fueron decisivas en el afianzamiento del sistema capitalista en ese siglo. Esta actividad indujo un desplazamiento de Londres como eje del mercado de capitales a comienzos del siglo XX. Además de las contribuciones anteriores, la apertura de este nuevo mercado hizo que las grandes casas europeas de banca de inversión establecieran sucursales o se asociaran con entes locales para operar en el territorio estadounidense, dando así un paso gigantesco en la internacionalización y la movilización apátrida de los capitales, principio que sustenta el sistema económico mundial actual.

De acuerdo con lo anterior, y para entrar al siglo XX, es muy interesante mostrar cómo la imbricación entre el sector real de la economía y el sector financiero, latente en los bancos de inversión ingleses, da un chispazo a las emisiones internacionales de bonos. Éstos se emitirán a través de varias monedas, negociados simultáneamente en mercados de diferentes continentes y por emisores separados por miles de kilómetros con diferencias culturales abismales, involucrados posteriormente como enemigos en guerras durante ese siglo.

Cuando los bergantines de comercio o *Clipper Shipp*s, de propiedad del *Merchant Bank*, Banco *Barings*, principal protagonista de la transacción de la *Louisiana Purchase*, empezaron a tocar con frecuencia el puerto Yokohama, sus banqueros lograron una conexión con el Gobierno del Japón. En este momento de su historia, esta organización política tenía necesidades inmensas de capital para financiar la adquisición de nuevas tecnologías, principalmente en el transporte férreo y de construcción de ciudades.

En 1902, el gobierno japonés entra al mercado americano e inglés de bonos, de la mano del Banco *Barings*. Este proceso se dio de manera simultánea con la primera de cinco emisiones de bonos del Gobierno de Japón denominada en libras esterlinas. Ésta emisión fue negociada en los mercados de Nueva York y de Londres, al tiempo de otra en yenes japoneses, en la que actuó como manejador líder la *Hong Kong and Shanghai Banking Corporation*, sociedad semilla del hoy conglomerado bancario HSBC.

Paradójicamente, un reingreso del Banco *Barings* a los mercados asiáticos en 1995, con operaciones especulativas de arbitraje y *trading* de bonos japoneses carentes de una adecuada estructura de control, lo empujaría a la quiebra y a la desaparición de doscientos treinta y tres (233) años de historia como banqueros de inversión (Colombo, 2005).

De esta manera, el comienzo del siglo XX es el preámbulo de una serie de acontecimientos y del anuncio de la aparición de operaciones de financiación cada vez más sofisticadas y complejas en mercados públicos de valores más grandes en tamaño de transacciones que el producto interno bruto (PIB) de algunas naciones en vía de desarrollo. Efectivamente, el comienzo de siglo empieza a estar marcado por eventos en los cuales la banca de inversión ha sido protagonista para bien o para mal. El papel de J. Pierpont Morgan (JP Morgan), el banquero de inversión más reputado del momento, es muy bien registrado en la solución de las crisis bursátiles. Así mismo, podemos hablar de este personaje como el hombre que le dio forma a la configuración plural de la industria cuando introdujo las primeras operaciones de grandes transacciones privadas de compra venta de compañías del sector real en mercados privados o la actividad conocida como *Private Equity*, o de capitales privados, dominada hoy por la industria de los fondos de capital privado (FCP).

Por el año de 1901, en la ciudad de Pittsburg, en los Estados Unidos, JP Morgan adquirió la compañía *Carnegie Steel Co.* a las familias *Carnegie* y *Phipps* por USD 480 millones, transacción marcada como la pionera en el mercado de fondos de capital privado. De allí se derivó que la familia *Phipps* conformará el fondo familiar *Bessemer Trust*, que con un capital inicial de USD 50 millones a hoy se mantiene activo con activos de transacciones privadas consolidadas por más 100,000 millones de dólares. A su vez, la intervención de JP Morgan, mediante el compromiso de cantidades importantes de fondos propios, fue decisiva en la recuperación de los mercados bursátiles tanto en el pánico bancario de 1907, como en el famoso *crash* o colapso bursátil de 1929.

El primero de éstos problemas tuvo su origen cuando un inversionista institucional de la época, a partir de maniobras especulativas conocidas como *corner the market*, apoyadas por negociaciones paralelas en *bucket shops*³, resultó en una retracción de liquidez en la bolsa que estimuló retiros masivos de dineros de bancos nacionales y regionales que financiaban las operaciones bursátiles. Este impacto terminó impulsando la creación del *Federal Reserve System- FED*, como banco gubernamental prestamista de última instancia al sistema, mencionada en español como La FED.

La solución a esta crisis y la salida de la recesión en que se encontraba la economía americana empujó una época de auge en las operaciones de los banqueros de inversión, las cuales se concentraron en financiar por la vía de bonos y acciones la expansión industrial y las inversiones de los gobiernos federales y extranjeros. La anterior situación creó un largo período de precios al alza en las acciones o *bull market*, los cuales eran alimentados por una actividad incesante de *underwriting*⁴ de valores que eran vendidos a individuos o inversionistas individuales cabezas de hogares.

3 “*Corner the market*” o “arrinconar al mercado” es una maniobra especulativa que busca controlar la oferta de una acción para crear precios artificiales. Se hace mención a los “*bucket shops*”, “tiendas de balde”, o casas de apuestas paralelas que soportaron estas maniobras por la similitud en las operaciones llamadas “*dark pool*” o “piscinas oscuras” en las que se encuentran participando hoy los bancos de inversión que se discutirán adelante.

4 Este término del inglés se traduce al español como asegurar o garantizar, pero ha sido asimilado como un anglicismo de amplio uso en el lenguaje financiero que se refiere a garantizar la colocación de una emisión de títulos valores en el mercado público bajo ciertas condiciones de precio principalmente. Los “*underwriters*” son los que hacen “*underwriting*”.

La banca comercial a su vez tenía grandes cantidades de dinero como depósitos de estos individuos, pero las industrias no acudían a esta banca para financiarse. Esta situación obligó a crear y a promover un mercado de créditos pensados para financiar las compras bursátiles de bonos y acciones por parte de esos mismos inversionistas. En este contexto, se desarrolló una incesante carrera de emisión de títulos de compañías industriales, las cuales tomaban en *underwriting* y vendían los bancos de inversión hasta el punto que se creó una burbuja que explotó y dio origen a la caída estrepitosa de la bolsa de Nueva York. Estamos hablando del “*New York Stock Exchange NYSE*”, hecho que ocurrió en octubre de 1929. Este colapso bursátil marcó el inicio de la llamada Gran Depresión americana.

Los precios de las acciones cayeron vertiginosamente. Este hecho dejó sin respaldo para el pago de sus deudas a un gran número de personas, al tiempo que los mismos retiraban sus dineros de los bancos, industria que entró en una crisis prolongada a lo largo de los años treinta. En este periodo, se cerraron, fusionaron o desaparecieron más del 40% de los bancos de la época en toda la nación americana, incluidos varios bancos de inversión.

Surge como consecuencia de los eventos antes descritos una intervención regulatoria de fondo en la industria bancaria en los Estados Unidos que daría forma a una banca de inversión especializada y regulada por el *Glass-Steagal Act*, conocido también como la Ley Bancaria o el *Banking Act* de 1933. Los elementos rectores de esta ley fueron:

- La erección de una barrera entre la banca comercial y la banca de inversión que obligó a separar las operaciones de captación de dineros del público y el otorgamiento de créditos, reservando ésta última a los banqueros comerciales. Así mismo, se consideró emitir y transar en títulos valores accionarios y bonos de deuda de manera exclusiva a los bancos de inversión.
- La prohibición a la banca de inversión para mezclar las actividades de asesoría en la creación de las emisiones de valores con sus labores de comercialización o de comisionista (*broker*) de los mismos en el mercado para evitar el surgimiento de conflictos de interés, regulación conocida como la muralla china o *Chinese Wall*.

Esta regulación permitió a los bancos de inversión concentrarse de manera dedicada a las emisiones en los mercados públicos de valores y a establecer una conexión más profesional al sector real de la economía, al brindar asesoría en la consecución de capital y deuda. Al mismo tiempo, permitió que surgieran una clase de banqueros de inversión, las llamadas *boutiques*, los cuales se esforzaban en competir con los grandes, a través de talento y creatividad en sus asesorías, apoyándose luego en estos grandes para las labores de colocación y venta de los valores creados.

Sin embargo, vendría una ola muy interesante a comienzos de los setenta que empezó a perfilar la estructura de esta industria, la cual fue motivada por dos fenómenos, a saber:

- A la luz de la abolición de las comisiones de compra venta de valores en 1975, los ingresos en actividades de *trading* se vinieron a pique y muchas de esas *boutiques* de investigación fueron absorbidas por los grandes bancos de inversión, los cuales se movieron a hacer todo bajo un mismo techo, con la creación de productos financieros, tales como los derivados y la deuda estructurada de alto rendimiento, que les significaron muy buenos ingresos.
- Por otro lado, nos encontramos con las facilidades otorgadas para las fusiones y adquisiciones corporativas (*Mergers and Acquisitions – M&A*), las cuales permitieron el fortalecimiento del negocio de capitales privados, mediante el uso de sus propios patrimonios, acompañados de grandes cantidades de financiación externa amparada en sus activos o en los negocios por adquirir en transacciones privadas. Es decir, estamos hablando de un verdadero renacimiento de la antiquísima práctica de los banqueros mercantiles ingleses y de los primeros americanos como JP Morgan y la familia de los Phipps, mencionados anteriormente.

La prevalencia de tasas de interés bajas durante un largo período a comienzos de los ochenta, al lado de un mercado bursátil de alzas continuas y sostenidas, creó la llamada *merger-mania*. Este fue un movimiento caracterizado por el sector real, direccionado por la búsqueda de capitales pensados para apoderarse de sus rivales o de compañías que les proveían integración vertical a sus negocios, mediante tomas accionarias hostiles y deuda auto-apalancada (*leverage buyouts*), tomas apalancadas con bonos basura emitidos por los bancos de inversión o por los mismos fondos de capital privado para sus propias operaciones.

En este contexto, fueron famosas las tomas hostiles y la desmembración posterior de activos valiosos y despidos laborales masivos en compañías del sector real que permitieron el surgimiento de firmas como *Kohlberg, Kravis & Roberts-KKR*, *The Blackstone Group* y *The Carlyle Group*. Así, gigantes transacciones como las tomas de TWA, Revlon, Gulf Oil y otros fueron famosas no sólo por su tamaño, sino por la forma como muchas veces estas firmas conseguían apalancarse con los mismos bancos de inversión y sistemas de riesgo como los *blind pools* o capitales ciegos⁵.

5 Contribuciones de inversionistas con aportes de capital o deuda sin la obligación de revelar montos, condiciones u operaciones a realizar.

1.2 Modelos Conceptuales

1.2.1 El modelo americano

El paso del Atlántico por parte de las familias de los banqueros de inversión ingleses del siglo XIX y comienzos del XX hacía los Estados Unidos, emprendido para aprovechar los incipientes mercados bursátiles, implantó un modelo de servicios bancarios. Este sistema comprendía desde recibir depósitos, emitir acciones y bonos, venderlos, comprarlos, tener acciones y controlar sociedades industriales, hasta el colapso bursátil o *crash* del 29.

Este significativo evento, como ya fue mencionado, llevó a la imposición del *Glass-Steagal Act* en el año de 1933, el cual impuso la separación legal de las actividades de banca de inversión de las de la banca comercial, complementado por el *Bank Act*, lo que buscó regular los conflictos de interés derivados de las actividades de asesoría en la emisión de bonos y acciones, así como su comercialización. Este proceso se fundó a partir de un proceso de separación, por lo que se conoció como la muralla china.

Este modelo sirvió hasta el año de 1999, cuando el *Gramm-Leach-Bliley Act*, permitió la realización de actividades de banca comercial y de inversión bajo un mismo techo, el cual fue modificado tras el impacto de la crisis financiera del 2008 por la ley de protección al consumidor del 2010, llamado el *Dodd-Frank Act*. A través de la conocida Regla de Volcker o *Volcker Rule*, regresó a establecer separación legal a algunas actividades de banca de inversión de las de banca comercial.

El tamaño de la crisis del 2008 fue tal que empujó al colapso a varios y notables bancos de inversión, algunos desaparecidos como *Lehman Brothers*. Así mismo, obligó a la FED a usar a fondo su papel de prestamista de última instancia del sistema para el que fue concebido, mediante el programa de rescate llamado *Trouble Asset Relief Program-TARP*. Después de casi trece (13) millones de millones de dólares (USD trece trillones), de los cuales los bancos tuvieron que recibir, de manera vertiginosa y angustiante casi 700,000 millones de dólares (USD 700 billones anglosajones), con el fin estabilizar la economía y destrabar los mercados crediticios.

En la ejecución del programa anterior, salió a relucir una de las características de este modelo de banca de inversión. Este tiene que ver con la remuneración de los banqueros y el tamaño de sus bonos de éxito, los cuales toman entre el 40% y el 50% de las utilidades de los bancos así, se vieron casos donde dineros de ayuda del TARP fueron usados no sólo en el rescate financiero de algunas firmas, sino también en el pago de grandes cantidades de bonos adeudados a sus empleados.

La Regla *Volcker*, prácticamente rige hoy el modelo americano, dentro del cual se permite a los bancos comerciales llevar a cabo operaciones de banca de inversión como creadores de mercado, también conocida como *underwriters*, participar en operaciones de *hedging* o de cobertura de riesgo, comercializar bonos privados y gubernamentales y, finalmente, actuar como agentes, comisionistas o custodios.

Al mismo tiempo, la Regla *Volcker* limita la participación en operaciones de posición propia y el control en fondos de cobertura de riesgo y de fondos de capital privado. Esta situación ha abierto el inmenso campo de acción a toda esta clase de fondos de capital, con la intención de actuar como los nuevos banqueros de inversión del sector real de la economía. Lo anterior se precisará más adelante.

Las cinco agencias federales que regulan y vigilan este mercado, las cuales listaremos por sus nombres en inglés, son las siguientes: *the Board of Governors of the Federal Reserve System*, *the Federal Deposit Insurance Corporation*, *the Office of the Comptroller of the Currency*, *the Commodity Futures Trading Commission* y *the Securities and Exchange Commission-SEC*, incorporaron la Regla *Volcker* en el año 2014 y ordenaron sus plenos efectos desde el 21 de julio de 2015 a todo el sistema bancario.

1.2.2 El modelo del Reino Unido (RU)

La banca de inversión en el mundo se ha modelado tras las actividades pioneras de los banqueros ingleses en este campo. Como fue descrito anteriormente, este proceso ha estado acompañado por la preeminencia de los celeberrimos *Merchant Banks* o bancos mercantiles, el carácter regulatorio basado en la libertad de operación, la vigilancia y supervisión de contenido técnico muy profesional y altos estándares y capacidades de intervención de hondo calado legal.

Así, los antecedentes del *Finance Act* en 1968 y otras medidas al amparo del recordado *Big Bang* o explosión del mercado Londinense de esa época, se establecieron unos marcos generales en la actividad de la negociación de valores enfocados en los agentes sobre requisitos de capital mínimos y formación profesional de los mismos.

Hoy, el enfoque general prevalece. Los bancos de inversión que trabajan en el Reino Unido son regulados como entidades legalmente autorizadas para negociar con valores e inversiones, conocidas como *investment firms* o firmas de inversión.

Éstas caen bajo la denominada regulación prudente (*prudent regulation*), encomendada al *Bank of England's Prudential Regulation Authority – PRA*, en aquello que se refiere a la defensa macro de la estabilidad del sistema financiero en todo el Reino Unido.

La PRA regula las actividades de los bancos de inversión extranjeros si están establecidos como *investment firms* en el Reino Unido. Sin embargo, sus sucursales no son cubiertas por este proceso. Sobre estas, el sistema inglés descarga toda la supervisión en aquello que se refiere a la *prudent regulation*, sostenidas en las autoridades locales de sus países de origen. Resulta interesante y peculiar señalar esta característica diferencial frente a todos los modelos que se describirán.

Adicionalmente, todas las firmas de inversión y sus actividades se encuentran bajo la égida de la *Financial Conduct Authority-FCA* y del *Financial Policy Committee-FPC*. Así, en caso de estar clasificadas en el grupo G-SIBs, *global sistemically important banks*, pueden acceder a facilidades crediticias del *Sterling Monetary Framework* o marco monetario de la libra esterlina.

1.2.3 El modelo europeo continental

Alemania y Francia dominan la modelación para las actividades de banca de inversión en la Europa continental, cuyo rasgo principal es la prestación simultánea de servicios de banca comercial y de banca de inversión por un mismo intermediario.

Estos intermediarios a su vez están autorizados, desde siglos atrás, para tener propiedad accionaria directa sobre empresas industriales y comerciales del sector real de la economía.

El papel del Banco Central Europeo (BCE) es de una importancia medular en el desarrollo de estos modelos de banca de inversión, pues sus funciones son de largo alcance en cuatro (4) frentes principales:

1. Control de la masa monetaria.
2. Fijación de la tasa de interés de intervención.
3. Préstamo de última instancia.
4. Supervisión bancaria.

Para esta última función, la tarea empeñada llamada *Asset Quality Review* o trabajo de revisión de calidad de activos, fue el punto de partida para el establecimiento de los llamados *stress test* o pruebas de tensión para la banca europea. Estos últimos estamentos conducen la *European Banking Authority-EBA*, agencia a la que se ha delegado la obligación de asegurar el buen funcionamiento y estabilidad de los mercados financieros europeos.

Estas pruebas de tensión, las cuales son conducidas y reveladas al mercado con cierta regularidad, se han empezado a constituir como un medidor importantísimo de la calidad del sistema bancario europeo y, por ende, del buen desempeño del sector real de la economía, situación que mueve las bolsas al alza o la baja de

manera sistémica. Lo anterior es definido según los *stress test*, los cuales pueden resultar buenos o malos.

1.2.4 El modelo japonés

Conceptualmente, el modelo que rige en la economía japonesa para la banca de inversión, se basa en la separación de sus actividades con las de la banca comercial. La regulación y supervisión de las instituciones financieras, estuvo bajo la égida del Ministerio de Finanzas desde la ley de *Valores y Comercio* de 1948, hasta la reforma de 1998, momento en que las atribuciones regulatorias quedaron en cabeza del Primer Ministro.

El Primer Ministro, quien es la mayor autoridad gubernamental de la nación, delega la mayoría en el Ministerio de Finanzas. Sin embargo, mantiene ciertas atribuciones indelegables, como las de otorgar y cancelar permisos de funcionamiento a las instituciones financieras en territorio del Japón.

La reforma mantuvo la separación de las instituciones financieras en dos clases: la bancaria y la de valores. Así mismo, creó una nueva: la de seguros. Todas estas están reguladas por la Agencia Financiera de Supervisión, pensada como una dependencia de la oficina del Primer Ministro. También se mantuvo en esa estructura al Banco del Japón, al Ministerio de Comercio Internacional y a varias organizaciones autoregulatoras conocidas por sus siglas en inglés como SROs.

La banca de inversión es ejercida por unas *Securities Firms* o Compañías de Valores, las cuales, durante muchos años, estuvieron restringidas a las actividades de corretaje de bonos y de acciones de donde derivaban la mayoría de sus ingresos con esquemas de comisiones. Este proceso funcionó de este modo hasta el llamado *Big Bang* del mercado bursátil japonés, momento en que éstas fueron liberadas.

Por sus participaciones accionarias cruzadas con las grandes compañías del sector real, los bancos comerciales dominaron la financiación de éstas por la vía de créditos bancarios. De este modo, se inhibió la emisión de bonos y acciones en el mercado de valores, además de ejercer un fuerte poder de atracción de los individuos para mantener sus dineros en depósitos bancarios desestimulando su vinculación a los mercados bursátiles.

No obstante, el desarrollo de las compañías de valores y de las actividades de banca de inversión, se han afianzado en los últimos años a través de la adopción de innovaciones tecnológicas en el *trading* de acciones y bonos, así como en la disponibilidad de fondos mutuos hasta llegar a los inversionistas individuales.

De otro lado, un problema grave de la deuda empresarial en los noventa permitió a muchas empresas despertar de su apetito por emisiones de bonos en el profundo mercado de la bolsa de Tokio.

1.2.5 El modelo de la China Continental

Debido a la influencia en el entorno económico mundial de la economía de la antigua China Comunista y también del comportamiento de sus mercados bursátiles, es conveniente mostrar los avances que ha presentado la banca de inversión en ese país después de admitir que un país comunista pudiera tener una economía de mercado.

Como era de esperarse, en la expedición de la llamada *Security Law* o Ley de valores, el gobierno chino se arrogó un control absoluto sobre los intermediarios que llamó *securities firms* o compañías de valores y de sus operaciones. Este proceso se fundó a través de un énfasis en la prudencia con muchas restricciones y prohibiciones para unas firmas, las cuales son en su mayoría propiedad de bancos gubernamentales.

A pesar de que nunca se han hecho llamar banca de inversión, éstas sí juegan un papel de intermediario en el mercado bursátil y ayudan en la emisión y colocación de acciones y bonos de donde derivan cerca del 60% de sus ingresos. La falta de educación en la materia y de experiencia de los banqueros chinos en estas lides, está dando oportunidades a los grandes bancos de inversión para aprovechar las políticas actuales de promoción, la gran cantidad de inversionistas individuales y las necesidades de financiar el desarrollo de un sector productivo interno fuerte que le ayude a la economía a mantener crecimientos del PIB entre el 8% y el 9% anual.

1.2.6 El modelo Latinoamericano

La banca de inversión en Latinoamérica está muy influenciada por los modelos regulatorios americanos. Básicamente, las autoridades supervisoras de las actividades bancarias vigilan, regulan y sancionan las actividades relacionadas con la emisión y negociación de títulos valores, sus agentes y los inversionistas. En Colombia particularmente, las actividades de banca de inversión están reguladas por la Superintendencia Financiera (SF) y por el Autoregulador del Mercado de Valores (AMV). Éste último es una escisión de las actividades de autoregulación ejercidas por las bolsas de valores en el pasado.

Las instituciones autorizadas para prestar servicios y realizar actividades relacionadas con la banca de inversión son las Corporaciones Financieras (CF), las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SB) y las Sociedades Fiduciarias (SF). Las CF cumplen una función importante de desarrollo e inversión en el sector real de la economía actuando como los *Merchant Banks* de la Inglaterra de los siglos XVII y XIX. Sin embargo, también están vinculados al mercado público de valores. En los últimos años, han empezado a hacer presencia una cantidad importante de fondos de capital privado del exterior que está complementando esta labor.

