



**Colegio de Estudios
Superiores de Administración**

**Distress Investments: Oportunidades de negocio derivadas de empresas insolventes en
Colombia**

Alejandro Peña Cuéllar

ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN - CESA

Bogotá, Colombia

2019

**Distress Investments: Oportunidades de negocio derivadas de empresas insolventes en
Colombia**

Alejandro Peña Cuéllar

Director: Nicolás Díaz

ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN - CESA

Bogotá, Colombia

2019

Contenido

Resumen	8
1. Introducción	9
1.1. Planteamiento del problema	9
1.1.1. Descripción de los objetivos.....	10
Objetivo General: Analizar tipos de oportunidades de negocio en empresas insolventes en Colombia.	10
Primer Objetivo Específico: Definición y profundización del tema en un contexto de experiencia práctico - entrevistas a expertos.	11
Segundo Objetivo Específico: Analizar y comparar casos de estudio colombianos y extranjeros de operaciones en distress.	11
Tercer Objetivo Específico: Generación de recomendaciones estructuradas (tipo de gestor) para el sector financiero y el empresarial en base a análisis de casos de estudio y de factores coyunturales expuestos en cifras.....	11
1.2. Hipótesis	11
1.3. Alcance	12
2. Marco Teórico	14
2.1. ¿Qué es el distress y qué papel juega en el sector financiero?	14
2.1.1. Normativa e implicaciones comerciales	15
2.2. Turnaround	20
2.3. Vehículo paralelo independiente - financiamiento en distress	21
2.4 Bad banks (bancos malos).....	24
3. Marco Metodológico	28
3.1. Tipo y diseño de investigación	28
3.2 Población y muestra.....	28
3.3. Instrumento de recolección	29
3.4. Procedimiento	29
3.5. Resultados	30
4. Desarrollo de los objetivos	31
4.1. Objetivo General: Analizar tipos de oportunidades de negocio en empresas insolventes en Colombia.	31
4.2. Primer Objetivo Específico: Definición y profundización del tema en un contexto de experiencia práctico - entrevistas a expertos.	31
4.3. Segundo Objetivo Específico: Analizar casos de estudio colombianos y extranjeros de operaciones en distress.	36

4.3.1. Estación de Servicios	36
4.3.2. Empresa de servicios de limpieza industrial	39
4.3.3. Empresa de sector de empaques.....	42
4.3.4. Empresa transformadora de metales	45
4.3.5. BBVA - Cerberus	49
4.3.6. Banco Santander - Blackstone	50
4.4. Tercer Objetivo Específico: Generación de recomendaciones estructuradas (tipo de gestor) para el sector financiero y el empresarial en base a análisis de casos de estudio colombianos vs. casos de estudio extranjeros.	52
5. Conclusiones y Recomendaciones.....	66
6. Bibliografía.....	67

Índice de Tablas

Tabla 1.....	39
--------------	----

Índice de Gráficas

Gráfica 1	53
Gráfica 2	55
Gráfica 3	56

Índice de Diagramas

Diagrama 1	59
Diagrama 2	61
Diagrama 3	62
Diagrama 4	64

Resumen

El trabajo de grado “Distress Investments: oportunidades de negocio derivadas de empresas insolventes en Colombia” se basa en el análisis de casos de estudio de empresas insolventes, tanto colombianas como extranjeras, y se hace énfasis en la gestión que se le dio a la situación de distress desde el punto de vista empresarial y del acreedor. El objetivo central del presente trabajo de grado es, tras el análisis de los casos de estudio mencionados anteriormente y teniendo en cuenta la situación coyuntural en cuanto a la evolución de las carteras comerciales de las instituciones financieras en Colombia y su proporción de cartera vencida, con sus correspondientes implicaciones, generar unas recomendaciones estructuradas en una figura de gestor realizable, que haga de su negocio central la gestión de carteras vencidas de bancos colombianos a partir de la generación de valor de empresa que se traduzca en potenciales rentabilidades para el acreedor, para el deudor y para terceros que se puedan involucrar en estos procesos con el fin de generar rentabilidades partiendo de situaciones de distress.

Se trataron casos de estudio de empresas insolventes con el fin de exponer la gestión que le dieron los bancos acreedores y las dirigencias de empresas a la situación, y enmarcando que hay espacios amplios para agentes que se especialicen en distress en cuanto a la administración que se le puede dar a muchas de estas cuentas de cartera vencida para generar rentabilidades a todas las partes involucradas.

1. Introducción

1.1. Planteamiento del problema

El mercado de distress ofrece oportunidades de negocio en diferentes modalidades que pueden ser interesantes desde diferentes perspectivas, y se considera que en Colombia hay un potencial atractivo para los deudores (empresas), los acreedores (bancos) y para terceros (inversionistas) que se involucren estratégicamente. Pero, antes que nada, es importante definir qué es el distress y las implicaciones que esto puede tener para los acreedores de una empresa que se encuentre en distress.

Una empresa entra en distress, en términos generales, cuando no es capaz de cumplir con sus obligaciones. Esto puede darse por razones de diversa naturaleza. Por razones financieras: el nivel de apalancamiento adoptado por la empresa no es sostenible, la generación de caja operativa se ve muy comprometida con la amortización de la deuda, y circunstancias que pueden desencadenar a raíz de este tipo de problemas. Y si el tema no es financiero, debe ser operativo (hay efectos coyunturales reales que pueden afectar directamente la operación / financiación de una empresa, pero una situación de insolvencia usualmente tiene raíz financiera, operativa o mixta). La raíz de problemas operativos claramente puede variar e incluir además de la empresa, el mercado en el cual se compite y los comportamientos del cliente final.

BBVA Asset Management, rama corporativa del Banco BBVA, define los activos en distress de la siguiente manera: "...La conocida como "distressed securities", donde el gestor compra valores de empresas en dificultades financieras a unos precios muy bajos esperando que la situación se

solvente.” Es un tipo de inversión de alto riesgo, lo que en Estados Unidos llaman *high yield*, y por lo tanto tiene un potencial de rentabilidad considerablemente alto.

El proyecto de tesis tiene como título: “Distress Investments: oportunidades de negocio derivadas de empresas insolventes en Colombia”. Se investigó el mercado de distress en Colombia, y se expusieron los tipos de negocio que se pueden considerar cuando una empresa se encuentra en distress. Para ello, se utilizaron casos reales manejados en la banca colombiana, con énfasis en el sector financiero, que incluye la perspectiva empresarial de una banca de inversión colombiana. El trabajo tiene como objetivo exponer el escaso mercado (secundario) de distress existente en Colombia y, en un marco financiero y empresarial, definir recomendaciones estructuradas para estas dos partes principales que se ven involucradas en esta rama del mercado financiero, con el objetivo de volver más eficiente la gestión de la cartera vencida de los bancos, aportándole valor tanto a la entidad financiera como a la empresa y generando oportunidades de negocio para terceros que lleguen a involucrarse en estos procesos.

1.1.1. Descripción de los objetivos

Objetivo General: Analizar tipos de oportunidades de negocio en empresas insolventes en Colombia.

Teniendo como referencia los mercados internacionales, determinar e identificar oportunidades de negocio que se deriven de empresas en situaciones de distress en Colombia, considerando las muy marcadas diferencias entre el mercado local y los extranjeros para generar unas recomendaciones en forma de iniciativa que puedan contribuir al desarrollo del mercado de distress en Colombia. A partir de estas oportunidades, la idea para que el proyecto tenga un sentido práctico es proponer

ciertas medidas a las partes principales involucradas en estos procesos: empresas y bancos. Estas medidas estarán estructuradas en forma de iniciativa, proponiendo figuras que le funcionen a las dos partes primordiales.

Primer Objetivo Específico: Definición y profundización del tema en un contexto de experiencia práctico - entrevistas a expertos.

En el primer objetivo específico, se explicó el concepto de distress y sus implicaciones en el sector financiero por medio de entrevistas con expertos; uno enfocado en la perspectiva empresarial y el otro en la financiera.

Segundo Objetivo Específico: Analizar y comparar casos de estudio colombianos y extranjeros de operaciones en distress.

En el segundo objetivo específico, se expusieron casos de estudio colombianos y extranjeros, unos conocidos de primera mano por medio de una banca de inversión colombiana, y otros de conocimiento público, con el fin de retratar en términos generales lo que ha venido sucediendo con las empresas insolventes en los últimos años, en Colombia y en el extranjero.

Tercer Objetivo Específico: Generación de recomendaciones estructuradas (tipo de gestor) para el sector financiero y el empresarial en base a análisis de casos de estudio y de factores coyunturales expuestos en cifras.

El tercer objetivo es el resultado de lo analizado previamente. Este resultado tiene una estructura definida y realizable, y está propuesta como iniciativa para los bancos y empresas que se vean obligadas a convivir como acreedor y deudor en situaciones complejas de distress.

1.2. Hipótesis

1. El mercado y gestión de distress en Colombia está subdesarrollado en comparación con Estados Unidos.

- El sistema bancario colombiano tiene prácticas tradicionales, poco innovadoras y con alta adversidad al riesgo.
- El mercado secundario de deuda es casi inexistente en el país.

2. Se generarán recomendaciones estructuradas a partir de análisis de casos locales y extranjeros y de las condiciones coyunturales que han venido afectando el rendimiento de las instituciones financieras con más fuerza en la última década.

- En el caso de Estados Unidos, la estabilidad de su economía y de su moneda facilitan el desarrollo y profundización de este tipo de mercados no convencionales de high yield.
- Lograr atraer capital extranjero y local que lideren la generación de un mercado de deuda secundario en Colombia y el de la gestión de carteras vencidas de los bancos.

1.3. Alcance

La investigación del presente trabajo de grado fue enfocada en los mercados colombianos, y cuenta con un componente internacional con el fin de comparar la gestión de carteras vencidas de las entidades financieras locales contra las extranjeras, todo encaminado hacia la generación de una iniciativa estructurada que genere valor para el acreedor y para el deudor.

1.4. Producto final obtenido

El resultado final de la investigación y los análisis realizados será una propuesta estructurada en una figura gestora que, por medio de la generación de valor de empresa vía diferentes modalidades

cuyos detalles se revelarán a lo largo de la lectura, optimice la gestión y resultados de las carteras vencidas de las entidades bancarias.

2. Marco Teórico

2.1. ¿Qué es el distress y qué papel juega en el sector financiero?

Una empresa es considerada en distress cuando, por cuenta de diversos factores, su generación de caja, tanto operativa como no operativa, es insuficiente para cubrir sus obligaciones. Hay diferentes raíces de insolvencia, pero todas llevan al mismo resultado: la incapacidad de pago de la empresa. Las razones por las cuales las empresas entran en estas situaciones de distress varían en un rango muy amplio, y también las oportunidades de negocio que este tipo de situaciones pueden llegar a generar. “Almost invariably, the company loses value as a result of the ensuing damage: shareholder value erodes, competitors encroach as they perceive financial weakness, key employees leave, management is distracted by financial crises, and boards of directors are faced with new challenges, duties and potential liabilities.” (Owsley & Kaufman, 2015). Los autores del libro *Distressed Investment Banking: To the Abyss and Back* mencionan un punto de suma importancia en esa frase: la pérdida de valor de la empresa. “...Once this vicious cycle starts, it is critical to stop the erosion of value.” (Owsley & Kaufman, 2015). Cada caso es único, pero en general, todas las empresas que se ven en situaciones de distress sufren pérdidas de valor, y esto se puede ver reflejado de diferentes formas.

Para el desarrollo del tema, es importante tener claros varios conceptos que aparecen constantemente en un análisis de distress. Owsley y Kaufman definen la insolvencia de la siguiente

manera: “The key to understanding the difference between the merely bruised and the severely ill is through a concept called ‘solvency’. In lay terms, a company becomes insolvent when it runs out, or is about to run out, of cash or the financial wherewithal to support its debt burden.” (2015). Hay varias formas de medir la solvencia de una empresa, y es cierto que hay maneras de volver líquidos los activos ‘pesados’ de una empresa con el fin de financiar la operación a corto - mediano plazo (dependiendo del activo que se enajene), y otro tipo de soluciones similares que pueden dar vida a la empresa en el corto - mediano plazo. Pero la realidad es que lo único que puede hacer que la empresa exista y lo siga haciendo durante años - décadas - es la generación de caja operativa. Es decir, si la empresa es operativamente viable, y esta operación productiva se traduce en una generación de caja positiva, la empresa tiene más de la mitad del trabajo hecho. A partir de ahí, las dificultades que se puedan presentar deberían ser más controlables, medibles, que un problema operativo que se traduzca en menores ingresos operacionales o márgenes que no sean capaces de soportar las cargas de ventas, administrativas o incluso tributarias a las que se ven enfrentados.

