



EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS EN EL MERCADO DE VALORES  
COLOMBIANO POR BTG PACTUAL S. A. – SUCURSAL ISLAS CAIMÁN

ANDRÉS MATEO MARTÍNEZ GAVIRIA

NATALIA ANDREA MARTÍNEZ GAVIRIA

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA  
MEDELLÍN  
2020

EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS EN EL MERCADO DE VALORES  
COLOMBIANO POR BTG PACTUAL S. A. – SUCURSAL ISLAS CAIMÁN

Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de  
Magíster Administración Financiera

Andrés Mateo Martínez Gaviria<sup>1</sup>

Natalia Andrea Martínez Gaviria<sup>2</sup>

Asesora: Diana Constanza Restrepo Ochoa, Ph. D.

Universidad EAFIT  
Escuela de Administración  
Maestría en Administración Financiera  
Medellín  
2020

---

<sup>1</sup> ammartineg@eafit.edu.co

<sup>2</sup> namartineg@eafit.edu.co

## Contenido

### Parte I. Emisión de bonos de Banco BTG Pactual S. A. – Caso

1. Historia .....	9
2. Banco BTG Pactual Colombia .....	10
2.1 Posibilidades de financiación en Colombia .....	11
2.1.1 Acciones e instrumentos de deuda .....	11
2.1.2 Decisión de financiación .....	14
3. Decisiones de estructuración de una emisión de bonos.....	18
3.1 Emisor .....	18
3.1.1 Riesgo cambiario de la emisión de bonos .....	19
3.1.2 Calificación de la emisión de bonos de BTG Pactual .....	20
3.2 Monto.....	20
3.3 Tipo de cupón.....	20
3.3.1 Tasa fija.....	21
3.3.2 Tasa variable .....	21
3.4 Madurez y periodicidad .....	22
4. Presentación de los instrumentos de deuda .....	23
5. Anexos .....	24
5.1. Anexo A. Perspectivas económicas de Brasil y Colombia (2015-2021).....	24
5.2 Anexo B. Diferencias entre el mercado principal y el segundo mercado en Colombia .....	26
5.3. Anexo C. Datos del mercado de deuda privada en Colombia (2016-2018) .....	27
5.4 Anexo D. Detalle de los pasivos financieros de Banco BTG Pactual .....	28
5.5. Anexo E. Información financiera de BTG Pactual S. A. ....	29
5.6. Anexo F. Flujo operativo del pago de la emisión .....	31

### Parte II. Emisión de bonos de Banco BTG Pactual S. A. – Notas didácticas

6. Sinopsis del caso.....	33
7. Uso del caso.....	35
8. Objetivos del estudio del caso .....	35
8.1 Objetivo principal .....	35
8.2 Objetivos específicos .....	35
9. Plan de enseñanza.....	35
10. Cronograma sugerido .....	35
10.1 Contextualización .....	36

10.1.1 Hitos .....	36
10.1.2 Desafíos legales y regulatorios .....	36
10.1.3 Resultado de la emisión .....	37
10.2 Lecturas adicionales recomendadas .....	37
10.3 Preguntas de discusión.....	38
10.4 Presentación del caso .....	38
10.4.1 Preguntas de discusión del caso .....	39
11. Referencias .....	433

## Índice de tablas

Tabla 1. Opciones de financiación .....	12
Tabla 2. Banco BTG Pactual. Emisiones globales de bonos.....	14
Tabla 3. Banco BTG Pactual. Características de las series de bonos .....	21
Tabla 4. Banco BTG Pactual. Emisiones de bonos posteriores a la primera .....	40
Tabla 5. Emisiones de bonos ordinarios y papeles comerciales realizados en Colombia en 2019 .....	41

## Glosario

Certificado de depósito a término, CDT. “Título que te genera rentabilidad durante un plazo pactado previamente con una entidad bancaria. Se puede entender como una forma de darle rendimiento a tus ahorros y de asegurar una inversión a largo plazo”.

Fuente: Banco de Bogotá (s. f.). *CDT Tradicional* [en línea]. Disponible en <https://www.bancodebogota.com/wps/portal/banco-de-bogota/bogota/productos/para-ti/cdt-e-inversion/cdt-tradicional#:~:text=Un%20CDT%20es%20un%20Certificado,una%20inversi%C3%B3n%20a%20largo%20plazo.>

Depósito a término fijo, DTF. Tasa de referencia medida como la tasa promedio ponderado por monto de las captaciones por certificados de depósito a término (CDT) a 90 días para los bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial.

Fuente: Colombia, Banrepcultural (s. f.), *Depósitos a término fijo* [en línea]. Disponible en [https://enciclopedia.banrepcultural.org/index.php/Dep%C3%B3sitos\\_a\\_t%C3%A9rmino\\_fijo](https://enciclopedia.banrepcultural.org/index.php/Dep%C3%B3sitos_a_t%C3%A9rmino_fijo)

Indicador bancario de referencia, IBR. Tasa de interés de referencia de corto plazo, denominada en pesos colombianos (COP), que refleja el precio al que los bancos están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario.

Fuente: Colombia, Banco de la República (s. f.). *Indicador bancario de referencia (IBR)* [en línea]. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/indicador-bancario-referencia-ibr>

Índice de precios al consumidor, IPC. Medida del cambio (variación) en el precio de bienes y servicios representativos del consumo de los hogares del país, conocida como “canasta”.

Fuente: Colombia, Banco de la República (s. f.). *Índice de precios al consumidor, IPC* [en línea]. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/indice-precios-consumidor-ipc>

TES UVR. Los TES corresponden a títulos de deuda pública expedidos por el Gobierno nacional de Colombia y administrados por el Banco de la República. Pueden ser emitidos a tasa fija en pesos, dólares o UVR. La unidad de valor real (UVR) es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda con base en la variación del IPC.

Fuente: Colombia, Banco de la República (s. f.). *TES* [en línea]. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>

## Resumen

A finales de 2018, el departamento legal de Banco BTG Pactual S. A., el mayor banco latinoamericano de inversiones, se preparaba para presentar ante la Superintendencia Financiera de Colombia la estructuración de una emisión de títulos en el mercado de valores colombiano junto con un análisis de sus requerimientos legales.

El banco había tenido presencia en Colombia desde 2012 a través de sus licencias como comisionista y fiduciaria, y para 2018, después de seis exitosos años de continuo crecimiento y expansión, decidió ampliar sus líneas de negocio: además de las ya establecidas en inversiones de capital y administración de activos, quería incursionar en el mercado de crédito corporativo. La compañía había tenido siempre la visión de alcanzar profundidad en aquellos mercados que consideraba estratégicos, y para moverse en esta dirección se requerían cambios importantes en su estructura de negocio en Colombia; estos serían establecidos como parte de un plan estratégico.

La incursión en el mercado de crédito corporativo requería modificar la estructura de negocio de la compañía en el país, pues su operación como comisionista de bolsa y entidad fiduciaria no le permitía otorgar créditos. Así las cosas, el banco no solo tendría que crear una nueva entidad, sino también capitalizarla, y el mercado de valores colombiano ofrecía opciones interesantes para ello.

Palabras claves: emisión de bonos, mercado principal, segundo mercado, mercado de deuda corporativa, decisiones de estructuración.

## Abstract

At the end of 2018, the legal department of Banco BTG Pactual SA, the largest Latin American investment bank, was preparing to present to Superintendencia Financiera de Colombia the structuring of an issue of securities in the Colombian stock market together with an analysis of its legal requirements.

The bank had had a presence in Colombia since 2012 through its commission agent and trustee licenses, and for 2018, after six successful years of continuous growth and expansion, decided to expand its business lines: in addition to those already established in capital investments and asset management, it wanted to enter the corporate credit market. The bank had always had the vision to reach depth in those markets considered strategic, and to move in this direction, important changes were required in its business structure in Colombia; these would be established as part of a strategic plan.

The foray into the corporate credit market required modifying the company's business structure in the country, since its operation as a stockbroker and fiduciary entity did not allow

it to grant loans. Thus, the bank would not only have to create a new entity, but also capitalize it, and the Colombian stock market offered interesting options for it.

Keywords: Bond issue, main market, second market, corporate debt market, structuring decisions.

## 1. Historia

Banco BTG Pactual S. A. era un banco de inversión brasileño que operaba en dos continentes: América del Sur y América del Norte y Europa, y contaba con una base de clientes internacionales que incluía empresas, inversionistas institucionales, fondos soberanos y personas de alto patrimonio. Entre los servicios financieros que ofrecía a sus clientes se encontraban banca de inversión, préstamos a empresas, gestión de activos, gestión de patrimonio e inversiones de capital, entre otros.

La compañía fue fundada en 1979 como Aplicap S. A. (Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários) en Río de Janeiro. Para 1983 su razón social pasó a ser Pactual S. A., una sociedad corredora de valores. En 1989 inició sus operaciones como banco –Banco Pactual S. A.– y entrada la década de los años noventa ya había emprendido actividades en el área de *Wealth Management*. Entre 2000 y 2002 comenzó su expansión regional en Brasil con la apertura de oficinas en Belo Horizonte y Recife mientras incursionaba en el negocio de *Asset Management*.

En 2006 Banco Pactual S. A fue adquirido por el banco suizo UBS, dando paso a la creación de UBS Pactual. Llegado el verano de 2008, André Esteves, anterior director general de la entidad, y un grupo de antiguos socios decidieron crear la compañía de inversión BTG (Banking and Trading Group), que adquirió en 2009 a UBS Pactual, tras la crisis financiera de 2008 que había representado un duro golpe para UBS. Con esta adquisición se dio paso a la creación del Banco BTG Pactual.

A partir de 2012, BTG Pactual inició su expansión en América Latina con la adquisición de las compañías corredoras de bolsa Celfin Capital en Chile y Bolsa y Renta en Colombia, así como la creación de un banco en Chile en diciembre de 2014 y la apertura de oficinas locales en Bogotá, Medellín, Ciudad de México y Buenos Aires, cada una centrada en servicios de asesoramiento, gestión de activos y gestión de patrimonio.

Para 2018, Banco BTG Pactual había establecido una exitosa plataforma global de gestión de activos junto con sólidas capacidades de inversión, además de contar con presencia internacional centrada en la distribución de una amplia variedad de productos financieros en América Latina y en la gestión de fondos de clientes globales en Ciudad de Nueva York y Londres. Adicionalmente, la plataforma estaba enfocada en ofrecer productos y servicios innovadores para satisfacer las demandas cambiantes de sus clientes y capturar oportunidades de desintermediación bancaria derivadas de los desarrollos tecnológicos en Brasil y la creciente madurez de los inversionistas de ese país.

## 2. Banco BTG Pactual Colombia

En mayo de 2013, la integración de la sociedad comisionista Bolsa y Renta con Banco BTG Pactual permitió la consolidación de BTG Pactual Colombia y fortaleció su presencia en el país y en la plataforma de negocios e inversiones ofrecidos a clientes locales e internacionales.

Bolsa y Renta, compañía colombiana, había iniciado sus operaciones en 1953 como una firma intermediadora en el comercio de acciones y bonos, y se afianzó como un participante relevante en el mercado de valores al ocupar los primeros lugares entre las firmas colombianas en términos de volumen de acciones negociadas y beneficios netos. Fue también uno de los miembros fundadores de la Bolsa de Medellín y un actor esencial en la creación de la Bolsa de Valores de Colombia. Esta trayectoria en el mercado colombiano llevó a Banco BTG Pactual a adquirir esta compañía.