Las SB jugaron un papel muy dinámico en el desarrollo del mercado público de valores, especialmente en el de la deuda soberana en moneda local, el cual hoy está dominado por los bancos comerciales con su papel de creadores de mercado.

Actualmente, las SB son agentes que compran y venden acciones y bonos en el mercado público, al cual concurren inversionistas extranjeros que mantienen una liquidez importante del mismo. Estas SB juegan un papel clave en la emisión de acciones de empresas privadas al público en general y en el mantenimiento de su mercado secundario.

La toma de posición propia y de control de compañías públicas y privadas en Brasil apoyó el logro de situación de preeminencia y liderazgo en el continente de la más grande de sus firmas, hasta que su líder fue acusado en los recientes escándalos de corrupción del gobierno de turno.

Sin embargo, esta firma mostró una capacidad de reacción rápida al deshacerse de sus actividades y activos de inversión con recursos propios y se ha logrado mantener a flote gracias sus actividades de *trading* o intermediación de títulos y de manejo de recursos de clientes en fondos colectivos en varios países donde hace presencia.

Sería incompleto este corto recuento si no se mencionará al mercado mexicano, lugar donde la banca de inversión, a través de las casas de bolsa, jugó un papel decisivo en la creación, comercialización y mantenimiento de la figura de las FIBRAS, un mecanismo de inversión en inmuebles con liquidez bursátil.

La anterior descripción de los modelos de banca de inversión y de sus ámbitos regulatorios, nos lleva a concluir que existe una característica transversal en estos, la cual consiste en que la banca de inversión, como institución separada dentro de un sistema financiero particular, no existe hoy.

Solamente existe un conjunto de operaciones denominadas de banca de inversión que llevan a cabo intermediarios bancarios y no bancarios, cuyas actividades y participantes se encuentran vigilados y son previamente autorizados por organismos gubernamentales con capacidades supervisoras y sancionatorias de largo alcance.

1.3 Compendio de definiciones

1.3.1 Banca especializada

Emilio Sánchez Santiago (Santiago, 1990) define la banca de inversión como una banca especializada que opera simultáneamente en los mercados nacionales e internacionales. Es una banca que enfoca su negocio en forma global, regional o nacional. Estamos hablando de una banca con orientación transaccional, más que

de operaciones comunes de larga data. Por esto, a diferencia de la banca comercial o la banca de fomento, los negocios de esta banca están orientados a realizar transacciones específicas que requieren de una mayor especialización.

También, es una banca que sirve de puente entre inversionistas y empresas, que requieren fondos, operando esencialmente como conducto. Poco a poco, en su concepto, esta banca evoluciona hacia la noción de *supermercado de servicios financieros*.

Su principal fundamento es el uso intensivo de tres recursos escasos en el ámbito financiero:

- a. Talento humano muy especializado y altamente entrenado.
- b. Competencia con el uso más intensivo del capital.
- c. Alta tecnología, especialmente en lo que concierne a la posición de comercialización de valores, para brindarle al cliente un servicio preciso, correcto y oportuno.

Esta banca tiene como base principal cuatro disciplinas interrelacionadas entre sí:

- a. El mercadeo (la venta de valores y la venta de servicios).
- b. Las finanzas corporativas.
- c. El corretaje de valores.
- d. La investigación, entendida esta como el análisis metódico y sistemático de la situación financiera y de las perspectivas de todas las empresas que concurren a un mismo mercado.

Además, compete con las demás entidades financieras con cuatro instrumentos básicos:

- a. Velocidad de ejecución
- b. Precio
- c. Profesionalismo
- d. Capital

1.3.2 Comerciante de títulos valores

Por su parte, Rudolf Hommes (1989), en el documento *La banca de inversión en Colombia: hacia un mercado moderno de capitales*, considera que un banco de inversión esencialmente materializado en la figura de un comerciante de títulos de valores, adquiere los mencionados títulos de valores para venderlos con una ganancia. En este proceso, los conservan en inventario y contribuye a que se valoricen, actuando por cuenta propia, o como asesor de las empresas que emiten los títulos.

La esencia misma del negocio de banca de inversión garantiza que estas instituciones sirvan a sus clientes. Teniendo en cuenta que su interés es vender bien los títulos que ofrecen al público, existe una comunión de objetivos con el emisor, pues éste minimiza costos financieros en la medida que aumenta el precio de colocación.

No obstante, como el banco de inversión vive de comprar y vender papeles, deben también mantener satisfechos a sus proveedores de fondos, lo cual implica una defensa simultánea de sus intereses, previniéndolos de riesgos innecesarios, asegurándose que no existen falsedades en la información suministrada y ofreciendo la adecuada rentabilidad.

1.3.3 Formador de Capital

José Fernando Calderón (1988), en su investigación *Banca de inversión: principales operaciones y su desarrollo en Colombia*, dice que la función principal de un banco de inversiones es formar capital. Esta función es desarrollada mediante la prestación de una serie de servicios que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercados de capitales y agilizar la conservación de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales, ofreciendo instrumentos de capital. Esta alternativa contrasta a la que presenta la banca comercial, ya que ésta, financia las empresas mediante instrumentos de crédito.

Además, la banca de inversión actúa como asesora de empresas en programas de reestructuración financiera, en procesos de fusión, adquisición o venta de empresas, en el impulso a las inversiones en capital de aventura (*Venture capital*), en tracciones financieras como los intercambios de deuda por capital (*Debt-Equity-Swaps*), en los intercambios de obligaciones con diferentes clases de tasas de interés (*Interest Rate Swaps*), en la financiación de proyectos, en los procesos de privatización de empresas estatales, como también en la participación de las operaciones de *underwriting* (emisión original de valores) y colocación privada de valores.

1.3.4 Intermediario financiero

Javier Serrano (1990), en su libro *Mercado monetario y capitales*, define los bancos de inversión como un tipo especial de intermediarios financieros especializados, los cuales prestan servicios financieros a personas jurídicas (empresas manufactureras, bancos, compañías de seguros) o a personas naturales. Este tipo de organizaciones, difiere de la banca comercial en el tipo de operaciones que está autorizada a realizar y en el tipo de actividades que usualmente ejecuta. Así pues, no captan dinero del público en la forma convencional como lo hacen los bancos, instituciones de ahorro y otras entidades financieras.

Sus actividades se concentran en los mercados de dinero y de capitales, desde operaciones simples de *brokerage*, hasta operaciones de *underwriting* de acciones y bonos ordinarios, actividades de tipo corporativo (consultoría y asesoría, programas de configuración y reorganización de la estructura financiera, desarrollo de instrumentos de financiamiento vía deuda o capital y estrategias para su colocación), adquisición de empresas, fusiones y consolidaciones.

1.3.5 Definición razonada

Así, a partir de todo lo tratado en los apartes precedentes, a continuación, se insertará una definición completa de la actividad de banca de inversión, la cual rematará con dos apreciaciones, una con respecto a su esencia y la otra con relación a su carácter teleológico.

La banca de inversión es una actividad que se fundamenta en la presentación de servicios financieros especializados, pensada para identificar y movilizar los recursos de financiación disponibles en los mercados nacionales e internacionales, hacia los distintos sectores económicos que lo requieran.

En la presentación de esos servicios financieros especializados se debe poseer:

- Alta tecnología con la cual reúne, procesa, comunica y archiva información.
- Talento humano.

Para la identificación y movilización de recursos financieros, los banqueros de inversión trabajan con el fin de:

- Analizar y decidir sobre las fuentes de esos recursos en términos de costos, rapidez y facilidad para su obtención.
- Promover la participación de terceros y/o tomar participación propia sobre los recursos movilizados.

El encauzamiento hacia los sectores económicos requiere que la banca de inversión desarrolle su papel de asesor, pues debe analizar de manera exhaustiva, profesional e independiente cada uno de esos sectores para establecer su:

- Prioridad en el contexto del desarrollo estratégico y armónico de la economía en cada momento histórico.
- Productividad con respecto al éxito comercial, técnico, administrativo y financiero de cada negocio con el objetivo de garantizar la multiplicación y acumulación de capital y evitar así el despilfarro del ahorro y la descapitalización de los participantes.

De acuerdo con lo anterior, se desprende una función más amplia que responsabiliza a la banca de inversión con la tarea de promover y asignar de la

manera más eficiente y dinámica los recursos provenientes del ahorro nacional y extranjero, a través del mercado de créditos o del mercado de capitales hacia los sectores económicos prioritarios y más productivos con el fin de garantizar la formación bruta de capital entre los participantes.

Así, es conveniente destacar de la anterior definición dos aspectos, a saber:

- Que la banca de inversión en su esencia es una *actividad*, no una institución exclusiva o un tipo de intermediario financiero con una sola función. Por otro lado, podríamos decir que se define a partir de una serie de servicios financieros y operaciones monetarias con un sofisticado valor agregado, las cuales son llevadas a cabo por diversas sociedades comerciales en mercados transnacionales privados y públicos.
- Que su función teleológica es garantizar la eficiente irrigación de recursos financieros, evitando su destrucción, con el objetivo de mantener el flujo adecuado de bienes y servicios en todo el sistema económico. Acudiendo a una metáfora anatómica, los banqueros de inversión son los terminales nerviosos o los nervios, esos terminales *sensitivos* y *motores* de la *mano invisible* que guía el sistema, según era evocado por Adam Smith. (Lamb, Katrina, 2014)⁶.

Por supuesto, es una definición teórica que busca definir la necesidad de establecer un espacio muy estrecho entre el ejercicio práctico de la banca de inversión y la completa necesidad de reconocer su carácter ético en todos los emprendimientos, con el objetivo fundamental de responder al bienestar económico general de las naciones y de sus pueblos, la cual no puede esconder los inmensos riesgos subyacentes de estas actividades al cruzar el sistema financiero mundial.

6 Katrina Lamb, en un artículo titulado *The Rise Of The Modern Investment Banking*, presenta una metáfora similar cuando llama a los “*Merchant Banks*” de los siglos XVII y XIX las “*máquinas financieras*” o “*financial engines*” de la *mano invisible* de Adam Smith. Sin embargo, la metáfora en términos anatómicos, introducida en esta obra, ofrece una más cercana analogía.

CAPÍTULO 2

LAS INSTITUCIONES POSTMODERNAS

Este capítulo busca describir el funcionamiento de las instituciones postmodernas de banca de inversión. Estas son entendidas no sólo como los bancos de inversión (BI), sino también como los fondos de capital privado (FCP). Así, se hará una lectura en concordancia con sus imbricaciones y complementaciones desde sus orígenes, es decir, entre el período que comienza en los años que preceden a la crisis financiera del 2008 hasta hoy. Lo anterior se expone para mostrar las consecuencias de estos procesos en su configuración histórica que deviene en su aspecto actual.

A la luz de ello, este capítulo concluye con un análisis de los riesgos que el actuar de los bancos de inversión (BI) y los fondos de capital privado (FCP) le imponen a la estabilidad del sistema financiero mundial postmoderno.

2.1 Bancos de Inversión (BI)

Antes de entrar en la descripción de las actividades de los bancos de inversión a hoy, es necesario entender los orígenes de crisis financiera del 2008 y la participación de éstos en la génesis de la misma. De esta manera, se busca retomar el hilo del aparte de los fundamentos históricos donde éste nos dejó.

2.1.1 La crisis financiera del 2008

En la práctica, este colapso se dio por la desmesurada e irresponsable acumulación de los activos llamados de nivel 3. Esta clasificación fue introducida por una nueva regla contable, la SFAS157 en los Estados Unidos, e incorporada a los Acuerdos de Basilea. Esta regla exigió a los bancos dividir sus activos negociables en tres niveles, según la facilidad para fijar un precio de mercado.

Los de nivel 1 son aquellos que cotizan en los mercados. Sin embargo, para los de nivel 3, no hay datos observables para tasarlos, se valoran según la referencia de los modelos de los propios bancos y presentan una dificultad en calcular transparentemente sus precios de mercado.

Sin embargo, la línea conceptual entre el nivel 2 y el nivel 3 es muy tenue y los bancos se ven tentados a calificar sus activos entre uno y otro, según los tiempos que afronten. Estos son revalorizados en buenos tiempos y, así, mejoran sus ganancias con los consecuentes mayores bonos a sus ejecutivos. No obstante, en tiempos adversos los castigos contables asociados pueden dar al traste con la misma supervivencia del banco.

En esta categoría, se encontraban clasificados activos de los llamados ABS (*Asset Backed Securities*), de los cuales hacían parte las titularizaciones de hipotecas *subprime*,⁷ de cartera de tarjetas crédito, de papeles comerciales y de los créditos puente, necesarios para atender las operaciones de tomas empresariales y compras apalancadas, entre otros elementos.

Una investigación periodística del *Asian Times* (Hutchinson, 2007), daría a conocer el tamaño del problema que afrontaban los grandes bancos estadounidenses en el 2007. A pesar de que éstos activos de nivel 3 en algunos casos no pesaban más del 10% del total de sus activos, al compararlos contra su capital, si tomaban proporciones devastadoras.

- El capital de *Goldman Sachs* era de 36 mil millones de dólares, pero sus activos de nivel 3 eran el doble del mismo: 72 mil millones de dólares.
- *Lehman Brothers* tenía 22 mil millones de dólares de activos de este tipo equivalentes a la totalidad de su capital.
- *Bear Stearns* poseía 20 mil millones, suma que correspondía al 155% de su capital.

7 El término “*subprime*”, que se seguirá usando en el texto como un anglicismo, corresponde a una categoría de créditos así llamados en los Estados Unidos por que se caracterizan por tener niveles de impagos superiores a la media de los créditos del sistema.

- *JP Morgan Chase* tenía en su haber unos 60 mil millones, monto que representaba la mitad del valor de su capital (Hutchinson, 2007).

Con una actividad económica pujante, no hubo cuestionamiento ni sobre la valoración de estos activos, ni sobre las enormes utilidades que los bancos contabilizaron por estas actividades. Sin embargo, la desaceleración económica, que empezó a empujar de manera generalizada los precios de los bienes raíces a la baja, provocó que el índice de endeudamiento tocara niveles insostenibles y que las hipotecas quedaran respaldadas por activos con valores inferiores al de las deudas vigentes.

Los bancos de inversión insistieron y argumentaron que la proporción contabilizada en sus libros de hipotecas *subprime*, respecto de su patrimonio, no era preocupante y que podrían asimilar castigos contra su capital sin desestabilizarlos. Sin embargo, el tamaño de los otros activos de nivel 3 y su inminente contagio y deterioro, sí lo era. La cartera titularizada de tarjetas de crédito, los créditos-puente, necesarios para apalancar compras empresariales, los papeles comerciales respaldados por activos y los *swaps* de incumplimiento crediticio, sumaban casi cuatro y medio (4,5) millones de millones de dólares (USD 4,5 trillones anglosajones) a nivel global en junio de 2007 (Hutchinson, 2007).

Vino una primera alarma. Merrill Lynch castigó de sus activos una suma sustancialmente mayor a la que le había anunciado al mercado. Goldman Sachs reportó que sus beneficios producto de derivados usados para cobertura, más o menos cubrían las pérdidas de las hipotecas “*subprime*”. Sin embargo, dichas ganancias correspondían a una revalorización basada en modelos de los contratos de nivel 3.

Los nervios se acentuaron en el mercado cuando en septiembre de 2008 el gobierno americano, ante la alarmante e imparable creciente ola de siniestros en la cartera bancaria de hipotecas, tomó control de los mayores originadores de hipotecas al titular: *Fannie Mae* y *Freddie Mac*.

Vendría entonces el detonante. *Lehman Brothers* había anunciado pérdidas gigantes y después de dar de baja a sus activos denominados tóxicos, los inversionistas y todo el mercado los observó con detenimiento y se encontró con que el banco no sobreviviría. Efectivamente, esta institución cayó en veinticuatro (24) horas, momento en que las autoridades le negaron un rescate de emergencia y desapareció.

Tendría entonces que actuar la FED. Así, usó a fondo su papel de prestamista de última instancia del sistema para el que fue concebido e implementó de manera precipitada un programa de rescate llamado *Trouble Asset Relief Program-TARP*, al final de casi trece (13) trillones anglosajones de dólares, antes explicado.

2.1.2 Los ingresos de los Bancos de Inversión y su origen

Ahora bien, para entender el accionar de los bancos de inversión en la *postmodernidad* o *sociedad del riesgo*, el mejor punto de partida es determinar el origen de sus ingresos, es decir, definir el lugar del cual provienen los mismos.

Los bancos de inversión derivan sus ingresos de dos (2) actividades principalmente:

- El asesoramiento y las operaciones de *underwriting*
- La compra venta o intermediación de títulos valores e instrumentos financieros.

A su vez, estos ingresos se originan por la prestación de servicios a dos (2) tipos generales de clientes:

- Compañías del sector real.
- Firms del sector financiero.

Un estudio realizado por el Banco de Inglaterra, publicado en su boletín del primer trimestre del 2015 (Baluck, 2013), basado en una muestra de las actividades de los (10) diez primeros bancos de inversión a nivel global, nos servirá como una referencia autorizada para emprender una acertada apreciación del accionar contemporáneo de los banqueros de inversión.

Según cálculos del autor sobre los datos del estudio mencionado anteriormente, encontrados en la matriz que se muestra a continuación, los ingresos por las tareas de asesoramiento y *underwriting* representan un 25% del total y el restante 75%, es decir, una porción tres veces superior, proviene de actividades de intermediación de valores por cuenta propia y para terceros.

Gráfico 1

Bancos de inversión postmodernos			
Matriz agregada de servicios			
Servicios			
	Real Sector	Financiam Sector	% x Servicios
Asesoría y <i>Underwriting</i>	69%	31%	25%
Intermediación	14%	86%	75%
% x Sectores	28%	72%	100%

Fuente: Cálculos del autor sobre Baluck, K. (2013), London, UK: Bank of England.

Así mismo, en el momento en que se revisa el origen de los ingresos según se deriven de actividades relacionadas con el sector real o el sector financiero, se observa que el 72% de los ingresos proviene de servicios prestados al sector financiero. Esto quiere decir que los banqueros de inversión en la postmodernidad son unos comerciantes de títulos valores e instrumentos financieros asociados de manera preponderante, los cuales negocian de manera preferente con el sector financiero.

Para describir claramente estas actividades, estas se analizarán en su composición de manera separada con datos consignados en el estudio del Banco de Inglaterra mencionado anteriormente (Baluck, 2013).

2.1.3 Las labores de asesoría y “underwriting”

En estas actividades, los servicios prestados al sector real de la economía son casi el 70% de los ingresos, frente al 30% proveniente del sector financiero. Los servicios aquí prestados, básicamente consisten en asesorías y operaciones de *underwriting* en:

- Fusiones y adquisiciones, con una participación del 20%.
- Emisiones de bonos que participan también con el 60%.
- Emisiones de acciones con el 20% restante como se muestra en la gráfica que sigue:

Gráfica 2

Bancos de Inversión Postmodernos Ingresos por Asesorías y Underwriting



■ Fusiones y adquisiciones ■ Emisión de acciones ■ Emisión de bonos

Fuente: Cálculos del autor sobre Baluck, K. (2013), London, UK: Bank of England

2.1.4 La intermediación de títulos (trading)

Como se había resaltado antes, las actividades derivadas de esta línea de negocios en los bancos de inversión de hoy constituyeron el 75% de sus ingresos. En contraste con la línea de negocio de las asesorías y el *underwriting* del aparte anterior, ahora el 86% de los ingresos proviene de manera abrumadoramente mayoritaria del sector financiero, frente a un 14% resultante del sector real.

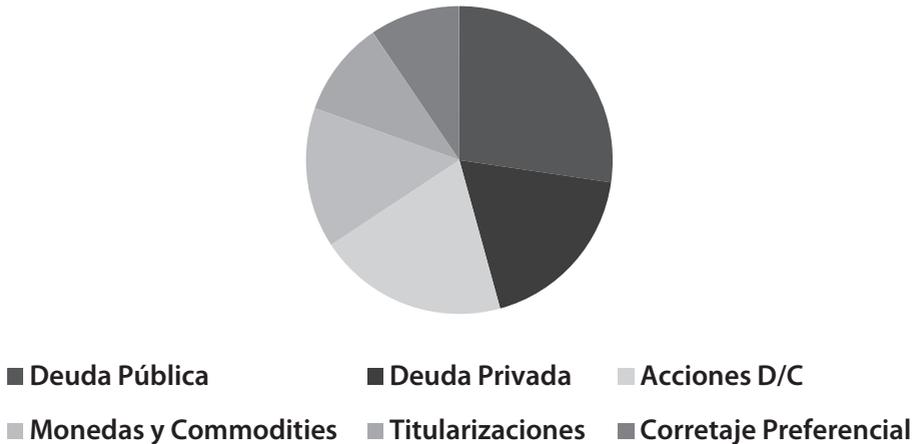
Las actividades que los banqueros de inversión desarrollan bajo esta modalidad son las siguientes:

1. De Deuda Pública, la cual incluye compra venta de bonos del tesoro americano y de deuda soberana de otros gobiernos, derivados de tasas de interés e ingresos por financiación de estos títulos valores en una proporción del 27%.
2. De Acciones por posiciones en derivados y por operaciones de contado, de las cuales las primeras son una proporción mayoritaria, ambas con una participación del 20%.
3. De Deuda Privada, las cuales incorporan la compra venta de bonos de compañías del sector real y financiero, ingresos por financiación de las mismas compra ventas e intermediación en ABS (*asset backed securities*) en un 18%.
4. De intermediación en Monedas y *commodities*, las cuales incluyen principalmente monedas fuertes como dólar, euro, libras esterlinas y petróleo, mineral de hierro, café, azúcar, oro, así como sus derivados, en un 15%;
5. Por Titularizaciones, donde están presentes los llamados productos estructurados y tuvieron participaciones importantes en el pasado las hipotecas *sub-prime*, con una participación del 10%.
6. Por actividades de Corretaje Preferencial, las cuales consisten en la facilitación de financiación de valores y el uso de plataformas de compensación y negociación para inversionistas institucionales en una proporción del 10% restante.

Estas actividades y sus participaciones se aprecian en la gráfica siguiente:

Gráfico 3

**Bancos de Inversión Postmodernos
Ingresos por Intermediación (*trading*)**



Fuente: Cálculos del autor sobre Baluck, K. (2013), London, UK: Bank of England.

2.1.5 Los bancos líderes de la postmodernidad

Antes de concluir este aparte vale la pena mostrar un *ranking* de los quince bancos de inversión más grandes para identificar a los protagonistas de hoy según el cuadro que sigue.