2.1.1. Normativa e implicaciones comerciales

Y entonces, ¿qué pasa con estas empresas que entran en distress? La normativa de Colombia y de los estados de derecho en general tienen en cuenta la realidad de que muchas empresas fallan año tras año y que esto claramente debe estar regulado. En el caso colombiano, la Ley 1116 de 2006 de Insolvencia Empresarial regula, como su nombre lo indica, la insolvencia empresarial, y es la que sigue después de la Ley 550 de 1999 de Intervención Económica. Básicamente, lo que hace la Superintendencia de Sociedades a través de la Ley 1116 de 2006 es acoger a las empresas que no

pueden pagar sus obligaciones en un régimen especial que protege la empresa de su condición de vulnerabilidad.

Las empresas aplican a Ley 1116 aportándole a la Superintendencia estados financieros de los últimos años e información de la empresa que demuestre que la empresa no es capaz de cumplir con sus deudas / financiamiento. El artículo primero de la Ley 1116 de 2006 explica oficialmente la finalidad del régimen judicial de insolvencia, y dice lo siguiente: “El régimen judicial de insolvencia regulado en la presente ley, tiene por objeto la protección del crédito y la recuperación y conservación de la empresa como unidad de explotación económica y fuente generadora de empleo, a través de los procesos de reorganización y de liquidación judicial, siempre bajo el criterio de agregación de valor. El proceso de reorganización pretende a través de un acuerdo, preservar empresas viables y normalizar sus relaciones comerciales y crediticias, mediante su reestructuración operacional, administrativa, de activos o pasivos.

El proceso de liquidación judicial persigue la liquidación pronta y ordenada, buscando el aprovechamiento del patrimonio del deudor. El régimen de insolvencia, además, propicia y protege la buena fe en las relaciones comerciales y patrimoniales en general y sanciona las conductas que le sean contrarias.” (Ley 1116 de 2006 de Insolvencia Empresarial del Código de Comercio).

Hay muchos casos en que la empresa está demasiado afectada y no hay mejor camino que una liquidación, pero las empresas que parecen ser operativamente viables, tras varias audiencias y un par de años, generalmente son admitidas en Ley 1116 y se acogen al régimen especial de insolvencia (las que van a liquidación también son generalmente admitidas en Ley 1116 pero a partir de ahí su proceso no es el de reorganización empresarial sino el de liquidación judicial, con el objetivo de generar el escenario de liquidación menos perjudicial para las partes involucradas,

empresa y acreedores). Y es que el tiempo entre etapas del proceso no debería ser tan largo, pero en el caso colombiano, son tantas las empresas que intentan acogerse al régimen y el sistema es tan poco eficiente, que la Superintendencia no da a basto con todas las solicitudes y los procesos que hay en marcha. Pero ese es un tema para más adelante, cuando se entre en detalle en el mercado financiero colombiano y en el distress en particular.

Siguiendo con el proceso, una vez son ‘pre’ admitidas en Ley 1116, deben presentar el acuerdo de reorganización empresarial ante la Superintendencia. Este acuerdo debe tener un plan de pagos aprobado por cada uno de los acreedores, en el cual normalmente se establecen condiciones considerablemente flexibles (en unos más que en otros, dependiendo de la expectativa de resultados que se tenga de la operación de la empresa) a favor del deudor en cuanto a sus obligaciones. Las condiciones de los acuerdos varían, pero no es inusual ver un acuerdo que tenga un plan de pagos con un plazo de 12 - 14 años y una tasa del DTF + 0 ó DTF + 1. El plan de pagos incluye un ranking de deudas, en el cual básicamente se listan los créditos que tiene la empresa en un orden específico, determinado por el Código de Comercio mediante la Ley 1116 de la siguiente manera:

1. Deudas con la DIAN
2. Pasivos laborales
3. Prendarios - pasivos con garantías prendarias (bienes muebles)
4. Hipotecarios - pasivos con garantías hipotecarias (bienes inmuebles)
5. Quirografarios - pasivos sin garantías

Los pasivos incluidos en el ranking de deudas se clasifican como se expone en la lista, y son todas las “deudas pre”. Éstas hacen referencia a la totalidad de los pasivos que tenía la empresa en el momento en que se presentó para ser acogida al régimen de insolvencia. Después de presentarse, la compañía continúa con su operación y naturalmente adquiere más deuda. Estos pasivos que la empresa incluye en su patrimonio que no alcanzaron a registrarse en el acuerdo de reorganización son llamados “deudas post”, y es de suma importancia que la empresa los tenga al día aunque esté en Ley 1116. Es decir, las deudas post se tratan diferente, no hacen parte del acuerdo y por lo tanto la empresa está obligada a pagarlas como si no estuviera acogida al régimen, precisamente porque el régimen no cubre las deudas post. En caso de que la empresa no sea capaz de cumplir sus deudas post, estaría incurriendo en una causal de liquidación.

Es bastante común que las empresas re - negocien sus acuerdos debido a su falta de capacidad para cumplir con lo acordado en primera instancia, pues, como es de esperarse, son muchos los casos de empresas que se acogen al régimen de insolvencia pero no son capaces de normalizar su situación, lo que se traduce en otra situación más de impago. Los acuerdos de reorganización empresarial tienen como objetivo aliviar la caja de la empresa, principalmente poniendo en pausa o ‘congelando’ las deudas. Éstas claramente no se cancelan, simplemente se rankean en el ranking de deudas, dependiendo de las características del crédito (qué tipo de garantía, con o sin garantía, etc.), y se proyecta un flujo de pagos que tenga en cuenta la realidad del negocio y se refleje en un flujo liviano, con plazos extensos y con tasas normalmente favorables, para que la empresa salde la totalidad de su deuda pero en plazos y condiciones muchísimo más logrables que las inicialmente pactadas fuera de Ley 1116.

Ahora bien, aunque el régimen de insolvencia está diseñado para proteger la escasa caja de la empresa para que el negocio sobreviva y pueda reorganizarse, declararse bajo Ley 1116 tiene otros

efectos que contrarrestan sus bondades. En primer lugar, al declararse una empresa en insolvencia, sus competidores directos e indirectos suelen aprovechar estas situaciones para intentar incrementar su participación de mercado, ofreciendo a clientes de la empresa insolvente mejores condiciones que su competidor y eventualmente hacerse con el cliente de la empresa en distress. Son tipos de prácticas oportunistas y pueden ser incluso mal vistas, pero la realidad es que las empresas sí hacen esto y desde un punto de vista empresarial, es comprensible que aprovechen su posición de superioridad (así sea temporal) para mejorar su participación frente a la competencia. Así, cuentas de clientes que pueden ser altamente representativas en las ventas de una empresa (la que está en distress) pueden irse en un instante a la competencia si las condiciones ofrecidas son lo suficientemente atractivas.

A partir de ahí, se abren las demás connotaciones negativas que generalmente refleja una empresa insolvente. Una de las más críticas ocurre en el sector financiero, el medio que las empresas más frecuentemente visitan para apalancar sus operaciones e inversiones. Es cierto que una empresa en Ley 1116 no debe pagar (temporalmente) sus deudas, tan cierto como el hecho de que no va a conseguir financiamiento en el sector bancario tradicional mientras esté acogido al régimen. Un banco cuenta con suficientes cuentas especiales, UPL's (under - performing loans), NPL's (non - performing loans) en su área de normalización y de SAM (special assets management) como para complicarse incluso más otorgando créditos a empresas que no pueden pagar. Cabe aclarar que un UPL es una cuenta del banco en la cual actúa como acreedor cuyo rendimiento de pago devuelta al banco está por debajo de lo pactado con el deudor; y un NPL es también una cuenta del banco en la cual actúa como acreedor cuyo rendimiento no está sucediendo desde hace 90 días, según el Banco Central Europeo (2016). Por eso, las empresas en distress que

pretenden apalancar las operaciones de su negocio acuden normalmente a otra rama del sector financiero; los fondos de capital privado / inversionistas particulares.

Es importante resaltar que no cualquier fondo o inversionista particular está dispuesto a invertir en estas compañías ni en sus “distressed securities”. Hay ‘nichos’ de inversionistas (en ciertos casos llamados Vulture Capitalists) que se especializan en obtener rentabilidades a través de estos distressed securities, y lo hacen de diferentes maneras. A continuación, se expondrán las figuras principales que utilizan estos inversionistas para obtener rentabilidades con operaciones ‘alternativas’ con respecto a este tipo de activos.

2.2. Turnaround

El turnaround es una práctica muy conocida e implementada en Estados Unidos, y se trata básicamente de que dada la compleja situación de distress de una compañía, un tercero (o grupo de terceros) especialista en insolvencia empresarial ingresa a la dirección o alta gerencia (Junta Directiva o algún tipo de figura que actúe como un consejo asesor paralelo a la Junta Directiva que esté involucrado en las decisiones corporativas). Las razones por las que puede preferir entrar en la compañía paralelamente a la Junta Directiva y no directamente en ella son por simplicidad contractual vinculante, pues agregar miembros a la Junta Directiva de una empresa puede ser mucho más complicado procesalmente que mediante una ‘rama’ derivada del órgano directivo.

La labor que cumplen estos expertos es alinear los esfuerzos y recursos de la compañía en el camino del turnaround, o de darle la vuelta a los factores que están debilitando a la empresa,

con el objetivo de devolverle el valor que haya perdido desde que se encuentra en distress e incluso de incrementar el mismo. Está claro que estos expertos se encaminan en estas labores cuando, después de un profundo análisis de la operación de la empresa (flujos de caja vía diversas metodologías, análisis del mercado y análisis coyuntural, entre otros) concluyen que la empresa es operativamente viable, es decir, que existe la oportunidad de que la empresa, mediante la operación de sus actividades ordinarias y en ciertos casos complementando con actividades no ordinarias, es capaz de generar valor para sus clientes finales, y que lo puede hacer de una manera rentable. Cada caso es único, pero dentro de lo que pueden hacer estos agentes especialistas en la toma de decisiones está incluido darle un manejo apropiado a la caja teniendo en cuenta los flujos proyectados, que a su vez deben estar basados en la capacidad de generación de caja, sujeta a los contratos que tenga actualmente la empresa y los que puedan tener como objetivo, y a los costos tanto operativos como no operativos. En ciertos casos, la estructura de costos de las empresas no son lo suficientemente eficientes, lo cual es comúnmente uno de los puntos principales a replantear por el agente de turnaround. Estos agentes son especialistas en identificar los puntos que le generan cargas más pesadas a la empresa de lo realmente necesario y los indicadores de rentabilidad y liquidez que pueden determinar gran parte de los aspectos financieros del negocio. Se analizó en el primer objetivo específico un caso de turnaround de una empresa colombiana líder en su sector con más de 50 años en el mercado, con el fin de profundizar en las prácticas más utilizadas en la modalidad de turnaround.

2.3. Vehículo paralelo independiente - financiamiento en distress

En términos generales, una empresa que se encuentra en distress difícilmente consigue financiamiento buscando en condiciones normales, es decir, como si se encontrara solvente y con operación normalizada. Pero es una realidad que las empresas en distress, en la gran mayoría de casos, necesitan financiamiento externo para ser capaces de operar. Y es ahí donde entran agentes del mercado: banqueros, inversionistas especializados en el nicho, o fondos de deuda, a intervenir para poder obtener financiación en condiciones de distress.

Lo que hacen estos inversionistas o intermediarios especialistas es crear un vehículo independiente - normalmente un patrimonio autónomo constituido en fiducia - que funciona paralelamente a las necesidades del vehículo original (el patrimonio inicial de la empresa en distress). Es importante volver a resaltar que este tipo de operaciones se realizan cuando se considera que la operación de la empresa es viable y se puede hacer de manera rentable. Las funciones de este nuevo vehículo varían dependiendo de lo que esté generando pesos injustificados en la caja de la empresa, de la operación como tal (a lo que se dedique la empresa), y de la situación legal en la que se encuentre. Este último punto hace referencia al estado jurídico de la sociedad, pues, por ejemplo, si se encuentra bajo el régimen de insolvencia de Ley 1116 de 2006, hay ciertas connotaciones que limitan las posibilidades que tiene la empresa para crear vehículos ad - hoc, incluso si es con intención netamente empresarial y de saldo de deudas y de normalización de operación. Pero si se prueba ante la Superintendencia de Sociedades que la creación del vehículo independiente tiene como intención un manejo más eficiente de la operación (que se traduciría en una capacidad de pago mayor a la actual, con lo cual también habría interés de los acreedores para que siga adelante con la figura), y no de la protección de los activos o de las obligaciones a las que se ve sujeta la empresa, es posible que la empresa reciba el visto bueno y pueda seguir adelante con la operación.