La casa matriz de esta BTG Pactual Colombia era BTG Pactual Holding International S. A., con una participación del 94,50 %. Los principales ingresos en Colombia se derivaban de la oferta de diversos fondos de inversión colectiva para distintos perfiles de riesgo que incorporaban tanto activos tradicionales como alternativos. Adicionalmente, la compañía gestionaba una pluralidad de portafolios de terceros.

En 2014 se constituyó la compañía BTG Pactual Sociedad Fiduciaria S. A. como una plataforma de productos adicional de BTG Pactual en Colombia, con el objetivo de celebrar encargos fiduciarios para la realización de inversiones, la administración de bienes, la prestación de asesorías financieras y la celebración de contratos de administración de cartera, entre otras actividades. Así, BTG Pactual Colombia quedaba conformada por BTG Pactual S. A. Comisionista de Bolsa –anterior Bolsa y Renta– y BTG Pactual Sociedad Fiduciaria S. A., ambas sujetas al régimen de supervisión a cargo de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Al cierre de 2018, BTG Pactual S. A. Comisionista de Bolsa administraba 14 fondos de inversión colectiva cuyo valor patrimonial ascendía a COP 2,6 billones, y BTG Pactual Sociedad Fiduciaria S. A. gestionaba 67 fideicomisos con activos por valor de COP 795.000 millones.

Por otro lado, a finales de ese mismo año, BTG Pactual Colombia suscribió un acuerdo con la compañía Inverlink Estructuras Inmobiliarias para crear una gestora inmobiliaria independiente cuyo objetivo sería desarrollar e impulsar el negocio de gestión de activos inmobiliarios en Colombia. Dicho acuerdo incluía la integración de los fondos de rentas inmobiliarios gestionados por BTG Pactual S. A. Comisionista de Bolsa y BTG Pactual Sociedad Fiduciaria S. A. bajo un único fondo de inversión colectiva inmobiliario (FICI) llamado Tandem Rentas Inmobiliarias, cuya principal motivación estaba en lograr la escala suficiente para el desarrollo de un mercado secundario dinámico a través de la Bolsa de Valores de Colombia.

Sin embargo, BTG Pactual quería expandir sus horizontes mediante la incursión en el mercado de crédito corporativo en Colombia. Para ello consideraba la creación de una firma que permitiría posteriormente la formación de una entidad bancaria una vez la Superintendencia Financiera de Colombia le otorgara la licencia de funcionamiento. El objetivo del grupo era desarrollar un banco dedicado al segmento corporativo, sin interés alguno en las actividades de los segmentos *retail* o comercial. El tiempo que tomaría este proceso dependería de los organismos reguladores en Colombia y de la definición de si el banco colombiano estaría debajo del brasileño o haría parte del chileno.

Teniendo en cuenta que la creación de una entidad bancaria tomaría tiempo, BTG Pactual decidió aprovechar una figura existente en Colombia que permite que entidades no financieras también otorguen créditos. Así las cosas, podía incursionar en el mercado de crédito corporativo mediante la creación de un vehículo de inversión. Este vehículo, que comenzaría a operar en 2019, se establecería bajo el nombre de BTG Pactual Soluciones y Servicios y requeriría una inversión inicial de USD 28 millones. Ahora solo se necesitaba capitalizar la nueva entidad, y la emisión de títulos en el mercado de valores colombiano ofrecía oportunidades interesantes.

## 2.1 Posibilidades de financiación en Colombia

### 2.1.1 Acciones e instrumentos de deuda

Para alcanzar su objetivo, Banco BTG Pactual contaba con diferentes opciones de financiación, siendo las dos principales una emisión de acciones o una emisión de deuda en el mercado de valores colombiano. La decisión entre estos dos tipos de financiamiento dependía de las metas y la estructura de capital de la compañía. Por un lado, la alternativa de emisión de capital (acciones) le permitía fondearse sin necesidad de endeudarse, pero implicaba continuar cediendo las ventajas que tiene una empresa al ser privada aunque el riesgo fuera compartido con los accionistas. Por otro lado, la emisión de deuda le impedía compartir el riesgo del negocio con el acreedor, dado que existía la obligación de pagarla incluso en caso de obtener resultados negativos, sumado al hecho de que la ganancia para el inversionista se establecía previamente, puesto que la tasa y el plazo de devolución del capital y los intereses estaban definidos en las condiciones de la emisión.

La Tabla 1 muestra las características de las dos opciones de financiación.

Tabla 1. Opciones de financiación

Emisión de bonos	Emisión de acciones
Títulos de deuda.	Títulos de capital.
El tenedor del bono es acreedor de la sociedad.	El tenedor de una acción es propietario de la sociedad.
Puede ser emitido por cualquier sociedad mercantil.	Solo puede ser emitido por sociedades anónimas (S. A).
No ofrece ningún derecho a sus tenedores sobre las participaciones del emisor.	Ofrece derechos a sus tenedores sobre las participaciones del emisor (acciones ordinarias).
El rendimiento está fijado en las condiciones de la emisión (cupón).	El rendimiento varía según las utilidades/pérdidas de la compañía (dividendo y precio de la acción).
Su vida está dada por el vencimiento del bono.	Su vida es perpetua.

Fuente: elaboración de los autores.

La liquidez, esencial para el negocio del banco, era gestionada a través de un conjunto de políticas y procedimientos implementados con el objetivo de garantizar que tuviera acceso a suficientes recursos líquidos para cumplir con sus obligaciones tanto en circunstancias normales como bajo un fuerte estrés de mercado, donde se imponían restricciones a sus operaciones crediticias y se reducía su exposición a los activos y a la venta de instrumentos líquidos. Su principio más importante en la gestión de su liquidez era el mantenimiento en todo momento de una sólida posición de efectivo. El balance del banco estaba compuesto en gran parte de instrumentos financieros muy líquidos y fondos de una amplia gama de instrumentos no garantizados de fuentes diversificadas.

Históricamente, la estructura de capital de Banco BTG Pactual se había caracterizado por tener un nivel de deuda promedio del 84 % y un capital del 16 %. La deuda del banco estaba compuesta principalmente por depósitos y recursos captados en el mercado abierto, característica de las instituciones financieras; también incorporaba pasivos derivados de sus operaciones en el mercado de valores, instrumentos de deuda emitidos y obligaciones financieras que incluían un componente importante de deudas subordinadas –v. el Anexo D.

### *Cultura asociativa del banco<sup>3</sup> y emisiones históricas de acciones*

La cultura de BTG Pactual se basaba en un modelo de asociación y una estructura de gestión horizontal que enfatizaba el valor del capital intelectual, el emprendimiento y la meritocracia heredados de los valores originales de Banco Pactual. Dicha cultura asociativa alineaba los intereses de los accionistas y los profesionales de BTG Pactual, puesto que la compañía era conducida como un equipo de alto rendimiento más que como una organización jerárquica convencional y su sistema de gestión de desempeño e incentivos garantizaba que funcionara como una meritocracia. Los principales ejecutivos de la compañía eran socios y sus respectivas participaciones representaban ingresos significativos en sus patrimonios

---

3. Para mayor información sobre la cultura asociativa de BTG Pactual, v. P. Healy (2013). BTG Pactual: Preserving a partnership culture. *Harvard Business School Case 113-094*, febrero.

personales; además se alentaba a los empleados a considerar los recursos de la compañía como propios.

La cultura asociativa generaba un sentido de propiedad tal que estimulaba análisis de riesgo rigurosos en las actividades de *trading* e inversiones: búsqueda de estrategias que enfatizaran un crecimiento a largo plazo consistente y rentable, sumada al compromiso, también a largo plazo, con los clientes y la reputación de la compañía. Por esta razón, dicha cultura constituía para sus socios una ventaja competitiva importante que guiaba su foco estratégico, las colaboraciones interpersonales y su gestión de desempeño. Basada en ella y en la idea de crear un ambiente de trabajo de estrecha colaboración, la compañía optaba por cultivar su propio talento, en especial en Brasil.

El accionista mayoritario de Banco BTG Pactual era BTG Pactual Holding Financiera Ltda., compañía que poseía el 86,81 % de las acciones comunes y el 49,60 % de las acciones preferenciales (BTG Pactual, s. f.-b). Solo el 8,67 % de las primeras y el 33,13 % de las segundas eran de libre circulación, como consecuencia principalmente de la salida al mercado público de valores de Brasil realizada en 2012.

En abril de ese mismo año, Banco BTG Pactual realizó su primera oferta pública de valores en la Bolsa de Valores de São Paulo, con la cual captó USD 1.946 millones – equivalentes a 3.230 millones de reales brasileños, BRL– a través de la emisión de *units*, instrumentos compuestos por acciones ordinarias y preferenciales del banco. Dicha oferta pública fue la mayor en Brasil desde 2009 y la primera realizada por una banca de inversión en el país. En la emisión participaron más de 7.000 inversores, con un total de 103.371.000 *units* colocadas, adquiridas principalmente por inversionistas extranjeros y fondos de inversión (BTG Pactual, s. f.-c). Cada *unit*, que presentaba un valor de BRL 31,25, estaba compuesta por dos acciones clase A sin derecho a voto y una acción común con derecho a él.

En esta emisión, mantener la cultura asociativa constituyó un desafío para Banco BTG Pactual, por lo cual fueron considerados los efectos potenciales que esta fuente de financiación generaba sobre aquella, ya que existía la posibilidad de que los socios desviarán su atención hacia fluctuaciones en el precio accionario a corto plazo en lugar de centrarse en mejorar el desempeño financiero a largo plazo de la compañía. Con el fin de proteger los intereses de los socios y su cultura, ninguno vendería acciones en esta emisión, y el banco mantendría la norma según la cual estos debían comprar y vender sus acciones a valor contable en lugar de a valor de mercado.

El 25 de noviembre de 2015, la junta directiva de Banco BTG Pactual aprobó un programa de recompra de *units* con el objetivo de demostrar la confianza de la compañía en su estructura de capital. Dicho programa se venía llevando a cabo desde entonces, permitiéndole recomprar una parte importante de la emisión original de *units* y cancelar las acciones comunes y preferenciales asociadas a ellas.

### *Emisiones históricas de instrumentos de deuda*

Banco BTG Pactual realizaba actividades de financiamiento accediendo a fondos de fuentes diversificadas en Brasil y el extranjero y emitiendo instrumentos de deuda y depósitos en diferentes mercados, monedas y vencimientos. Entre los más significativos se encontraban las siguientes:

- En septiembre de 2014 emitió USD 1,3 millardos en bonos subordinados perpetuos no acumulativos, con un cupón fijo de 8,75 % anual rescatable a partir de septiembre de 2019 o semestralmente. Estos títulos, que calificaban como capital complementario, fueron el objetivo de una oferta pública que concluyó el 6 de diciembre de 2017. El banco recompró USD 390 millones del monto total del capital de esta emisión.
- En diciembre de 2015 ingresó en el programa de Depósitos a Plazo con Garantía Especial (DPGE), que constituía un producto financiero de renta fija, sin vencimiento parcial o anticipado, con garantías extendidas en términos de valor. Bajo dicho programa realizó emisiones por aproximadamente BRL 1,7 billones.
- En diciembre de 2017 emitió USD 500 millones de bonos *senior* no acumulativos bajo su programa de bonos a mediano plazo, con un cupón fijo de 5,50 % anual y vencimiento en enero de 2023.