Gráfico 4

Conglomerados financieros con las mayores operaciones de banca de inversión (a diciembre de 2013)	
	Activos Negociables *
JPMorgan	1,491
Goldman Sachs	1,138
Bank of America Merrill Lynch	1,108
Citigroup	1,041
Deutsche Bank	0,991
Morgan Stanley	0,940
Credit Suisse	0,851
Barclays	0,801
BNP Paribas	0,643
Société Générale	0,615
HSBC	0,585
Royal Bank of Scotland	0,578
UBS	0,426
Crédit Agricole	0,272
Mitsubishi UFJ	0,240

Fuente: Bank of England, cálculos del autor, billones de dólares.

Cuatro (4) de los cinco (5) bancos más grandes del mundo son americanos. Por otro lado, dentro de los diez (10) primeros aparecen dos (2) franceses, uno (1) alemán y uno (1) suizo. El Reino Unido aporta dos (2) bancos en los puestos undécimo y duodécimo, y solamente un banco japonés alcanza a entrar en el privilegiado club de los quince (15) primeros.

Sin embargo, este preponderante negocio de los banqueros de inversión en la compra venta de valores, monedas e instrumentos financieros, se encuentra en el centro de una transición de vértigo en estos días considerando la aparición en

el mercado de la bolsa de Nueva York, el NYSE, que trae consigo la incursión de una categoría de *market makers* o creadores de mercado independientes, la cual les está desplazando su liderazgo.

Se trata de firmas pequeñas y ágiles, tecnológicamente muy fuertes que, a través de desarrollos propios o asimilados, operan en el mercado con plataformas electrónicas de negociación y de enrutamiento de órdenes respaldadas en algoritmos que procesan precios, cantidades y transacciones en microsegundos necesarias para confirmar automáticamente un sinnúmero de transacciones de compra venta de títulos valores y otros.

Estas firmas actúan en el típico papel de creadores de mercado. Esto es, compran a los vendedores y venden a los compradores de manera permanente, y, en ese juego, hacen dinero por la utilidad que resulta entre la diferencia del precio de compra y el de venta. Podríamos decir que no están en la capacidad de predecir ni pronosticar tendencias de precios. Sólo tendrían la capacidad para actuar en la dirección que el mercado se mueve, proporcionando liquidez.

Su exposición de riesgo siempre es igual a cero, pues terminan las jornadas de negocios sin posiciones abiertas o con aquellas con las que se vieron obligados a tomar íntegramente respaldadas en operaciones de *hedging*, las cuales, cubren por sí mismas o con instrumentos sintéticos. A hoy, los cuatro mayores participantes en volumen de transacciones de acciones en el NYSE son firmas de este tipo, desplazando de esos lugares la preponderancia de firmas como *Goldman Sachs*, *Bank of America Merrill Lynch* y otros tradicionales que las mantuvieron desde los tiempos en que las transacciones se daban en los corros de viva voz. Es decir, estamos hablando del entierro conclusivo de esta práctica que hizo grande los mercados de acciones.

Su preponderancia es tal que ha movido, por ejemplo, a que bancos como JP Morgan, dotados de grandes inversiones en sistemas y tecnologías transaccionales propias, se hayan movido a contratar a una de estas plataformas para gestionar la creación de mercado de su propia acción en el NYSE y, así, de sus transacciones en el emblemático mercado electrónico de bonos del tesoro americano.

Este panorama es un nuevo escenario para los banqueros de inversión y su interacción con los mercados y sus participantes. Lo anterior lo hace muy retador, pues en el camino a la eficiencia estructural de éstos aún subsisten muchas dudas en que la confiabilidad de los mercados financieros repose en algoritmos matemáticos. Considero que es suficiente recordar el famoso *Flash Crash*, de mayo de 2010, en el cual el mercado perdió ochocientos mil (800,000) millones de dólares (USD 800 billones anglosajones) de valor en minutos (Leising y Massa, 2016).

Se concluye, por lo tanto, que la contribución de servicios de los Bancos de Inversión (BI) al sector real de la economía ha sido desplazada de un primer plano por los servicios que éstos bancos prestan al Sector Financiero, a través de la gran cantidad de operaciones de compra venta de títulos valores, de derivados, de coberturas en monedas, *commodities* y otros. Esto acontece de este modo a pesar de que en la última década, las participaciones en nuevas emisiones de acciones y bonos para empresas han recuperado algún terreno.

2.2 Fondos de Capital Privado (FCP)

2.2.1 *Las era de las grandes tomas empresariales (“buyouts”)*

A partir de 2003, la industria de los Fondos de Capital Privado (FCP) o mercado del Capital Privado (*Private Equity*) experimentó una era dorada durante la cual se completaron trece (13) de las quince (15) más grandes operaciones tomas empresariales de la historia⁸.

La combinación de tasas de interés a la baja a partir de 2002, las cuales redujeron el costo del apalancamiento e incentivaron la búsqueda de mejores rendimientos en transacciones más riesgosas, mayores facilidades de crédito y cambios regulatorios, hicieron esto posible.

A continuación, se presentaran las mayores operaciones de tomas empresariales registradas en la historia de actividades recientes de la industria del Capital Privado.

8 Todos los datos incluidos en esta sección provienen de diversas fuentes agrupadas en artículos recogidos en varias publicaciones de Wikipedia, de Bussines Insider e Investopedia, según los vínculos mostrados a continuación.

https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Investment_banking&oldid=727364175 <http://www.businessinsider.com/the-biggest-private-equity-deals-in-history-2011-4?op=1>
<http://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp>

Gráfico 5

Fondos de capital privado principales transacciones				
Compañía	Sector	Adquirientes	Año	Valor*
<i>TXU</i>	Energía	Kohlberg Kravis Roberts, TPG Capital y Goldman Sachs Capital Partners	2007	44,37
<i>Equity Office Properties</i>	Servicios, inmobiliario	Blackstone	2006	37,70
<i>Hospital Corp. of America</i>	Sevicios, salud	Kohlberg Kravis Roberts, Bain Capital, Merrill Lynch y familia Frits (fundadora de la compañía)	2006	31,60
<i>First Data</i>	Tecnología	Kohlberg Kravis Roberts y TPG Capital.	2007	29,00
<i>Kinder Morgan</i>	Energía	Goldman Sachs Capital Partners, Grupo Carlyle, AIG Global Asset Management y Riverstone Holdings	2006	27,50
<i>Harrah's Entertainment</i>	Entretenimiento	Apollo Global Management y TPG Capital	2006	27,39
<i>Alltel</i>	Telecomunicaciones	TPG Capital y Goldman Sachs Capital Partners	2007	27,00
<i>Clear Channels Communications</i>	Telecomunicaciones	Bain Capital y Thomas H. Lee Partners	2007	26,70
<i>Hoteles Hilton</i>	Servicios	Blackstone	2007	26,00
<i>Alliance Boots</i>	Comercio	Kohlberg Kravis Roberts y Stefano Pessina	2007	24,80
<i>Georgia-Pacific Corp.</i>	Industria papelera	Industrias Koch	2005	21,00
<i>Freescala Semiconductor</i>	Tecnología	Blackstone, Grupo Carlyle, Permira y TPG Capital	2006	17,60
<i>GMAC</i>	Financiero	Kohlberg Kravis Roberts	2006	16,80
<i>Albertson's</i>	Comercio, retail	Cerberus	2006	15,90
<i>TDC A/S</i>	Telecomunicaciones	Kohlberg Kravis Roberts, Apax Partners, Providence Equity Partners y Permira	2006	15,30

*miles de millones de dólares.

Fuentes: https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Investment_banking&oldid=727364175

Considerando todo lo anterior, podemos decir que TXU es la mayor de las operaciones de toma empresarial de los últimos tiempos. La adquisición de la mayor compañía eléctrica de Texas, implicó un trabajo arduo con las entidades reguladoras para conseguir su aprobación. La operación se fundamentaba en la convicción de que la creciente demanda energética, se presentaba frente a una oferta insuficiente que aumentaría los precios de la electricidad.

Poco después, nuevas técnicas de extracción de combustibles fósiles llevaron a la revolución del esquisto, la cual hizo descender los precios. La compañía sería conocida luego como *Energy Future Holdings* y se declaró en bancarota en 2014, convirtiéndose en una de las más sonadas quiebras no financieras de la historia.

Equity Office Properties fue en su momento la operación de la toma empresarial privada más grande de la historia. Así, al ser la compañía con el portafolio más grande de propiedades inmobiliarias comerciales, significó una operación agresiva y riesgosa durante la crisis del mercado hipotecario, riesgo que luego obligó a *Blackstone* a gastar dieciséis mil (16,000) millones de dólares (USD 16 billones anglosajones), en un programa de asunción masiva de deuda.

Por otro lado, *Hospital Corp. of America* no sólo establecería el récord de ser en su época la mayor operación en la industria de los fondos de capital privado (FCP), sino también que, en 2011, se convertiría en la mayor oferta pública inicial (OPI) que la industria del Capital Privado llevaría al mercado público y bursátil.

Así mismo, vale la pena anotar que la toma de la compañía líder en sistemas de pago, *First Data*, se conoció como el mayor negocio de tecnología de Capital Privado. Inicialmente, pareció ser un desastre debido a la crisis financiera, pero sobrevivió y ha logrado ampliar su mercado incluso fuera de los Estados Unidos, con una oferta de soluciones para pequeños y medianos negocios. Estamos hablando de un ejemplo positivo de este tipo de operaciones.

Ahora bien, para mostrar el estado actual de esta industria y evidenciar su importancia como una fuente alterna de tamaño importante y decisivo en las operaciones de búsqueda y consecución de recursos financieros del sector real de la economía, se mostrarán los principales datos consignados en un reporte de *Bain & Company* del año anterior (MacArthur, 2016).

Con el objetivo de fijar una cobertura ordenada del anterior reporte que permita los objetivos anteriores, la misma se centrará en la descripción de cinco temas relevantes en esta industria: las adquisiciones, las desinversiones, los capitales comprometidos, el capital disponible acumulado y el fenómeno de los *deslistamientos bursátiles* o *public to private conversions*, operación que consiste en retirar las acciones de una compañía del mercado público de valores.

2.2.2 El volumen de las adquisiciones

A pesar de la desaceleración de la economía mundial, un entorno con tasas de interés bajas, un incremento en la volatilidad de los mercados de renta variable y una feroz competencia, en 2015 el sector de capital de riesgo tuvo niveles de inversión superiores a los anteriores. En los años anteriores a la crisis financiera del 2008, 2006 y 2007, se dieron las mayores adquisiciones de la historia y es por esto que los negocios superiores a los diez (10) mil millones de dólares explicaron cerca de la tercera parte (1/3) del total. En la siguiente fase, iniciada en 2010, estas mega-operaciones desaparecieron del panorama con una fugaz aparición en el año 2013.

Las operaciones entre los cinco (5,000) y diez (10,000) mil millones de dólares, fueron las cantidades de mayor variación positiva durante este ciclo y ganaron bastante terreno en el año 2015 al situarse cerca del 20%, después de haber tenido una participación poco importante.

Las *tomas empresariales* entre mil (1,000) y cinco mil (5,000) millones de dólares, continúan siendo las más habituales y por lo general, representan alrededor del 45% de las inversiones totales. Las compras entre quinientos millones (500) y mil (1,000) millones de dólares, así como aquellas entre cien (100) y quinientos (500) millones, constituyeron un 15% de cada rango.

2.2.3 El tamaño de las desinversiones

Luego de que el valor agregado de las salidas de tomas empresariales o desinversiones, alcanzará en el 2007, con más de trescientos cincuenta mil (350,000) millones, su máximo nivel en la primera década del siglo XXI, esta cantidad sufrió estrepitosas caídas anuales por encima del 50% en 2008 y 2009.

En 2010, logró la recuperación al aumentar 3,7 veces. Así pues, a partir de este año, hasta el 2013, las desinversiones promediaron los doscientos sesenta mil (260,000) millones de dólares. Su crecimiento continuó significativamente un 67% en el 2014 al situarse en los cuatrocientos cincuenta y seis (456,000) mil millones, punto más alto de todos los tiempos en un entorno con superabundancia de capital y una alta valoración de los activos. En 2015, disminuyó levemente a cuatrocientos veintidós (422,000) mil millones, correspondientes a mil ciento sesenta y seis (1,166) operaciones.

Estados Unidos presenta en 2015 más de la mitad del valor agregado de las desinversiones, representado por doscientos veintitrés mil (223,000) millones de dólares, con una participación similar a la de los dos años previos, ganando terreno desde el año 2009, momento en que se situó por debajo del 40%.

Después de la crisis financiera, las salidas en Europa fluctuaron entre niveles próximos al 35% en 2010 y 2011 y cercanos al 30% en 2012 y 2013. Posteriormente, dieron un salto importante en el 2014, momento en que doblaron el valor de las desinversiones del año anterior y alcanzaron ciento setenta y tres mil (173,000) millones de dólares.

Si bien en 2015 disminuyó su participación, la cual representó nuevamente una tercera parte del total y considerando los problemas económicos y el endeudamiento continental, alcanzó ciento cuarenta y tres mil (143,000) millones, cantidad sobrepasada solamente en los picos de 2007 y 2014. Por último, estas actividades representaron unos cincuenta y un mil (51,000) millones de dólares en Asia, el Pacífico y el resto del mundo.

La participación en el valor de las desinversiones ganó terreno años después a la crisis y se mantuvo cercana al 15% de la actividad de la industria durante los últimos cinco años.

2.2.4 Los capitales comprometidos (Fundraising)

Una actividad muy importante es la recaudación de fondos para inversión (*Fundraising*). Esta mostró un ciclo creciente a partir de 2003, hasta alcanzar los doscientos sesenta y cinco mil (265,000) millones de dólares en 2007; en 2008 disminuyó ligeramente, pero al año siguiente sufrió una gran caída superior al 50% y se situó en ciento catorce mil (114,000) millones.

Para 2011, logró doblar la cuantía previa de lo recaudado y empezó a recuperarse gracias a las distribuciones de los retornos de las operaciones que pudieron destinarse a nuevas inversiones. Así, se mantuvo alrededor de los cien mil (100,000) millones de dólares durante los años 2011 y 2012. Posteriormente, creció a más del doble en el 2013 hasta alcanzar doscientos doce mil (212,000) millones. Sin embargo, comenzó a caer gradualmente en el 2014, para terminar situándose en unos ciento setenta y cinco (175,000) mil millones de dólares durante el 2015.

Después de una fase creciente iniciada en el 2003, conformada por noventa y tres mil (93,000) millones de dólares, la cual terminó en un pico de seiscientos ochenta y un (681,000) millones en 2008, el capital recaudado en la industria del Capital Privado comenzó un nuevo ciclo positivo en el 2010, iniciando en doscientos noventa y nueve mil (299,000) millones de dólares y, de este modo, logró un máximo en 2014 de quinientos cincuenta y cinco mil (555,000) millones.

Entre 2013 y 2015 presentaron un comportamiento similar, manteniéndose en valores cercanos a los quinientos cuarenta mil (540,000) millones, con entornos muy favorables para recaudar recursos debido al gran flujo de efectivo procedente de las desinversiones, sumas que incluso superaron las contribuciones de capital.

Los recursos destinados a las tomas empresariales siempre han tenido la mayor representación dentro de la industria de los fondos de capital privado (FCP) y tal como lo vemos, en 2009, dieron cuenta de alrededor del 30%. Así mismo, de 2010 a 2012 representaron cerca de un 25%, en 2013 pasaron a ser algo menos del 40% y en los años 2014 y 2015, un poco más del 30%. Le sigue la actividad de fondos para inversión en finca raíz y fondos inmobiliarios, cuya participación fue creciente entre 2010 y 2012 y, en los últimos años, representó entre el 15 y el 20% de este capital.

El capital de riesgo o *Venture Capital* y los fondos para infraestructura han permanecido por debajo del 10% cada uno. Los fondos para crecimiento, llamados *Growth*, los destinados a reorganizaciones o compra de compañías en quiebra (*Distressed Private Equity, Distressed PE*) y los de recursos naturales, dan cuenta de alrededor del 5%, siendo las dos primeras las que más disminuyeron su participación y la tercera, una de las que más la incrementó en los últimos cinco años.

El capital de *mezzanine*, figura que consiste en una deuda preferencial que se sitúa antes del capital de los accionistas y después de la deuda bancaria de largo plazo o *senior debt*, junto a las inversiones para los *fondos de fondos* presentaron porcentajes marginales. Sin embargo, el primero fue también uno de los que ganó más participación durante el último quinquenio.

2.2.5 El capital disponible para inversión

Esta cifra es la mejor desde la crisis financiera y se debe a que el llamado *Dry Powder* o capital disponible para invertir, el cual se calcula como el neto después del capital conseguido o reunido menos las desinversiones o salidas y el capital invertido, aumentó a un nivel casi récord, representado en la cantidad de cuatrocientos sesenta mil (460,000) millones de dólares.

Tal capital disponible continuó su tendencia al alza y llegó a la inimaginable suma de 1,3 trillones anglosajones de dólares (uno coma tres millones de millones de dólares). Así, de estos, un 35% se destinaría a las tomas empresariales, una proporción que se ha mantenido en los últimos años, seguida del apetito por los fondos inmobiliarios y el capital aventura, los cuales han venido incrementando su participación en el último quinquenio y se sitúan cerca de un 20% y un 10%, respectivamente.

Por último, se sitúan los recursos disponibles para actividades de *Growth, Distressed Debt* y *Mezzanine*, los cuales han tendido a mantenerse alrededor del 5%, siendo el último de éstos el de menor participación. Por la enorme cantidad de recursos disponibles y la creciente acumulación de activos de nivel 3 en cabeza de los fondos de capital privado, definitivamente los fondos de capital privado (FCP) prácticamente pueden pasar a llamarse en esta época como los *nuevos bancos* del sector real de la economía.

Lo anterior se afirma en la reciente entrevista de Bloomberg en vivo (Arougheti, 2016), donde se resalta que el nivel de estos activos en los bancos de los Estados Unidos ha caído un 70% después del 2007 y que es la industria del capital privado la que está llenando estas necesidades crediticias.

De acuerdo con toda la información contenida en los apartes anteriores, se debe concluir que el gran número y tamaño de las *tomas empresariales* en los mercados privados de parte de los FCP ha puesto una competencia a las ofertas públicas iniciales (OPI o IPO's).

Como hemos visto, a través de la profusa descripción de los tamaños de las operaciones de unas y otras, en muchos períodos las *tomas empresariales* igualan o superan a las operaciones en los mercados bursátiles de "IPO's", especialidad predilecta y teleológica de los bancos de inversión

2.2.6 El fenómeno del deslistamiento bursátil o public to private conversions

Sin embargo, antes de terminar este aparte, es necesario detenerse a describir el fenómeno de los *deslistamientos bursátiles* o *public to private conversions*. Podríamos decir que el mismo constituye actualmente el mayor volumen agrupado de operaciones de tomas empresariales privadas en la industria de los fondos de capital privado (FCP). Esta es una operación que consiste en transformar en sociedad privada una compañía inscrita (o listada) en un mercado bursátil o mercado público de valores, retirándola de ese mercado público, con el cumplimiento de los engorrosos y delicados trámites que ello conlleva, comprando totalmente las acciones en circulación de dicha compañía, en muchos casos a miles de accionistas.

Estas operaciones, efectivamente, tienen una participación del 60% dentro de las llamadas tomas empresariales o *buyouts* en los últimos años en los Estados Unidos. Esto es, seis (6) de cada diez (10) transacciones de éstas últimas, provienen de deslistamientos bursátiles en esta parte del mundo. Esto contrasta con el mercado europeo, donde el fenómeno solamente explica el 2% de las mismas. Además, el tamaño de estas operaciones es bastante grande por cada operación, pues en el informe mencionado de Bain (MacArthur, 2016), se muestra que de una muestra del 5% de las transacciones, éstas correspondieron a catorce (14) compañías solamente.

2.2.7 Los líderes de la industria del Capital Privado

Este aparte quedaría incompleto sin que se tratara de agrupar a los grandes protagonistas de esta industria y se visibilizaran por su tamaño en lo que se refiere a los activos que manejan en la actualidad y sus más renombradas transacciones. Lo anterior se aprecia en el siguiente cuadro.

Gráfico 6

Los mayores fondos de <i>private equity</i>		
Fondos	Activos manejados*	Inversiones destacadas
<i>Apollo Global Management LLC</i>	150	Harrah's Entertainment, Berlitz International, Rent-A-Center, Wyndham Worldwide, Norwegian Cruise Line, Samsonite.
<i>Blackstone Group LP</i>	146	Hoteles Hilton, Equity Office Properties, United Biscuits, Freescale Semiconductor, Travelport, Biomet
<i>Carlyle Group</i>	124	Hertz Corp, Freescale Semiconductor, Kinder Morgan
<i>KKR & Co</i>	98	Nabisco, Toys "R" Us, SunGard, Hospital Corporation of America, Dunkin Donuts TDC A/S, Dollar General,
<i>(Kohlberg Kravis Roberts & Company)</i>		Alliance Boots, Biomet, First Data, TXU
<i>Ares Management LP</i>	75	Aspen Dental, Neiman Marcus, Samsonite Penn National Gaming y Newcastle Investment Corporation.
<i>Oaktree Capital Management LP</i>	70	Sky Holding, Triton Media Group, AdvancePierre Foods
<i>Fortress Investment Group LLC</i>	68	RailAmerica, Brookdale Senior Living,
<i>Bain Capital LLC</i>	65	Burger King, Dollarama, Toys "R" Us, Hospital Corporation of America, Sungard, Staples, Dunkin Donuts y Teatros AMC.
<i>TPG Capital LP (Texas Pacific Group)</i>	62	TXU, First Data, Altell, Freescale Semiconductor, Harrah's Entertainment, Neiman Marcus, Biomet
<i>Ardian</i>	45	Vinci Park, ESIM Chemicals y NHV Group.

*miles de millones de dólares, año 2015

Fuente: <http://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp>

Para concluir la segunda parte de este capítulo, se ha mostrado cómo la industria de los fondos de capital privado (FCP) y de compañías privadas transadas en mercados privados, hace parte de un mundo muy exclusivo de participantes, el cual está reservado desde tiempo atrás para una élite de ultra millonarios, el cual sirve de manera principal al sector real de la economía. Así mismo, se podría decir que dentro de este se han gestado y concluido las más grandes transacciones monetarias de la historia y los mayores retornos económicos jamás vistos.