Pero, ¿qué beneficios puede traer el traspaso de ciertos aspectos críticos del negocio a un vehículo independiente? Es importante, una vez más, resaltar que cada caso es único, por lo que no hay una fórmula ideal para este tipo de maniobras. Hay casos en los que la compra de materia prima, la facturación y la cobranza pueden funcionar de manera más eficiente desde otro vehículo diferente al de la empresa, en conjunto con la inyección paulatina de nuevos recursos en el vehículo ad - hoc con un financista o inversionista externo. En cuanto a este último punto, lo más frecuente en este tipo de operaciones es que sea un financista - por medio de recursos estructurados como deuda - el que entre a poner su capital como un préstamo a la empresa en su patrimonio original, a cambio de una tasa de retorno - mensual o anual, dependiendo del plazo del préstamo - acordada entre la empresa y el financista.

Y es que la obtención de nuevos recursos para una empresa que se encuentra insolvente y acogida a este régimen, como se ha mencionado, es muy compleja. Pues uno de los puntos más importantes de la figura del vehículo independiente es que éste se encuentra 'limpio', libre de obligaciones financieras, a proveedores y todas las cargas que no permiten que la empresa salga a flote. La figura del vehículo independiente no se trata de pasar toda la empresa al vehículo nuevo, y no es el objetivo. Se trata de pasar al vehículo nuevo solamente ciertos aspectos de la operación con dos objetivos: que la operación sea más eficiente y que la empresa pueda hacer uso del financiamiento obtenido sin que el financista esté vinculado directamente con el patrimonio de la empresa que se encuentra en distress (principalmente porque normalmente éste no se vincularía de manera directa a la empresa insolvente por cuestión de niveles de riesgo). Este escenario permite que los inversionistas interesados en activos de alto riesgo, o *high yield* (no son sinónimos pero tienen como base el mismo concepto de riesgo), encuentren atractivo el negocio y barajen la

posibilidad de financiar lo que está encomendado en la nueva fiducia; ya sea compra de materia prima, facturación, cobranza o cualquier actividad que le sea designado al nuevo vehículo. A modo de ejemplo, el financista le concede un préstamo a la sociedad de COP 1.000 MM, y acuerdan una tasa de interés del 2% mensual - mes vencido. Con base a esto, la sociedad tiene la obligación de pagarle COP 20 MM / mes al financista como costo de sus recursos. Lo que es realmente conveniente de este tipo de figura es que la financiación, y más concretamente, el desembolso de recursos que el capitalista debe realizar, normalmente queda sujeto a las órdenes de compra que evidentemente reciba la empresa.

Para exponer con claridad las ventajas que puede ofrecer una operación con vehículo ad hoc y sus posibilidades de aumentar la rentabilidad mediante una operación más eficiente, se desarrolló un caso de estudio de una empresa colombiana que adoptó esta figura, con lo cual se evidencian los puntos atractivos de una operación de este tipo, tanto para la empresa en distress como para el tercero que compromete sus recursos a cambio de tasas de retorno que compensen la enajenación de sus recursos (incluido en el segundo objetivo específico).

2.4 Bad banks (bancos malos)

Los bancos están haciendo uso de los “bancos malos” una vez más, y el concepto se ha ido afinando. Lo que hacen las instituciones financieras es dividir sus activos en dos categorías principales. Todos los títulos riesgosos e ilíquidos, así como los préstamos improductivos, son movidos a la categoría mala. También entran en esta categoría los activos de los que el banco quiere salir por cuestiones estratégicas y de mitigación de riesgo. Con esto, quedan en la categoría buena los activos que el banco considera que representan su ‘core business’.

De esta manera, el banco logra que sus activos buenos no sean contaminados por los malos, pues mientras permanezcan mezclados, inversionistas y contrapartes no pueden cerciorarse del estado y desempeño financiero del banco; lo que perjudica su capacidad para prestar, pedir, y levantar capital. El concepto de banco malo ha sido exitoso en tiempos pasados y está volviendo a coger fuerza como una solución para los bancos que buscan refugiarse de una crisis financiera.

Sin embargo, ponerlo en práctica tiene componentes complicados: organizacionales, estructurales, y de compensación financiera. El efecto que tienen estas decisiones sobre la liquidez, los balances y la rentabilidad son de difícil predicción, especialmente en situaciones coyunturales complejas. Los mercados de capitales aún están frágiles en varias regiones, y hay muchas clases de activos que han sido afectados.

Por estas razones, las instituciones financieras han desarrollado estrategias específicas en cuanto al banco malo para administrar sus activos complicados y los recursos financieros que tienen disponibles. Unos de estos bancos están andando con su modelo de banco malo y otros se encuentran atascados por cuenta del amplio rango de posibilidades que implica el uso de una estructura de este tipo. Un análisis de estos bancos malos puestos en marcha en situaciones de crisis, demuestra que hay cinco series de decisiones que los bancos deben tomar: **i)** estructura, **ii)** los activos a ser transferidos, **iii)** el caso de negocio, **iv)** la estrategia de portafolio y **v)** el modelo de operación. Cada una de estas decisiones debe ser tomada teniendo en cuenta el impacto en financiamiento, uso de capital, costo, factibilidad, rentabilidad y tiempos.

Además de la importancia de estas decisiones, hay factores externos que también tienen relevancia en el asunto. Uno de estos es el apoyo del gobierno en asuntos regulatorios, contables y tributarios (y en algunos casos financiamiento de respaldo). El caso de cada país es distinto, pero

en términos generales, los gobiernos deben cooperar para que fluya la creación de estos bancos malos y para determinar el nivel de riesgo que puede asumir el Estado sobre los activos malos. Algunos gobiernos han considerado un banco malo nacional que pueda acoger todos los activos malos de todos los bancos nacionales. En todo caso, el apoyo gubernamental es clave para asegurar la estabilidad del sistema financiero. Por todo lo anterior, el concepto de banco malo ha sido percibido como uno de los factores clave para el recupero y la sostenibilidad del sistema financiero, y es evidente que entender la aplicabilidad del concepto es esencial para el banquero de hoy en día.

La separación de los activos buenos y malos le permite al banco la reducción del nivel de riesgo y el desapalancamiento como primeros pasos hacia la creación de un modelo de negocio secundario. Una gestión más eficiente y enfocada, con incentivos y objetivos claros para la reducción de portafolio, puede maximizar el valor de los activos malos. Esta separación entre los buenos y malos contribuye a la recuperación de confianza de inversionistas en los bancos, por medio de la transparencia y el enfoque en el ‘core business’, lo que reduce los costos de monitoreo de los inversionistas. Sin embargo, incluso con el modelo del banco malo, existen pérdidas económicas y riesgos en los balances de los bancos, a los que deben tener acceso los inversionistas, tanto del banco bueno como del banco malo.

Los objetivos del banco malo se pueden resumir en tres pilares:

1. La limpieza de los balances del banco para recuperar la confianza en el sector y de los clientes
2. La protección de rentabilidades (P&L)

3. La asignación de responsabilidades de gestión para el banco bueno y para el banco malo

En los siguientes cuerpos de desarrollo (Segundo Objetivo Específico, posterior al Marco Metodológico) se expondrán inversiones en distress en el extranjero comparados con casos de estudio colombianos que cuenten como inversiones y operaciones realizadas en empresas insolventes / en distress, con el fin de enmarcar y resaltar las diferencias entre el tipo de operaciones / transacciones que suelen realizarse en el extranjero y las prácticas que se usan actualmente en Colombia.

3. Marco Metodológico

3.1. Tipo y diseño de investigación

El proyecto se desarrolló como monografía de investigación, y es de carácter cualitativo.

3.2 Población y muestra

El alcance de la investigación es el mercado latinoamericano y americano. La mayoría de casos de estudio están basados en el mercado colombiano. El tipo de muestreo es por conveniencia, y el

tamaño de muestra comprende entre de 3 – 5 casos de empresas colombianas comparadas con ciertas transacciones realizadas en el extranjero.

3.3. Instrumento de recolección

La manera principal en que se recolectó información es con guía de entrevista – cuestionario semi – estructurado, así como textos sobre el tema escritos por personajes ‘autorizados’ en el medio, y por medio de casos de estudio analizados de primera mano por cuenta de la práctica empresarial requerida por el CESA. La metodología es cualitativa, por lo tanto era importante que la información suministrada fuera expuesta por medio de entrevistas con expertos en la gestión de distress, tanto desde el punto de vista empresarial (personaje dirigente de empresa, con el objetivo de ilustrar la gestión de insolvencia desde la perspectiva de la empresa misma), como desde el punto de vista financiero (personaje cuya gestión en distress ha sido desde la perspectiva de un tercero, externo a la empresa y que haya actuado como intermediario entre la empresa y las partes interesadas en su normalización).

3.4. Procedimiento

La investigación se llevó a cabo durante el segundo semestre de 2019. El cronograma seguido puede resumirse de la siguiente manera:

En cada uno de los bimestres de julio a diciembre, se realizó una entrevista a expertos en distress que fueron tenidas en cuenta como casos de estudio enfocados en el tema general de investigación.

A partir de las entrevistas, se recolectaron archivos e información relevante (financiera, estratégica,

empresarial, etc.) sobre las empresas en plazos de 3 – 5 años que incluyen momentos de insolvencia analizados. En general, puede concluirse que cada caso de estudio (empresa a analizar) tomó entre 20 – 30 días, desde el momento de la entrevista, revisión y análisis de información relevante, análisis de la situación interna y externa, hasta conclusiones y resultados. Asimismo, se realizó una reunión aproximadamente cada cuatro semanas con el Director de Tesis, con lo cual se llevó un control riguroso del contenido, el análisis de los casos de estudio y de las fuentes de donde provino la información.

3.5. Resultados

Los casos de estudio analizados incluyen empresas de diversos sectores productivos, diferentes tamaños (facturación y carga operativa), diferentes países y diferentes causales de insolvencia. Lo más importante era definir en cada caso expuesto las características operativas y coyunturales de cada empresa / sector y las razones principales por las que resultó en insolvencia, así como las oportunidades que se generaron a partir de ahí y cómo se abarcó el procedimiento de aprovechar la situación complicada para revertir la realidad empresarial de la misma.

Se tuvo como marco de referencia los mercados extranjeros, con el fin de contrastar las grandes diferencias que se evidencian en este mercado a nivel nacional vs. internacional, todo encaminado hacia el aporte a un posible desarrollo de mercado de distress en el país por medio de figuras especializadas.

4. Desarrollo de los objetivos

4.1. Objetivo General: Analizar tipos de oportunidades de negocio en empresas insolventes en Colombia.

Teniendo como referencia los mercados internacionales y haciendo énfasis en el mercado americano, determinar e identificar oportunidades de negocio que se deriven de empresas en situaciones de distress en Colombia, considerando las muy marcadas diferencias entre el mercado local y los extranjeros para generar unas recomendaciones en forma de iniciativa que puedan contribuir al desarrollo del mercado de distress en Colombia.

4.2. Primer Objetivo Específico: Definición y profundización del tema en un contexto de experiencia práctico - entrevistas a expertos.

Con el fin de profundizar más el tema de distress, se realizó una breve entrevista al empresario colombiano Carlos Hugo Escobar, quien es socio de Concordia Investments, banca de inversión colombo - chilena que sirvió de apoyo para la realización del presente trabajo de grado (el trabajo y las opiniones expresadas que incluye son de carácter estrictamente personal, pero la banca de inversión funcionó como un apoyo investigativo y práctico para el desarrollo del mismo). Carlos Hugo Escobar tiene una larga trayectoria empresarial en la cual resaltan varios puestos de juntas directivas de empresas colombianas tales como Postobón, Asesco, Colbateco, Productos Ramo, Kokoriko, Deportivo Independiente Medellín, Pilas Varta, entre otras, y en el caso venezolano, Cativen (se menciona por su relevancia en cuanto a la expansión de Almacenes Éxito en la región por medio, en gran parte, de dicha empresa venezolana en la década de los 2000's). A continuación, la entrevista:

Pregunta: Desde el punto de vista empresarial y en términos generales, ¿qué factores son indispensables para recuperar la generación de caja de una empresa insolvente pero que aparente ser operativamente viable?