Adicionalmente, el banco había participado en diferentes emisiones en mercados globales a través de sus sucursales extranjeras (Islas Caimán y Luxemburgo), dentro de las que se encontraban vigentes, a finales de 2018, las que se muestran en la Tabla 2.

Tabla 2. Banco BTG Pactual. Emisiones globales de bonos

Sucursal emisora	Fecha de emisión	Vencimiento	Monto [USD]	Tasa cupón [%]
Islas Caimán	14/12/2017	31/01/2023	500.000.000	5,50
Islas Caimán	16/01/2013	16/01/2020	700.000.000	4,00
Islas Caimán	28/09/2012	28/09/2022	450.000.000	5,75
Luxemburgo	18/09/2014	Perpetuo	910.000.000	8,75

Fuente: elaboración de los autores.

### 2.1.2 Decisión de financiación

#### *Elección de los instrumentos de deuda*

Dada su inclinación por la financiación a través de instrumentos de deuda y su necesidad de obtener recursos en pesos colombianos, Banco BTG Pactual decidió realizar una emisión de bonos, para lo cual evaluó dos alternativas: una emisión de bonos globales en pesos colombianos en mercados internacionales, algo que el banco ya había efectuado con éxito en el pasado; o una emisión local de bonos en pesos colombianos.

Una vez analizadas, el banco optó por la segunda alternativa, apoyado en la convicción de que una emisión de bonos en el mercado local por un emisor extranjero ayudaría en el desarrollo y la profundización del mercado de valores colombiano y podría promover la

llegada de nuevos emisores y generar una oportunidad de diversificación en un mercado de renta fija dominado por instrumentos con calificación crediticia AAA –cerca del 95 % de los títulos negociados en bolsa–. Esta perspectiva estuvo acompañada del análisis de la relación costo/beneficio, en la cual el banco tomaría ventaja del apetito por nuevos emisores y la diversificación en el mercado colombiano para obtener menores costos de financiamiento.

Desde otra perspectiva, con la mayoría de las emisiones llevándose a cabo en el mercado principal, el banco veía una oportunidad a través de esta emisión para impulsar el segundo mercado. Para lograr una valoración positiva de los inversionistas profesionales –si decidía realizarla en este mercado– el banco cumpliría con todos los requisitos del mercado principal. Igualmente, esta emisión constituía la posibilidad de abrir nuevas líneas institucionales y relaciones para Banco BTG Pactual, pues con ella no tendría solo clientes o contrapartes sino también inversionistas, mediante la figura de tenedores de bonos.

No obstante, el banco no había definido el mercado objetivo para su emisión, puesto que la evolución del segundo mercado había sido limitada y no se observaba que hubiera cumplido con los propósitos para los que había sido creado, ya que no lograba un volumen de transacciones relevante y parecía no haber despertado el interés suficiente de los inversionistas profesionales. Optar por este mercado podría poner en riesgo su monto de colocación objetivo.

#### *Mercado de valores de Colombia*

En Colombia, el mercado de valores se dividía legalmente en mercado primario y mercado secundario. Toda negociación relacionada con una oferta pública inicial (OPI) o la adquisición de valores directamente al emisor era realizada en el primero. Estas emisiones podían realizarse a través de la Bolsa de Valores de Colombia o en el mercado extrabursátil (*over the counter*, OTC). Posterior a la emisión inicial, toda negociación de valores entre inversionistas se realizaba en el mercado secundario. A su vez, el mercado de valores se componía del mercado principal y el segundo mercado, según los requisitos de participación. El mercado principal permitía al público general adquirir o vender valores a través de intermediarios autorizados. El acceso al segundo mercado estaba limitado a inversionistas profesionales que debían poseer un patrimonio mínimo de diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) y dar cumplimiento a otros requisitos<sup>4</sup> relacionados con el volumen de transacciones.

---

4. Según los artículos 5.2.3.1.5, 7.2.1.1.2 y 7.2.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, estos requisitos son los siguientes:

- 1) Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 SMMLV, o
- 2) Haber realizado directa o indirectamente 15 o más operaciones de enajenación de adquisición durante un período de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a 35.000 SMMLV.

También tendrán la calidad de inversionistas profesionales, los siguientes:

Según el decreto 2555 de 2010 (Colombia, Presidencia de la República, 2010), en el mercado de valores de Colombia podían emitir valores las sociedades por acciones, la nación, las entidades territoriales, los Gobiernos y las entidades públicas extranjeras, los organismos multilaterales de crédito, las entidades extranjeras y sus sucursales, las sociedades de responsabilidad limitada, las entidades cooperativas, las entidades sin ánimo de lucro, las fiducias autónomas y las carteras colectivas. Los valores ubicados en el segundo mercado podían trasladarse al mercado principal con autorización de la Superintendencia Financiera. Con todo, los valores que hicieran parte del mercado principal no podían trasladarse al segundo mercado sin una oferta pública de adquisición (OPA).

#### *Descripción del mercado de renta fija en Colombia*

Los instrumentos financieros de renta fija eran emisiones de deuda realizadas por el Estado y las empresas dirigidas a los participantes del mercado de capitales. En 2018 se llevaron a cabo 51 emisiones de papeles comerciales y bonos ordinarios; de estas, 12 fueron a tasa fija, 10 indexadas al IBR y 29 indexadas al IPC.<sup>5</sup> Su plazo promedio fue de siete años, con montos desde COP 27.000 millones hasta 375.000 millones –v. el Anexo C.

Para 2018, las emisiones de bonos corporativos presentaron en términos de montos de colocación una caída del 12,4 % con respecto a 2017 (Portafolio, 2020). Sin embargo, para 2019 había un consenso general de los analistas por “apostarle” a la renta fija en mercados emergentes, dada la creciente volatilidad en los mercados internacionales y la disminución de la rentabilidad de activos como los bonos del Tesoro de Estados Unidos, cuya tasa era inferior al 3 %, incluso para los plazos más largos. Lo anterior se evidenció en la *Encuesta de Opinión Financiera* realizada por Fedesarrollo de abril de 2019 (Fedesarrollo, 2019), donde los administradores de portafolios incrementaron sus preferencias por deuda privada indexada al IBR, el IPC y los DTF, los TES UVR y los fondos de capital privado, y un deterioro en las preferencias por las acciones locales, los *commodities*, los TES de tasa fija, las acciones internacionales, la deuda privada de tasa fija y los bonos extranjeros.

#### *Segundo mercado de Colombia*

El segundo mercado de valores constituía una fuente alternativa de recursos para compañías de menor tamaño que no podían asumir los costos operativos de emitir bonos o acciones en el mercado principal. Dicho mercado se fundamentó inicialmente en la Resolución 400 de 1995 emitida por la Superintendencia de Valores –hoy Superintendencia Financiera de Colombia– (Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 1995), la cual fue

- 
- 1) Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores;
  - 2) Los organismos financieros extranjeros y multilaterales; y
  - 3) Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (Colombia, Presidencia de la República, 2010).

<sup>5</sup> Para la aclaración de las siglas, v. el Glosario al inicio del documento.

incorporada posteriormente en el Decreto 2555 de 2010 (Colombia, Presidencia de la República, 2010), que recogía las normas en materia de los sectores financiero y asegurador y del mercado de valores. En 2014, dado que el esquema de segundo mercado no había logrado alcanzar su objetivo en términos del acceso de nuevos emisores al mercado de valores, el Gobierno expidió el Decreto 1019 (Colombia, Presidencia de la República, 2014), con el fin de dar un impulso a la participación de nuevos emisores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales. Este decreto hizo más simple el proceso de emisión, reduciendo los costos y los tiempos asociados.

El segundo mercado se caracterizaba por presentar requerimientos más laxos y económicos para la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), la autorización de ofertas públicas y los prospectos de emisión –v. el Anexo B–. Los emisores de este mercado podían someter voluntariamente sus títulos a una calificación de riesgo por parte de una entidad autorizada para ello por la Superintendencia Financiera y, asimismo, su inscripción era voluntaria en una bolsa de valores o en un sistema de negociación.

Sin embargo, los esfuerzos por facilitar el acceso al mercado de capitales a pequeñas y medianas empresas seguían sin tener el impacto esperado en el segundo mercado, cuyo desarrollo y profundización se había visto limitado por una demanda con preferencia por activos con altas calificaciones de riesgo y oferentes potenciales con predilección por el crédito bancario tradicional como principal fuente de financiación corporativa.

### 3. Decisiones de estructuración de una emisión de bonos

#### 3.1 Emisor

Como entidad extranjera, Banco BTG Pactual tenía la posibilidad de emitir valores en el mercado colombiano, directamente o a través de una de sus sucursales (Luxemburgo o Islas Caimán). Según la legislación colombiana, un emisor extranjero podría realizar una oferta pública de valores en el mercado colombiano siempre y cuando diera cumplimiento principalmente a los siguientes requisitos:

- Designar en Colombia una entidad con domicilio en el país que actuase como administradora de la emisión.
- Los valores ofertados debían ser susceptibles de ser ofrecidos públicamente en el país donde se encontraba el domicilio principal del emisor.
- De manera previa a la realización de la oferta, la entidad extranjera debía tener inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas.

Al momento de evaluar quién sería el emisor de los bonos, tanto Banco BTG Pactual como sus sucursales cumplían con estos requisitos.

Banco BTG Pactual estaba sujeto a una regulación extensa y en evolución en jurisdicciones de todo el mundo. A través de sus subsidiarias en Estados Unidos estaba supeditado a una amplia regulación y supervisión según las leyes y regulaciones de dicho país. Asimismo, a través de BTG Pactual Europe LLP, estaba sujeto a otros requisitos reglamentarios en el Reino Unido. Adicionalmente, sus operaciones en Chile, Colombia, Perú, México y Luxemburgo debían dar cumplimiento a requisitos de capital regulatorio determinados por sus respectivas leyes y reguladores, consideradas individualmente.

La capacidad de pago de Banco BTG Pactual era muy fuerte en relación con otros emisores en Brasil gracias a su liderazgo como uno de los bancos de inversión de mayor tamaño en América Latina –medido por el tamaño de los activos que administra–, su recurso humano y amplia trayectoria, una posición de capital adecuada y una relativa diversificación de sus ingresos. Como parte de sus políticas, el banco realizaba la emisión de títulos en mercados extranjeros a través de sus sucursales extranjeras en Islas Caimán y Luxemburgo, dado que cualquier flujo financiero desde Brasil al exterior tenía una alta carga tributaria, si bien para efectos de la emisión de bonos no consideraba su sucursal de Luxemburgo como una opción, puesto que por decisión estratégica había optado por disminuir de forma significativa sus operaciones en Europa y fortalecer las desarrolladas en América Latina.

En ese orden de ideas, el emisor de los bonos sería Banco BTG Pactual S. A. a través de su sucursal en Islas Caimán. Dado que la emisión no estaba relacionada con las operaciones de las subsidiarias del banco en Colombia –BTG Pactual Comisionista de Bolsa

y BTG Pactual Sociedad Fiduciaria—, estas no habían sido consideradas como posibles emisores; no obstante, la primera actuaría como agente estructurador y agente líder colocador y la segunda sería el agente fiduciario de la emisión.