2.3 Los riesgos al sistema financiero global

Los mayores riesgos que la banca de inversión y sus actividades implican para la estabilidad del sistema financiero global, se pueden agrupar en cuatro categorías:

1. Conceptuales.
2. De tamaño y reposición.
3. De contagio.
4. Por su opacidad.

2.3.1 Los riesgos conceptuales

El modelo de banca universal, dentro del cual conviven la banca comercial y la banca de inversión manejando depósitos del público (modelo adoptado en todo el mundo), contiene una equivocación conceptual relacionada con la estabilidad monetaria global y aquella que se refiere a los ámbitos locales donde los bancos actúan. Un principio de la moneda sana es poner en riesgo el circulante mínimo que una economía necesita para que los bienes y servicios de supervivencia de un sistema capitalista se mantengan a flote sin provocar un caos social.

La especulación con el ahorro de los hogares, sin un límite prudencial y técnicamente calculado en lo que se refiere al circulante mínimo estimado necesario para una economía local y global, representa una seria amenaza al sistema financiero global y no deja de ser resultado de una improvisación que ha resultado muy costosa en el pasado. La separación legal de culturas y de industrias concebida en el *Glass Stegall Act* del 29, en lo que se refiere a la naturaleza de los recursos del público que cada una deba manejar, la banca comercial, los ahorros con seguridad de los hogares, la banca de inversión, los recursos de especulación de éstos y de otros agentes de la economía y, en consecuencia, los servicios, asociados a cada uno de ellos, sería una estructura que removería este tipo de riesgo.

2.3.2 Riesgos de tamaño y reposición

Las operaciones de los bancos de inversión son de grandes dimensiones porque las economías de escala les permiten aprovechar sus redes e información para vincular clientes entre sí, anticipar las transacciones, ajustar sus inventarios y

manejar de mejor manera el riesgo. Sin embargo, la concentración de la liquidez del mercado en pocas entidades implica grandes riesgos para el sistema. El tamaño de un banco en determinada línea de negocio, hará muy difícil hallar un sustituto que asuma rápidamente sus operaciones.

Un tamaño limitado de las instituciones con un numeroso grupo de estas compitiendo hace más sencillo sustituir alguna o algunas que hayan sido mal manejadas y, al mismo tiempo, dispersa la posibilidad de manipulación de los mercados.

2.3.3 Riesgos de contagio

Las operaciones interbancarias que toman actualmente muy buena parte de la actividad de los bancos de inversión están totalmente expuestas a los choques económicos y al esparcimiento de una pérdida consecuyente de valor en los activos financieros que se transan entre ellos. Este sistema, soportado en garantías sobre el valor de los activos, con llamados a elevar las mismas con posiciones de efectivo cuando éstos pierden valor, conlleva un resultado adverso sobre la liquidez de los participantes que amenaza la solvencia por las pérdidas en que se incurre al agotar sus reservas de caja y advertirse obligados a su venta para permanecer en el sistema. El riesgo de contagio con impagos recíprocos en este subsistema de *riesgos de crédito de contraparte* puede erosionar la liquidez y solvencia de todos los participantes en el tiempo.

2.3.4 Riesgos por su opacidad

La transparente medición de riesgo de los activos, aún por complejos que éstos sean, no debe rebasar la capacidad de reguladores e inversionistas para su entendimiento. Este fenómeno no se debe a la dificultad de valorar los activos, sino a los factores ligados a la opacidad de los mercados en la sombra o *dark pools*. Así mismo, contamos otros elementos donde los participantes transan de manera anónima y donde estas entidades pueden efectuar transacciones mediante algoritmos no regulados. Estos elementos dificultan a inversionistas y reguladores que no participan de éstos mercados identificar los riesgos que pueden surgir de los mismos.

CAPÍTULO 3

CATEGORIZACIÓN DE LAS OPERACIONES

Después de la descripción de la dinámica de los bancos de inversión (BI) y de los nuevos banqueros, como se ha dado en llamar a los fondos de capital privado (FCP) desde la antigua Roma hasta esta postmodernidad, éste capítulo busca describir y profundizar conceptualmente en las operaciones que éstas instituciones llevan a cabo mediante una categorización de las mismas. Estas categorías se establecen en función de la naturaleza de los recursos usados, su interacción con los participantes más activos y la relación con el sector real de la economía y el sistema financiero.

3.1 El árbol de operaciones

Las operaciones así categorizadas y la vinculación de los participantes que con más frecuencia acuden a ejecutarlas se presentan de una manera gráfica en un árbol de operaciones. Se han construido dos de ellos: uno para las operaciones más típicas de los bancos de inversión (BI) (Gráfico 7, página 42) y otro para las de los fondos de capital privado (FCP) (Gráfico 8, página 63).

Para la categorización de las operaciones de un primer grupo llamado operaciones generales, se ha considerado la naturaleza del recurso utilizado, siendo éste el talento humano para las llamadas de asesoría. Del mismo modo, se ha considerado el capital de los dueños de los bancos o de los fondos, a diferencia del de sus clientes para aquellas que se relacionan con la posición propia, y, finalmente, el de terceros o clientes para las llamadas de comprometer participaciones. Así mismo,

ha sido importante en esta categorización la distinción entre los participantes, usuarios o beneficiarios de los servicios prestados por los bancos de inversión (BI) y los fondos de capital privado (FCP), considerando su vinculación con el sector real de la economía o al sector financiero.

Las operaciones categorizadas como específicas corresponden a los servicios más frecuentes y comunes que estas instituciones prestan, cuya descripción no pretende ser exhaustiva, pero sí busca explicar parte de la terminología usada cuando se hace uso de estos servicios y el detalle de algunos de los servicios más comúnmente prestados y de las formas jurídicas y empresariales que éstos toman.

3.2 Bancos de Inversión (BI)

3.2.1 Operaciones Generales

Las operaciones generales de los bancos de inversión son de tres tipos. Estos se muestran a continuación:

3.2.1.1 De Asesoría

El recurso que predomina es el talento humano vinculado a las organizaciones.

3.2.1.2 De Posición Propia

Los recursos financieros destinados a la ejecución de éstas provienen del capital de la sociedad o está garantizado por el mismo.

3.2.1.3 De Comprometer participaciones

Se refiere al proceso de búsqueda de clientes terceros que vinculen bajo su riesgo sus propios capitales en operaciones propuestas o no por los banqueros, siendo, en la mayoría de los casos, los banqueros los encargados de transar los títulos por cuenta de sus clientes.

3.2.2 Operaciones específicas

Las operaciones más comunes de asesoría que llevan los bancos de inversión para sus clientes son la valoración de empresas o de negocios en marcha, el *due diligence*, el acompañamiento en fusiones, adquisiciones empresariales y la emisión de acciones y bonos en el mercado primario. También acompañan a los gobiernos nacionales, municipales y a sus respectivas agencias en procesos de privatización.

3.2.2.1 Valoración de empresas y negocios

Esta tarea es una de las más delicadas de las encomendadas a los bancos de inversión y la rigurosidad con la que éstos la asuman crea el grado de respeto que

el mercado les otorga. Esto no sólo se debe a la capacidad para remover posibles conflictos de interés en el resultado, sino por la fortaleza de los modelos financieros creados para la misma y el estudio de las fuentes y datos de carácter macroeconómico, de competencia, tecnológicos, de mercadeo y otros que sustenten las bases de los modelos.

En la mayoría de los casos, la valoración busca dar un sustento al precio de compra - venta de una sociedad o negocio, o de unos títulos valores a emitir. Por la tanto, cada una de las partes, el comprador y el vendedor, busca sus propios banqueros para realizar la valoración desde su posición contractual. Sin embargo, la negociación final casi siempre será un valor resultante de un proceso que involucrará otros elementos y consideraciones. En los últimos años, ha surgido el uso de un tercer banquero de inversión que otorgue un precio que sea acogido por las partes o que dirima discrepancias protuberantes de precios en procesos de privatización muy sensibles.

Las técnicas de valoración son muchas. Sin embargo, una guía muy completa para entender y medir las variables usadas y sus resultados expresados en términos como el NOPLAT, el EBITDA, el ROIC, el EVA o ECONOMIC PROFIT, el FCF y otros, la ha aportado la publicación titulada *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (Copeland, Koller & Murrin, 1994). Esta publicación incluye modelos interactivos en *excell* y ha venido llegando en sus últimas reproducciones a involucrar más de veinte modelos para diferentes sectores tipos de compañías.

3.2.2.2 La debida diligencia (*Due diligence*)

Este servicio es un trabajo conjunto entre un banquero de inversión y su bufete de abogados externo más cercano, el cual busca revisar las operaciones de las compañías o de los negocios, pensados con el objetivo de garantizar que no se encuentran distorsionadas e induzcan a error a los inversionistas. Al mismo tiempo, se apoya la preparación y presentación de la documentación legal que instrumentará la operación. Estas son complementadas muchas veces con análisis y referencias sobre la reputación moral y comercial de las personas participantes, así como de sus antecedentes judiciales.

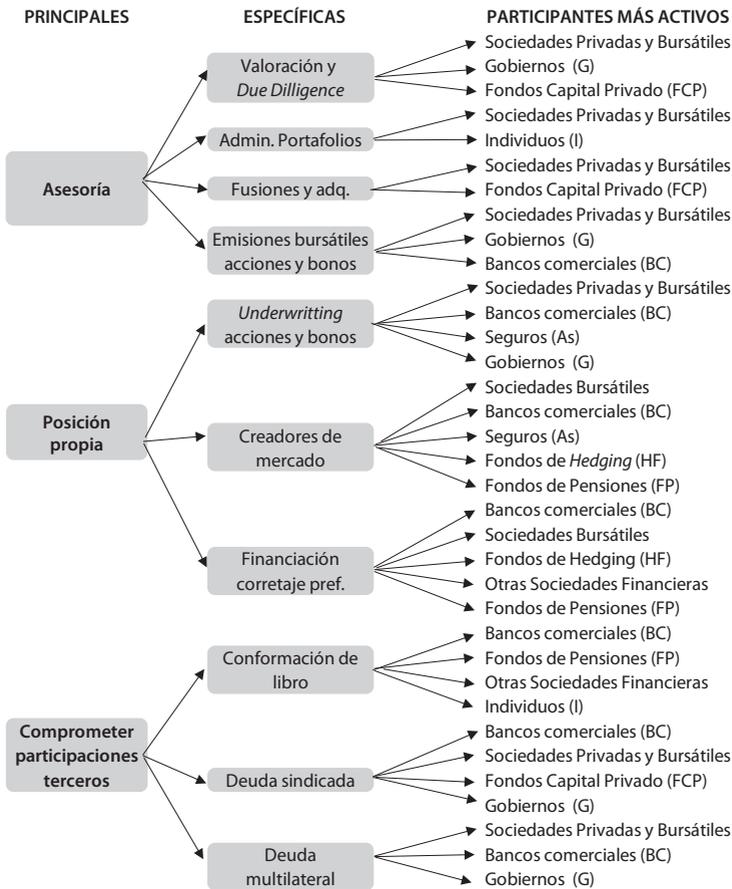
Los principales aspectos que son revisados a profundidad en una labor de esta naturaleza se pueden agrupar así:

En lo que se refiere a los aspectos financieros, las bases de esta labor las constituyen la divulgación y el entendimiento de los balances, estado de resultados, la posición de efectivo, indicadores de liquidez y solvencia, al lado de las variables críticas para proyectar la compañía en el largo plazo: los productos, los clientes y los proveedores.

- La tecnología y la propiedad intelectual de los procesos y patentes.
- El equipo gerencial y la fuerza laboral, sus contratos, habilidades distintivas y su formación profesional.
- Los principales contratos de la compañía, no sólo desde su constitución y los estatutos que la rigen, sino también en asuntos crediticios, de arriendo, de franquicias, de seguros y todos los que afectan sus negocios.
- Las contingencias legales y disputas jurídicas.
- La estructura tributaria y su tradición.
- Las normas de competencia y de posiciones monopólicas que rigen su sector.
- Un análisis muy sensible de la empatía y las sinergias entre los nuevos socios o entre las compañías a fusionarse.

Gráfico 7

**BANCA DE INVERSIÓN
ÁRBOL DE OPERACIONES**



3.2.2.3 Las fusiones y adquisiciones (“M&A”)

Estos servicios son conocidos comúnmente en español con las iniciales en inglés “M&A”. Estos consisten en asesorar o en motivar a una sociedad para que una sus operaciones con otras y adquiera para sí, las de otra o se desprenda de algunas de la suyas (desinversión), con el fin de incrementar su valor. Cualquier decisión que concierna a un proceso de fusión, adquisición o desinversión empresarial, está motivada principalmente por la presencia individual, combinada o paralela de los siguientes fenómenos:

- a. Una pequeña participación del mercado.
- b. La existencia de activos marginales de importancia.
- c. La falta temporal de fondos externos.
- d. Una inadecuada dimensión del negocio.
- e. La necesidad de reubicar fondos disponibles.
- f. La oportunidad de un buen precio.
- g. La posibilidad o necesidad de integración vertical u horizontal.
- h. La diversificación.
- i. La protección de mercados internos o externos.
- j. El desarrollo tecnológico y la capacidad de investigación.
- k. La disponibilidad de recursos humanos, en términos de fuerza laboral especializada y de capacidad gerencial.
- l. Costos de iniciación relativamente altos contra las posibilidades favorables de adquisición.

La función del banquero de inversión consiste en la identificación clara de la presencia de cualquiera o de algunos de los fenómenos antes citados, y, en consecuencia, en la acertada formulación del movimiento estratégico a emprender. En muchas ocasiones, estas operaciones no son tan fáciles ni tan simples como pudieran aparecer en la teoría. Aquí la imaginación, la tenacidad y el arrojo de los banqueros, se hacen necesarios, porque en la mayoría de las ocasiones las decisiones no son voluntarias, sino hostiles y forzadas.

Las técnicas de ataque y defensa aplicadas por los banqueros de inversión incluyen estrategias como el establecimiento de propiedad cruzada entre compañías (*cross holdings*), las píldoras envenenadas (*poison pills*), las protecciones laborales onerosas de la gerencia (*golden parachute*), las ofertas públicas con prima y otras que para poder ser puestas en marcha contienen una alta complejidad desde el punto de vista financiero y legal.

Sin embargo, fundamentalmente, en cualquiera de las anteriores estrategias de tomas hostiles, la motivación final de cualquier intento en una operación de fusión

o adquisición debe provenir de una propuesta de valor profusamente sustentada por una valoración que así lo demuestre. En la mayoría de los casos, corresponde a los banqueros de inversión hacer el trabajo desagradable, el cual implica acercarse y negociar con participantes que han repudiado con anterioridad la operación y para los cuales los planteamientos son desagradables e incómodos.

Los banqueros de inversión han visto que en la adquisición de grandes paquetes accionarios, los resultados han sido muy rentables, tanto para sus clientes como para el propio banco. En ocasiones, la presentación de esta alternativa implica años de ahorro en tiempo para alcanzar metas, por ejemplo, de penetración en el mercado.

Existen tres tipos de adquisiciones:

- a. Adquisición apalancada: Se refiere a la adquisición de una compañía mediante la utilización de recursos provenientes de créditos, garantizados en última instancia por los activos de la empresa adquirida. Este tipo de adquisiciones pueden aparecer en la forma de compra de las acciones de una sociedad. En segunda instancia, pueden consistir en la adquisición de los activos de la sociedad.

En esta clase de operaciones, el banco de inversión se encarga de estructurar el plan para realizar la transacción y coordina el proceso de financiación. Generalmente, el banco de inversión cobra una tarifa básica por sus servicios y recibe el derecho a suscribir un porcentaje determinado de las acciones de la nueva empresa.

- b. *Los Tender Offers* son una forma de adquisición de empresas muy características en los mercados internacionales. En sí, son ofertas públicas que se hacen para adquirir las acciones de una sociedad anónima en poder público, hechas por otra sociedad u otra organización, normadas por ciertas condiciones y por un tiempo determinado. Estas ofertas se utilizan para tomar el control de una compañía cuando su administración es muy proclive a rechazar la oferta. En estos casos, ésta se convierte en la forma más rápida, pero también la más costosa, de adquirir una compañía. Este método se hace menos complicado cuando se ofrece pagar las acciones de contado.

- c. La adquisición privada. El personal especializado del banco de inversión examina la situación en que se encuentra la compañía adquiriente y diseña el plan que se ha de seguir. También propone y evalúa algunas compañías como alternativas para ser adquiridas.

A su vez, el banco tiene que hacer un análisis de las proyecciones y flujos de caja futuros de la empresa con el objetivo de determinar la rentabilidad de la adquisición. El banco de inversión puede actuar como simple consejero táctico o puede llegar a actuar como negociador o administrador. En esta última instancia, el banco se coloca a la cabeza de la negociación coordinando todos sus aspectos.

Sin embargo, por el contrario, si es la compañía que va a ser adquirida la que contrata el banco de inversión, la estrategia adoptada por éste es totalmente diferente. El banco inicia su labor realizando un estudio del desempeño de la compañía y una evaluación del valor real de sus activos, con el objetivo de determinar si el precio que se estableció en la oferta es o no adecuado.

Fusión de empresas. El banco de inversión asesora a dos o más empresas en la operación de fusión, generando casi siempre un importante impacto en la eficiencia operativa empresarial o significando ahorros inmediatos en la planta y en los gastos administrativos. La fusión facilita la unión, propiciando su integración, maximizando sus recursos de producción y las oportunidades de mercado, y contribuye de hecho, en muchos casos, a la solución de problemas financieros. De resultar conveniente, el asesor promueve la vinculación de nuevos socios y la mejor combinación de recursos pensada para permitir financiar la transacción recomendada.

Así mismo, la banca de inversión participa activamente en el planeamiento del crecimiento externo de las empresas y contribuyen a la implementación de las estrategias pertinentes. En este sentido, se involucra en operaciones de fusiones entre empresas, fijando las condiciones para la operación. En este contexto, puede jugar dos papeles: puede servir de árbitro para propósitos de una fusión o puede participar activamente en una toma a la fuerza.

Desinversión de empresas. El banco de inversión asesora a la empresa para llevar a cabo múltiples cambios dentro de ella, debido a razones como rentabilidad, elección de prioridades e inciertas perspectivas que agobian al empresario. Entre otras cosas, el banco puede: simplificar una línea de producción y simplificar una o varias entidades dentro de un grupo de empresas. El banco de inversión cuenta con un equipo de trabajo muy preparado capaz de llegar a un diagnóstico certero, identificado alternativas de acción inmediata y a futuro. Así mismo, asesora a la empresa hasta ejecutar las recomendaciones sugeridas. En el proceso, el asesor cuantifica los méritos económicos del negocio que se proyecta vender para justificar su valor.

El banquero de inversión llevara a su cliente a través del procedimiento aquí expuesto, mediante el seguimiento ordenado y metódico de los nueve (9) pasos siguientes:

- Planeación y estrategia. Después del análisis y evaluación de las fortalezas y debilidades de la organización frente a la presencia de los fenómenos antes comentados, debe establecerse la estrategia de acción: expansión interna, fusión, adquisición o desinversión.
- Fijación de criterios. Los criterios para el desarrollo de la estrategia se deben fijar en función de parámetros como las características inherentes a cada

industria, las condiciones financieras de ese negocio y las metas particulares. Así mismo, se deben contar generalidades que tocan aspectos gerenciales, laborales y culturales de la organización.

- **Búsqueda e identificación.** Los candidatos deben buscarse e identificarse a través de una exploración exhaustiva de todas las fuentes, desde las secundarias como las directas, para concluir finalmente con la selección de un listado de *candidatos-objetivo*.
- **Equipo negociador y contacto.** El equipo que se integre para conducir las negociaciones puede estar conformado por expertos de dentro y fuera de la organización y debe iniciar el contacto con una estrategia de acercamiento previamente definida, dar comienzo a las discusiones y establecer unos términos de entendimiento generales.
- **Revisión y valoración.** El estudio detallado de aspectos legales, contables y de impuestos, debe sentar bases firmes para cerrar este caso con la fijación de un precio de la transacción, así como de las posibles formas de pago. Aquí es conveniente mencionar que, en adición a los aspectos antes mencionados, también se evalúan simultáneamente factores cualitativos que tienen en cuenta la llamada *Sinergia* empresarial o de los negocios.
- **Negociación.** Las discusiones sobre el precio y la forma de pago, así como de todos los condicionamientos particulares que se acuerden, deben concluir una *carta de intención* que establezca claramente el fin de la etapa negociadora.
- **Financiación.** Para llegar al acuerdo anterior, la empresa debe haber adelantado, con anterioridad o simultáneamente, la identificación y consecución de los recursos financieros con los que piensa adelantar la operación.
- **Cierre.** En el momento de cerrar la operación se tendrán en cuenta todas las observaciones contenidas en las auditorías practicadas, en las visitas de inspección, en los chequeos de títulos, con el objetivo de que todos estos aspectos se encuentren adecuadamente reflejados en los documentos de cierre y de traspaso efectivo y seguro de la propiedad.
- **Implantación.** Desde el instante en el cual se recibe, se despoja o se fusiona un negocio debe haberse fijado una estrategia para afrontar el manejo de la situación. Este proceso se realiza mediante medidas gerenciales de reubicación de recursos humanos, técnicos y financieros, y un monitoreo estrecho sobre sus rendimientos y la nueva situación, durante un período prudente de tiempo.

3.2.2.4 Las emisiones públicas de acciones y bonos

Para obtener recursos financieros a través de estos instrumentos, la banca de inversión asesora a la empresa emisora para determinar en primer lugar:

- a. Qué tipo de título debe emitir.

- b. A qué precio.
- c. En qué cantidad.
- d. En qué momento.

La tarea anterior es la conclusión de un estudio de factibilidad que el banquero ha realizado mediante el estudio de las condiciones prevalecientes y futuras del mercado de valores, del comportamiento de los títulos posibles (acciones versus bonos), unido a la situación financiera en detalle de la compañía.

En segundo lugar, prestará asistencia, preparará y tramitará toda la documentación necesaria para sacar al mercado la emisión, la cual es de carácter estatutario, legal y comercial e incluye, entre otras cosas, el reglamento de emisión y colocación, el prospecto mismo de emisión y el cuaderno de ventas.

Por último, trabajará en el proceso de colocación de la emisión mediante los siguientes servicios:

- a. El diseño de la estrategia de colocación que se definirá entre la colocación directa o el mecanismo de *underwriting*.
- b. La promoción de la colocación para conformar el consorcio de *underwriters*, la cual podrá tomar toda la emisión. Aquí, decidirá sobre su participación y tomará decisión propia para motivar la colocación total de la emisión.
- c. La colocación misma de la emisión, pensada para determinar aspectos de carácter administrativo. Estamos hablando de la distribución de los títulos, su fraccionamiento, el pago de los rendimientos y la entrega física de ellos.
- d. La realización de un seguimiento de los movimientos accionarios en el mercado secundario a través de las bolsas mismas y de la participación de sus agentes.