Respuesta: Como tú lo dices, lo primero es verificar la viabilidad de la empresa. ¿Tenemos un producto que satisfaga necesidades del mercado? ¿El tamaño del mercado tiene la capacidad para poder ofrecer un precio adecuado? ¿Ese precio es lo suficientemente amplio para que podamos tener una contribución suficiente para cubrir los gastos de estructura, los financieros y quedar un remanente que retribuya adecuadamente al inversionista?

Si los anteriores puntos son satisfactorios, será necesario entender las causas por las cuales se presentan las dificultades de caja:

-¿Hemos realizado inversiones que no tienen nada que ver con el negocio?

-¿Tenemos optimizado el capital de trabajo? Es decir, ¿tenemos un inventario eficiente, una cartera con días acordes a las condiciones generales del mercado, unos plazos para el pago de las compras razonablemente equivalentes a los días de inventario más el tiempo de proceso más los días de cartera?

-¿Estamos destinando recursos a asuntos ajenos a las necesidades de un negocio eficientemente manejado?

-¿Es nuestra estructura de costos acorde con el estándar que definimos para la estructura de un negocio rentable?

-¿Tenemos una estructura de capital acorde a las necesidades del negocio?

Las respuestas a estas preguntas te mostrarán con claridad los factores que tienes que corregir.

Pregunta: De acuerdo con sus experiencias con la Ley 1116 de Insolvencia Empresarial, ¿cuáles aspectos le cambiaría?

Respuesta: La pregunta es demasiado amplia. La Ley 1116 debe poder demostrar a los acreedores que la empresa tiene capacidad de generar los recursos necesarios para cancelar las acreencias en un tiempo definido. Pero al mismo tiempo debe exigir a la empresa un desempeño eficiente que optimice la generación de caja y su destinación prioritaria a atender el pago de las deudas. Si lo anterior no se da, debe procederse a la liquidación.

Dado que lo anterior permita la supervivencia de la empresa, es indispensable la actual seguridad de que no habrá acciones hostiles de acreedores.

Pregunta: ¿Cuáles son los principales criterios técnicos para determinar si la operación de una empresa es viable o no?

El primero es el margen bruto. Si no es posible generar un margen razonable para pagar la estructura de la empresa, no hay viabilidad. Después, un nivel de gastos inferior a la contribución y, como consecuencia, poder generar EBITDA positivo. Finalmente, una estructura financiera acorde con las necesidades de capital de trabajo e inversión y su consecuente costo de financiamiento que sea inferior al EBITDA.

Adicionalmente, y con el objetivo de dejar en claro varios aspectos relevantes del Distress, tales como la financiación, la rentabilidad y el movimiento de los mercados frente a estos temas, se realizó una entrevista a Cristina Gomez - Clark, Senior Director de Álvarez & Marsal para A&M México y Colombia, con una amplia trayectoria de más de 20 años en el sector financiero y en la consultoría estratégica. Álvarez & Marsal es una de las firmas de consultoría más grandes de

Estados Unidos (y por lo tanto, del mundo) especializada en Turnaround y Reestructuras empresariales. Su rango de acción en el espectro económico cubre más de 20 industrias especializadas y tiene presencia en todos los continentes.

Pregunta: ¿Cómo se pueden generar rentabilidades invirtiendo en empresas insolventes?

Respuesta: Esta pregunta se puede abordar de dos maneras, entendiendo como inversión recursos de capital o recursos de deuda. En primer lugar frente a recursos de deuda, la Ley 1116 de 2006 prevé que si se hacen préstamos de recursos frescos a una compañía en insolvencia o bajo acuerdo de reorganización, éstos tienen prioridad de repago sobre los recursos de deuda previos a la entrada en el proceso de insolvencia. De esta manera, no sólo se obtiene una rentabilidad al invertir los recursos en la compañía insolvente, sino que también tiene prelación sobre el resto de los recursos invertidos en la compañía; ahora bien, las tasas de rentabilidad dependerán de las condiciones del plan de reestructura que se plantee para la compañía. En segundo lugar, al tratarse de recursos de capital, es posible adquirir todo o parte de los activos de una empresa insolvente, con lo cual el inversionista, con un plan de reestructura y turnaround adecuado y realizable, obtendrá el retorno sobre su inversión. Es necesario advertir que dada la situación de distress de la compañía insolvente, el inversionista espera retornos superiores a los de una empresa sana financieramente. En muchos casos, por la condición de insolvencia de la empresa, tanto los accionistas como los acreedores están dispuestos a realizar su participación en la compañía insolvente al descuento, lo que genera una oportunidad para el nuevo inversionista/acreedor de generar una rentabilidad sobre la inversión efectuada. Se debe tener en cuenta en todo caso que sólo existirá rentabilidad en la medida en que la empresa cuente con un plan realizable de reestructura y/o turnaround de la compañía. De lo contrario, la empresa se puede ver abocada a su liquidación, caso en el cual es posible que el nuevo accionista/acreedor pierda su inversión.

Pregunta: ¿Cuáles son las principales modalidades en los mercados extranjeros de distress? (Qué tipo de negocios se hacen principalmente en estos mercados).

Respuesta: Este es un mercado especializado. Generalmente, existen inversionistas que compran deuda existente al descuento o existen fondos mezzanine especializados que entran en situaciones de distress. En Colombia este mercado aunque muy incipiente, se empieza a desarrollar. Para esto, la ley de insolvencia en USA prevé el DIP financing (debtor in possession) para lo cual hasta los bancos comerciales están dispuestos a apostarle a la compañía. Un caso ejemplo de esta situación podría ser el de Pacific en el año 2016, empresa que fue adquirida por el Fondo Catalyst y le inyectó recursos en medio de la situación de insolvencia y habiéndose acogido al proceso de insolvencia regulado por la ley canadiense.

Pregunta: En el sistema financiero colombiano, ¿qué aspectos son impedimentos para el desarrollo de un mercado de distress atractivo para inversionistas que buscan distressed securities?

Respuesta: El principal impedimento en el sistema financiero colombiano para hacer inversiones en compañía en situaciones de insolvencia es la regulación según la cual se deben provisionar este tipo de estructuras. Hace algunos años, se desarrolló la figura de los patrimonios autónomos para inyectar recursos a las compañías en situaciones de distress, permitiendo manejar el riesgo y obtener rentabilidades acordes con el nivel de riesgo asumido. Sin embargo, con los casos más recientes, inyectar recursos a través de PA's (patrimonio autónomo) ya no es una figura blindada frente a la insolvencia. Se buscó mitigar este riesgo a través de la figura de garantías mobiliarias pero aún existen controversias e incertidumbres frente a la aplicación de la norma, que hacen que no haya apetito por este tipo de operaciones en el sistema financiero colombiano.

4.3. Segundo Objetivo Específico: Analizar casos de estudio colombianos y extranjeros de operaciones en distress.

Casos de estudio colombianos

4.3.1. Estación de Servicios

Este caso de estudio es de una empresa de tamaño pequeño, y trata el negocio de una estación de servicios localizada en Bogotá y una operación ejecutada por un inversionista privado y su equipo, que derivó de la complicada situación en la que se encontraba, pero a la vez de las óptimas condiciones contractuales y de mercado con las que contaba. El contrato pactado entre las partes involucradas cuenta con unos condicionantes del NDA (non - disclosure agreement) que restringen la publicación de la información contractual y de los resultados obtenidos, por lo que el caso se trató discretamente y en cumplimiento con las cláusulas relativas a la divulgación de la información pactada entre las partes.

Descripción del Activo

El dueño de la estación la tenía a título propio hacía 20 años. Hasta el 2018, la estación operaba bajo un contrato con Exxon Mobil. La estación de servicios andaba bien, el contrato con Exxon Mobil estaba siendo considerablemente productivo, con unas ventas promedio de 130.000 galones de gasolina / mes. En el año 2012, el contrato de una obra pública fue adjudicado en la calle de la estación de servicios. La obra iba a durar inicialmente 4 meses, que resultaron siendo

24. El dueño demandó a varias entidades públicas como el IDU y Aguas de Bogotá por un valor de COP 1.500 MM, lo cual no había evolucionado para ese momento. La calle volvió a abrir en 2014, y con la reapertura, el dueño incorporó la venta de gas al portafolio. La compañía estaba viviendo una situación compleja, por lo que optaron por entrar en Ley 1116 en ese año.

Antes del fin de 2018, la compañía llegó a un acuerdo con PUMA para un contrato de operación. Este contrato era de arrendamiento, con el cual PUMA le pagaba COP 20 MM (menos algunos descuentos menores) a la compañía como canon de arrendamiento por un plazo de 20 años.

En diciembre de 2018, la compañía tenía pasivos por un total de COP 1.600 MM. De acuerdo con los estados financieros, la propiedad en la cual se encuentra la estación tiene un valor cercano a COP 5.000 MM (la mayoría por cuenta del terreno de 18.000 m²). El acuerdo de reestructuración logrado bajo Ley 1116 obligaba a la compañía a pagar COP 30 MM mensuales a los dos bancos con los que tenía obligaciones financieras empezando en 2020, lo que representaba un 50% adicional a lo que generaba con el contrato con PUMA.

El dueño de la compañía decidió buscar un tercero para comprar / pagar las obligaciones de la compañía, e idealmente capitalizar los recursos del nuevo inversionista en el equity de la empresa. Un aspecto conveniente es que el dueño estaba abierto a diferentes posibilidades y escenarios de financiación.

Plan de Acción

Basándonos en la valoración de la propiedad, considerábamos que habría una ganancia importante en caso de proveer a la compañía COP 1.600 MM en un crédito convertible o mezzanine, a ser pagados por medio de los flujos del contrato de arriendo con PUMA, los cuales se cederían al inversionista, junto con las instalaciones existentes de la estación. Este crédito debía ser negociado con el objetivo de sacar a la compañía de Ley 1116. Como parte de la transacción, el intermediario obtuvo un mandato de venta del 100% de las acciones de la compañía a valor en libros. En caso de no encontrar un inversionista, el inversionista podía encontrar un nuevo financista para salir de la transacción en un plazo de 3 – 5 años, basándonos en el excelente riesgo crediticio de PUMA.

En este caso, el inversionista tenía tres fuentes de ingreso: a) el pago a descuento de pasivos existentes (se obtuvo el 20% de descuento, equivalente a COP 320 MM dado el valor presente neto de la deuda, con lo cual la inversión requerida fue finalmente de COP 1.280 MM), b) la tasa de interés (retorno) a ser aplicada al nuevo préstamo (se pactó 10% / año, equivalentes a COP 128 MM) y c) la oportunidad de capitalizar el préstamo y de vender el paquete completo de equity (cerca de otros COP 320 MM). Teniendo en cuenta el 20% de descuento (haircut) sobre las obligaciones financieras y otro 20% de ganancia en la transacción de equity, la TIR proyectada para esta transacción era de 17% / año, como se muestra en la Tabla 1. La operación se llevó a cabo con soporte e intermediación de una banca de inversión colombiana, y está en marcha. Se encuentran actualmente en el primer año, la tasa de retorno se está liquidando de manera bimensual a una tarifa de COP 21.3 MM, y lo más importante, la generación de caja real está desempeñándose de manera similar a la proyectada. La operación con nuevo financiamiento lleva apenas unos meses, pero va marchando eficientemente, y son este tipo de operaciones las que crean sinergia

para las partes involucradas, pues la estación está siendo productiva tanto comercialmente (en cuanto a ventas) como financieramente (respondiendo oportunamente a su financiación).

Tabla 1

Convertible 20 year Note							
All data COPmm							
	year	0	1	2	3	4	5
	1280		64	64	64	64	64
	10%		128	122	115	109	102
	Capital Gain	320					320
	Loan Refinancing						960
NET CASHFLOW	-1280	320	192	185,6	179,2	172,8	1446
IRR	17%						

Información obtenida de banca de inversión involucrada en el proceso.

4.3.2. Empresa de servicios de limpieza industrial

Este caso de estudio es de una empresa de tamaño mediano, y trata el negocio de una empresa dedicada a la prestación de servicios de limpieza industrial y la operación de reestructuración que está actualmente ejecutando por medio de una intervención externa tipo turnaround y el uso que le está dando al vehículo independiente que creó con el objetivo de ser más eficiente y así ganar el mercado que ha perdido en los últimos años. El contrato pactado entre las partes involucradas cuenta con unos condicionantes del NDA (non - disclosure agreement) que restringen la publicación de la información contractual y de los resultados obtenidos, por lo que el caso se trató discretamente y en cumplimiento con las cláusulas relativas a la divulgación de la información pactada entre las partes.