La sucursal de Islas Caimán fue registrada en 2011 ante la Autoridad Monetaria de Islas Caimán (Cayman Islands Monetary Authority, CIMA), principal regulador de los servicios financieros de este territorio británico, y aprobada por el Banco Central de Brasil el 31 de mayo del mismo año. Bajo la Ley de Bancos y Compañías Fiduciarias de Islas Caimán, esta sucursal tenía una licencia de Categoría B, por lo que se encontraba habilitada para realizar toda clase de negocios bancarios en cualquier parte del mundo excepto tomar depósitos o realizar inversiones sobre cualquier activo de las personas residentes allí.

Bajo las leyes de Brasil y de Islas Caimán, Banco BTG Pactual y su sucursal eran considerados como una única entidad. Por tanto, las obligaciones de la segunda eran consideradas como adquiridas directamente por el primero. La sucursal de Islas Caimán se encontraba domiciliada en una jurisdicción cuyo organismo de supervisión suscribió con la Superintendencia Financiera de Colombia un memorando de entendimiento para intercambio de información desde 2013; esto permitió que este territorio fuera excluido de la lista de paraísos fiscales emitida por el Gobierno colombiano y facilitó el desarrollo de operaciones entre ambos países.

### 3.1.1 Riesgo cambiario de la emisión de bonos

Partiendo de la naturaleza cambiaria del emisor designado por Banco BTG Pactual y la destinación de los recursos derivados de la emisión, estos deberían ser girados al exterior en dólares, por lo que debían cumplir con el régimen cambiario colombiano. El pago del capital y los intereses también debía ser canalizado a través del mercado cambiario de Colombia para realizarse en pesos colombianos. Ante esta situación, surgían dos riesgos —v. el Anexo F—: en primer lugar, la compra y venta de divisas en Brasil estaba sujeta a control gubernamental, dado que, en razón de los déficits en la balanza de pagos y la escasez en las reservas de moneda extranjera, el Gobierno brasileño había respondido restringiendo la capacidad de convertir la moneda brasileña en otras monedas. Esta situación podría disminuir las opciones del banco para realizar los pagos conforme a la estructuración de los bonos; si el Gobierno brasileño restringiera el pago de montos denominados en moneda extranjera — como los requeridos por la emisión de bonos— o exigiera que cualquiera de ellos se realizara en reales (BRL), la capacidad de girar fondos desde la matriz en Brasil a la sucursal en Islas Caimán podría verse comprometida. En segundo lugar, el emisor se enfrentaría a una exposición al tipo de cambio USD/COP, pues debía girar los recursos periódicamente para cubrir los pagos de intereses y de capital. Para mitigar este riesgo, Banco BTG Pactual tenía como política de cobertura que todas las operaciones realizadas en monedas diferentes al real brasileño o al dólar estadounidense debían ser cubiertas a través de instrumentos financieros derivados en conformidad con las condiciones de cada operación. Dicha estrategia de

cobertura debía ser establecida y pactada el mismo día de la operación, cubriendo todos los riesgos inherentes a ella.

### 3.1.2 Calificación de la emisión de bonos de BTG Pactual

En términos jurídicos, Banco BTG Pactual junto a sus sucursales extranjeras constituía una única entidad. Por tanto, para el proceso de emisión de bonos se entendía que la capacidad de pago de sus sucursales extranjeras y la de las emisiones de bonos que estas llevaran a cabo en Colombia se encontraban directamente ligadas a la de Banco BTG Pactual: las obligaciones del emisor serían obligaciones del banco.

La calificación de la emisión dependería del riesgo de los países en los cuales se ubicaba el emisor y de la sucursal donde se emitirían y pagarían los bonos. Asimismo, la emisión se vería influenciada por la posición de mercado del emisor, el gobierno corporativo, la solvencia, la rentabilidad, la calidad de los activos, la liquidez, la estructura de fondeo y la gestión de riesgos. Al momento de analizar sus opciones para la emisión, Banco BTG Pactual contaba con una calificación en escala global, en moneda extranjera, de BB-/Negativa/B, asignada por S&P Global Ratings (s. f.); la calificación de Brasil en escala global era BB-/Estable/B, mientras que la calificación soberana en escala global de Colombia era BBB-/Estable/A-3, lo que denotaba un entorno operativo en Brasil relativamente inferior al de Colombia.

Dependiendo de la calificación crediticia, el emisor podría ver comprometida su liquidez, posición competitiva, costos de endeudamiento y acceso a los mercados de capital, o desencadenar ciertas obligaciones, en virtud de disposiciones bilaterales, en algunos de sus contratos comerciales y de financiación con garantía. BTG Pactual Cayman, como emisor, contaba para ese momento con una calificación de AA- y BRC 2+ para sus obligaciones de largo y corto plazo, respectivamente.

### 3.2 Monto

Según las estimaciones de Banco BTG Pactual, la emisión de bonos se realizaría por un monto de hasta trescientos treinta mil millones de pesos (COP 330.000 millones).

### 3.3 Tipo de cupón

La emisión podría constar de hasta cinco (5) series de bonos con las características que se muestran en la Tabla 3.

Tabla 3. Banco BTG Pactual. Características de las series de bonos

Serie	Valor nominal	Inversión mínima	Denominación
Serie A	Valor nominal de cada bono = COP 10.000.000	Inversión mínima de un bono = COP 10.000.000	Pesos tasa fija
Serie B	Valor nominal de cada bono = COP 10.000.000	Inversión mínima de un bono = COP 10.000.000	Pesos tasa variable IPC + margen
Serie C	Valor nominal de cada bono = 10.000 UVR	Inversión mínima de un bono = 10.000 UVR	UVR tasa fija
Serie D	Valor nominal de cada bono = COP 10.000.000	Inversión mínima de un bono = COP 10.000.000	Pesos tasa variable DTF + margen
Serie E	Valor nominal de cada bono = COP 10.000.000	Inversión mínima de un bono = COP 10.000.000	Pesos tasa variable IBR + margen

Fuente: elaboración de los autores.

### 3.3.1 Tasa fija

Los bonos de las series A y C ofrecerían un rendimiento fijo. La emisión de primera se realizaría en pesos y la de la segunda en UVR. Para este último caso, la tasa fija determinada al momento de adjudicación se aplicaría al valor del capital en UVR durante el período de intereses por cancelar multiplicada por el valor de la UVR para el último día del período de interés.

El banco estimaba una tasa fija mínima de 6,9 % y una máxima de 7,6 %. La tasa final se definiría con el mecanismo de subasta holandesa.

### 3.3.2 Tasa variable

Los bonos de las series B, D y E ofrecerían un rendimiento variable y estarían indexados al IPC, los DTF y el IBR, respectivamente, más un margen por determinar por el banco.

Para la serie B se tomaría la variación del IPC certificado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) para los últimos doce (12) meses. Para el cálculo de la tasa de interés se emplearía la siguiente fórmula:

$$\text{Tasa de interés E. A. (\%)} = (1 + \text{IPC E. A. (\%)}) \times (1 + \text{margen E. A. (\%)}) - 1$$

Para la serie D se tomarían el DTF trimestre anticipado vigente en la semana en la cual se iniciase el período de causación de los intereses y se adicionarían los puntos nominales determinados por el banco. Esta tasa se consideraría como nominal anual pagadera trimestre anticipado y se le calcularía su equivalente según el período de liquidación de la serie.

Para la serie E se tomaría la tasa del IBR vigente de plazo a un mes nominal mes vencido (N. M. V.). A esta tasa se añadirá el margen N. M. V., y esta sumatoria constituiría la tasa nominal mes vencida, para la cual se calcularía su equivalente en términos vencidos según el período de liquidación asignado a la serie.

### 3.4 Madurez y periodicidad

Cada una de las series podría redimirse en plazos de entre doce (12) y sesenta (60) meses contados a partir de la fecha de la emisión de los títulos.

El capital de los bonos podría amortizarse bajo las modalidades de mes vencido, trimestre vencido, semestre vencido, año vencido o un único pago de capital en la fecha de vencimiento, de forma que una misma serie solo podría tener una modalidad de amortización de capital pero distintas modalidades de amortización dentro de la emisión.

Los intereses de cada serie podrían pagarse bajo las modalidades de mes vencido, trimestre vencido, semestre vencido o año vencido; una misma serie solo podría tener una modalidad de pago de intereses, pudiendo coexistir dentro de la emisión distintas series con diferentes modalidades de pago. En referencia a la Serie E, el pago de intereses solo podría realizarse de forma mensual o trimestral.

#### 4. Presentación de los instrumentos de deuda

Para contar con la aprobación de la Superintendencia Financiera de Colombia, Banco BTG Pactual tendría que presentar la estructura de la emisión de bonos. Para ello era necesario decidir cuál sería el segmento del mercado de valores apropiado para sus necesidades y objetivos de financiación.

Si bien el prospecto de emisión incluiría la totalidad de las series planteadas, una vez contara con dicha aprobación el banco definiría las condiciones finales de la emisión, optando por una sola serie de bonos y procurando un costo de financiamiento óptimo, tomando en consideración las expectativas del mercado y las proyecciones de las variables económicas así como los tiempos estipulados para el desarrollo de su nueva operación en Colombia y los impactos de dicha emisión en su estructura de capital y su flujo de caja, lo que implicaba analizar detalladamente los riesgos a los que estaría expuesto y la estrategia por utilizar para su mitigación según sus políticas de cobertura (Banco BTG Pactual S. A., 2019b).

Así las cosas, el banco sabía que aún tenía por delante decisiones importantes en las que trabajar.

## 5. Anexos

### 5.1. Anexo A. Perspectivas económicas de Brasil y Colombia (2015-2021)

#### *Contexto macroeconómico de Brasil*

La mayor parte de las actividades comerciales de Banco BTG Pactual eran desarrolladas en Brasil. Por tanto, el banco se veía significativamente afectado por el entorno macroeconómico de ese país, que había sido influenciado en mayor medida por su contexto político en los últimos años. Adicionalmente, el banco obtenía ingresos de activos no brasileños, por lo que también estaba sujeto a las condiciones económicas mundiales y a las fluctuaciones en los mercados financieros internacionales.

Desde 2014, con el desarrollo de la investigación de Lava Jato,<sup>6</sup> el escenario político y económico brasileño se había caracterizado por altos niveles de volatilidad e inestabilidad, que incluían, hasta 2017, una contracción del producto interno bruto (PIB), fuertes fluctuaciones del real brasileño frente al dólar estadounidense y mayores niveles de desempleo. Como consecuencia de un crecimiento económico débil, el aumento del gasto gubernamental y la falta de consenso político, las calificadoras Standard & Poor's y Moody's habían cambiado la perspectiva de la calificación del país de estable a negativa.

A finales de 2017, el PIB de Brasil presentó una recuperación con respecto a los años anteriores pasando de un decrecimiento de 3,77 % en 2015 a un crecimiento de 1,00 % en 2017. Asimismo, la inflación se ubicó por debajo de la meta de inflación del Banco Central disminuyendo de 10,67 a 2,95 % entre 2015 y 2017, y el real brasileño presentó una recuperación para el cierre del año alcanzando una apreciación de 22,09 % frente al dólar. Por su parte, la política monetaria adoptada por el Banco Central fue expansiva durante este período: los niveles de la tasa de interés bajaron del 14,25 % en 2015 al 7,00 % en 2017.