Para complementar el texto anterior, en el capítulo dedicado a las lecciones escogidas de banca de inversión, se describirá una operación de oferta pública inicial de acciones de acciones en la bolsa NASDAQ. Esta operación es muy controvertida en la historia reciente de la banca de inversión, por una serie de consideraciones alrededor de tres de los factores críticos listados para tener en cuenta en una emisión: el precio, la cantidad y el momento.

3.2.2.5 El *underwriting* de títulos valores

Los servicios de *underwriting*⁹ en la banca de inversión, son muy importantes pues constituyen el soporte diferencial y exclusivo que los bancos de inversión

9 La traducción literal al español es garantizar o avalar principalmente, pero el vocablo en inglés es un anglicismo de uso común que no se traduce ordinariamente.

aportan en su función principal de ayudar a la consecución de recursos financieros a empresas y gobiernos para sus necesidades de inversión y otras. Este soporte busca disminuir la incertidumbre y los riesgos financieros de acceder a los mercados públicos de capital, a través de la seguridad de que las empresas y gobiernos que emitan acciones o bonos recibirán:

- Un precio predeterminado.
- Una cantidad acordada de financiación.

En una emisión de acciones, este proceso es muy importante, pues las dos variables anteriores determinan el número de acciones a emitir y en consecuencia, el capital a diluir entre los terceros que suscriban la nueva emisión. Para la emisión de bonos con este mecanismo, se asegura la fijación del costo de la deuda en su estructura de financiamiento y, por ende, el costo de promedio de capital o *WACC*, por sus siglas en inglés.

Para lo anterior, los banqueros de inversión están obligados a comprar todos los títulos emitidos, tomando así todos los riesgos financieros de oscilaciones en precios y de liquidez en los mercados. La mayoría de los clientes corporativos son empresas grandes que están obligadas a hacer públicos sus estados financieros y a revelar información profusa de sus productos, clientes, mercados, tecnologías, patentes y otros secretos industriales, las cuales prefieren diversificar su dependencia financiera de la banca comercial.

Como los recursos buscados en estas emisiones son de tamaño considerable, los bancos de inversión conforman *sindicatos* o grupos de trabajo conformados por otros bancos de inversión, organizados con la intención de completar la financiación. En este contexto, se distribuyen los montos y las funciones administrativas actuando como líderes, co-líderes o agentes colocadores, compartiendo así, totalmente los riesgos financieros de la emisión.

El *underwriting* es un proceso complejo que casi siempre viene acompañado de otros sofisticados servicios que se prestan en dos momentos diferentes, antes y después de la emisión, y los cuales buscan un control de calidad en esta delicada función.

Dichos servicios asociados al *underwriting*, se prestan de manera conjunta, aunque no en todos los casos y comprenden:

- » el *BOOK BUILDING*, y
- » el *MARKET MAKING*.

3.2.2.6 Identificación de inversionistas o conformación de libro ("*BOOK BUILDING*")

La traducción literal al español de la actividad de *la construcción del libro* es bastante larga y ha venido forzando la aparición de este anglicismo en el lenguaje

comúnmente utilizado por los banqueros de inversión de habla hispana. Este servicio es un proceso de búsqueda de inversionistas que podrían estar interesados en suscribir parcialmente los bonos o acciones de la emisión en curso.

Típicamente, en esa búsqueda, los inversionistas potenciales son invitados a una suerte de subasta privada en la que se debe consignar las demandas que éstos estarían dispuestos a tomar, las cuales estarán detalladas por precio y cantidad. Las mismas se registran en archivos que luego se procesan para su análisis cuantitativo, con el fin de fijar las condiciones financieras definitivas de la emisión. Ese proceso, apelando a una metáfora, se ha llamado como *la construcción* de un libro, pues al final del mismo, con el rastro de las diferentes subastas y participantes, quedarán unos archivos físicos que serán decisivos para identificar y listar el grupo final de inversionistas, con las cantidades y precios que cada uno de ellos tomaría, fijadas con el objetivo de determinar si las necesidades de recursos del emisor de los títulos pueden ser satisfechas.

3.2.2.7 La creación de mercados (*Market making*)

Aquí se continúa con la adopción de otro anglicismo. Nos referimos a *hacer mercado* o la creación de un mercado. Estamos hablando de un sitio al cual concurran compradores y vendedores de manera permanente con suficiente dinero para que la actividad se mantenga sin que los precios se distorsionen abrupta y radicalmente. Es un servicio exclusivo de los bancos de inversión y, tal vez, el más afín a su naturaleza de comerciante de títulos valores. Esta actividad radica en la compra de un título valor o instrumento financiero al precio al que es demandada (*bid*). Posteriormente, es vendido a un precio más alto en la oferta (*offer*), dando lugar a una utilidad o margen en la diferencia (*spread*) de los precios. En algunos casos, cuando el banco no logra deshacerse de la cantidad comprada de manera inmediata, éste se ve obligado a cargar un *inventario* con sus propios recursos, el cual queda expuesto a los riesgos del mercado.

Esta operación se puede hacer por encargo del emisor de los títulos valores que creó el banquero de inversión, mediante un contrato por servicios que busca mantener la liquidez y profundidad de ese título, con el objetivo de detectar y prevenir acciones especulativas sobre el mismo o para cuidar unos rangos normales de variación en precios, función central en una emisión pública. El banco tiene la capacidad de emprender estos procesos con su capital o proponiendo la compra venta de terceros. En este marco, surgen conflictos de interés delicados que deben ser resueltos dentro de los más altos estándares éticos para evitar demandas y disputas judiciales por manipulación indebida de precios.

Esta función genérica de *creadores de mercado* ha llevado a que la mayoría de los servicios de banca de inversión, tal como se vio en el capítulo anterior, se deriven de las actividades de compra venta de títulos valores (*trading*). Estas se llevan

a cabo a través de los llamados *desks* o mesas de negociación, las cuales están compuestas por corredores que se especializan en diferentes títulos e instrumentos de manera dedicada y exclusiva, alcanzando dominio y conocimiento superior en cada uno de ellos, al punto que se crean especialistas en una sola acción, por ejemplo, de Apple. En un sólo instrumento de deuda, títulos del tesoro americano mayores de diez años o, en un caso extremo, de derivados de tasa de interés de deuda soberana de Colombia.

Para una exposición clara de este proceso, en función de la naturaleza de los títulos o los instrumentos financieros negociados y de varias modalidades de negociación de los mismos, se diferencian tres categorías del siguiente modo:

Renta variable

En este negocio, la mayoría de las negociaciones se dan en acciones inscritas en los mercados de valores organizados y regulados, tales como el NYSE, NADDAQ, LSE y otros de los principales centros financieros. Estos son reglamentados bajo las normas de formación de precios contra todos los participantes. Así pues, las mesas de los bancos de inversión continuamente alimentan la oferta y la demanda, buscando obtener utilidades en las fluctuaciones diarias de los precios. También aparecen en estos mercados colocaciones primarias de gran tamaño, las Ofertas Públicas Iniciales (OPI) o *Initial Public Offerings (IPO)*, que los banqueros buscan colocar entre los grandes inversionistas institucionales para derivar comisiones de colocación por su volumen, beneficiando a estos inversionistas con menores costos y con un manejo discreto de órdenes de compra gigantes que perturban las cotizaciones.

Sin embargo, actualmente allí aparece una modalidad de negocio recubierta de una cierta falta de transparencia en mercados semiprivados de los bancos de inversión con ciertos inversionistas que se han llamado las *dark pools*, la cuales guardan una similitud con los mencionados *bucket shops* del *crash* de 1907, que buscan intercambios ciegos de grandes bloques de acciones.

Renta fija y otros

En esta categoría podemos listar las transacciones relacionadas a diversos activos, las cuales originan ingresos a los bancos de inversión por comisiones, honorarios o *fees*, márgenes o *spreads*, entre el precio de compra y el de venta de títulos valores. Así mismo, aparecen intereses sobre préstamos. A través de estas transacciones, los bancos de inversión buscan no sólo la toma de posiciones largas y definitivas de títulos de renta fija, sino también muchos otros títulos valores e instrumentos financieros tales como:

- a. Papeles comerciales y bonos de compañías.
- b. Deuda soberana de muchos países.
- c. Bonos del Tesoro americano.

- d. Monedas como la libra, el euro, el yen además del dólar y sus derivados.
- e. *Commodities* como el petróleo, azúcar, maíz, oro y plata.
- f. *Asset Backed Securities* (ABS) o *titularizaciones* de activos.
- g. Derivados de créditos.

La palabra *titularización* “definida como un mecanismo para movilizar activos ilíquidos a través de la creación de títulos valores” (Beltz y Acero, 1993), apareció en el lenguaje de los mercados hispanos por el año de 1991, desde la Bolsa de Bogotá, cuando esta institución se dio a la tarea de buscar mecanismos legales y comerciales que profundizaran la oferta de títulos valores en un mercado muy incipiente y ante la necesidad de sustituir un anglicismo que se estaba entroncando, la *securitisation*.¹⁰

Este neologismo del español fue el resultado de la fusión de tres palabras, de tres idiomas diferentes. Nos estamos refiriendo a *titulación*, usada por entonces en España y Méjico, pero que no se acomodaba al mercado colombiano pues la misma era de uso común para la escrituración de inmuebles, *titrization* del francés y *securitization* del inglés. Este nuevo vocablo así inventado, *titularización*, fue rápidamente asimilado por los mercados Latinoamericanos e introducido en las legislaciones correspondientes. En España, a partir de 1992, sería llamada *Titulización*. Sin embargo, ésta referida solamente a la creación de títulos valores a partir de activos inmobiliarios.

3.2.2.8 La financiación de valores

Ha venido cobrando importancia para la liquidez del mercado, una modalidad compleja de negocio, conocido *Servicios PRIME*, dirigido a los *hedge funds*, y otros participantes muy activos en el mercado diario. En este proceso, el banco de inversión otorga un préstamo con la garantía de un grupo de títulos valores a cambio de interés fijo por un período de tiempo previamente determinado. Estamos hablando del sistema nombrado *margin lending* o margen crediticio, cuya finalidad es proveer liquidez temporal a estos inversionistas para sus necesidades inmediatas o para comprometerse en nuevas transacciones de títulos que superan en rentabilidad a la tasa de interés pactada con el banco de inversión.

Estas actividades también se desarrollan para incentivar las llamadas ventas en corto o *short selling* y realizar operaciones repo, del inglés *repurchase agreement*, las cuales son muy importantes para los *hedge funds*, las tesorerías de los bancos comerciales y otros manejadores profesionales de portafolios. Así, se observa a los Bancos de Inversión actuar como intermediarios entre dos actores: los due-

10 Esta labor fue encomendada al autor cuando se desempeñaba como Primer Vicepresidente de la Bolsa de Bogotá, S.A., institución presidida entonces por Hernán Beltz Peralta.

ños reales de los títulos, conocidos en el mercado como *beneficial owners*, y los usuarios temporales de los mismos, conocidos con *end-users*. Entre los primeros, se encuentran los fondos de pensiones y compañías de seguros. Estos prestan o alquilan por un rendimiento pactado títulos que buscan mantenerse a largo plazo en sus portafolios, con el objetivo de generar rentabilidades adicionales, de las cuales los bancos de inversión se lucran en la mitad al satisfacer las necesidades de liquidez de los segundos.

3.2.2.9 La Gestión de Portafolios de Inversión

Por su conocimiento y participación en la creación de títulos valores, los bancos de inversión están en condiciones de administrar, manejar y asesorar el portafolio de inversiones de valores de cualquier persona natural o jurídica, mediante transacciones bursátiles tanto en el mercado primario como en el secundario, o mediante la inversión en instrumentos financieros privados. Además, poseen áreas muy robustas de investigación en análisis macroeconómico, del cual se derivan apreciaciones de riesgo político y económico. Podemos enumerar un constante análisis técnico y estadístico del comportamiento histórico de precios y sus volatilidades, así como de profusos estudios de análisis fundamental sobre los emisores de títulos valores, su posición en la industria, sus productos, tecnologías, el mercadeo y, finalmente, sobre la capacidad e idoneidad de su equipo gerencial, los cuales ponen a disposición de sus clientes.

En esta área de servicios, los bancos de inversión cuentan con profesionales muy calificados, los cuales deben estar habilitados y aceptados como manejadores profesionales por entidades gubernamentales y de mercado, mediante exámenes frecuentes, manteniendo su licencia habilitada. Este es un trabajo muy delicado de los banqueros de inversión, donde su profesionalismo y comportamiento ético frente a los clientes debe ser el punto de partida. Así, el primer paso es el análisis de la situación financiera del cliente, sus necesidades y objetivos, pues a partir de allí, se buscará configurar una estrategia de selección de activos financieros, que busque alinearse con sus objetivos y otorgue un balance de riesgo y rentabilidad acorde entre éstos.

Los cuatro (4) elementos principales que deben estar presentes en la tarea de los banqueros de inversión, se pueden explicar y agrupar del siguiente modo:

- Definición del perfil. Se categorizan estos perfiles en tres: conservador, moderado y agresivo. La diferencia entre cada uno, es su mayor o menor apetito por el riesgo y los retornos asociados, los cuales dependen principalmente de los activos escogidos y sus volatilidades.
- Selección de activos financieros. El proceso de selección debe partir de un principio fundamental: el conocimiento completo de la naturaleza de ese

activo y el entendimiento del negocio que lo soporta, así como el sector económico en el cual se mueve.

- La diversificación. De manera simultánea con el paso anterior, este elemento se involucra profusamente, pues se analiza la proporción entre renta fija y renta variable, así como la mínima óptima de efectivo. De este modo, se busca balancear las monedas, las posiciones geográficas, los sectores económicos y los flujos de dividendos y vencimientos con las necesidades de caja principalmente.
- La Rotación y el rebalanceo. Esta es una labor que requiere atención permanente, la cual se centra en la toma de utilidades y la defensa de las pérdidas. Estas impactan la configuración de un nuevo portafolio balanceado, bajo nuevas premisas y condiciones.

3.2.2.10 El corretaje preferencial

Estas actividades han tomado recientemente una buena porción del tiempo y especialidad de los banqueros de inversión y se constituyen en un aporte significativo al mercado financiero pues su principal función es proveer una infraestructura transaccional dedicada a la compensación financiera de operaciones con títulos valores, entre actores que no tienen el tamaño ni la capacidad patrimonial, carecen del capital humano capacitado, pero requieren de estos servicios.

Los servicios de compensación financiera de títulos, los cuales incluyen plataformas de pagos electrónicos, inclusive a nivel de personas naturales, se llevan a cabo en las conocidas centrales de contraparte o *central counterparties (CCP)*. Los beneficiarios de esos servicios son instituciones financieras pequeñas, bancos regionales de menor tamaño, manejadores profesionales de portafolios y otros. Los banqueros de inversión actúan en algunos casos, directamente como miembros de esas centrales de contraparte o como facilitadores del acceso a las mismas a sus clientes, mediante contratos formales de los que se derivan importantes ingresos.

3.2.2.11 La deuda bancaria sindicada

Los bancos de inversión han trabajado en esta modalidad para la banca comercial. A través de contrataciones de asesoría para compañías del sector real, se dan a la tarea de aconsejar la necesidad de este tipo de recursos, en cuantías muy voluminosas que un sólo banco no podría asumir por sus políticas de concentración de riesgo crediticio, para pasar a organizar y manejar grupos de bancos que las provean, dispersando el riesgo entre varios de ellos.

Ordinariamente, estos grupos o sindicatos de bancos comerciales, los cuales están casi siempre asociados, negocian con base en los modelos financieros desarrollados por los banqueros de inversión (BI), quienes cobran determinados honora-

rios. Los bancos se asignan determinados roles: líder o colíderes. Estos conllevan remuneraciones adicionales a las del costo financiero de los recursos a proveer.

Para trabajar en este tipo de operaciones, el banquero de inversión realiza las siguientes tareas en dos (2) etapas:

Primera etapa:

- Revisión empresarial. Efectúa un estudio detallado de los aspectos financieros, comerciales, técnicos y administrativos de la empresa y de su sector privado.
- Repaso de las opciones de financiación. Revisa las distintas opciones disponibles de recursos de crédito y sus posibles combinaciones.
- Estructura una estrategia financiera. Define la relación óptima deuda-capital, la mezcla de recursos de crédito y las garantías y avales necesarios.

Segunda etapa:

- Preparación de la solicitud. Elabora proyecciones financieras de la empresa para un periodo no inferior a cinco años y elabora y revisa todos los documentos técnicos, formales y legales requeridos para presentar la solicitud.
- Presentación de la solicitud. Identifica, contacta y negocia con los intermediarios financieros escogidos, hasta obtener la aprobación de la solicitud. También presta asistencia durante el proceso del desembolso.

Los banqueros de inversión, por su conocimiento de los mercados financieros y por sus redes de comunicaciones, están en capacidad de cumplir con estas funciones.

3.2.2.12 La reestructuración financiera

En este punto, nos referimos al análisis de las distintas posibilidades que ofrece el mercado para reestructurar la condición financiera actual de las empresas, ante el surgimiento de factores adversos o impulsores de sus actividades comerciales.

1. Determinar la viabilidad financiera de la compañía ante el surgimiento de los nuevos factores.
2. Diseñar un programa de financiación que reconcilie las necesidades del proyecto, con los requerimientos de los inversionistas y prestamistas.
3. Redactar un memorando de colocación para los prestamistas y accionistas potenciales.
4. Identificar y seleccionar a los prestamistas e inversionistas potenciales y prestar asesoría en las negociaciones.

En estas negociaciones, el banco de inversión puede jugar diferentes roles. Puede pasar por un papel secundario, como simple asesor de una de las partes, hasta lle-

gar a coordinar todos los aspectos del proyecto que incluyan la puesta en marcha del mismo. Así mismo, se puede referir a la toma de posición propia, en alguna de las operaciones de financiamiento como accionista o prestamista.

3.2.2.13 Financiación de Entidades gubernamentales y Multilaterales

Los distintos gobiernos, de manera directa o a través de agencias gubernamentales que operan como bancos de segundo piso o por medio de sus aportes en entidades multilaterales de crédito, son una fuente muy grande de recursos financieros a tasa de interés bajas y períodos largos de repago. La tarea de los banqueros de inversión consiste en la identificación apropiada de la fuente en consideración al uso y destinos de los recursos financieros, que éstas entidades y gobiernos tienen en su amplio portafolio.

En el proceso de financiamiento de exportaciones desde cada país, son muy apetecidas las financiaciones de *Exim-Bank* Estados Unidos, Japón y China, o de la *Coface* en Francia. En Colombia, fondos de *Bancoldex*, *Findeter* y *Finagro* apoyan sectores exportadores, de infraestructura básica de servicios públicos y desarrollos agrícolas, así como bancos de segundo piso. Estos se destacan por su acompañamiento al sector privado, por su capacidad técnica y por el tamaño y alcance de sus operaciones. Así pues, podemos contar también a la Corporación Financiera Internacional, IFC por sus siglas en inglés, al Banco Mundial y la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Ésta última, por ejemplo, tuvo una participación decisiva en la reciente ampliación del canal de Panamá.

A continuación, se describen de manera adicional algunas de éstas instituciones, pretendiendo resaltar sus principales servicios.

Organismos multilaterales. Son aquellos organismos que se dedican al otorgamiento de crédito. Específicamente, en esta categoría podríamos contar al Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Fondo Monetario Internacional, la Corporación Andina de Fomento y los bancos de promoción de exportaciones e importaciones.

El Banco Mundial, creado en 1944, comprende tres instituciones principales: el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), la Agencia Internacional de Fomento (AIF) y la Corporación Financiera Internacional (CFI). Las tres son instituciones multilaterales de crédito, cuyo objetivo es el desarrollo de los países objeto de sus financiamientos.

El grupo Banco Mundial está formado también por una agencia muy particular y efectiva pensada para complementar procesos complejos de financiación: la Corporación MIGA. Este es un organismo que funciona para extender garantías o seguros para coberturas de un tipo de riesgo que muy pocos agentes financieros

del mundo se atreven a tomar, el de riesgo político y de estabilidad cambiaría en países en vía de desarrollo.

Efectivamente, ésta corporación busca eliminar los riesgos *no comerciales* que obstaculizan las inversiones. Por ejemplo, encontramos las devaluaciones abruptas, los golpes de estado o los cambios de régimen político. Estos procesos se realizan con el fin de proveer coberturas adicionales a los flujos de capital privado, con las cuales es posible poner en marcha proyectos vitales de infraestructura para agua potable y seguridad alimentaria, así como de vivienda en comunidades muy remotas del sistema social.

La Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID) fue creada en 1961 por el Presidente Jhon F. Kennedy. Esta organización tiene como función principal otorgar créditos a los países más pobres en condiciones muy favorables. Usualmente se considera un plazo de 50 años, con un periodo de gracia de 10 y sin tasa de interés. Estos procesos son pensados con el fin de impactar y reivindicar las condiciones de vida de poblaciones muy vulnerables.

El Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) es propiedad de los gobiernos que han suscrito sus participantes sociales. Esta organización capta recursos en los mercados financieros internacionales, que junto a las aportaciones de sus socios, constituyen los recursos financieros para sus operaciones. Al participar simultáneamente en todos los mercados financieros, le permite disminuir el costo de sus recursos, ya sea porque se benefician directamente de las bajas tasas de interés o indirectamente mediante la realización de operaciones de *swaps*.

El Banco Interamericano del Desarrollo (BID) fue fundado en 1959. Este organismo económico realiza sus operaciones en América Latina y capta recursos en los mercados financieros internacionales para financiar proyectos del desarrollo en la región. Entre sus funciones principales, se encuentran: financiar proyectos de desarrollo, promover e incentivar la inversión de capitales en la región y suministrar cooperación técnica para proyectos en la región.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), fundado en 1944, tiene como principales objetivos promover la estabilidad monetaria internacional, ayudando a financiar déficits temporales de balanza de pagos y a facilitar la eliminación progresiva de las restricciones cambiarias y la observancia de normas aceptadas de conducta financiera internacional. Usualmente, estos financiamientos se conceden dentro de programas de supervisión, en los cuales, el gobierno de un país se compromete a plantear una serie de metas, principalmente macroeconómicas.

La Corporación Andina de Fomento (CAF) tiene como objetivo impulsar el proceso de integración subregional andino, a través de la promoción y financiación de proyectos y del comercio entre los países que conforman la institución, en términos internos y externos, promoviendo la exportación continental e internacional.

La CAF también creó, en asocio con la aseguradora americana AIG, la Compañía Latinoamericana de Garantías de Inversiones, conocida por sus siglas en inglés como LAGIC. Esta organización otorga a instituciones privadas coberturas de riesgo político, confiscación, nacionalización, convertibilidad y transferibilidad de monedas, violencia política y riesgos de comercio exterior.