La empresa lleva un poco más de 50 años en el mercado, y es líder en servicios de limpieza industrial. Su operación viene arrastrando un deterioro hace alrededor de 4 años, pero aún se considera líder en el sector a nivel nacional. Su cabeza y fundador era un español que llegó a Colombia en los años 50's, y en la década siguiente fundó la empresa en cuestión. Este señor se murió hace alrededor de 4 - 5 años, momento en el cual la empresa empezó a declinar. Este tipo de situación es sumamente común en empresas familiares; su fundador la convierte en líder con el paso de los años, y en el momento en que la siguiente generación asume el control, la empresa se viene abajo.

Los clientes principales de esta empresa son clínicas privadas y hospitales municipales, también tienen un par de contratos con centros comerciales y establecimientos de comercio grandes, pero no hacen parte de su 'core business'. Cuando los tres hijos del fundador subieron a la alta gerencia de la empresa, la calidad de los servicios se deterioró, empezaron a perder contratos importantes, lo que se tradujo en unos flujos de ingreso muy limitados e inferiores a los que venían generando. Hasta el año 2013, la compañía estaba facturando entre COP 60.000 MM - 70.000 MM anuales, y desde el 2014 - 2015, los ingresos operacionales no superan los COP 40.000 MM.

Los efectos se empezaron a evidenciar rápidamente; se empezaron a generar pasivos de todo tipo, desde financieros hasta laborales. Esto hizo que los mismos empleados de la empresa comenzaran a resentirse, con lo que las demandas laborales incrementaban semanalmente. Uno de los puntos más fuertes de esta empresa es su reconocimiento en el mercado y su trayectoria, que son gran parte de la razón por la cual ha logrado seguir operando. Así las cosas, a principios de 2019 comenzaron el proceso de turnaround con una banca de inversión colombiana. Esta banca de inversión designó a 3 agentes de turnaround: un ex - banquero con experiencia en áreas de normalización, un empresario especialista en turnaround (con experiencia en más de 15 procesos

de reestructuración ejecutados), y un ex gerente general del competidor directo de la empresa (con más de 20 años de experiencia en el sector de limpieza industrial).

La primera decisión que tomaron fue designar al nuevo gerente general, un empresario también con experiencia en el sector de limpieza industrial. El contrato entre la empresa y los 3 agentes de turnaround cuenta con una remuneración fija a los agentes por cada sesión de junta directiva y una remuneración variable calculada a partir de un porcentaje sobre el EBITDA objetivo de cada semestre, con duración inicial hasta junio de 2021. En cuanto a esta remuneración variable, la única manera en que se llegue a hacer efectiva es si la compañía efectivamente alcanza los niveles de EBITDA objetivo establecidos por el Consejo Asesor (el nombre que se le dio al conjunto de la Junta Directiva, compuesta por los tres hijos del fundador, y los tres agentes de turnaround), condición que prioriza la generación de caja de la empresa sobre cualquier otra cosa.

En este sentido, el Consejo Asesor creó un vehículo independiente cuya labor era el alistamiento de los requerimientos para la ejecución de los contratos: compra de materiales para operar (químicos, utensilios, uniformes, maquinaria, etc.), y la liquidación de los empleados requeridos para cumplir con el contrato (pago de salarios, primas, etc.).

Una vez creado este vehículo ad - hoc, los agentes enfocaron sus esfuerzos en la consecución de financiamiento, lo que lograron a finales de julio con un inversionista particular. Lo que es realmente conveniente en este escenario de financiación (sobre todo para el financista que compromete sus recursos), es que la figura funciona así: la empresa cierra un contrato con una clínica (por ejemplo), el vehículo ad - hoc compra los requerimientos para cumplir con el contrato (descritos anteriormente) con recursos del financista. El vehículo transfiere estas compras a la compañía paulatinamente, de acuerdo a lo que va necesitando la empresa para ejecutar

exitosamente el contrato. La empresa va ejecutando el contrato apalancándose en los recursos del tercero hasta su culminación.

Con cortes semestrales, se liquida el total a pagarle al financista, determinado por una tasa de retorno, con lo cual la figura está estructurada como deuda y no equity. El total de recursos que el financista pueda proveer está fijado dentro de un rango, con un máximo y sin un mínimo (por el hecho de que si la empresa no cierra contratos, no hay razón para proveer recursos). Esta nueva figura está operando hace poco más de un mes, y la situación de la empresa, aunque todavía falta mucho camino por recorrer, está visiblemente aliviada e impulsada por las labores encomendadas al vehículo independiente, que es pieza clave del proceso de turnaround que se está llevando a cabo de la mano de los agentes de turnaround.

4.3.3. Empresa de sector de empaques

Este caso de estudio es de una empresa de tamaño mediano, y trata el negocio de una empresa dedicada a la fabricación de empaques y la operación que ha estado intentando de llevar a cabo con un grupo financista, en la cual el sector bancario colombiano no ha actuado como las partes lo necesitaban. El contrato pactado entre las partes involucradas cuenta con unos condicionantes del NDA (non - disclosure agreement) que restringen la publicación de la información contractual y de los resultados obtenidos, por lo que el caso se trató discretamente y en cumplimiento con las cláusulas relativas a la divulgación de la información pactada entre las partes.

La empresa está actualmente en Ley 1116, con un plan de pagos regido por un acuerdo de reorganización sumamente flexible y conveniente para la empresa, con un plazo de pagos a 14 años y una tasa estática del DTF + 0. La empresa contactó a una banca de inversión colombiana especialista en situaciones de distress. Esta banca generó contactos con grupos de inversionistas con apetito por inversiones ‘alternativas’. La operación que se planteó (y que actualmente sigue planteándose, aún sin los resultados deseados), trata lo siguiente: el grupo de inversionistas compraba la totalidad de la deuda (cada uno de los pagarés de la empresa con cada una de las instituciones financieras correspondientes), a un valor descontado. El descuento se buscaba en este caso por las siguientes razones:

- La operación de la empresa todavía se encuentra fuertemente deteriorada, con lo cual se duda sobre la capacidad de pago, incluso a largo plazo.
- El plan de pagos establecido, como se mencionó, tiene un plazo a 14 años (hasta 2033) y una tasa del DTF + 0; lo que hace que el valor presente neto de la deuda esté muy por debajo del valor nominal de la deuda (se ha llegado a calcular actualmente en un 15% - 20% del valor nominal).
- La empresa responde solidariamente por dos sociedades más; una que está inactiva y en proceso de liquidación judicial desde 2013, y otra que también está inactiva y que cuenta con obligaciones financieras valoradas en aproximadamente COP 10.000 MM.

La operación propuesta individualmente a cada uno de los 4 bancos involucrados, consiste en que el grupo inversionista le paga a descuento a cada una de las instituciones (sujeto a negociación individual con cada banco), con un valor tope equivalente al 30% del valor nominal de cada deuda (aunque el valor presente neto de la suma de las deudas no alcance el 25% del valor

nominal total). Una vez saldadas estas deudas, la compañía saldría del régimen de insolvencia y podría acceder a financiamiento en sector financiero de manera más sencilla. Con esto, la idea es estructurar un plan integral de turnaround, pues la empresa cuenta con unos contratos importantes que pueden servir en darle la vuelta a la empresa en una segunda instancia (por el momento lo crucial es salir de Ley 1116).

Esta operación, claramente conveniente para la empresa, también debería interesarle a los bancos involucrados, pues es claro que la situación de impago de la empresa seguirá sin contar con un panorama positivo a futuro. Las respuestas de los bancos, en términos generales, han sido que el precio ofrecido (entre el 15% - 25%) está muy distanciado del valor que ellos obtienen realizando una valoración de los títulos. Unos de éstos han respondido con contraofertas del 80% - 90%, lo que genera preocupación en cuanto a los métodos de valoración utilizados en el sector bancario. Y es que todos los bancos involucrados están entre los más grandes del país, y es precisamente lo que más preocupa: se considera que las áreas de normalización y de activos especiales de estos bancos no emplean los métodos de valoración que requieren este tipo de activos de alto riesgo. Con los precios que determinan en sus contraofertas, dejan claro que las tasas de descuento que utilizan al valorar estos títulos se alejan completamente de lo que se debería usar, teniendo en cuenta las realidades de las empresas con las que estos bancos tienen los títulos. Es decir, los bancos valoran sus carteras vencidas en general como si fueran PL's (productive loans) cuando en realidad son UPL's (under - productive loans) y NPL's (non - productive loans), los cuales responden a métodos de valoración alternativos. Para valorar este tipo de activos, se usan las mismas metodologías (flujo de caja descontado, por múltiplos, etc.), pero se tienen en cuenta las complejas realidades del negocio, lo que se traduce en tasas de descuento mucho más elevadas en la mayoría de casos. Es importante resaltar que estos bancos tienen provisionados estos créditos

entre el 85% - 100% (unos en 85%, otros 95%, otros 100%, etc.), precisamente porque son absolutamente conscientes de la baja capacidad de pago de la empresa. Esto significa que recibir una compra por el 25% - 30% del valor nominal debería ser atractivo para el banco, pues cerrarían el 2019 reversando gran parte de las provisiones realizadas sobre los créditos, lo que mejoraría sus resultados y el patrimonio técnico; además del hecho de salir de un deudor moroso, complicado e incumplido.

Por cuenta de lo anterior, la operación sigue congelada, y cómo van las cosas, las negociaciones con los bancos parecen distanciarse cada vez más, principalmente por las amplias diferencias en cuanto a la valoración de los títulos; y más específicamente, por cuenta de los métodos de valoración empleados por las partes involucradas.

Casos extranjeros

4.3.4. Empresa transformadora de metales

Este caso de estudio es de una empresa de tamaño mediano - grande, y trata el negocio de una empresa dedicada a la producción de partes y herramientas compuestas por diversos metales y sus transformaciones. El contrato pactado entre las partes involucradas cuenta con unos condicionantes del NDA (non - disclosure agreement) que restringen la publicación de la información contractual y de los resultados obtenidos, por lo que el caso se trató discretamente y en cumplimiento con las cláusulas relativas a la divulgación de la información pactada entre las partes.

Desde el año 2012, la empresa estaba exportando sus productos a Estados Unidos, México y varios países de Centroamérica, y se estaba desempeñando bien. Estas exportaciones representaban entre el 60% - 65% de los ingresos operacionales de la empresa, y la primera señal negativa consistía en que aproximadamente el 75% de estas ventas en el extranjero recaían en un solo cliente, una empresa americana dedicada a la fabricación de puertas de seguridad. Es decir que aproximadamente el 45% - 49% de la facturación neta de la empresa dependía de un contrato individual con un cliente. El riesgo de contar con un cliente que represente un nivel tan alto de la facturación total se hizo efectivo en este caso a finales de 2017, momento en el cual esta empresa americana se acogió al régimen de insolvencia americano de Chapter 11 por razones varias, incluyendo un escándalo reputacional generado por ciertos rumores de irregularidades contractuales en el sentido de la libre y justa competencia. El hecho es que la empresa no fue capaz de recuperar varios contratos institucionales y se vio obligada a acogerse a Chapter 11 (tras un largo proceso, descrito a continuación).