Para el tercer trimestre de 2018, el Banco Central de Brasil mantuvo su política monetaria expansiva y redujo la tasa de interés a 6,50 %, debido a que la mayor incertidumbre en el escenario existente requería una mayor flexibilidad. Sin embargo, las expectativas de inflación se mantenían en niveles adecuados y estaban en línea con los objetivos para 2018 y 2019. Además, se esperaba que el PIB terminara en niveles de crecimiento cercanos al 1,4 % al final del año a pesar del paro de camioneros ocurrido durante el segundo trimestre, que repercutió en la actividad económica del país.

La investigación de Lava Jato también tuvo implicaciones directas sobre el Banco BTG Pactual al verse involucrado André Esteves, su accionista controlador, en 2015. A pesar de que ninguna entidad en el grupo se encontraba envuelta en las investigaciones, las noticias relacionadas con Esteves afectaron el precio de sus acciones y bonos y, por ello, la administración decidió adoptar una serie de medidas para preservar la liquidez y el capital,

---

<sup>6</sup> *Operação Lava Jato*: Operación “lavado a presión”.

entre ellas la venta de su participación en BSI y la escisión de sus actividades de comercialización de *commodities*. Esteves fue absuelto en julio de 2018 y esta situación constituyó una muestra de la fortaleza del modelo de gobierno corporativo y la cultura asociativa de BTG Pactual, ya que no hubo salida de talentos claves, y la vinculación de las participaciones accionarias de los empleados,<sup>7</sup> junto con la exigencia de invertir parte de su patrimonio en fondos administrados por la compañía, frenaron cualquier impulso de abandonar al banco en medio de una crisis.

### *Contexto colombiano*

En 2018, según las estimaciones más recientes del International Money Fund (IMF, 2019), la economía mundial alcanzó un crecimiento de 3,7 % liderado por el dinamismo de la economía de Estados Unidos (2,9 %) –impulsada por el estímulo fiscal y el consumo privado– y el crecimiento de China (6,6 %). Las economías emergentes y en desarrollo alcanzaron un crecimiento promedio de 4,6 %; América Latina y el Caribe apenas se expandieron 1,1 %, siendo una de las regiones de menor dinamismo económico.

Sin embargo, el buen desempeño de la economía mundial contribuyó al inicio de la recuperación de la economía colombiana. En este mismo año registró una tasa de crecimiento de 2,7 %, lo que significó una relativa consolidación de la dinámica económica luego de la desaceleración ocurrida en años anteriores, que redujo el crecimiento anual del 4,7 % en 2014 al 1,4 % en 2017. Este aumento fue impulsado por los sectores de industria, comercio y transporte, administración pública y defensa, y actividades científicas, profesionales y técnicas. Aun así, el crecimiento registrado en 2018 seguía siendo inferior al potencial, ubicado en 3,3 %.

Al cierre de 2018, la inflación anual en Colombia fue del 3,18 %, cercana a la meta establecida por el Banco de la República<sup>8</sup> e inferior al 4,09 % registrada en 2017, siendo la más baja desde 2013. Por grupos de gasto, lo que más influyó en el costo de vida fueron los rubros de educación, salud, vivienda y transporte. En términos de política monetaria, la junta directiva del Banco de la República redujo gradualmente la tasa de interés desde un pico de 7,75 % en diciembre de 2016 hasta 4,75 % al finalizar 2017, y en sus sesiones de enero y abril de 2018 decidió hacer dos nuevos recortes de 25 puntos básicos cada uno hasta alcanzar el 4,25 %, manteniéndola constante desde ese entonces, con un nivel ligeramente expansionista.

En cuanto a las monedas de mercados emergentes, 2018 trajo para Colombia una mayor volatilidad que resultó en una depreciación del peso colombiano frente al dólar como consecuencia del debilitamiento de los precios del petróleo, el incremento de las tasas de

---

<sup>7</sup> Los empleados de BTG Pactual no podían vender sus participaciones en el mercado abierto, en su lugar, solo podrían venderlas a la sociedad por su valor en libros, donde serían reasignadas a otros socios.

<sup>8</sup> Banco central de Colombia, cuyas funciones comprenden la de regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito, emitir la moneda legal colombiana, administrar las reservas internacionales, ser prestamista y banquero de los establecimientos de crédito y servir como agente fiscal del Gobierno.

interés de la Reserva Federal de Estados Unidos y un panorama internacional de aversión al riesgo que implicó la salida de inversionistas extranjeros del país.

Hacia finales de ese año, la economía internacional registró un aumento en la percepción de riesgo que se reflejó en una mayor volatilidad y en las caídas en las bolsas de valores. A pesar de ello, la recuperación de la economía colombiana sentaba las bases para que la actividad económica continuara con una dinámica favorable en 2019, con un crecimiento del PIB proyectado cercano al 3,2 % –por encima del 2 % que el FMI proyectaba para América Latina– y una inflación de 3,60 %, como consecuencia de presiones alcistas derivadas del incremento en el salario mínimo, el traspaso de la depreciación a los precios y el fenómeno de El Niño.

## 5.2 Anexo B. Diferencias entre el mercado principal y el segundo mercado en Colombia

Concepto	Mercado principal	Segundo mercado
Tiempo de respuesta de la Superintendencia Financiera de Colombia a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
Costo de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)	0,02 x 1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0,01 x 1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechos de oferta pública	0,05 x 1.000 sobre el monto total de la emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública
Monto mínimo de 2.000 SMMLV para la emisión de bonos y papeles comerciales	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí	No
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos	Sí	No
Inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública	Luego de la evaluación, análisis y revisión de los documentos exigidos, mediante la resolución se autoriza la inscripción en el RNVE y se autoriza su oferta pública	Los valores se entenderán inscritos en el RNVE y su oferta pública será autorizada al remitir los documentos exigidos.
Calificación de riesgo de los títulos	Requerida	Voluntaria
Tipos de inversionistas	Público en general	Inversionistas profesionales
Inscripción en bolsa de valores	Requerida	Voluntaria
Traslado entre mercado principal y segundo mercado	Los valores que conformen o hayan conformado el mercado principal no podrán ingresar al segundo mercado	Los valores que hayan formado parte del segundo mercado podrán trasladarse al mercado principal

Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Superintendencia Financiera de Colombia (s. f.).

### 5.3. Anexo C. Datos del mercado de deuda privada en Colombia (2016-2018)

<b>Mercado de deuda privada</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Número de emisiones	38	45	51
Número de emisores	12	16	17
<b>Emisiones por tipo de tasa</b>			
<b>Tasa fija</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>12</b>
Tasa mínima (E.A.)	7,59 %	5,50 %	5,49 %
Tasa máxima (E.A.)	9,25 %	7,50 %	7,34 %
Monto mínimo (COP millones)	5.305	33.700	48.575
Monto máximo (COP millones)	300.000	357.334	375.000
Plazo mínimo (años) *	2	2	3
Plazo máximo (años)	7	7	7
<b>IBR</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>10</b>
Margen mínimo (N.M.V.)	2,39 %	1,32 %	0,70 %
Margen máximo (N.M.V.)	2,39 %	1,32 %	1,89 %
Monto mínimo (COP millones)	85.000	108.568	27.000
Monto máximo (COP millones)	85.000	108.568	250.000
Plazo mínimo (años)	2	2	2
Plazo máximo (años)	2	2	4
<b>IPC</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>29</b>
Margen mínimo	3,29 %	2,69 %	2,60 %
Margen máximo	4,69 %	4,13 %	4,30 %
Monto mínimo (COP millones)	93.000	21.000	39.869
Monto máximo (COP millones)	305.622	400.500	320.500
Plazo mínimo (años)	3	2	3
Plazo máximo (años)	20	25	30
<b>DTF</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
Margen (N. T. A.)	3,14 %	1,49 %	N. A.
Monto (COP millones)	2.000	120.000	N. A.
Plazo (años)	3	2	N. A.
* Excluye el plazo de las emisiones de papeles comerciales, cuyo plazo es de máximo un (1) año.			

Fuente: elaboración de los autores a partir Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

#### 5.4 Anexo D. Detalle de los pasivos financieros de Banco BTG Pactual

(Millares de BRL)	2016	2017	2018
Pasivos financieros medidos al valor razonable con cambios en resultados	24.444.953	24.184.042	22.776.221
Captaciones en el mercado abierto	20.760.558	28.364.614	28.503.389
Otros pasivos financieros a costo amortizado	33.008.091	33.496.183	48.783.275
Valores a pagar a bancos	226.135	136.840	378.410
Pasivos fiscales	2.155.013	2.643.608	864.773
Otros pasivos	7.873.788	9.769.563	11.602.403
<b>Total Pasivo</b>	<b>88.468.538</b>	<b>98.594.850</b>	<b>112.908.471</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>17.950.157</b>	<b>18.877.433</b>	<b>19.081.061</b>
<b>D/(D+E)</b>	<b>83 %</b>	<b>84 %</b>	<b>86 %</b>
<b>E/(D+E)</b>	<b>17 %</b>	<b>16 %</b>	<b>14 %</b>

Composición de la deuda de BTG Pactual (millares de BRL)	2016	2017	2018
Posición vendida de títulos y valores mobiliarios	4.744.283	7.105.646	7.071.597
Préstamo de títulos - acciones	1.276.467	570.106	2.267.184
Instrumentos financieros derivados	18.424.203	16.508.290	13.437.440
<b>Pasivos financieros medidos al valor razonable con cambios en resultados</b>	<b>24.444.953</b>	<b>24.184.042</b>	<b>22.776.221</b>
Operaciones con recursos propios	7.792.687	9.308.876	6.279.037
Operaciones con recursos de terceros	12.967.871	19.055.738	22.224.352
<b>Captaciones en el mercado abierto</b>	<b>20.760.558</b>	<b>28.364.614</b>	<b>28.503.389</b>
Depósitos a la vista	129.020	441.320	287.303
Depósitos a plazo	7.335.615	8.600.153	20.284.374
<b>Depósitos</b>	<b>7.464.635</b>	<b>9.041.473</b>	<b>20.571.677</b>
Letras financieras	6.865.263	4.772.064	6.338.228
Letras de créditos inmobiliarios	964.695	1.575.503	3.067.898
Certificados de operaciones estructuradas	11.719	76.269	177.869
<b>Título y valores mobiliarios - Nacionales</b>	<b>7.841.677</b>	<b>6.423.836</b>	<b>9.583.995</b>
<i>Medium term notes</i>	2.351.264	3.682.691	4.470.214
<i>Fixed rate notes</i>	142.807	183.019	342.094
<b>Título y valores mobiliarios - Extranjeros</b>	<b>2.494.071</b>	<b>3.865.710</b>	<b>4.812.308</b>
Obligaciones en moneda extranjera	63.552	147.097	787.897
Obligaciones financieras en el exterior	779.620	1.847.714	1.394.538
Obligaciones financieras nacionales	2.776.344	2.809.807	2.787.175
Deudas subordinadas	11.588.192	9.360.546	8.845.685
<b>Obligaciones financieras</b>	<b>15.207.708</b>	<b>14.165.164</b>	<b>13.815.295</b>

Fuente: elaboración de los autores a partir de ir.btgpactual.com (s. f.).