Financiamientos bilaterales. Dentro del mercado financiero internacional, es conveniente mencionar que los distintos gobiernos tienen establecidas agencias o bancos estatales que actúan como proveedores de fondos en condiciones favorables de tasas de interés y de plazos para promover el sector exportador.

Así, existen la *Coface* en Francia, el Eximbank en Japón y el Banco Exterior en España, entre otros. Estos organismos económicos ofrecen financiación a los compradores de bienes y servicios afuera de cada país respectivo.

3.3.2.14 Los procesos de privatización y de financiación a gobiernos

El papel de los banqueros de inversión en los procesos de privatización de los gobiernos ha sido muy activo en dos (2) tareas:

- La valoración de los activos, negocios o actividades a privatizar.
- La movilización de los socios estratégicos adecuados para asumirlos.

La primera de las tareas conlleva especial cuidado, pues no sólo debe buscar satisfacer las necesidades de recursos que los gobiernos esperan al emprender cada proceso de privatización, sino también garantizar el equilibrio financiero para el inversionista dentro de riesgos de inversión controlados. Ha sido una práctica reciente que todos los procesos de privatización lleven un banco de inversión que acompañe de manera imparcial al gobierno en su proceso de valoración. En este proceso, se han sometido muchas veces dos trabajos de valoración de entidades, que pudieran tener intereses económicos en el proceso, a una tercera valoración independiente de otro banquero de inversión.

Por otro lado, es indefectible la participación del banquero de inversión junto al comprador privado o socio que va a asumir el negocio o la actividad a privatizar. Esto se da de este modo, pues el soporte financiero necesario para asumir este o aquel, casi siempre es enorme y debe ser demostrado ante el gobierno mediante líneas de crédito abiertas e irrevocables, o capitales propios líquidos demostrables. La asimilación de las operaciones que realizan los banqueros de inversión para el cual el sector privado en el sector público se constituye en un conjunto de retos y oportunidades interesantísimas para su desarrollo.

El Estado, los departamentos, los municipios, los institutos descentralizados y en general todos los entes gubernamentales, se encuentran ávidos de recursos

para financiar sus programas de inversión y mantener en marcha su gigantesco andamiaje burocrático.

Mediante una asimilación profesional de las operaciones que ejecuta el banquero de inversión, se podrán estructurar las financiaciones necesarias para grandes obras de infraestructura en comunicaciones, puertos, ferrocarriles y de salud. Por ejemplo, para estructurar un programa de financiación para un municipio por medio de una emisión de bonos de deuda pública, el banquero de inversión asumirá las siguientes tareas en dos (2) etapas:

Primera etapa:

- Después de un estudio profundo de las finanzas municipales basado en el comportamiento histórico y en el examen de las tendencias futuras, determinará la viabilidad del municipio de acceder al mercado de capitales.
- Realizará un estudio de mercados del mercado bursátil en ese momento.
- Efectuará un análisis económico y metodológico del cálculo de los ingresos de la administración central del municipio y de los gastos e inversiones del mismo.
- Presentará una sustentación técnica de las inversiones a financiar con la emisión de los bonos.
- Tramitará ante las entidades gubernamentales y del mercado, la aprobación de la respectiva emisión.

Segunda etapa:

- a. Asistirá al municipio en el proceso de negociación y selección del agente fiduciario para la colocación de los títulos.
- b. Trabajaré en la promoción de la colocación para conformar un consorcio de *underwriters* que garantice la suscripción total y tomará posición propia en la misma.

3.3 Fondos de Capital Privado (FCP)

Las operaciones categorizadas para los fondos de capital privado (FCP) se muestran en el árbol de operaciones de la página 63, en el cual se resumen las operaciones más frecuentes, así como los participantes más activos, según provengan del sector real o del sector financiero.

3.3.1 Operaciones generales

Para los fondos de capital privado, se han establecido tres (3) categorías generales. Estas se presentan a continuación:

- De Asesoría
- Con Capital propio
- Con Patrimonios independientes

3.3.2 Operaciones específicas

3.3.2.1 La generación y la debida diligencia.

Mediante estudios detallados de sectores industriales y de perfiles de sus compañías, las cuales son evaluadas financieramente, los PE construyen tesis de inversión particulares y elaboran el plan de acercamiento a los candidatos potenciales identificados y seleccionados. La mayoría de las veces el proceso de *due diligence* es concomitante a esta función.

3.3.2.2 La postadquisición

Este trabajo consiste en la identificación y planeación de estrategias a implementar después de la adquisición. Así, nos referimos a mejoras organizacionales, reducción de costos, nuevas financiaciones, reorganizaciones gerenciales y laborales, disposición de activos no productivos, adquisición de nuevos negocios y mejoramientos tecnológicos.

3.3.2.3 Las salidas

En esta labor se deben incluir al menos tres acciones decisivas:

- a. Identificación de la estrategia óptima.
- b. Selección de los compradores con mayor potencial.
- c. La preparación de los documentos de venta.

3.3.2.4 La configuración de estrategia a institucionales

En este punto, el asesoramiento a los inversionistas institucionales parte del examen de los riesgos agregados en sus portafolios y las estrategias para mitigar y diversificar los mismos. Este proceso se realiza a través del cruce de diversas clases de activos, políticas de gobierno corporativo, reglas y convenios (*covenants*) de manejo prudente financiero, mediante coinversiones o inversiones directas independientes.

3.3.2.5 Las compras financiadas (*Leveraged buyouts*)

Estas operaciones podrían denominarse en español *compras apalancadas*, dada su naturaleza, la cual se sustenta en operaciones emprendidas por compañías privadas, casi siempre maduras. Estas cuentan con flujos de caja estables y grandes activos, necesarios para adquirir otras compañías competidoras o para insertarse

en la cadena vertical de su negocio, mediante el uso del apalancamiento financiero por la vía de deuda.

Estas operaciones siempre son acompañadas por un guía o *sponsor* financiero. En estas, el fundamento para el repago de la deuda reunida se encuentra en los flujos de caja futuros de las compañías o negocios nuevos a adquirir, activos no productivos o no vinculados al negocio a vender, ahorros en despidos laborales o introducciones tecnológicas o incrementos en ingresos por captura de nuevos clientes o mercados.

El *sponsor* ordinariamente no compromete sus participaciones en otras compañías. Además, se beneficia en dos aspectos principalmente:

- No aporta ni compromete todo el recurso necesario para la operación.
- Sus rendimientos se agrandan en la medida en que el retorno exceda los costos de financiación.

Los prestamistas son bancos comerciales. En la mayoría de los casos, actúan con deudas estructuradas a plazos largos, pero con prioridades de pago y colaterales preferenciales (*senior debt*), las cuales son sindicadas entre varios intermediarios y varían entre un 60% a un 90% de los recursos de la operación. Sus condiciones financieras y de garantías responden a los riesgos de la industria, el historial de los negocios y las condiciones prevalecientes del mercado de deuda.

Una variación interesante de estas operaciones se ha dado cuando el equipo gerencial de una firma busca hacerse al control accionario de la compañía para la cual trabajan, pues han detectado mejores oportunidades a través de riesgos que los actuales accionistas no están dispuestos a asumir. Estas podrían ser denominadas en español autocompras gerenciales, considerando su nombre en inglés de *managment buyouts*.

3.3.2.6 El capital de crecimiento (*Growth capital*)

El capital de crecimiento, como podemos llamar en español a estas operaciones, es usado para compañías maduras con utilidades operacionales sostenidas, pero que no generan el flujo de caja suficiente. En términos generales, estas buscan:

- Financiar adquisiciones, expandirse, reestructurar sus negocios, introducir nuevos productos o entrar a nuevos mercados.
- A través de vender una porción minoritaria de su capital de manera tal que no se pierda el control de la firma.

Al vender esta parte de su compañía a terceros, el accionista controlante lo hará mediante el convencimiento a los mismos del valor que se agrega a la sociedad por sus aportes. Así mismo, considerando que el riesgo que éstos entran a com-

partir permitiéndole seguir al frente del negocio los hace más ricos a todos en un período de tiempo establecido, después del cual podrán salir de una manera predeterminada.

3.3.2.7 Los híbridos (*Capital mezzanine*)

La modalidad llamada *mezzanine*, como su nombre lo sugiere, se localiza en un lugar intermedio entre la deuda, *senior debt*, antes descrita y el capital de los accionistas. Este elemento tiene prioridad para su pago antes que el de los últimos, pero después de haber servido íntegramente la deuda primera.

Puede tomar algunas formas jurídicas tales como:

- Deuda subordinada.
- Acciones preferentes.

Estos instrumentos buscan reducir la cantidad de capital propio requerida en un LBO o conseguir recursos no disponibles en el mercado bancario. En compensación, los proveedores de este tipo de capital acomodan rendimientos superiores a la deuda *senior debt* y al retorno esperado por los accionistas, los cuales casi siempre van acompañados de pagos por cupones anualizados de interés con un solo pago del capital al final (*bullet payment*).

3.3.2.8 El capital de riesgo (*Venture capital*)

El capital de riesgo, como se podría traducir esta modalidad, es una categoría creada para los inversionistas que se atreven a entregar sus capitales a compañías no consolidadas, en etapas de crecimiento acelerado, a veces sin utilidades operacionales. Sin embargo, estas organizaciones cuentan con productos, invenciones científicas o simplemente “ideas nuevas de negocio”, las cuales requieren grandes inversiones para sostener largos ciclos de crecimiento.

Estas compañías a veces se organizan como *start ups* o desarrollan nuevos productos, atacan nuevos mercados o adoptan tecnologías en proceso de consolidación. Por lo tanto, no existe un récord anterior probado sobre los ingresos y las utilidades a generar, los cuales están rodeados de incertidumbres. Los capitales aquí comprometidos buscan retornos muy altos, por altos riesgos. Sin embargo, los resultados acumulados por estas modalidades no lo han demostrado en años recientes y, por el contrario, sus retornos en promedio son inferiores a los obtenidos en las otras modalidades.

3.3.2.9 Los deslistamientos bursátiles o *public to private conversions*

Este tipo de operaciones consiste en privatizar una compañía inscrita (o “listada”) en un mercado bursátil. Esta se retira de ese mercado público, con la atención a normas legales y reglamentarias de los mercados bursátiles, mediante la compra

de todas las acciones en circulación de dicha compañía. En muchos casos, estos recursos están en poder de miles de accionistas personas naturales e inversionistas institucionales con muy diversos intereses.

El razonamiento financiero subyacente a estas operaciones se encuentra en la convergencia del múltiplo RPG (relación precio ganancia o *price earnings P/E multiple*) de una acción en la bolsa versus el indicador de valor empresarial sobre el EBITDA de la compañía (*Enterprise Value/EBITDA*). Es importante anotar que esta se da de manera natural en tiempos de poca actividad bursátil o mercados deprimidos.

Para los mercados actuales, la convergencia se daría sobre múltiplos de 12 a 17 veces en relación a las utilidades. Sin embargo, a veces las motivaciones sobrepasan la lógica financiera y atienden a intereses particulares y estratégicos superiores. Este fue el caso de la adquisición de Informática por parte de Permira, firma con sede en el mercado londinense por 29 veces el EBITDA.

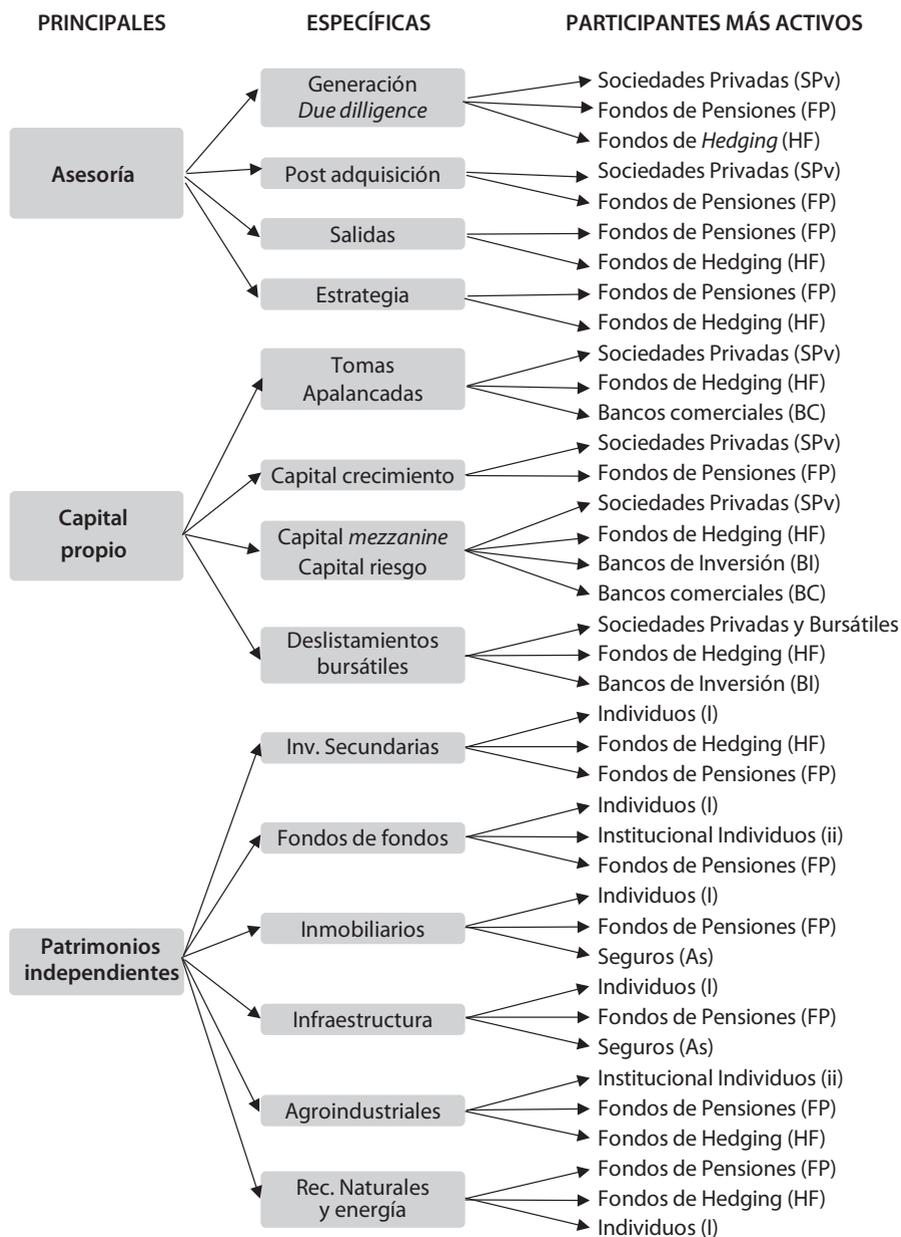
Recientemente, en relación a la motivación financiera presentada anteriormente, estas operaciones se han visto estimuladas por las mismas compañías bursátiles, las cuales prefieren buscar recursos privados que no las obliguen a revelar desarrollos tecnológicos u otra información sensible para su éxito comercial. Sin embargo, las motivaciones de los banqueros de inversión (BI), de los fondos de capital privado (FCP) y de sus clientes, muchas veces se encuentran impulsadas por aspectos tales como la posibilidad de tomar el control de compañías controladas por la empresa listada públicamente, por el acceso a tecnologías innovadoras o por la posibilidad de vender por partes muchos negocios cuyo valor por separado es superior al de la venta del todo. Estas operaciones pueden ser muy engorrosas si la compañía permanece inscrita en un mercado público de valores.

3.3.2.10 Las reorganizaciones o reconversiones empresariales

Estas operaciones, conocidas entre los fondos de capital privado (FCP) como *Distressed pe*, son inversiones hechas en compañías con balances deteriorados, situaciones críticas de liquidez, problemas legales y que, en algunos casos, requieren capitales grandes para rescates financieros sobre compañías que en otro momento fueron rentables y que han sido malogradas por administradores incapaces o desleales, o por situaciones sobrevinientes que pueden ser superadas.

Gráfico 8

FONDOS DE CAPITAL PRIVADO
ÁRBOL DE OPERACIONES



3.3.2.11 Las inversiones secundarias

Casi siempre con primas altas añadidas en su precio de venta, las inversiones secundarias en activos de fondos de capital privado (FCP) que poseen los inversionistas institucionales como los fondos de pensiones son muy buscadas. Estas operaciones mantienen ocupados a muchos gestores en esta industria en la elaboración de estrategias de compra, bien por las altas primas reconocidas o por el intercambio en otros activos valiosos de diferentes clases.

En algunos casos, estas inversiones mantienen compromisos de fondeos futuros, las cuales deben ser asumidos por los compradores y, casi siempre, están orientadas a suavizar la tendencia inicial en la llamada *j-curve* o curva de rendimientos negativos decrecientes en los primeros años. Estas últimas se transforman en rendimientos exponenciales futuros en el largo plazo.

3.3.2.12 Los Fondos de Fondos

Las firmas de capital privado se han dado a la tarea de crear estos tipos de fondos con el fin de llenar vacíos que muchos inversionistas en esta industria mantienen en sus portafolios. Casi siempre, estos fondos son una sucesión y acumulación de inversiones en fondos dedicados que han sido exitosos.

La estrategia de estos inversionistas busca varios objetivos, entre los que podemos contar su pretensión de acceder a equipos talentosos de administradores y gestores de fondos, ganar conocimiento anterior para otras inversiones que se preparan en nichos ya cubiertos por algunos de estos fondos, acceso a fondos a los que no tuvieron cabida en suscripciones primarias o por la simple diversificación de sectores económicos.

3.3.2.13 Los Fondos Inmobiliarios

Por el tamaño, la calidad de los activos y el riesgo controlado, estos fondos inmobiliarios prácticamente se constituyen en una subindustria dentro de este conjunto de fondos de capital privado (FCP). Estos pueden ser de dos (2) clases.

- De desarrollo: a través de estos, se une a los constructores con propietarios de grandes terrenos, los cuales requieren grandes sumas de dinero para invertir durante el período de construcción y recoger los retornos de manera compartida al final del mismo.
- De renta: El proceso en que el fondo toma inmuebles con contratos de arrendamiento a largo plazo sobre inmuebles comerciales en sitios exclusivos como edificios icónicos, almacenes de grandes cadenas o supermercados, grandes oficinas bancarias o bodegas ya construidas que pertenecen a sociedades que buscan caja para orientarla a sus negocios principales, a través de la venta de estos activos.

Dentro de esta categoría, es muy atractiva la modalidad conocida como BTS (*build to suit*) por sus siglas en inglés. Esta consiste en que una sociedad que no quiere dedicar su caja a activos inmobiliarios, le encarga la construcción y dotación de los mismos, a un fondo inmobiliario con un compromiso de arriendo a largo plazo y con condiciones de recompra o de salida predefinidas.

3.3.2.14 Los Fondos de infraestructura pública

Estos fondos son muy apetecidos. En la mayoría de los casos, sus flujos de caja futuros son muy predecibles o están garantizados por gobiernos. Estos flujos provienen de una concesión a largo plazo por la ejecución de una obra pública como carreteras, puentes o medios de transporte público, los cuales provienen de procesos de privatización.

La estructuración de las garantías de los gobiernos puede tomar la forma de tráficos mínimos garantizados de vehículos o pasajeros, las cuales, en caso de estar muy bien estructuradas, podrían llevar a que las titularizaciones de flujos futuros se califiquen como deuda soberana algunas veces, dando espacio a la creación de títulos valores susceptibles de ir a mercados públicos. Así mismo, las titularizaciones de esos flujos futuros están sujetas a calificación de calificadoras de valores, creando emisiones de una subclase de activos con liquidez en mercados bursátiles muy buscados.

3.3.2.15 Los Fondos de energía

Esta sección hace referencia a las inversiones en la generación y transmisión de energía hidroeléctrica, termoeléctrica o de fuentes alternas, unidas a otras en la exploración, explotación, refinación y distribución de hidrocarburos y sus sustitutos. Estos procesos casi siempre se realizan en compañías muy maduras y con nichos de mercado definidos que presentan oportunidades atractivas a los fondos de capital privado (FCP).

3.3.2.16 Los Fondos de recursos naturales

La preservación y la explotación racional de los recursos naturales ha venido presentando inmejorables alternativas para las inversiones de los fondos de capital privado que pueden destinar recursos de largo plazo, los cuales se materializan en rangos hasta de cincuenta (50) años. Las inversiones en reforestación de bosques a treinta (30) años son muy comunes, así como otras de mediano plazo. En plantaciones de caucho o bosques maderables como la teca, presentan un potencial muy buscado por los PE.

En esta categoría también se encuentran los fondos destinados a exploración, extracción y comercialización de hidrocarburos, junto a otros recursos naturales

no renovables, los cuales han apoyado buena parte de la nueva producción petrolera mediante métodos no convencionales.

3.3.2.17 Los Fondos de patentes y regalías (*Royalties*)

Cómo no comprar los flujos futuros derivados de las ventas de medicamentos como el viagra u otros asociados al tratamiento de enfermedades comunes y trágicas, cuando estos provienen de patentes con protecciones de largo plazo que conforman mercados oligopólicos y cuando los rendimientos se muestran por encima del mercado y los riesgos se reducen por estas protecciones. Este campo es muy usado por los fondos de capital privado (FCP) en sus operaciones.

CAPÍTULO 4

INTERACCIÓN CON LOS BANQUEROS DE INVERSIÓN

Este capítulo busca conformar las pautas mínimas necesarias para establecer una relación provechosa con los banqueros de inversión (BI) y con los fondos de capital privado (FCP), o, en otro sentido, responder cómo un banquero de inversión o un fondo de capital privado debe brindar un trabajo concienzudo a su cliente para establecer una relación satisfactoria y duradera.

Lo anterior se logrará sí:

- Se llega a la redacción de una tesis de inversión creíble.
- La misma está expresada en unos indicadores de valor universalmente aceptados.

De todas maneras, será un prerrequisito para ambos, banquero y cliente, emprender un proceso de conocimiento mínimo anterior de la siguiente manera:

- KYC, por sus siglas en inglés (*know your client*): el banquero buscará principalmente referencias comerciales, bancarias, judiciales e indagará sobre la reputación de su candidato y su entorno.
- KYB, por sus siglas en inglés (*know your banker*): el cliente revisará principalmente las transacciones realizadas por el banquero potencial, en relación a posibles conflictos de interés con otros clientes de éste. Así mismo, indagará sobre oportunidades que puedan crecer a partir de estos. Por supuesto, una dimensión de los honorarios debe ser presupuestada.