Como efecto directo, la empresa del sector de metales vio cómo su generación de caja se contrajo en casi 35% en apenas unos meses (mientras se aclaraba el estado del cliente americano y se saldaba la cartera pendiente entre las dos compañías). Y a partir de ahí, se desencadenó una serie de insuficiencias en cuanto a lo que la empresa era capaz de generar y sus costos de operación: no se cubrían con la operación. En otras palabras, el EBITDA (la generación de caja por actividades de operación, por sus siglas en inglés: *Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*) de la empresa era negativo; sus ingresos operacionales no cubrían el OPEX (en inglés *operational expenses*, o gastos operativos: costos de venta y gastos de administración y ventas). La empresa en cuestión estaba (y todavía está) registrada legalmente tanto en Colombia como en Estados Unidos, pues una parte representativa del equity estaba compuesto por capital

americano. Dos de los créditos que tenía la empresa vigentes en ese momento eran con instituciones financieras americanas, y sumaban alrededor de USD 25 MM. La empresa contactó a una banca de inversión colombiana para revertir la situación, y lo que se estructuró fue lo siguiente:

La decisión en la Junta Directiva de la empresa fue de no acogerse al régimen de insolvencia antes de estructurar un plan de recuperación (diferente a uno de reestructuración) que por obvias razones involucrara a las partes externas que tuvieran interés, pero que fuera de carácter principalmente interno. El plan estructurado por la banca de inversión consistía en primera instancia en la consecución de recursos frescos que ingresarán a la compañía como un crédito mezzanine, registrados inicialmente como deuda y con una cláusula de conversión en acciones ordinarias si así se aprobaba en la Junta Directiva (decisión sujeta a varios condicionantes). Estos recursos se utilizarían para pagar a descuento los dos créditos vigentes con los dos bancos americanos si se lograra cerrar una negociación con cada uno. Se llevó a cabo el plan de recuperación interna en la compañía y el ingreso a Chapter 11 fue aprobado. Después de dos acercamientos con estas instituciones, en los cuales básicamente lo que se hizo fue confirmar la inminente incapacidad de pago por parte de la empresa a los bancos (cuestión que ellos ya sabían fruto de la situación de impago de la compañía) se empezaron a concretar las negociaciones pertinentes. En el momento en el que empezaron las negociaciones con los bancos, la compañía llevaba cerca de año y medio impago con estos créditos, y estaba claro que los bancos ya habían empezado a provisionar el crédito. La oferta inicial a cada uno de estos bancos era del 30%, y tras dos reuniones (sencillas, no duraron más de media hora), logró cerrarse uno en el 38.5% y el otro en 37% (no por cuestión de casualidad, está claro que las instituciones financieras mantienen contacto directo o indirecto cuando se ven involucradas en un asunto de cartera vencida que los

afecta de manera similar, por lo que las negociaciones se mantuvieron por aparte con cada banco pero teniendo en cuenta que dadas las similitudes en condiciones de los dos créditos y sabiendo de la comunicación entre instituciones, era necesario tratar las dos negociaciones de manera muy similar).

Una vez cerradas las negociaciones, se llevó a cabo el due diligence por parte de la banca de inversión con los prospectos interesados en la inyección de recursos y se cerró el deal con uno de los grupos interesados. El deal consistía en que el grupo financista proveía los recursos para el pago de los créditos al 38.5% por medio de un mezzanine con opción de convertibilidad del 55% de las acciones, con lo cual el grupo financista quedó con control de la compañía.

El resultado de la operación fue favorable para todas las partes involucradas: la compañía logró saldar sus deudas vigentes a descuento mediante la inyección de recursos de un grupo financista que terminó siendo beneficiado por la cláusula de conversión mezzanine para hacerse del control de la empresa. Con las deudas ya canceladas, el grupo inversionista fue capaz de retirar la empresa de Chapter 11 y entró en ejecución en la empresa con tres contratos nuevos que generarían que en un plazo de dos años fueran capaces de revertir la generación de caja de la empresa para llegar a los niveles de facturación a los que habían logrado llegar en años anteriores y con proyecciones para llegar a casi duplicarla en un mediano plazo. En cuanto a la otra parte involucrada, los bancos, también salieron beneficiados en el sentido en que recuperaron el pago de un crédito que estaba impago desde hacía más de 18 meses, y de esta manera pudieron revertir las provisiones que tenían sobre estos créditos vencidos, mejorando el patrimonio técnico del banco y los resultados anuales. Salieron de una situación compleja en la que si seguían las cosas como iban, se hubieran visto obligados a seguir aumentando sus provisiones y a rebajar la

calificación crediticia de la compañía, pero sin recibir ni siquiera los intereses con moras de más de un año.

4.3.5. BBVA - Cerberus

Este caso trata la operación entre el Banco BBVA y Cerberus, un fondo de inversión de Estados Unidos especialista en “alternative investments”, también conocido como special situations, diferentes maneras de llamar el tema central de investigación (distress). La transacción es de conocimiento público, por lo que no hay inconveniente en cuanto a divulgación de información. El valor de AUM (assets under management) que tiene Cerberus es de aproximadamente USD 40 BN en formas de crédito, capital privado y activos inmobiliarios. Es uno de los principales inversionistas del mundo en cartera vencida. En el año 2017, el Banco BBVA le vendió a Cerberus su cartera vencida en un valor cercano a €5.500 MM, operación por la cual el BBVA obtuvo como ingreso cerca de €4.000 MM.

Meses antes de que se anunciara la operación, el BBVA le vendió a The Bank of Nova Scotia (Scotiabank) la participación que tenía del 68.19% en BBVA Chile y otras relacionadas por un total de €1.850 MM. La transacción le generaría al banco unas plusvalías de €640 MM, y lo dejaría con un ratio de capital de mayor calidad CET1 fully loaded de 50 puntos básicos. Sin embargo, para el BBVA la transacción más destacada del año (y de varios años en conjunto) fue la que cerró con Cerberus, en la cual le traspasó al fondo americano un total de €13.000 MM en inmuebles y un total de €17.774 en créditos promotor y adjudicados, provisionados a un 56%, cifra determinante para la fijación de precio. La transacción fue hecha por medio de un vehículo independiente, controlado en un 75% por Cerberus y el otro 25% por BBVA. Esto mejoró incluso

más su ratio de capital, lo que le ayudó a evitar tener que aumentar sus provisiones por cuenta de la nueva regulación internacional IFRS9. La nueva regulación entró en vigencia en 2018, y las entidades financieras centrales europeas, en este caso el Banco de España y el Banco Central Europeo, han utilizado su introducción para generar presión en el sector bancario hacia la venta de activos NPL's (non - performing loans); justamente lo que hizo el BBVA.

4.3.6. Banco Santander - Blackstone

Este caso trata la operación entre el Banco Santander y Blackstone, un fondo de inversión de Estados Unidos especialista en deuda reestructural de empresas. La transacción es de conocimiento público, por lo que no hay inconveniente en cuanto a divulgación de información. La transacción es la mayor operación del mercado mayorista inmobiliario hecha en España, que consistió en la venta del 51% del negocio inmobiliario del Banco Popular a Blackstone. La cartera transferida está compuesta por activos inmobiliarios y créditos valorados en €30.000 MM, y conceptualmente es un 'banco malo' con un valor facial de €10.000 MM; €9.700 MM en créditos y activos inmobiliarios y €300 MM en activos fiscales diferidos (DTA). La gestión del fondo estará a cargo de Blackstone, cuya inversión de recambio en el Banco Popular fue de €5.100 MM, inversión indirecta en el Banco Santander.

El concepto del 'banco malo' es de vital trascendencia en el mundo del distress corporativo, por lo que se cita el siguiente artículo realizado en parte por el autor de este trabajo de grado para la revista *Ciclo de Riesgo* para el mes de noviembre de 2019, que trata el concepto de bad bank y la utilización que le han dado las entidades financieras en el mundo, especialmente en épocas de recesión o de retroactividad económica. El artículo fue realizado en base a una publicación hecha

por la firma americana de consultoría McKinsey, cuya citación se encuentra en la sección de bibliografía.

El objetivo principal de la operación no era de resultado, pues no le generó plusvalías ni minusvalías al balance del banco. La razón por la que el banco llevó a cabo la transacción fue en gran parte para reducir su exposición en el mercado inmobiliario. Lo que logró el Grupo Santander con esto son menores requerimientos de capital sin perder el 49% que ya tenía sobre la sociedad. Uno de los principales impactos técnicos de la operación fue en el ratio de solvencia del Banco Santander, por un total de doce puntos básicos, según explicó la entidad, además de cinco puntos para el Banco Popular. Otro actor importante en la transacción fue Aliseda, el portal inmobiliario del Banco Popular, que se cerró a lo largo del 2018.

Esta operación hace parte de la estrategia del Banco Santander de dar por cerrada la compra del banco y así sanear los resultados del Banco Popular, cuya caída se atribuye comúnmente en gran medida a su alto nivel de exposición en el sector inmobiliario. El proceso de selección al que fue sujeta la operación constaba de ofertas provenientes de tres compañías internacionales especialistas en la gestión de activos alternativos, y el elegido fue Blackstone entre otras razones por el nivel de inversión que ofrecía realizar directamente en el Banco Popular y por el plan estratégico trazado para la gestión de los activos, según explica la entidad, que se impuso sobre Lone Star y Apollo.

En cuanto a Blackstone, su plan de acuerdo a la recuperación económica de España se ha ido desarrollando desde hace unos cinco años, y lo ha ejecutado de manera intensa, sumando

alrededor de la gestión de 100.000 activos inmobiliarios en ese país. Su estrategia planteada en esta transacción fue propia de su ‘core business’: invertir a precios significativamente rebajados que le permitan rentabilizar el desembolso. Y es una operación “win - win”, pues Blackstone invierte en activos que sabe gestionar y rentabilizar y el banco sale de un grupo de activos que no sabe gestionar ni rentabilizar.

4.4. Tercer Objetivo Específico: Generación de recomendaciones estructuradas (tipo de gestor) para el sector financiero y el empresarial en base a análisis de casos de estudio colombianos vs. casos de estudio extranjeros.

Una vez expuestos los casos de estudio en el segundo objetivo específico, tanto colombianos como extranjeros, se entrará en detalle en cuanto a datos de insolvencia empresarial en Colombia: principalmente información de cartera vencida y del volumen de casos de empresas que han estado llegando a la Superintendencia de Sociedades en los últimos años aplicando para ser acogidos al régimen especial de insolvencia. Esto, con el objetivo de generar recomendaciones estructuradas a los sectores principales involucrados (financiero y empresarial) en cuanto a la gestión de empresas en distress.

Gráfica 1

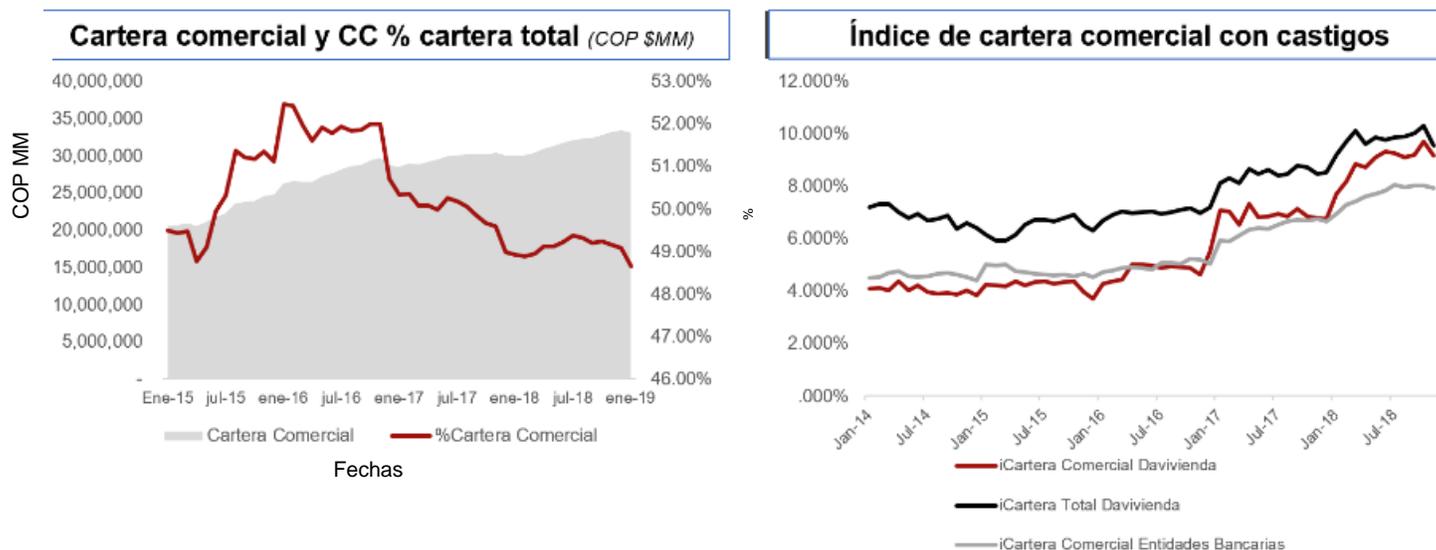


Como lo demuestra la Gráfica 1, el volumen de empresas en Colombia que se han ido acogiendo al régimen de insolvencia empresarial y concretamente al proceso de reorganización empresarial (excluidos los casos de liquidación judicial), regulado por la Ley 1116 de 2006, ha tenido una evolución creciente (presentando solamente un decrecimiento, entre los años 2011 y 2012). En los años más recientes, entre el 2017 y 2018, se presentó un incremento de empresas admitidas en proceso de reorganización empresarial de Ley 1116 del 32.5%, pasando de 399 a 529 empresas. Y lo que es aún más preocupante, es que estos números son sólo las empresas que han sido efectivamente admitidas en el régimen; no incluye el considerable volumen de empresas que se encuentran actualmente aplicando al régimen. El tiempo del proceso, desde el momento en que la empresa contacta por primera vez a la Superintendencia de Sociedades por cuestión de su complicada situación hasta que es efectivamente admitida en el régimen, puede estar variando entre doce y veinticuatro meses. Es así como la capacidad operativa y procesal de la

Superintendencia de Sociedades se ha visto agotada desde hace tres o cuatro años, pues le llegan muchos más casos de empresas que lo que es realmente capaz de manejar y tramitar.