## 5.5. Anexo E. Información financiera de BTG Pactual S. A.

<b>Estado de situación financiera</b> (millares de BRL)	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Activo</b>			
Equivalentes de efectivo y reservas en el Banco Central	2.637.154	5.820.216	2.425.371
Activos financieros a costo amortizado	17.854.677	28.060.066	37.626.665
Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados	59.188.804	54.006.386	65.381.319
Activos financieros a valor razonable con cambios en ORI	129.932	579.552	899.579
Activos no corrientes mantenidos para la venta	2.276.493	3.427.621	0
Activos fiscales - diferidos	4.997.491	5.107.554	6.221.620
Otros activos	11.533.548	15.375.243	10.924.474
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	6.613.314	3.989.524	7.417.649
Propiedades, plantas y equipos	92.688	82.762	79.601
Activos intangibles	1.094.594	1.023.359	1.013.254
<b>Total activo</b>	<b>106.418.695</b>	<b>117.472.283</b>	<b>131.989.532</b>
<b>Pasivo</b>			
Pasivos financieros a valor razonable con cambios en resultados	24.444.953	24.184.042	22.776.221
Pasivos financieros a costo amortizado	53.994.784	61.997.637	77.665.074
Pasivos fiscales	2.155.013	2.643.608	864.773
Otros pasivos	7.873.788	9.769.563	11.602.403
<b>Total pasivo</b>	<b>88.468.538</b>	<b>98.594.850</b>	<b>112.908.471</b>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social	7.275.738	7.447.305	7.447.305
Acciones en tesorería	-70.834	-93.063	-128.544
Reservas de capital	652.515	652.515	652.515
Ganancias acumuladas	5.735.160	6.382.000	6.808.854
Otro resultado integral	4.232.722	4.356.271	4.162.260
<b>Total patrimonio controlador</b>	<b>17.825.301</b>	<b>18.745.028</b>	<b>18.942.390</b>
Participaciones no controladoras	124.856	132.405	138.671
<b>Total patrimonio</b>	<b>17.950.157</b>	<b>18.877.433</b>	<b>19.081.061</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>106.418.695</b>	<b>117.472.283</b>	<b>131.989.532</b>

<b>Estado del resultado integral</b> (millares de BRL)	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ingresos por intereses	4.699.672	4.490.536	4.078.606
Gastos por intereses	-4.972.016	-5.086.479	-5.803.857
<b>Ingresos (gastos) por intereses, netos</b>	<b>-272.344</b>	<b>-595.943</b>	<b>-1.725.251</b>
Ganancias netas en instrumentos financieros	6.120.579	4.001.293	4.159.400
Diferencia en cambio, neta	2.105.078	379.846	435.460
Comisiones y <i>fees</i>	1.596.398	1.653.659	2.174.434
Método de participación patrimonial	644.018	901	136.483
Otros ingresos (gastos) netos	1.589.506	788.296	417.323
<b>Ingresos netos</b>	<b>11.783.235</b>	<b>6.228.052</b>	<b>5.597.849</b>
Gastos administrativos	-1.290.221	-2.990.641	-1.143.927
Gastos de personal	-1.960.072	-1.338.528	-1.401.358
Provisión por pérdidas crediticias	-700.189	78.152	-170.196
Gastos por impuestos (distintos a las ganancias)	-808.274	-249.968	-296.101
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>7.024.479</b>	<b>1.727.067</b>	<b>2.586.267</b>
Impuesto a las ganancias y contribución social	-520.548	648.192	-156.098
Impuestos sobre operaciones discontinuas	-1.181.961	0	0
<b>Utilidad neta</b>	<b>5.321.970</b>	<b>2.375.259</b>	<b>2.430.169</b>
Utilidad atribuible a la participación controladora	5.341.694	2.383.120	2.423.231
Utilidad (pérdida) atribuible a participaciones no controladoras	-19.724	-7.861	6.938
<b>Ganancia por acción</b>	<b>2,05</b>	<b>1,36</b>	<b>1,40</b>

Fuente: elaboración de los autores a partir de ir.btgpactual.com (s. f.-a).

## 5.6. Anexo F. Flujo operativo del pago de la emisión

### a) Pago capital e intereses a los tenedores de los bonos

Ítem	Actividad	Plazo	Descripción	Responsable
1	Liquidación y envío al emisor del monto a monetizar	T-5	El administrador de la emisión recibe del Deceval liquidación provisional del monto de la obligación para su confirmación.	Deceval (Depósito Centralizado de Valores de la BVC)
2	Envío al emisor del monto a monetizar	T-5	El administrador de la emisión envía al emisor liquidación del monto de la obligación.	Administrador de la emisión
3	Negociación de las divisas	Desde T-3 hasta T0 *	El emisor negocia con el intermediario del mercado cambiario (IMC) la venta de las divisas necesarias para cubrir el monto de la obligación.	Emisor
4	Reintegro de divisas	T0	El emisor gira los dólares negociados al IMC antes de las 9 a. m. y presenta la declaración de cambio.	Emisor
5	Traslados de recursos al agente de pagos	T0	El IMC transfiere el monto en pesos según instrucción al agente de pagos.	IMC
6	Traslado de recursos al Deceval	T0	El agente de pagos una vez recibidos los recursos los transfiere vía Sebra antes de las 12 m.	Agente de pagos
7	Traslado de derechos patrimoniales a los tenedores de los bonos	T0	El depósito en el transcurso del día transfiere a los tenedores de los bonos a través de sus depositantes directos el monto correspondiente.	Deceval
* T0: día del cumplimiento de la obligación.				

Fuente: elaboración de los autores a partir de BRC Standard & Poor's – S&P Global (s. f.).

b) Pago de la colocación

Ítem	Actividad	Plazo	Descripción	Responsable
1	Registro de las transferencias	Fecha de expedición	Se registra la anotación en cuenta de la suscripción de los bonos.	BVC - Deceval
2	Cumplimiento de las operaciones	Fecha de cumplimiento	Los agentes colocadores realizan compensación en BVC de los montos adjudicados.	Agentes colocadores
3	Pagos al emisor	Fecha de cumplimiento	La BVC transfiere al agente de pagos el monto de la colocación.	BVC
4	Negociación de las Divisas	T + 1	El emisor negocia con el IMC la compra de las divisas correspondientes al monto de la colocación. Presenta declaración de cambio e instrucciones de giro al exterior.	Emisor

Fuente: elaboración de los autores a partir de BRC Standard & Poor's – S&P Global (s. f.).

## 6. Sinopsis del caso

Banco BTG Pactual S. A. era un banco brasileño que ofrecía a sus clientes principalmente servicios de banca de inversión, préstamos corporativos, gestión de patrimonio e inversiones de capital. La entidad, considerada el mayor banco latinoamericano de inversiones, se preparaba a finales de 2018 para realizar una emisión de títulos en el mercado de valores colombiano. Dicha emisión tenía como objetivo la obtención de recursos para el desarrollo de un vehículo de inversión que impulsara su incursión en el mercado de crédito corporativo del país. Este vehículo, que comenzaría a operar en 2019, se establecería bajo el nombre de BTG Pactual Soluciones y Servicios y requería una inversión inicial de USD 28 millones.

La compañía fue fundada en 1979 en Río de Janeiro. En 1983 dio inicio a sus operaciones como corredor de valores, en 1989 comenzó sus operaciones como banco y para 2002 ya había iniciado sus actividades en las áreas de administración de activos y patrimonio, al tiempo que expandía su operación regional en Brasil. A partir de 2012 emprendió su expansión en América Latina con la compra de las comisionistas de bolsa Celfin Capital en Chile y Bolsa y Renta en Colombia, y para 2018 se había establecido como una plataforma global de gestión de activos con una amplia variedad de productos bancarios en América Latina. En Colombia, al cierre ese año, el banco administraba a través de BTG Pactual S. A. Comisionista de Bolsa –anterior Bolsa y Renta– 14 fondos de inversión colectiva cuyo valor patrimonial ascendía a COP 2,6 billones, y gestionaba a través de BTG Pactual Sociedad Fiduciaria S. A. 67 fideicomisos con activos por valor de COP 795.000 millones.

Para alcanzar su objetivo, Banco BTG Pactual contaba con diferentes opciones de financiación, siendo las dos principales una emisión de acciones o una emisión de deuda en el mercado de valores colombiano. Históricamente, su estructura de capital se había caracterizado por tener un nivel de deuda promedio del 84 % y un capital del 16 %. La deuda estaba compuesta principalmente por depósitos y recursos captados en el mercado abierto, característico de las instituciones financieras; también incorporaba pasivos derivados de sus operaciones en el mercado de valores, instrumentos de deuda emitidos y obligaciones financieras que incluían un componente importante de deudas subordinadas.

La elección del tipo de instrumento para la emisión estaba influenciada por la cultura asociativa heredada de los valores originales de Banco Pactual. Los principales ejecutivos de la compañía eran socios y sus respectivas participaciones representaban ingresos significativos en sus patrimonios personales; además se alentaba a los empleados a considerar los recursos de la compañía como propios. Esto generaba un sentido de propiedad tal que dicha cultura constituía para los socios una ventaja competitiva importante que guiaba su foco estratégico, las colaboraciones interpersonales y su gestión de desempeño.

El accionista mayoritario de Banco BTG Pactual era BTG Pactual Holding Financiera Ltda., que poseía el 86,81 % de las acciones comunes y el 49,60 % de las acciones preferenciales. Solo el 8,67 % de las primeras y el 33,13 % de las segundas eran de libre circulación, como consecuencia especialmente de la salida al mercado público de valores de Brasil realizada en 2012. Adicionalmente, Banco BTG Pactual realizaba actividades de financiamiento accediendo a fondos de fuentes diversificadas en Brasil y en el extranjero y emitiendo instrumentos de deuda y depósitos en diferentes mercados, monedas y vencimientos.

Dada su inclinación por la financiación a través de instrumentos de deuda y su necesidad de obtener recursos en pesos colombianos, Banco BTG Pactual decidió realizar una emisión de bonos en pesos colombianos en el mercado local. El banco tenía la convicción de que una emisión de este tipo hecha por un emisor extranjero ayudaría en el desarrollo y profundización del mercado de valores colombiano. Por otro lado, con la mayoría de las emisiones llevándose a cabo en el mercado principal, el banco veía una oportunidad para impulsar el segundo mercado. Con todo, dado su bajo volumen de transacciones y su tímida evolución, optar por este mercado podría poner en riesgo su monto de colocación objetivo.

Como entidad extranjera, Banco BTG Pactual tenía la posibilidad de emitir valores en el mercado colombiano, directamente o a través de una de sus sucursales (Luxemburgo o Islas Caimán). Al momento de evaluar cuál sería el emisor de los bonos, tanto el banco como sus sucursales cumplían con estos requisitos. Como parte de sus políticas, el banco realizaba la emisión de títulos en mercados extranjeros a través de sus sucursales extranjeras, dado que cualquier flujo financiero desde Brasil al exterior tenía una alta carga tributaria. Sin embargo, para efectos de la emisión de bonos, no consideraba su sucursal de Luxemburgo como una opción, puesto que por decisión estratégica había optado por disminuir de forma significativa sus operaciones en Europa y fortalecer las desarrolladas en América Latina. En ese orden de ideas, el emisor de los bonos sería Banco BTG Pactual a través de su sucursal en Islas Caimán.

Dadas las condiciones de la emisión, el banco se enfrentaría a una exposición al tipo de cambio USD/COP, pues debía girar los recursos periódicamente para cubrir los pagos de intereses y de capital. Para mitigar este riesgo, Banco BTG Pactual tenía como política de cobertura que todas las operaciones realizadas en monedas diferentes al real brasileño o al dólar estadounidense debían ser cubiertas a través de instrumentos financieros derivados en conformidad con las condiciones de cada operación.