4.1 La tesis de Inversión

La publicación *Writing a Credible Investment Thesis* (Harding, Rovit, 2004)¹¹ para *Harvard Business School* ilustra la importancia de redactar una tesis de inversión antes de emprender cualquier negocio que implique el compromiso de recursos financieros en una compañía o negocio, especialmente cuando se trate de una adquisición.

Efectivamente, los autores sostienen que la mayoría de las adquisiciones exitosas han sido emprendidas con tesis de inversión redactadas previamente en *blanco y negro*, disciplina arraigada entre los banqueros de inversión y la industria de los fondos de capital privado (FCP). Por ello, resalta el hecho de que cuando las adquisiciones han sido llevadas a cabo por las compañías directamente, en el 40% de los casos los altos ejecutivos encargados de emprenderlas nunca se detuvieron en la redacción de una tesis de inversión y que la mayor parte de éstas adquisiciones fueron, según sus propias palabras, “claramente inciertas” y “asustadoramente no claras” al momento de comprometer el capital de los dueños.

De igual manera, dejan ver que, en una encuesta de *Accenture*, por lo menos el 83% de los ejecutivos que participaron en adquisiciones para sus compañías, no supieron identificar las palancas de valor (*value levers*) o también llamados, *value drivers* o conductores de valor.

La mayor parte de las veces, las razones esgrimidas fueron vagas, mimetizadas bajo *lugares comunes* y fabricadas con posterioridad a la transacción. De esa manera, se oyeron aseveraciones tales como:

- “...existen sólidas razones estratégicas...”.
- “...el banco de inversión ... tal dijo que la va a comprar la competencia...”.
- “...necesitamos aprender de nuevas y potencialmente relacionadas áreas de negocio...”.

Todo negocio que se emprenda mediante la inversión de recursos financieros, de capital propio o de deuda, debe concluir en la creación de valor adicional para su empresa o patrimonio. El resultado deber ser *hacer dinero* y, por lo tanto, la cantidad de dinero hecho debe ser demostrable.

Sin duda, se debe:

- Partir de un claro conocimiento sobre cómo su empresa hace dinero hoy.

11 Los datos y conclusiones principales que se citan en este aparte provienen de la publicación arriba comentada.

- Visibilizar el proceso de producción de dinero con la inversión que se propone.

Con base en lo anterior, se puede definir una tesis de inversión como la declaración escrita de cómo el negocio a emprender, sea éste una adquisición, una mejora tecnológica, una optimización financiera o cualquiera otro, le añade valor a la compañía. Así, una tesis de inversión se debe convertir en la expresión de que entre más valiosa se hace la compañía, en términos monetarios, se debe considerar el emprendimiento que se plantea y permitir su difusión rápidamente entre los estamentos involucrados adentro de la compañía.

Posteriormente, la misma debe ser rápidamente difundida hasta lograr todo su entendimiento por parte de los accionistas, los nuevos acreedores, proveedores, vendedores, empleados hasta el primer nivel y, en lo posible, la opinión pública en general. Así mismo, es importante destacar que no debe ser redactada en más de dos (2) páginas y, en lo posible, puede estar acompañada de gráficos o cuadros que interactúen entre sí. Sin embargo, estas siempre deben buscar comunicar explícitamente los beneficios monetarios, esto es, cuánto dinero se espera producir, cuánto se debe aportar y cuánto más va producir.

4.2 Los conductores de valor

Como se vio antes, una tesis de inversión es la expresión del incremento de valor por cuenta del emprendimiento a desarrollar y éste se manifiesta en una mayor acumulación de dinero en el tiempo. La clave para lograrlo debe partir de un conocimiento de cómo el dinero fluye en el negocio específico. Es decir:

- Dónde entra el dinero.
- Dónde sale este.

Esto es lo que se conoce como la identificación de los conductores de valor (*value drivers*) de un negocio. La teoría financiera ha llegado a concluir que el valor de una compañía o negocio se expresa en el flujo de caja libre descontado. Así pues, los conductores de valor del negocio serán los del flujo de caja libre o FCF, por sus siglas en inglés, *Free Cash Flow*.¹²

12 En la obra "Valuation: Measuring and managing the Value of Companies" (Tom Copeland, Tim Koller & Jack Murrin, 1994) y sus respectivas actualizaciones hasta la fecha, se encuentran las fórmulas de cálculo y definiciones más profusas de los términos utilizados en este aparte, los cuales corresponden en su mayoría a sus siglas en inglés, pero que son anglicismos y códigos incorporados al lenguaje español de la industria.

Los conductores de valor del FCF son dos:

- I. Crecimiento de la utilidad operacional.
- II. Rendimiento sobre el capital invertido.

Para lo anterior, se hace necesario precisar cuatro (4) definiciones: *NOPLAT*, *ROIC*, *IC (Invested Capital)* y *WACC*.

NOPLAT, por sus siglas en inglés *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*: la utilidad operacional deducida en los impuestos ajustados para determinar la verdadera caja o cantidad de dinero que queda libre para remunerar la deuda y el capital.

Invested Capital (IC): suma del capital de trabajo operativo y los activos fijos netos junto a los otros activos. Es decir, son todas las inversiones hechas en un período de tiempo en los activos necesarios para operar el negocio.

ROIC, Return On Invested Capital: equivalente a la división de *NOPLAT* e *Invested Capital*. ($ROIC = NOPLAT / IC$). Su resultado se expresa en porcentaje.

WACC (Weighted Average Cost of Capital): se expresa también como un porcentaje y es el resultado de ponderar el costo de la deuda incurrida y el rendimiento esperado del capital aportado por los socios. Es decir, es el rendimiento necesario para remunerar a los acreedores y a los socios de manera conjunta en los términos corrientes del mercado¹³. Indicador utilizado para llegar al DCF (*Discounted Cash Flow*), el cual es el valor estimado del negocio y la compañía.

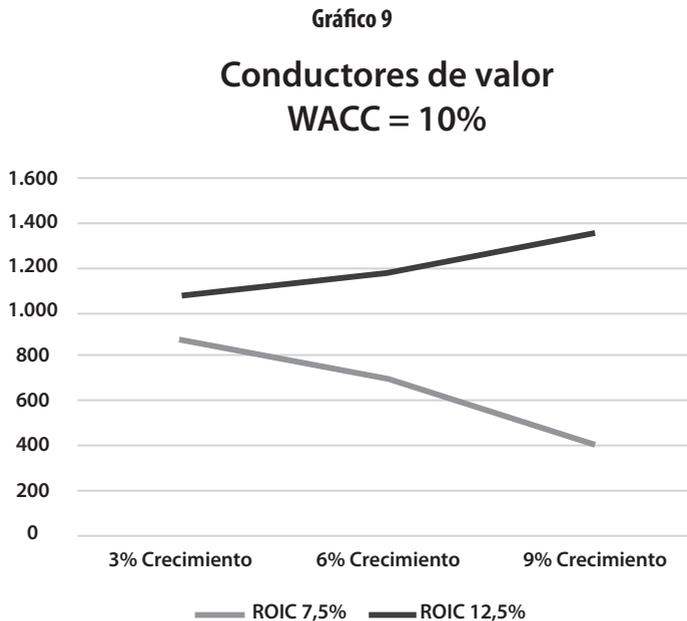
De todos los anteriores, surge el indicativo del nuevo valor creado en un período correspondiente, casi siempre en el año anterior. Este es conocido como *Economic Profit* o ganancia económica. Estamos hablando de la cantidad de dinero que efectivamente se ha añadido a la compañía después de realizar ciertas operaciones y el pago de impuestos y de la remuneración a los acreedores por deuda y a sus socios. Es el valor creado.

Su cálculo se realiza del siguiente modo: $Economic Profit = IC * (ROIC - WACC)$. Nótese que si *ROIC* es mayor que *WACC* el resultado será positivo. Esto quiere decir que se ha creado valor, se ha producido más dinero. Sin embargo, si *ROIC* es menor que *WACC*, la cantidad resultante es negativa y podríamos decir que se ha destruido valor en la compañía. Ésta vale menos y se puede afirmar que se ha dejado de traer más dinero de la compañía.

13 $WACC = (i*(1-imp)*(D/(D+P))) + ((k*(P/(D+P)))$ i= costo de deuda; imp=tasa impositiva; D=valor de deuda; k=costo de oportunidad de los socios; P=valor del patrimonio.

El entendimiento de los conductores de valor del *FCF* o del negocio en sí provenirá del análisis de las variables que contribuyen a los cálculos anteriormente definidos y del control y los efectos que sobre ellos realice la gerencia de la compañía y sus socios en conjunto

Para explicarlo mejor, la siguiente figura muestra los resultados de una matriz fabricada a partir de sus datos en la página 141 (Copeland, Koller & Murrin, 1994). Allí se observa una relación inversa entre el crecimiento de las utilidades operacionales, que son el fundamento del *NOPLAT* y el valor creado *economic profit*, cuando el *ROIC* es menor que el *WACC* y viceversa.



De este modo, tenemos que cuando el retorno sobre el capital invertido (*ROIC*) es 7,5%, menor a un *WACC* de 10% y el crecimiento de las utilidades operacionales es un 3% anual, el valor de la sociedad o negocio es de 887. Sin embargo, si se hace un esfuerzo monumental para crecer esas utilidades a un ritmo de un 9% anual, el valor disminuye un 53,78% hasta 410.

Por otro lado, si el *ROIC* es 12,5%, mayor que el 10% de *WACC*, el valor de la sociedad o negocio sube de 1,068 a 1,354 o un 26,78% más cuando la utilidad operacional crece del 3% al 9% en un año.

La descripción anterior busca exponer cómo, a través del conocimiento profuso de dos variables, el crecimiento de las utilidades operacionales y el retorno sobre el capital invertido, medido con relación al costo ponderado de los recursos financieros de una sociedad o negocio, se pueden descubrir los creadores de valor

de éstos, es decir, por dónde entra, sale y se multiplica el dinero que circula en la sociedad o negocio.

Por lo tanto, si se quiere establecer una relación fructífera con un banquero de inversión (BI) o un fondo de capital privado (FCP) y se busca conseguir el dinero que su negocio o compañía necesita, debe presentársele una tesis de inversión creíble, impecablemente redactada, soportada por los conductores de valor de su negocio y expresada mediante indicadores como el *NOPLAT*, *Invested Capital (IC)*, *ROIC*, *WACC* y el *Economic Profit*.

Así mismo, es aconsejable tomarse un tiempo antes de buscar a los banqueros de inversión para entender su negocio, para conocer con certeza por dónde entra y sale el dinero al mismo. Posteriormente, sí realizar la contratación y hacer que sea él quien la redacte y le consiga el dinero para producir un mejor resultado.

Sin embargo, si se da el caso de que algún banquero de inversión (BI), fondo de capital privado (FCP) u alguno de los administradores de una compañía de su propiedad lo busquen para que emprenda una adquisición, un negocio adicional o una inversión con razones como “es de suma importancia estratégica”, “si no lo realizamos, la compra la competencia”, “necesitamos aprender de ese negocio”, sugiérales que le presenten una tesis de inversión bien redactada en máximo dos (2) páginas y soportada por los conductores de valor del negocio.

En este punto, vale la pena hacer algunas anotaciones. En los anteriores indicadores no se ha mencionado el *EBITDA (Earnings Before Interest and Taxes Depreciation and Amortization)*, pues este es más un indicador de rentabilidad y de potencial de caja que de valor. Su uso se ha difundido mucho en el lenguaje de la banca de inversión con el objetivo de revelar el tamaño de las transacciones realizadas, como un múltiplo de este indicador, el cual se usa de manera comparativa con otras transacciones en su sector o, en general, con el mercado.

CAPÍTULO 5

LECCIONES ESCOGIDAS DE BANCA DE INVERSIÓN

5.1 Oferta pública inicial (OPI) de acciones

La descripción de este ejemplo será abordada mediante el análisis de las cuatro variables que aparecen mencionadas en la página 56 de esta publicación. Serán presentadas como los elementos más relevantes al emprender un proceso de emisión de títulos de valores. Estas son: la clase de título a emitir, el precio del mismo, la cantidad de títulos y el momento. Todos estos elementos son responsabilidad directa del banquero de inversión.

Antecedentes

La red social más influyente de todas, con el mayor número de usuarios y con una marca muy poderosa, afrontaba unas necesidades crecientes de capital, las cuales la habían llevado a empezar a trabajar la consecución de recursos en privado con un banco de inversión. Este banco estructuró y colocó un producto particular de inversión entre sus clientes más adinerados. Sin embargo, las grandes cantidades puestas en circulación y el híbrido de producto que había resultado ser más del tipo de una participación accionaria despertaron sospechas en la SEC.

A partir de información filtrada en la prensa económica y los fuertes rumores en el mercado sobre la exótica transacción, se dio apertura formal de una investigación de la SEC. El producto de inversión que se estaba manejando en el mercado

privado resultaba amorfo para el mercado público, pues las cifras de rendimientos enfrentadas a las proyecciones de ingresos de la firma, no se ajustaban a las del común de este último mercado. La presión de la SEC se intensificó y entonces, tanto banqueros como propietarios, se vieron forzados a salir al mercado público.

El título

El récord de utilidades e ingresos de la compañía, así como sus proyecciones, no auguraban una buena calificación para una emisión de deuda. Así mismo, el volumen de los recursos a buscar era bastante abultado para el tamaño de la compañía. Dadas las conexiones emocionales de los usuarios con la red y el alto grado de familiaridad de su nombre, las miradas se dirigieron a una emisión de acciones que apelará al éxito económico del largo plazo, a pesar de que las variables del momento, tales como el precio por utilidades (P/E ratio) y otras, resultaban muy distantes de las del mercado.

El precio

El precio fue muy alto. El día del lanzamiento, su múltiplo P/E del año anterior (P/E, precio por ganancias) fue cercano a 100. Por otro lado, el promedio del mercado para años anteriores estaba en un rango de 18 a 19 veces. El múltiplo de Apple era cercano a 15, el de Microsoft a 11 y el de Google ligeramente superior a 18.

Posterior a la postulación de un precio de USD 38, después de haber anunciado un mínimo de USD 25 por acción, la compañía recogió USD 16 billones.

La cantidad

La cantidad fue muy grande. Como se había creado una expectativa tan grande, las demandas en todos los mercados superaban la cantidad ofrecida. Así mismo, los banqueros en asocio con el emisor, aumentaron el número de acciones en un 25%. Lo anterior provocó que muchos inversionistas individuales colocaran ofertas por encima de su capacidad de compra, forzando la venta posterior del mayor número de acciones que les fueron adjudicadas.

El momento

El momento fue inoportuno para los inversionistas individuales, pero oportuno para Facebook. Los ingresos de la compañía, especialmente los provenientes de ventas desde dispositivos móviles, fueron reconocidos como *poco significativos* por su jefe de finanzas unos días antes del lanzamiento. Sin embargo, no fueron suficientemente divulgados entre los inversionistas individuales, pero sí entre los institucionales.

Para el emisor, el momento fue oportunamente aprovechado por los banqueros, pues el mercado se encontraba ávido de inversiones excitantes después de la crisis del 2007. Así mismo, se encontraba muy cargado de recursos libres del efecto multiplicador del programa de rescate *TARP*, pues en un mercado menos expectante y líquido, la cantidad de acciones hubiese sido mayor y el monto recogido menor, junto a los múltiplos de precio, hubieran estado muy cerca a los del mercado.

A los anteriores factores endógenos opacamente fijados, se unió un factor externo que nunca antes había perturbado una oferta pública inicial, la cual debe añadirse en la consideración de los criterios a tener en cuenta en una emisión de acciones o bonos en el mercado primario.

El mercado *NASDAQ*, donde fue lanzada la emisión, acusó problemas tecnológicos para procesar las demandas de los títulos. En este contexto, el lanzamiento previsto para las 11:00 a.m. fue pospuesto y los operadores empezaron a quejarse porque sus órdenes no estaban registradas adecuadamente. Después de las 11:30 a.m, en solo 30 segundos, ochenta y dos (82) millones de acciones fueron transadas, una cifra sin precedentes.

Resultados

Sin embargo, los días posteriores al lanzamiento se volvieron una pesadilla para los nuevos accionistas individuales de la compañía. A pesar de una reacción al alza de casi 11% al día siguiente de la OPI, muy influenciada por la intervención en el primer día de negociación por el *underwriter* líder, el cual invocó la opción *green shoe*, pensada como la posibilidad de comprar acciones al precio de lanzamiento para estabilizar el mercado que iba fuertemente a la baja. El 17 mayo de 2012, el precio de la acción cayó casi un 53% hasta USD 18,03 el 27 de agosto de ese año y continuó negociándose por casi doce meses en un rango entre USD 20 a 25 por acción. La privilegiada información de muchos inversionistas institucionales y *Hedge Funds* les había permitido jugar en corto con la acción, lo cual exacerbó la situación.

La compañía y su *underwriter* líder afrontaron un proceso penal por la indebida divulgación de información, además de una posible violación de las prohibiciones establecidas para éstos y sus *brookers*, conocida como la *Chinese Wall*. En este proceso, transaron una multa de cinco millones de dólares.

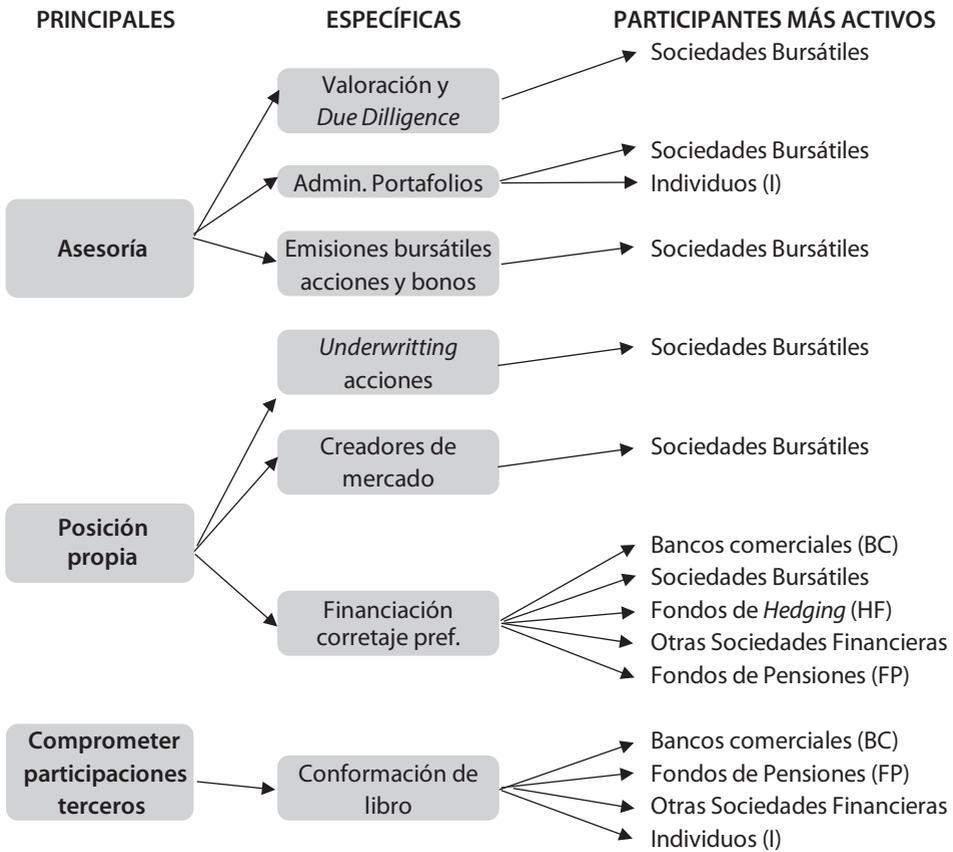
Sin embargo, en cuatro años, los resultados para alguien que hubiese aguantado los tormentosos momentos que siguieron a la OPI son extraordinarios. Al 9 de mayo del 2016, la acción había alcanzado un precio máximo de USD 119,81, configurando una rentabilidad del 215% en 1,453 días superior al 54% anual. De todas maneras, actualmente, el múltiplo P/E es de casi 72 veces, cuando el del

mercado, muy alto este año, está alrededor de 21 veces frente a un múltiplo más cercano a 16 veces el año anterior.

El árbol de las operaciones

A continuación, se introduce una selección conceptual de las principales operaciones realizadas por los banqueros de inversión en este ejemplo. Así mismo, se dejan ver cuáles son sus participantes más activos, según una asimilación del árbol de operaciones teórico configurado en el Capítulo III, Categorización de las operaciones.

Gráfico 10
OFERTA PÚBLICA INICIAL (OPI) DE ACCIONES
ÁRBOL DE OPERACIONES



5.2 Producto Estructurado Privado

Debido a la resonancia adquirida por las titularizaciones públicas de hipotecas *subprime*, las cuales dieron origen a la crisis financiera del 2008, se ha buscado incluir un relato ilustrativo de un proceso de originación y colocación privada de la categoría de ABS (*Asset Backed Securities*), el cual ilustre la diversidad de activos sobre los cuales se pueden crear estos productos financieros.

Este proceso reúne las características de creatividad inherente a los ABS. Sin embargo, busca resaltar la rigurosidad en la planeación financiera y en la estructuración legal que debe acompañarlos, de manera tal que conduzcan a mitigar los riesgos financieros que asuman los inversionistas.

El originador

Esta es una institución de educación superior, con liderazgo en la carrera de medicina, que incluía varios reconocimientos internacionales, a la cual nos referimos en este relato como la IO. Debido al crecimiento de la demanda por esta carrera en el sector educativo, la institución líder (IL) del país, decidió incursionar en este sector lanzando un programa diferencial que le permitía el cobro por matrícula semestral casi tres veces superior al de la IO.

Este programa introdujo una novedad en la enseñanza de la materia de anatomía, la cual sería desplazada del escenario tradicional de anfiteatros con cadáveres, a laboratorios con robots.

La necesidad

La IO decidió entonces emprender unas cuantiosas inversiones en contratación de profesores, adquisición y montaje de laboratorios que le permitiera no sólo incrementar su demanda actual sino beneficiarse de incrementos diferenciales superiores en el valor de las matrículas.

Los activos fijos en la IO, necesarios para servir como colaterales y garantizar estas nuevas inversiones, estaban copados por deudas atadas a sus compras originales. Así mismo, las líneas bancarias de capital de trabajo estaban hasta su tope, pues la estacionalidad semestral de recaudo de matrículas hace que éstas permanezcan en uso la mayor parte del semestre.