El 20 de junio del presente año, se llevó a cabo un evento en el Club El Nogal con participación de la Superintendencia de Sociedades, y la Superintendente Delegada de Insolvencia, Susana Hidvegi, enfatizó en la creciente preocupación por parte de esta rama contralora en cuanto a la actualidad del régimen de insolvencia. Habló sobre el volumen de casos de aplicación y su alza exponencial, insistiendo que la Superintendencia no tiene la capacidad para analizar y tramitar todos los procesos que se están creando, y por ende los extensos periodos de espera a los que estas empresas se ven sujetas. También concluyó que los dirigentes de empresas deben hacer frente a las situaciones de sus compañías utilizando los mecanismos que el Estado ofrece, pero teniendo en cuenta el déficit operacional y procesal que hoy en día es una realidad.

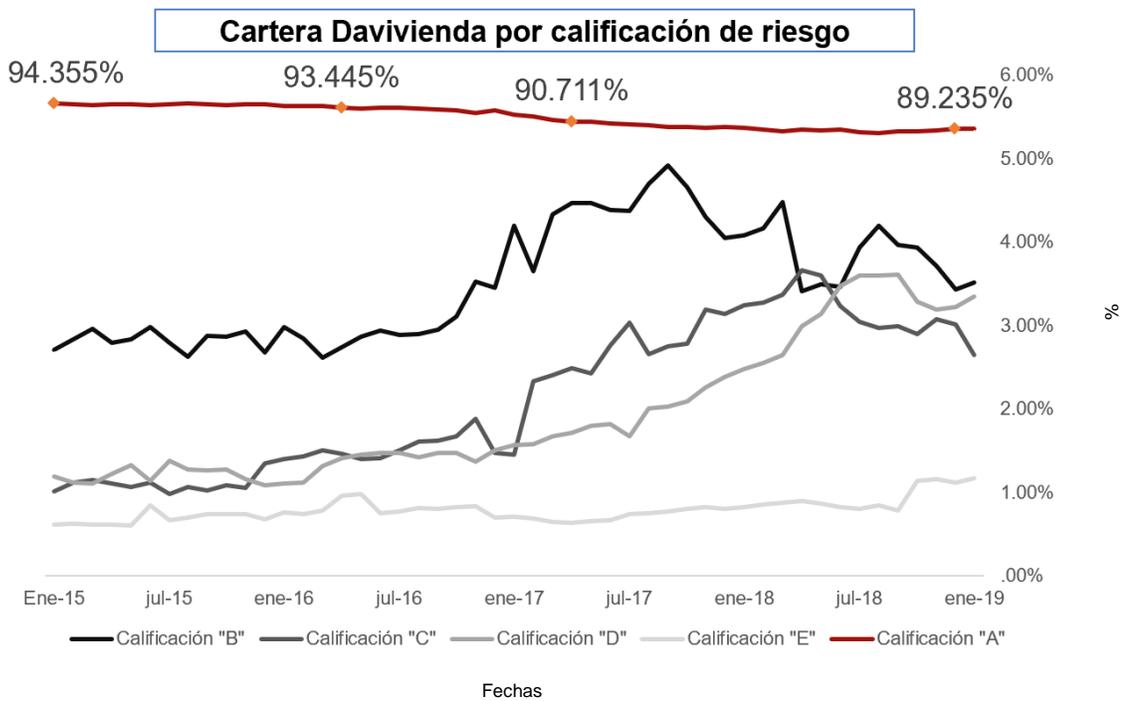
Gráfica 2



La Gráfica 2 evidencia, en *Cartera Comercial y CC% sobre Cartera Total* (izquierda), la desaceleración en la dinámica de cartera comercial en cuanto a su proporción de la cartera total, lo que tiene una relación importante con la Gráfica 1 expuesta anteriormente: el volumen de empresas que fallan y buscan acogerse al régimen de insolvencia ha crecido, lo que se traduce en menos créditos comerciales de origen bancario a estas empresas dado el estado de insolvencia (lo que le genera dificultades a la empresa para obtener nuevo financiamiento). Mientras en enero de 2016 la cartera comercial representaba cerca del 52.5% de la cartera total, tres años más tarde (enero de 2019) ha bajado aproximadamente 4 puntos porcentuales. Asimismo, en *Índice de Cartera Comercial con Castigos* (derecha), se evidencia el incremento porcentual de cartera castigada, haciendo referencia puntual y específica en Davivienda y su comportamiento similar al del resto de entidades bancarias. Es así como en apenas cuatro años, la proporción de cartera castigada frente a la cartera total de entidades bancarias ha estado cerca de duplicarse.

Esto lo que explica es la dinámica en la que han estado las entidades bancarias en los últimos cuatro a cinco años, aumentando provisiones y castigos sobre los créditos comerciales otorgados. Adicionalmente, han salido a la luz pública casos caóticos para el sector financiero como Reficar, Ruta del Sol I y II, Electricaribe, entre otros, y hay una preocupación latente en los sectores de construcción e infraestructura por el hecho de que las instituciones financieras colombianas que han sido las impulsadoras de proyectos de desarrollo e infraestructura, se encuentran hoy en día sumergidos en carteras vencidas de todos los tamaños (desde pymes que no son capaces de pagar, hasta gigantes como Electricaribe y los mencionados anteriormente) sin un horizonte claro de mejora.

Gráfica 3



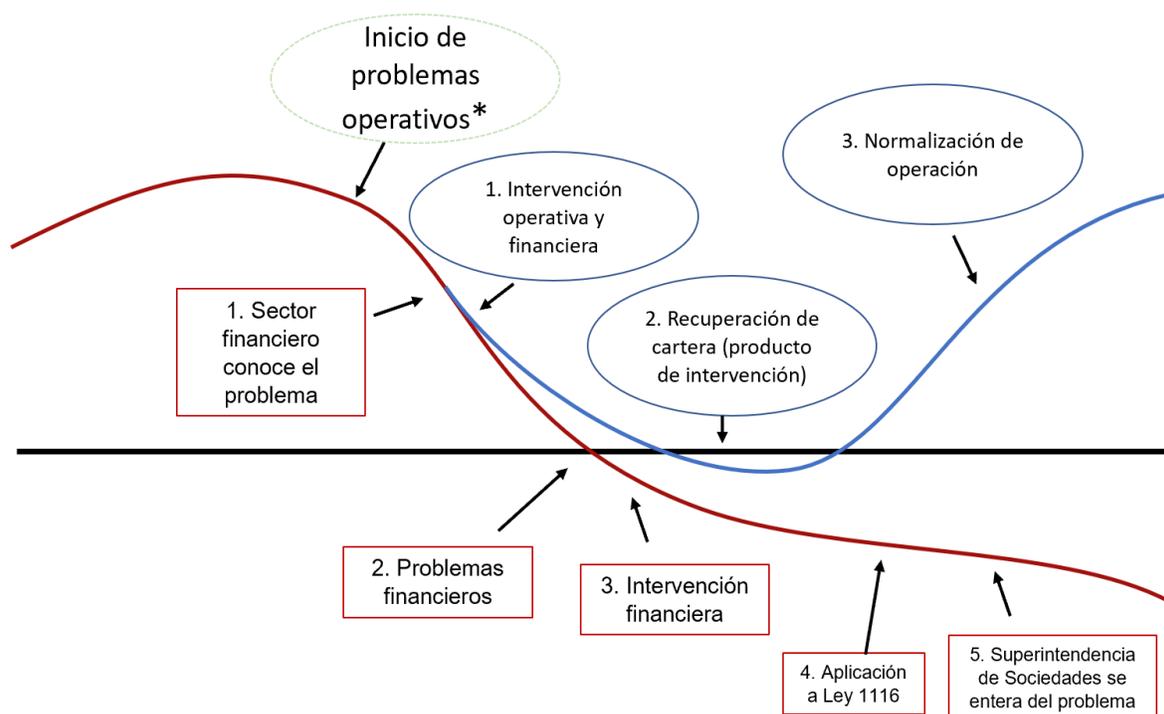
Una vez más, haciendo énfasis en Davivienda, la Gráfica 3 muestra la evolución de la calificación de riesgo otorgada a sus deudores comerciales. Mientras a principios de 2015 contaba con una calificación “A” del 94.35%, cuatro años más tarde se redujo aproximadamente 5 puntos porcentuales. Esta reducción se traduce claramente en un incremento de las otras calificaciones, particularmente de “C” y “D” en los últimos dos años. Esta situación es de gran complejidad para los bancos (la Gráfica 2 contiene información de Davivienda, pero es lo que ha estado pasando en términos generales con el sector bancario), pues no sólo están recuperando por debajo de lo esperado, también están viéndose obligados a lidiar con situaciones a las que no están acostumbrados y que no son parte de su ‘core business’, no es parte de su negocio principal el lidiar con clientes morosos sin un horizonte claro de recupero. Y es que una cifra escalofriante, externa a las gráficas presentadas anteriormente, es el crecimiento que han tenido los NPL’s (non – productive loans) comerciales: en poco más de tres años (entre enero de 2016 y marzo de 2019), han crecido un 130%, situándose en aproximadamente USD 3.700 MM, lo que a marzo del presente año representaba el 4.2% del total de cartera bruta comercial.

Evidentemente, las entidades bancarias están sintiendo como la proporción de sus deudores morosos y con graves incapacidades de pago aumentan. No están acostumbrados a manejar este tipo de situaciones, razón por la cual seguir provisionando y castigando los créditos y afectando las calificaciones crediticias de las empresas están convirtiéndose en respuestas insuficientes. Ahora bien, los bancos por supuesto que han lidiado con situaciones de impago y clientes morosos; pero, como evidencian las evoluciones de cartera expuestas, las empresas se están acogiendo exponencialmente al régimen de insolvencia y eso se traduce directamente en provisiones y castigos de los bancos a los créditos otorgados a dichas empresas. Y es ahí dónde se considera que

puede haber una oportunidad y dónde cabe incluir de fondo a la empresa (sector empresarial), tanto para los bancos como para agentes externos que se muevan en el sector financiero.

En el Diagrama 1 a seguir, se expone una ilustración de lo que es en términos generales un proceso común de una empresa, desde el momento en que se detectan los primeros problemas operativos (“Inicio de problemas operativos*”) hasta el momento en que la Superintendencia de Sociedades conoce el caso (5. “Superintendencia de Sociedades se entera del problema”, parte del camino en cuadros rojos). El diagrama no incluye unidad de medida del tiempo porque, aunque hay tiempos promedio que manejan en la Superintendencia (creciente), estos varían en un rango muy amplio, por lo que se hizo énfasis en los pasos del proceso en sí. El camino de la parte inferior en cuadros rojos (en adelante “el camino rojo”) representa lo que es un proceso común de una empresa insolvente; y en óvalos horizontales azules (en adelante “el camino azul”), el proceso propuesto a cumplir por parte de un gestor profesional externo al banco y a la empresa y que esté especializado en distress.