Según las estimaciones del banco, la emisión de bonos se realizaría por un monto de hasta trescientos treinta mil millones de pesos (COP 330.000.000.000) y podría constar de hasta cinco (5) series de bonos con las siguientes denominaciones: Pesos Tasa Fija, Pesos IPC + Margen, UVR Tasa Fija, Pesos DTF + Margen y Pesos IBR + Margen. Cada una de las series podría redimirse en plazos de entre doce (12) y sesenta (60) meses contados a partir de la fecha de la emisión de los títulos.

Si bien el prospecto de emisión incluiría la totalidad de las series planteadas, una vez contara con dicha aprobación el banco definiría las condiciones finales de la emisión, optando por una sola serie de bonos y procurando un costo de financiamiento óptimo.

## 7. Uso del caso

El uso de este caso es apropiado para cursos en renta fija, finanzas corporativas, inversiones en mercados de capitales y banca de inversión.

## 8. Objetivos del estudio del caso

### 8.1 Objetivo principal

Evaluar los factores más relevantes para la estructuración de un instrumento de deuda para su emisión en el mercado de valores colombiano.

### 8.2 Objetivos específicos

Analizar las principales diferencias entre el mercado principal y el segundo mercado para la emisión de títulos de deuda en Colombia.

Estimar el costo de financiación óptimo según las necesidades de financiación de Banco BTG Pactual S. A. y las expectativas del mercado colombiano.

## 9. Plan de enseñanza

Este caso fue escrito para el nivel de posgrado, especialmente en cursos que trabajen temáticas de renta fija, finanzas corporativas y banca de inversión.<sup>9</sup> Adicionalmente, puede ser utilizado para enseñanza de pregrado, con un nivel de análisis básico.

## 10. Cronograma sugerido

Para su desarrollo se sugiere introducir el caso considerando los siguientes elementos:

---

<sup>9</sup> Información adicional sobre la emisión de bonos de Banco BTG Pactual puede encontrarse en el sitio <https://www.btgpactual.com.co/cayman-branch/>; e información financiera, en el sitio Relación con Inversionistas: <http://ir.btgpactual.com/>, incluyendo los estados financieros, información al mercado y hechos relevantes, entre otros.

## 10.1 Contextualización

Veinte minutos. El caso se ubica en el escenario previo a la emisión de bonos por parte de Banco BTG Pactual y se centra en la elección estratégica del mercado, el costo de financiación y la identificación de riesgos asociados a la emisión. A continuación se relacionan los aspectos relevantes de la emisión de bonos.

### 10.1.1 Hitos

- Primera emisión de bonos en la historia del mercado de valores colombiano por parte de una institución financiera extranjera.
- Segunda emisión de bonos en Colombia de un emisor extranjero en el mercado local.
- Primera emisión bonos de un emisor con grado especulativo (internacional) en el mercado local.
- Mayor emisión con calificación AA– en la historia de Colombia.
- Mayor emisión en el segundo mercado en la historia de Colombia y primera vía subasta desde 2012.
- Primera emisión en el segundo mercado con estándares del mercado principal: calificación crediticia, inscripción en la bolsa de valores, prospecto de emisión, subasta holandesa.

### 10.1.2 Desafíos legales y regulatorios

- Definir los requerimientos legales por cumplir por parte de Banco BTG Pactual para la emisión de bonos a través de una sucursal extranjera en el segundo mercado. Dicha emisión constituía la primera con estas características.
- Analizar la calificación del emisor considerando la calificación alcanzada por Banco BTG Pactual en Brasil y la necesidad de que los bonos cumplieran los parámetros para ser considerados activos elegibles para inversionistas calificados, especialmente fondos de pensiones y compañías de seguros. Para este caso, las opiniones legales establecían que la calificación local (AA–), considerada grado de inversión, era la que aplicaba a la emisión de bonos, y no la calificación global (BB–), que no se reconocía como grado de inversión.
- Elaborar el prospecto de la emisión para el segundo mercado bajo los parámetros del mercado principal con todas las series posibles. La calificación, así como el prospecto de emisión y la inscripción en la bolsa de valores de Colombia, eran opcionales para una emisión en el segundo mercado. Sin embargo, el banco decidió dar cumplimiento a los estándares del mercado principal para mantener la transparencia ante los inversionistas y la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Informar a los inversionistas potenciales sobre la relación entre la sucursal extranjera (BTG Pactual Cayman) y la compañía extranjera (Banco BTG Pactual), y la responsabilidad de cada entidad frente a la emisión y a una situación de *default*. Para

esto se elaboraron documentos técnicos que fueron compartidos con la Superintendencia Financiera de Colombia y los inversionistas potenciales.

### 10.1.3 Resultado de la emisión

- El aviso de oferta se publicó el 22 de mayo de 2019, ofreciendo 28.000 bonos de valor nominal de COP 10.000.000 cada uno, correspondiente a un monto de COP 280.000 millones (Banco BTG Pactual S. A., 2019a).
- En el evento de que el monto de la oferta fuere superior al monto ofrecido en el aviso de oferta pública, el emisor podría atender la demanda insatisfecha hasta por un monto de COP 50.000 millones. El monto total de la emisión no podía exceder COP 330.000 millones.
- La emisión de bonos de Banco BTG Pactual se realizó el 23 de mayo de 2019.
- El monto colocado ascendió a COP 305.690 millones, a una tasa cupón de 7,39 % E. A., pagadero trimestralmente y un periodo de madurez de tres años. La emisión tuvo una demanda total de COP 344.190 millones.

### 10.2 Lecturas adicionales recomendadas

1. Healy, P. (2013). BTG Pactual: Preserving a partnership culture. *Harvard Business School Case 113-094*, febrero.
2. Fabozzi, F. (2013). Corporate Debt Instruments. Capítulo 7 en *Bond Markets, Analysis and Strategies* (8.ª ed.), pp. 155-186. New Jersey, NJ: Pearson.
3. Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J. (2009). Bond prices and yields. En *Investments* (9.ª ed.), pp. 446-483. Ciudad de Nueva York, NY: McGraw-Hill.
4. Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J. (2009). The term structure of interest rates. En *Investments* (9.ª ed.), pp. 484-511. Ciudad de Nueva York, NY: McGraw-Hill.
5. Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J. (2009). Futures, Swaps, and Risk Management. En *Investments* (9.ª ed.), pp. 788-822. Ciudad de Nueva York, NY: McGraw-Hill.
6. Clavijo, S. (2014). El segundo mercado de valores y su regulación. *Enfoque, Mercado de capitales* [en línea, 9 de octubre]. Disponible en [https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion\\_Corporativa/informe\\_de\\_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf](https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf)

Estas lecturas facilitan el entendimiento conceptual de los elementos considerados en el caso principal.

Adicionalmente, se recomienda realizar la lectura de los siguientes documentos oficiales de la emisión de bonos:

- *Prospecto de información para la emisión de bonos ordinarios del Banco BTG Pactual S. A. a través de la Sucursal de Islas Caimán.* Disponible en [https://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Bonos/Prospecto\\_Banco\\_BTG\\_Pactual\\_2019.pdf](https://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Bonos/Prospecto_Banco_BTG_Pactual_2019.pdf)
- *Aviso de oferta pública del 22 de mayo de 2019 de la emisión de bonos ordinarios de Banco BTG Pactual S. A. a través de la sucursal de Islas Caimán.* Disponible en <https://www.btgpactual.com.co/images/userfiles/files/formas/Home/Cayman%20Branch/Aviso%20de%20Oferta%20Publica%20BTG%20Pactual.pdf>
- *Reporte de calificación Banco BTG Pactual S.A. – Cayman Islands Branch.* BRC Standard & Poor's – S&P Global (s. f.). Disponible en [http://brc.com.co/calificaciones\\_busqueda.php?buscar=BTG+Pactual&Submit=+Ir+](http://brc.com.co/calificaciones_busqueda.php?buscar=BTG+Pactual&Submit=+Ir+)

### 10.3 Preguntas de discusión

Quince minutos. Las preguntas de discusión que deben abarcarse son las siguientes:

- 1) Con base en las diferencias existentes entre el mercado principal y el segundo mercado, ¿cuál es la mejor opción para la emisión de bonos planteada por Banco BTG Pactual? ¿Por qué?
- 2) Considerando las necesidades de financiación y las condiciones del mercado colombiano, ¿cuál de las cinco series planteadas es la más apropiada para la emisión de bonos? Plantee la respuesta en términos de tasa de interés, madurez y periodicidad.
- 3) Identifique los riesgos asociados a la emisión de bonos incluyendo los inherentes a los términos definidos en la pregunta anterior y establezca una estrategia de cobertura que los mitigue.

### 10.4 Presentación del caso

Sesenta-noventa minutos. Se sugiere que los estudiantes realicen la presentación del caso en grupos de tres a cuatro integrantes en pregrado y dos a tres en posgrado, en espacios de máximo 15 minutos, incluyendo tiempos para preguntas por parte de otros estudiantes y el profesor. La presentación del caso debe abordar las preguntas de discusión y los elementos considerados por los estudiantes para llegar a las respuestas planteadas por ellos.

Para la presentación del caso se sugiere dar a los estudiantes un plazo de ocho días entre esta y la contextualización.

#### 10.4.1 Preguntas de discusión del caso

- 1) *Con base en las diferencias existentes entre el mercado principal y el segundo mercado, ¿cuál es la mejor opción para la emisión de bonos planteada por Banco BTG Pactual? ¿Por qué?*

Banco BTG Pactual eligió el segundo mercado para realizar la emisión de bonos. En las consideraciones realizadas por el banco para su elección se encontraban las siguientes:

- La fuerte convicción de que la emisión local de bonos en pesos por parte de un emisor extranjero ayudaría en el desarrollo y la profundización del mercado de capitales en Colombia. Una emisión de este tipo podría promover la llegada de nuevos emisores locales y extranjeros.
- La clara necesidad de desarrollar una curva de calificación local no –AAA. Con más del 95 % de las emisiones de bonos teniendo una calificación AAA, la necesidad de diversificar y desarrollar una curva no –AAA era evidente para el mercado en general.
- Proveer un impulso al desarrollo del segundo mercado, restringido a inversionistas calificados. Con la mayoría de las emisiones siendo realizadas en el mercado principal, pocas tomaban lugar en el segundo mercado. El banco veía una oportunidad de entrar en él utilizando estándares del mercado principal, que son opcionales para el segundo mercado. Esto sería apreciado de forma significativa por los inversionistas potenciales.
- Abrir nuevas líneas institucionales y relaciones para el banco no solo con clientes y contrapartes, sino también con inversionistas.
- Las condiciones de esta emisión podrían resultar en ganancias importantes en eficiencia del costo de financiación, dado el apetito por nuevos emisores y la necesidad de diversificación en el mercado local colombiano.

Adicionalmente, las características del segundo mercado –menores costos, menores plazos en el proceso de aprobación y mayor flexibilidad– permitían a Banco BTG Pactual acceder a financiación en menores tiempos, según su necesidad.

Posterior a la emisión de Banco BTG Pactual, se realizaron cinco emisiones importantes en el segundo mercado por un valor total de COP 628.350 millones, que mostraban que la primera abrió el camino no solo para nuevos emisores, sino también para que bancos de inversión enfocados en mercados de deuda corporativo buscaran nuevos vehículos de financiación en el mercado de valores de Colombia. La Tabla 4 muestra las emisiones posteriores.