Los recursos

El reto para el banquero de inversión consistió en la identificación de nuevas garantías y recursos para emprender las inversiones. La mirada se volcó al análisis de los ingresos anteriores por matrículas de este programa académico, los cuales mostraron dos características muy atractivas:

1. Baja deserción estudiantil, la cual se mantuvo cercana al 3% frente, a un promedio del 45% agregado de todo el sistema universitario nacional.
2. Un sostenido incremento en el número de aspirantes y estudiantes enrolados, lo cual se traducía, a pesar de incrementos pequeños en el costo de la matrícula, en ingresos crecientes.

El activo subyacente

Una vez identificada esta fuente de recursos, el reto fue lograr configurar los mismos como un activo, con derechos económicos atados a este. Esto es, volver los flujos futuros de matrículas, un activo financiero creíble que sirviera de garantía y de fuente de pago a financiadores no bancarios.

Desde el punto de vista jurídico, la matrícula se identificó como un contrato entre la universidad y el estudiante, junto a la cohorte de la cual éste hacía parte. Una cohorte es el grupo de alumnos que se matriculan en el mismo momento. Sobre este grupo de estudiantes, recaería sobre la universidad la obligación de otorgar el título profesional a las personas que así lo merezcan. Esto debía cumplirse así hubiese quedado uno sólo de los matriculados de ella.

Como su naturaleza jurídica era un contrato, éste tenía entonces derechos económicos adjuntos y, por lo tanto, podía ser valorado en función de los ingresos esperados al futuro. Sin embargo, éste contrato no estaba escrito, no existía un contrato *per se* que así lo soportara, pues el mismo era prácticamente un acuerdo verbal entre el estudiante y la universidad, establecido en el momento en que se firmará una matrícula académica

Más aún, en función de la llamada *autonomía universitaria*, al repasar ciertos estatutos de otras universidades, algunas de éstas dejaban entrever que no habría obligación de terminar de educar a toda la cohorte iniciada. Este elemento no convencía del todo a los abogados de la entidad fiduciaria con la que se trabajaba en la estructuración de la financiación. Así pues, fue mucho más fácil darle un valor económico. En este contexto, existían unas series muy valiosas sobre el comportamiento anterior de deserción, abierta ésta por razones académicas y económicas, así como de los flujos monetarios y su momento de recaudo.

La cuestión jurídica fue resuelta finalmente en favor del reconocimiento efectivo de un contrato entre la universidad, el estudiante y su cohorte. Así pues, se logró otorgar un valor presente de los flujos futuros de los derechos económicos de los grupos de contratos de las diferentes cohortes, descontados a tasas de rendimiento muy atractivas para inversionistas en un período de mediano plazo, tres (3) años.

La estructura

Recurrir a una estructuración fiduciaria sobre los contratos de matrícula y sus derechos fue el siguiente paso, el cual se dio con tres fundamentos:

- a. Transferir la propiedad del activo del originador a los inversionistas.
- b. Aislar el recaudo monetario del control del originador en un tercero.
- c. Permitir la cesión entre aportantes del dinero.

Así, se constituyó un fideicomiso que consistía en un patrimonio autónomo al cual la Institución Universitaria IO cedió los *derechos económicos* derivados de los contratos de matrícula actuales y futuros de los programas de medicina en todas sus sedes, endosando en propiedad *La Facturación* que resultare de los mismos.

Este acto, al transferir la propiedad de los pagos de las matrículas al beneficiario del Fideicomiso, los retiraba de los activos de la IO, haciéndolos inmunes a embargos, medidas cautelares posteriores, litigios pendientes y otras prerrogativas jurídicas. Impreso al reverso de recibo de pago de la matrícula, se redactó un texto para informar al estudiante que éste aceptaba la cesión de los derechos económicos de su contrato con la universidad, los cuales habían sido cedidos al patrimonio autónomo constituido en la entidad fiduciaria. Con el objetivo de que el recaudo no pasara por las manos de la universidad, en el mismo texto, se ordenaba consignar los dineros en una cuenta corriente que la Fiduciaria dispuso para estos efectos.

Como la obligación de imprimir la leyenda al reverso recaía en la IO, mediante un encargo de confianza, se dispuso una cláusula que convertía esta condición en un convenio (*covenant*) con implicaciones de carácter penal en caso de incumplimiento.

Los inversionistas

El inversionista que tomó la primera posición de financiamiento fue un fondo de capital privado (FCP) del exterior, de tipo *hedge fund*. Este organismo estaba estructurado para proveer deuda en mercados emergentes, en sectores económicos libremente escogidos por el administrador, recursos en dólares a unas tasas, todo costo para la IO del 17,5% efectivo anual.

Con el objetivo de monetizar los recursos en dólares del FCP, el banquero de inversión estructuró una operación de deuda con un banco local y su filial del exterior de las denominadas *back to back*. El FCP configuró después una operación ingeniosa para extender sus utilidades, al ceder su posición a otros inversionistas titulados como personas naturales, nacionales y en el exterior, dotados de unas expectativas de devaluación más altas sobre la moneda colombiana, logrando elevar su rentabilidad por encima del 20% efectivo anual y otorgando rentabilidades a los inversionistas finales cercanos al 12%.

El resultado

La IO recaudó los dineros para montar sus laboratorios, la capacitación y la contratación de nuevos profesores, aumentó el número de estudiantes matriculados.

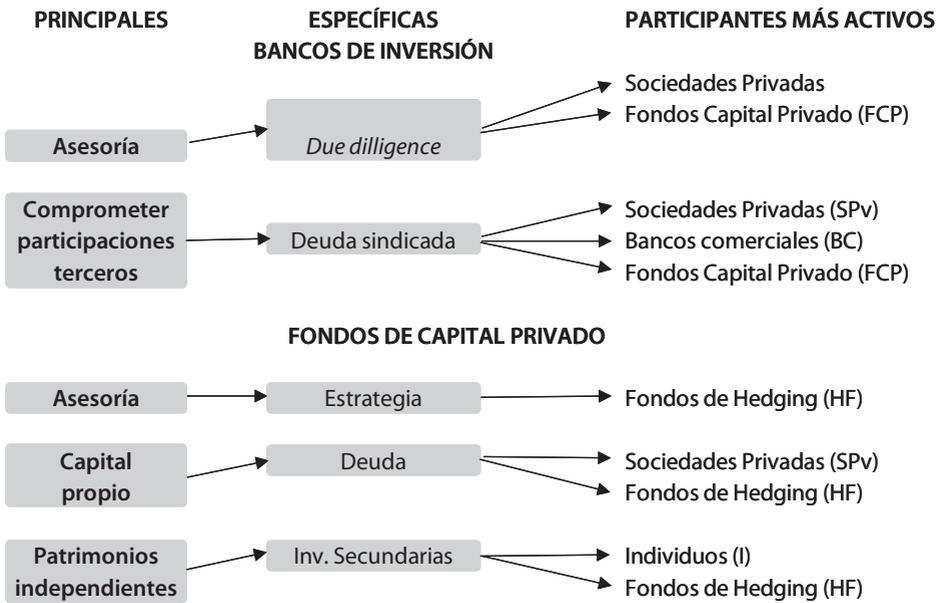
Así pues, se presentó un incremento sustancial en el valor de la matrícula de las nuevas cohortes.

El árbol de operaciones

En concordancia con el árbol de operaciones descrito en el Capítulo III Categorización de las operaciones, las operaciones de los banqueros de inversión (BI) y los fondos de capital privado (FCP) en esta operación, se muestran clasificadas así:

Gráfico 11

**PRODUCTO ESTRUCTURADO PRIVADO
ÁRBOL DE OPERACIONES**



5.3 Finanzas Privadas para obra de Infraestructura Pública

Se ha incluido la presentación de este caso, no sólo por el hecho de que su plan financiero estructurado por banqueros de inversión contiene una multiplicidad de operaciones que vale la pena observar, sino también porque la inversión en infraestructura pública en Colombia y en los Estados Unidos, tomará un protagonismo central para sustentar el crecimiento económico en los próximos años.

La obra

La construcción, financiación y explotación de una obra pública por el sistema de concesión, se constituye en el escenario de trabajo de un grupo de cuatro bancos de inversión, contratados como asesores financieros de un consorcio de compañías nacionales y extranjeras que participó de una licitación pública en Colombia.

El consorcio fue constituido por tres (3) compañías europeas. Dos de estas son especializadas en construcción de grandes obras públicas y una en administración de sistemas de peajes por concesión, las cuales figuraban entre las más grandes de ese continente, unidas a las dos más grandes compañías de obras públicas de Colombia en ese momento.

El equipo asesor de la dimensión financiera del proyecto fue liderado por un banco de inversión de Europa continental, especializado en trabajos complejos de ingeniería financiera, unido con su banco aliado en los Estados Unidos, con otro americano y con su homóloga en Colombia.

El plan financiero

El plan financiero se estructuró con base en los siguientes criterios y objetivos generales:

1. Minimización de costos financieros, acompañados de los mejores términos y condiciones.
2. Limitación del nivel y del riesgo cambiario en el endeudamiento externo.

Los distintos componentes y su participación se distribuyeron del siguiente modo:

Gráfico 12

Modalidad	Part.	Moneda
Recursos de crédito		
Créditos de exportación	43%	Diferentes divisas
Crédito sindicado	10%	Diferentes divisas
Crédito bancario	14%	Pesos colombianos
Bonos de deuda	16%	Pesos colombianos
Aportes reembolsables		
Gobierno colombiano	15%	Pesos colombianos
Capital concesionaria	2%	Divisas / Pesos Col.
Total	100%	

Los componentes de financiación serían los siguientes:

1. Línea de crédito de comprador en divisas con tasas fijas de interés subsidiadas por el gobierno del país de origen de las constructoras líderes, con un período de gracia igual al tiempo de la construcción y con plazos ajustables entre doce (12) y quince (15) años, en función del tiempo de recuperación de la inversión.
2. Crédito de bancos comerciales internacionales con tasas flotantes de interés, ocho (8) años de plazo, con tres y medio (3,5) de gracia incluidos, para ser desembolsados en cualquiera de las divisas antes mencionadas, a elección del prestatario. Las garantías de los dos préstamos anteriores quedaron a negociación directa entre la sociedad concesionaria y los prestamistas.
3. Bancos colombianos e instituciones financieras en los términos y condiciones de corto plazo, con destino a mantener el flujo de tesorería con los pagarés de terminación de obra como garantías, en función de los aportes de la nación colombiana.
4. Una o varias emisiones de bonos de deuda a mediano plazo para ser colocadas a través de las Bolsas de Valores por la sociedad concesionaria con la garantía del gobierno colombiano.
5. La contribución efectiva de los aportes gubernamentales fue establecida en función del equilibrio financiero de la obra y de su periodo de recuperación e incluyó como característica principal, un elemento novedoso que era el reembolso de los mismos durante el tiempo de exploración de la concesión.
6. Una combinación del 49% de inversión extranjera directa de capital, junto a un 51% de aportes del sector privado colombiano, con el objetivo de formar la sociedad concesionaria que construiría, manejaría y explotaría la obra, fue concebida y lograda para obtener una importante transferencia tecnológica en este frente y respaldo financiero como accionista de un banco de inversión.

En adición al montaje financiero anterior, se confirmó un contrato de exportación con una comercializadora internacional que establecía la intención de colocar productos colombianos en sumas anuales que compensaran el riesgo cambiario del servicio de la deuda en divisas.

Los aportes derivados

Es conveniente resaltar que en este trabajo, después de consultar de manera cuidadosa las condiciones prevalecientes en la economía colombiana y la magnitud y oportunidades de su sector financiero, los asesores financieros estructuraron un plan de financiamiento que perseguía los siguientes aportes de tipo macroeconómico para la nación colombiana:

1. La vinculación de capital extranjero y la transferencia tecnológica.

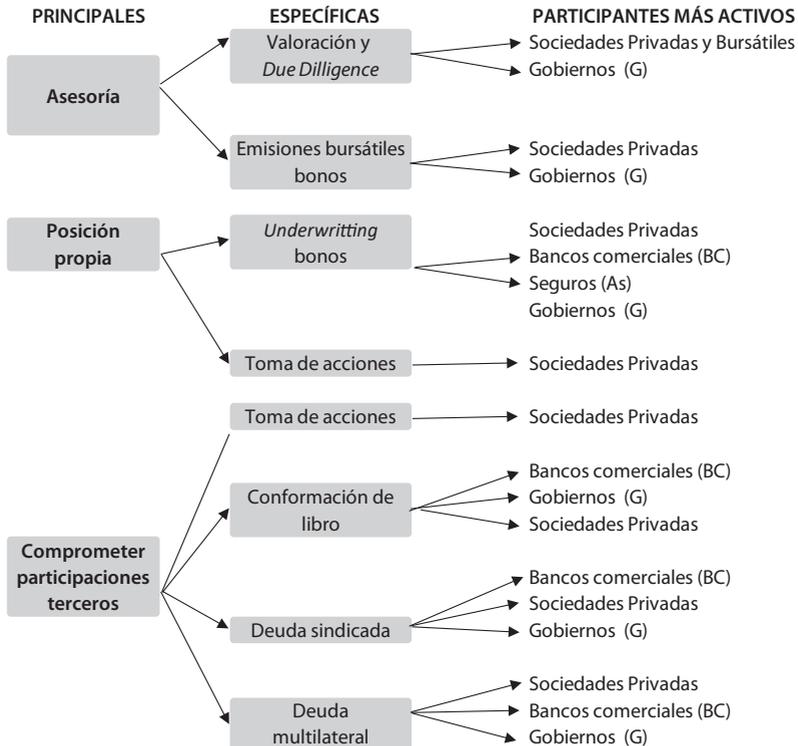
2. El incremento significativo de las reservas internacionales mediante la contratación de créditos externos e inversión extranjera directa.
3. La contribución positiva a la balanza comercial del país, al colocar exportaciones incrementables que superan las importaciones necesarias de equipos involucrados en el proyecto.
4. La asunción de endeudamiento externo por parte del sector privado para una obra pública con el fin de facilitar el acceso inmediato y simultáneo directo del gobierno a su conveniencia. Esto aplica así mismo a otros proyectos y necesidades, sin tocar sus cupos de endeudamiento externos.
5. El desarrollo de elementos importantes en el mercado de capitales colombianos, tales como la emisión de bonos de deuda de mediano plazo.

El árbol de operaciones

En concordancia con la clasificación establecida en el Capítulo III *Categorización de las operaciones*, se muestran las operaciones involucradas en esta compleja operación, así:

Gráfico 13

**FINANZAS PRIVADAS PARA OBRA DE INFRAESTRUCTURA PÚBLICA
ÁRBOL DE OPERACIONES**



CONCLUSIONES

La banca de inversión es una actividad que busca identificar y movilizar recursos financieros hacia los sectores económicos que los requieran. En esa labor, la importancia de un control de calidad *bidireccional*, es decir, en relación de quienes provean los recursos y de quienes los usarán, visibilizando el objetivo de garantizar que no exista un desequilibrio económico entre estos, para evitar el despilfarro y alcanzar el crecimiento y la reproducción de los capitales que se han encontrado.

Desde la acumulación de tierras en la antigua Roma, pasando por la financiación de las guerras medievales, la expansión del comercio internacional, la construcción de los medios de transporte y el desarrollo industrial del siglo XVIII al XX, hasta la consolidación financiera de las redes sociales en la economía de la internet del siglo XXI, los banqueros de inversión han sido el centro de atención de estos acontecimientos.

Sin embargo, serían los mercaderes y los bancos mercantiles ingleses (*Merchants* y *Merchant Banks*), en la Inglaterra del siglo XVIII, los cuales conformaban una casta social privilegiada para la conducción de negocios privados, emprendidos por un cerrado grupo de participantes, en su nombre y con el compromiso de sus patrimonios y sus ancestrales fortunas acumuladas para la época en Europa, quienes sentarían las bases de la banca de inversión y su funcionamiento actual.

Pues, efectivamente, los procesos de desregulación del final de siglo pasado, conducidos hacia la abolición de la separación conceptual de la banca de inversión

sobre la banca comercial, la cual facilitaría la crisis financiera del 2008, fundaron el escenario para que los bancos de inversión destinen hoy una mayor porción de su énfasis en la atención al sector financiero que al sector real de la economía, cediéndolo en favor de los fondos de capital privado.

Esta configuración conceptual de la industria de la banca de inversión actual, es el reflejo de la *postmodernidad* o *sociedad del riesgo*, conceptos caracterizados por una economía estimulada primariamente por el consumo, el acceso indiscriminado a la información, estimulada por potentes aplicaciones de profundo alcance virtual y su uso bajo escenarios de relajación ética, acompasados por el poder de los medios masivos de comunicación.

Para bien y para mal, los banqueros de inversión han sido los responsables de proporcionar el combustible financiero en las épocas de bonanza económica. Sin embargo, también han tenido un protagónico papel en el ahondamiento de las recesiones económicas por cuenta de sus excesos en la toma de riesgos especulativos. Esta situación posa actualmente grandes retos a los reguladores, pensados para mitigar riesgos latentes en la industria, dada su ausencia de diferenciación conceptual, su tamaño y sustitución, su contagio transversal y la complejidad de los instrumentos negociados.

El menú de operaciones y actividades financieras que pueden desarrollar los bancos de inversión y los fondos de capital privado, entendidos éstos últimos como los nuevos banqueros, es tan variado y tan complejo, que hace que cualquier aproximación a éstos deba ser muy rigurosa y clara, con el objetivo de lograr que su función de traer dinero para producir más dinero pueda ser plasmada en una tesis de inversión creíble y soportada por indicadores de ganancia de valor universalmente aceptados.

Los banqueros de inversión tienen dinero, saben dónde hay dinero adicional al suyo y conocen de la existencia de capital disponible para inversión. Estamos hablando de personas que saben cómo hacer más dinero. Así entonces, es completamente necesario acercarse a ellos con metas económicas explícitas para que su dinero produzca más dinero. Al final, estos banqueros no son más que los nervios *sensitivos* y *motores* de la mano invisible evocada por Adam Smith como el principio fundamental del sistema capitalista.

BIBLIOGRAFÍA

- Acero Colmenares, J. L. (1990). *Introducción a la banca de inversión*. Bogotá, D.C., Colombia: Ediciones Bancarias y financieras.
- Arougheti, M. (03 de mayo de 2016). Are PE firms the new banks? (B. E. Schatzker, Entrevistador).
- Baluck, K. (2013). *Investment Banking: linkages to the real economy and the financial sector*. London, UK: Bank of England.
- Beltz Peralta, H. y Acero Colmenares, J. L. (1993). *Titularización*. Bogotá, D. C.: Bolsa de Bogotá.
- Calderón, J. F. (1988). *Banca de inversión: principales operaciones y su desarrollo en colombia*. Bogotá, D.C.
- Colombo, J. (15 de marzo de 2005). www.thebubblebubble.com.
- Colombo Jesse (15 de marzo de 2005). *Nick Leeson & the Collapse of Barings Bank*. Tomado de <http://www.thebubblebubble.com>
- Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin, Jack. (1994). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: Jhon Wiley & Sons, Inc.

- Harding D. y Rovit , S. (2004). *Writting a credible Investment Thesis*. *Harvard Bussines School Workining Knowledge*.
- Hombres, R. (1989). *La banca de inversión en Colombia: hacia un mercado moderno de capitales*. Bogotá, D.C.: Documentos Empresariales Corfivalle.
- Hutchinson, M. (3 de noviembre de 2007). THE BEAR´S LIER. *Asian Times on line*.
- Lamb, Katrina. (2014, septiembre 15). *The Rise of Modern Investment Bank*. Retrieved from www.investopedia.com.
- Leising, M. y Massa, A. (10 de agosto de 2016). The New Wall Street: Even Big Banks Want Help Navigating Markets. *Bloomberg*. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-10/the-new-wall-street-even-big-banks-want-help-navigating-markets>
- MacArthur, H. H. (2016). *Global Equity Report 2016*. Boston, Massachusetts: Bain and Company.
- Santiago, E. S. (1990). Evolución de la dinámica de la banca de inversión. *Simposio Internacional de Alta Dirección Bancaria* (págs. 66-68). Medellín: Universidad EAFIT.
- Serrano, J. (1990). *Mercado Monetario y de Capitales*. Bogotá, D.C.: Universidad de los Andes.
- Varios. (Agosto de 2016). <http://www.businessinsider.com/the-biggest-private-equity-deals-in-history-2011-4?op=1>.
- Varios. (Agosto de 2016). <http://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp>.
- Varios. (Agosto de 2016). https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Investment_banking&oldid=727364175.
- YAHOO Finanzas. (4 de Agosto de 2017). Obtenido de <https://es-us.finanzas.yahoo.com/noticias/los-hombres-mas-ricos-de-todos-los-tiempos-jakob-fugger-083531074.html>.

Este libro fue compuesto en caracteres Minion
a 11 puntos, impreso sobre papel Bond de 75
gramos y encuadernado con el método hot melt,
en enero de 2018, en Bogotá, Colombia.

BANCA DE INVERSIÓN

EN LA
POSTMODERNIDAD

La *postmodernidad* económicamente está estimulada por el consumo y la masificación de los medios de comunicación y la tecnología. La banca de inversión ha existido desde la antigua Roma, por ello el autor recoge sus operaciones a lo largo de la historia hasta la actualidad para poder transmitir la manera de interactuar exitosamente con ella.

La obra parte de una fundamentación histórica para definir la banca de inversión; describe la dinámica de los bancos de inversión y de los fondos de capital privado y sus operaciones; aborda la manera de interactuar con los banqueros de inversión y concluye con lecciones escogidas de banca de inversión.

El libro va dirigido a empresarios, a banqueros comerciales, a innovadores ejecutivos y a inversores; así como a académicos y estudiantes de las áreas de finanzas, economía, administración de empresas e ingeniería industrial.

Colección: Ciencias empresariales

Área: Contabilidad y finanzas

ECOE
EDICIONES

www.ecoediciones.com

ABC
DOCFIN
SAS

Incluye

- ▶ Relatos de experiencias históricas que ofrecen una visión motivadora sobre la banca de inversión.
- ▶ Explicación de la crisis financiera de comienzos del siglo XXI y sus consecuencias.
- ▶ Fundamento ético de la importancia del control de calidad bidireccional.

José Luis Acero Colmenares

Ingeniero industrial, MBA, becario de la Comisión Fulbright. Inició como Banquero Comercial en Bogotá y Nueva York, fue Presidente Interino y Primer Vicepresidente de la Bolsa de Bogotá, donde fue docente. Co-fundador del Depósito Central de Valores (DECEVAL). Consultor asociado con sociedades comisionistas de bolsa en los sectores de educación, servicios públicos y telecomunicaciones, aviación, seguridad privada y construcción e inmobiliario. Autor de *Introducción a la banca de inversión*.



e/ISBN 978-958-771-567-5