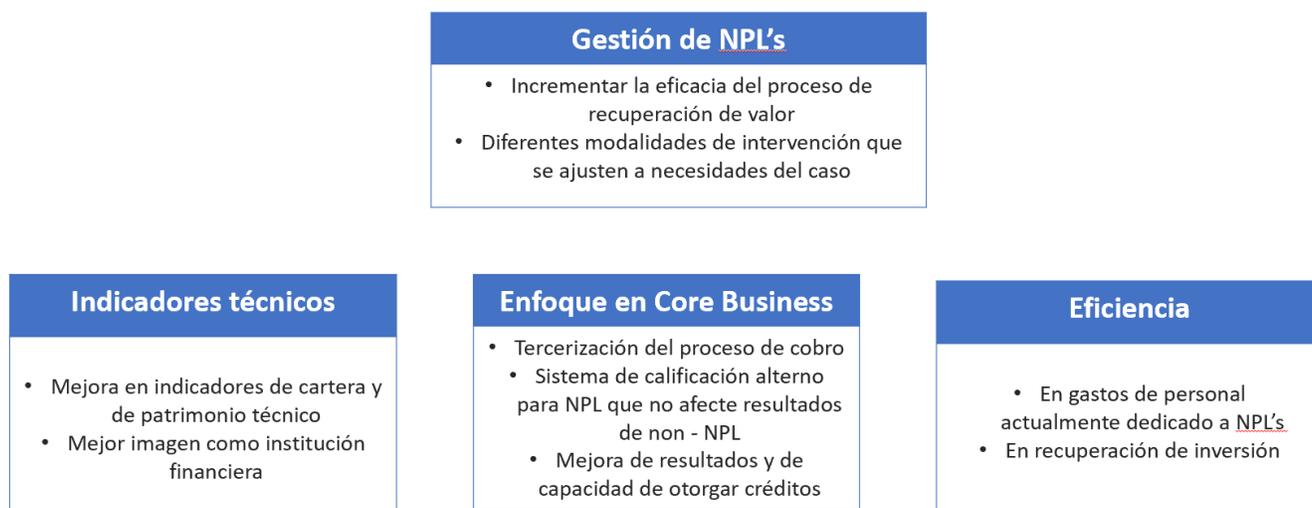
Diagrama 1



Como evidencia el Diagrama 1, el camino rojo es ineficiente porque se espera hasta que la empresa ya está considerablemente afectada para aplicar a Ley 1116 y para que la Superintendencia de Sociedades se entere del problema. El camino azul, por supuesto, no es viable para todas las empresas, pues la extremidad de algunos casos conlleva a que la solución más razonable sea una liquidación judicial. Pero sí es el caso de la mayoría de empresas que se acogen al régimen de insolvencia, como lo muestran los datos del diario La República: hasta abril de 2018, se habían acogido cerca de 3.600 empresas al régimen de insolvencia, de las cuales 1.551 resultaron en proceso de liquidación judicial (el 43%), y 2.078 fueron admitidas para iniciar proceso de reorganización empresarial (el 57%). Proporcionalmente, son más las empresas que se acogen al proceso de reorganización empresarial que al de liquidación judicial, punto que hace más atractiva aún la propuesta de gestión de empresas en distress.

A grandes rasgos, la propuesta de gestión consiste en la creación de un vehículo ad – hoc que actúe como gestor del portafolio de NPL’s de los bancos (lo ideal sería iniciar con uno como prueba piloto y desarrollar el producto para distribuirlo entre las entidades bancarias). Este gestor tendría como objetivo principal la administración de cuentas complicadas de los bancos por medio de una transferencia de títulos, en la cual el banco cedería su posición acreedora de determinada empresa a un vehículo ad – hoc (podría ser un patrimonio autónomo por cuestión de simplicidad), encabezada por un agente gestor de portafolio ‘alternativo’. Este gestor tendría como objetivo evaluar cada caso para identificar de qué manera intervenir la empresa de manera que se genere valor lo más pronto posible. El valor generado en la empresa por cuenta de maniobras del gestor, ya sea mediante la ejecución de un proceso de turnaround, una inyección de capital, deuda o un crédito mezzanine (por parte de un fondo o de un particular), realizando ventas de activos representativos, consiguiendo un socio estratégico que adquiriera la mayoría controladora de la compañía, u otra manera que logre llevar a cabo el gestor, se traducirá en valor para el banco, puesto que su posición de acreedor se valoriza de nuevo, sujeto al nuevo valor de empresa. Y es ese el aspecto principal de la propuesta, pues genera valor para las partes involucradas y contribuye a la recuperación del sector financiero; lo que se traduce a largo plazo en estabilidad económica, en capacidad de desarrollo de infraestructura y todo lo que deriva a partir de ahí. A continuación, una ilustración de los aspectos positivos que le proporcionaría este tipo de gestor profesional de distress a las entidades bancarias.

Diagrama 2



El objetivo central de la figura propuesta, como se expone en el Diagrama 2, es la gestión efectiva de los NPL's de los bancos, tomando como base la recuperación de valor obtenida por medio de las diferentes modalidades estratégicas aplicadas a cada caso de NPL: Estructura de cuenta de cobro judicial, turnaround o reestructura, acogimiento al régimen de insolvencia (Ley 1116), o liquidación judicial. A partir de la definición de la estructura, se le otorgaría una calificación a cada cuenta (cada empresa, y aparte de la que le otorga el banco) enfocada en una valoración de empresa y del título, y posterior a su análisis, se definiría y ejecutaría un plan de acción especializado para cada NPL y su correspondiente sistema de control y seguimiento. En el Diagrama 3, a continuación, se expone este proceso a mayor detalle.

Diagrama 3



Es importante destacar que en el paso 2 de clasificación, se realizaría en primera instancia una generalización en cuanto a la estrategia a seguir (cuenta de cobro legal / judicial, reestructura o turnaround, ley 1116 o liquidación), por razones estructurales. Pero a partir de ahí, cada caso sería manejado independientemente y en función de lo que requiera el caso, teniendo en cuenta el estado operacional de la empresa, su posición en el mercado, su relación con los clientes, el potencial de comercialización de la misma empresa (o de alguno de sus generadores de valor como la marca, la operación ciertos activos, etc.), la situación coyuntural, por nombrar algunos de los aspectos principales.

También es relevante aclarar el paso 4 del plan de acción, pues resume en pocas líneas el mayor atractivo que tendría este proceso desde el punto de vista empresarial. La estructura propuesta está diseñada principalmente para que los bancos mejoren la eficiencia de sus NPL's, y

son las entidades bancarias las beneficiadas directas. Pero para lograr esto, se requiere generar valor en la empresa a partir de la estrategia definida a seguir. Lo cierto es que, entre el banco y la empresa, ambos necesitan la generación de valor en la empresa para verse beneficiados, y esa sería la labor de la figura gestora propuesta. Es un tipo de *bad bank*, como el mencionado en el marco teórico, pero externo al banco y evolucionado a un gestor con características de banca de inversión, pues como se expone en el paso 4, lo ideal para los procesos que no sean clasificables como liquidación judicial es valorizar los activos, o las empresas, para posteriormente someterlas a un proceso de M&A y venderlas a un precio considerablemente más alto del que se tenía como referencia en el momento en que se transfirió el NPL al gestor profesional.

Evidentemente, la figura propuesta tiene un componente de inversión alto, pues es el fin último del plan de acción estructurado para cada caso: a partir del valor generado, identificar y negociar con prospectos potenciales compradores de la compañía (normalmente sería la compra de una parte controladora del equity). La remuneración de la gestora tendría dos componentes básicos: uno fijo (o semi – fijo), representado por un porcentaje anual sobre el valor del portafolio total administrado (se propondría un 2.0%); y uno variable causado por cada proceso en función de diferentes parámetros como: valor de empresa, caja, rentabilidades o acceso a crédito, definido en el plan de acción de cada caso en conjunto con el banco. El análisis de cada caso se desarrollaría a lo largo de tres etapas: diagnóstico, en el cual se determinaría la situación de la compañía, los objetivos de mejora (megas, KPI's, indicadores en general), y básicamente las condiciones en las que la compañía puede ser viable. En esta primera etapa, la intensidad de contacto entre la gestora y la empresa (e incluso alguien del banco para que supervise y se cerciore de lo que se va a hacer) a valorizar debe ser alta con el fin de desarrollar el diagnóstico lo más eficientemente posible y poder poner en marcha el plan de acción. En segundo lugar, la implementación, en la cual se

empezaría a ejecutar el plan de acción basado en los resultados del diagnóstico. En esta etapa también se sugeriría una intensidad alta de contacto entre la gestora y la empresa, pues aunque ya estaría definido qué hacer, es importante que la gestora tome el rol de ejecutor en el proceso (sino podría quedarse en una consultoría sin fondo real). Y por último, la etapa de control y seguimiento. Para esta última etapa se sugeriría una intensidad de contacto media – alta entre la gestora y la empresa, pues la estrategia implementada ya está en marcha, pero sería recomendable que la gestora se encargase del proyecto en general de principio a fin. En el Diagrama 4 a seguir, se exponen las capacidades que tienen los bancos en términos generales hoy en día en Colombia para la administración de NPL's, frente a las que tendría la figura gestora propuesta.

Diagrama 4

Administración actual de Cartera Vencida vs. Propuesta		
Capacidades	Administración bancaria actual	Propuesta – agente administrador
Administración	✓	✓
Valoración	✓	✓
Reestructuración		✓
Gestión		✓
Capitalización		✓
M&A		✓
Área jurídica	✓	✓
Liquidación	✓	✓
Contabilidad	✓	✓
Eficacia		✓

A grandes rasgos, es evidente que la figura gestora propuesta requeriría de un equipo robusto, complejo y diverso, y así tendría que ser. Inicialmente, se propondría una prueba piloto con un banco en particular y con ciertos de sus NPL's para empezar e ir perfeccionando el proceso aprendiendo de dicha prueba. Con el tiempo y con la experiencia, se buscaría sistematizar la labor de la gestora propuesta para distribuir el producto en el sector financiero (bancario, concretamente), para rentabilizar y optimizar el proceso lo máximo posible. Se considera que es una manera de modernizar la banca tradicional que le permite a las entidades enfocarse en su *core business* y crear valor para las partes involucradas.

5. Conclusiones y Recomendaciones

Las conclusiones más relevantes del presente trabajo de grado se encuentran en el desarrollo del tercer objetivo específico, pues, tras la definición del tema en el primer objetivo específico y el análisis de los casos de estudio colombianos y extranjeros en el segundo objetivo específico, se llegó a un producto final que ataca la problemática principal. Se identifican, también en ese objetivo específico, las oportunidades de negocio que se pueden generar y desarrollar a partir de una situación de distress de una compañía; para el banco que le otorgó créditos y no está efectuando un recupero como el pactado con la empresa (o ningún recupero), para la empresa que se encuentra insolvente y sin una estructura de operación que le permita obtener un nivel de ingresos suficiente para cubrir sus obligaciones ni su crecimiento y desarrollo empresarial, y para terceros que se puedan involucrar; tanto la gestora profesional propuesta, que puede hacer de su *core business* la gestión de cartera vencida de los bancos, como para futuros potenciales inversionistas que puedan estar interesados en la adquisición de parte de la empresa, una vez la operación de ésta se encuentre normalizada y cuyo valor de empresa esté varias veces por encima del que tenía cuando fue transferida a la gestora como un NPL; todo esto producto de las labores de la gestora profesional.

Es importante que la banca tradicional de este país se modernice. Así como han hecho un buen trabajo unos de los bancos más grandes (Davivienda y Bancolombia principalmente) en cuanto a la banca digital, que es parte esencial de la modernización, se recomienda que estén abiertos a este tipo de alternativas, principalmente porque parte de una problemática creciente que se traduce hoy en día en el deterioro de sus resultados y de desempeño como entidad bancaria. Como se ha mencionado anteriormente, la gestora propuesta genera valor para el acreedor, para el deudor y para terceros que se puedan vincular en el proceso de recuperación y en el de venta posterior.

6. Bibliografía

Brenna, G. (2009). Understanding The Bad Bank. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/understanding-the-bad-bank>.

ElEconomista.es. (2018, October 10). BBVA cierra el traspaso del 80% de su negocio inmobiliario a Cerberus. Retrieved from <https://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/9443480/10/18/BBVA-traspasa-su-negocio-inmobiliario-a-Cerberus.html>.

European Central Bank. (n.d.). ¿Qué son los préstamos dudosos (NPL)? Retrieved from <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.es.html>

Evolución cartera de créditos. (n.d.). Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/evolucion-cartera-de-creditos-60950>.

Fresno, B. G. del. (2018, October 11). BBVA cierra la venta de su negocio inmobiliario en España a Cerberus. Retrieved from <https://www.bbva.com/es/bbva-cierra-la-venta-de-su-negocio-inmobiliario-en-espana-a-cerberus/>

Moyer, S. G. (2005). *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investors*. Boca Raton, FL: J. Ross.

Owsley, H. F., & Kaufman, P. S. (2015). *Distressed Investment Banking to the Abyss and Back*. Washington, D.C.: Beard Books

S.A.S., E. L. R. (n.d.). La Ley 1116 ha acogido a más de 3.600 firmas con problemas financieros.

Retrieved from <https://www.larepublica.co/especiales/proteccion-patrimonial/cual-es-el-balance-de-la-ley-de-insolvencia-en-colombia-2719926>.

Superintendencia de Sociedades de la República de Colombia. (n.d.). Retrieved from

https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_insolvencia/Paginas/Funciones.aspx.

Viaa, D., & Mmmh. (2017, August 8). Banco Santander y Blackstone cierran la mayor operaci.

Retrieved from

<https://www.elmundo.es/economia/empresas/2017/08/08/5989e085e5fdea0f798b457d.ht>

ml