Tabla 4. Banco BTG Pactual. Emisiones de bonos posteriores a la primera

Fecha	Emisor	Valor [COP]	Tipo	Plazo [años]	Tasa [%]	Calificación
27/06/2019	Titularización del transporte masivo sostenible de Bogotá Tmas-1	131.350	Pesos	9	IPC + 4,19	AAA
12/09/2019	Patrimonio autónomo titularización BMP SUR	497.000	UVR	9,25	4,27	AAA
26/09/2019	Credifinanciera	100.000	N. A.	5	N. A.	N. A.
10/12/2019	Construcciones El Cóndor	167.200	Pesos	1,5	9,30	F2
27/12/2019	Construcciones El Cóndor	9.000	Pesos	1,5	9,30	F2

Fuente: elaboración de los autores.

En las consideraciones del banco también estaba el hecho de que la estructura de la emisión podría ser rechazada por la Superintendencia Financiera de Colombia para una emisión en el mercado principal, puesto que ni la regulación actual, ni la Bolsa de Valores de Colombia, ni las agencias de calificación locales estaban preparadas para una operación de este tipo por parte de una entidad extranjera a través de su sucursal extranjera en el segundo mercado. Incluso la novedad de las características de esta emisión podría representar también un reto para los inversionistas calificados, ya que no había un entendimiento claro de la forma de operación de la sucursal de un banco extranjero y la diferenciación entre una calificación local y una calificación global.

Con todo, el estudiante puede considerar que un proceso de emisión a través del mercado principal podría ofrecer mayores garantías tanto al emisor como a los inversionistas potenciales, dado que el segundo mercado no había evolucionado satisfactoriamente a pesar de los esfuerzos regulatorios por mejorar su acceso. Un mercado sin profundidad o con inversionistas faltos de interés podría impedir que el banco alcanzara su objetivo.

2) *Considerando las necesidades de financiación y las condiciones del mercado colombiano, ¿cuál de las cinco series planteadas es la más apropiada para la emisión de bonos? Plantee la respuesta en términos de tasa de interés, madurez y periodicidad.*

La emisión de bonos de Banco BTG Pactual se realizó en una única colocación por el monto total para la Serie A, correspondiente a una emisión en pesos tasa fija. El plazo de madurez elegido fue tres años, con liquidación trimestral de los intereses.

El costo de financiación final en pesos fue 7,39 % E. A., lo que representó una disminución significativa en comparación con el costo de financiación en pesos de colocaciones realizadas a nivel internacional por el banco para este plazo. Adicionalmente, ante un costo de financiación en dólares de 5,00 % para un plazo de tres años –según información de mercado a la fecha de la emisión– se tenía una optimización de 26 puntos básicos para el banco, puesto que la tasa en pesos equivale a una tasa en dólares de 4,74 % después del *swap*.

Según el reporte de resultados de ofertas públicas para renta fija publicado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC, s. f.), en 2019 se realizaron 49 emisiones de bonos ordinarios

y papeles comerciales por parte de 18 emisores. De estas, 25 se realizaron a tasa fija y 24 indexadas al IPC.

La Tabla 5 muestra las emisiones de bonos ordinarios y papeles comerciales realizados en Colombia en ese año.

Tabla 5. Emisiones de bonos ordinarios y papeles comerciales realizados en Colombia en 2019

Mercado de deuda privada	Tasa fija	IPC
Número de emisiones	25	24
Número de emisores	16	12
<b>Emisiones por tipo de tasa</b>		
Tasa mínima (E. A.) / Margen mínimo	4,99 %	1,75 %
Tasa máxima (E. A.) / Margen máximo	7,39 %	3,97 %
Monto mínimo (COP millones)	100.000	50.000
Monto máximo (COP millones)	355.960	371.610
Plazo mínimo (años) *	3	3
Plazo máximo (años)	10	30

\* No incluye papeles comerciales.

Fuente: elaboración de los autores a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

Para el abordaje de este punto se sugiere realizar el ejercicio de la siguiente forma:

- Calcular los flujos de caja para tres de las series de bonos indicadas. La selección debe justificarse especificando por qué se descartan las dos series no consideradas. Se sugiere que las seleccionadas sean tasa fija, IPC e IBR, considerando el monto de emisiones realizadas con estas tasas entre 2016 y 2018. Resaltar con los estudiantes que el cálculo de las tasas de interés debe realizarse con las reglas establecidas en el caso según lo indicado en el prospecto de emisión de los bonos.
- La ventana de tiempo sugerida para este cálculo es de tres años, que constituye el período seleccionado por Banco BTG Pactual para la emisión de bonos. La liquidación de los intereses se realiza trimestre vencido. Sin embargo, según el nivel del curso o las necesidades específicas del profesor y los estudiantes, la ventana de tiempo puede dejarse abierta a análisis.
- Para las tasas de interés se sugiere lo siguiente:
  - Para la estimación de una tasa fija, el estudiante debe considerar las tasas mínima (6,9 %) y máxima (7,6 %). Puede buscar información histórica de emisiones similares en monto y perfil de riesgo para definir la tasa o utilizar dicho rango para calcular un punto medio de 7,25 %. La estimación de la tasa debe justificarse.
  - Para la estimación de una tasa variable, el estudiante debe calcular el margen adecuado para la emisión de bonos considerando información histórica de emisiones similares según se muestra en el Anexo C. Se sugiere utilizar un margen de 3,5 %.

- Para los flujos de caja con tasa de interés variable, el estudiante debe realizar supuestos apropiados para la ventana de tiempo de la emisión. Estos supuestos deben justificarse.
  - Una vez estimados los flujos de caja en las condiciones indicadas, el estudiante debe calcular el costo de financiación para la emisión de bonos de Banco BTG Pactual y definir cuál sería la mejor opción. En todo caso, dicha elección debe estar acompañada de una justificación cualitativa indicando por qué es posible que el banco acceda a estos recursos a dicha tasa y considerando el tipo de mercado seleccionado en la pregunta anterior, la calificación de los títulos, la estructura de la emisión y el inversionista final.
- 3) Pregunta complementaria. *Identificar los riesgos asociados a la emisión de bonos, incluyendo los inherentes a los términos definidos en la pregunta anterior.*

El prospecto de emisión de bonos de Banco BTG Pactual relaciona los siguientes riesgos:

- El emisor, el estructurador, el agente líder colocador y el agente fiduciario son compañías vinculadas que hacen parte del Grupo BTG Pactual.
- Los controles y las restricciones sobre las remesas en moneda extranjera o las remesas a los inversionistas extranjeros en general podrían impedir la capacidad del emisor para realizar pagos en conformidad con los bonos.
- Las obligaciones del emisor en virtud de los bonos están subordinadas a ciertas obligaciones legales.
- El emisor puede emitir más deuda u otros instrumentos que puedan clasificar en igualdad de condiciones con los bonos.

Asimismo, en el reporte de calificación emitido por BRC Standard & Poor's (s. f.) se indican los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía que podrían afectar negativamente la calificación actual:

- El deterioro de la calificación en escala global de la matriz de Banco BTG Pactual S. A. – Cayman Islands Branch.
- La desmejora en la situación financiera del Banco BTG Pactual S. A. con su respectivo impacto en la de su filial en este territorio.

Bajo el flujo operativo del pago de la emisión según lo establecido en el Anexo E, el banco puede enfrentarse principalmente a dos riesgos: cambiario y de tasa de interés –según la elección tomada por el estudiante en la pregunta anterior–. Tal como se indica en el caso, Banco BTG Pactual tenía como política de cobertura que todas las operaciones realizadas en monedas diferentes al real brasileño o al dólar estadounidense debían ser cubiertas a través de instrumentos financieros en conformidad con las condiciones de cada operación.

## 11. Referencias

- Banco BTG Pactual S. A. (2019a). *Aviso de oferta pública de la emisión de bonos ordinarios a través de la sucursal de Islas Caimán* [en línea]. Disponible en <https://www.btgpactual.com.co/images/userfiles/files/formas/Home/Cayman%20Branch/Aviso%20de%20Oferta%20Publica%20BTG%20Pactual.pdf>
- Banco BTG Pactual S. A. (2019b). *Prospecto de información para la emisión de bonos ordinarios del Banco BTG Pactual S. A. a través de la Sucursal de Islas Caimán* [en línea]. Disponible en [https://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Bonos/Prospecto\\_Banco\\_BTG\\_Pactual\\_2019.pdf](https://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Bonos/Prospecto_Banco_BTG_Pactual_2019.pdf)
- BGT Pactual (s. f.-a). *Investor Relations, IR* [en línea]. Disponible en [http://ir.btgpactual.com/default\\_en.asp?idioma=1&conta=44](http://ir.btgpactual.com/default_en.asp?idioma=1&conta=44)
- BGT Pactual (s. f.-b). *Gobierno Corporativo* [en línea]. Disponible en <https://www.btgpactual.com.co/gobierno-corporativo/>
- BGT Pactual (s. f.-c). *Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Units* [en línea]. Disponible en <https://static.btgpactual.com/media/prospdef-btgpactual-2012.pdf>
- Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J. (2009a). Bond prices and yields. En *Investments* (9.<sup>a</sup> ed.), pp. 446-483. Ciudad de Nueva York, NY: McGraw-Hill.
- Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J. (2009b). The term structure of interest rates. En *Investments* (9.<sup>a</sup> ed.), pp. 484-511. Ciudad de Nueva York, NY: McGraw-Hill.
- Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. J. (2009c). Futures, Swaps, and Risk Management. En *Investments* (9.<sup>a</sup> ed.), pp. 788-822). Ciudad de Nueva York, NY: McGraw-Hill.
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.). *Resultados de las emisiones* [en línea]. Disponible en [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Resultados\\_Emisiones?action=dummy](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Resultados_Emisiones?action=dummy)
- BRC Standard & Poor's – S&P Global (s. f.). *Reporte de calificación de Banco BTG Pactual S. A. – Cayman Islands Branch* [en línea]. Disponible en [http://brc.com.co/calificaciones\\_busqueda.php?buscar=BTG+Pactual&Submit=+Ir+](http://brc.com.co/calificaciones_busqueda.php?buscar=BTG+Pactual&Submit=+Ir+)
- Clavijo, S. (2014). El segundo mercado de valores y su regulación. *Enfoque, Mercado de capitales* [en línea, 9 de octubre]. Disponible en [https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion\\_Corporativa/informe\\_de\\_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf](https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf)
- Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1995). *Resolución 440*. Disponible en [https://normograma.info/men/docs/pdf/resolucion\\_supervalores\\_0040\\_2095.pdf](https://normograma.info/men/docs/pdf/resolucion_supervalores_0040_2095.pdf)

- Colombia, Presidencia de la República (2010). *Decreto 2555*. Bogotá: Diario Oficial 47.771. Disponible en <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Decretos/1464776>
- Colombia, Presidencia de la República (2014). *Decreto 1019* [en línea]. Disponible en <http://wsp.presidencia.gov.co/Normativa/Decretos/2014/Documents/MAYO/28/DECRETO%201019%20DEL%2028%20DE%20MAYO%20DE%202014.pdf>
- Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.). *Guías informativas para emisores de valores* [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/13164>
- Fabozzi, F. (2013). Corporate Debt Instruments. Capítulo 7 en *Bond Markets, Analysis and Strategies* (8.ª ed.), pp. 155-186. New Jersey, NJ: Pearson.
- Fedesarrollo (2019). *Encuesta de Opinión Financiera, Boletín n.º 168* [en línea, abril]. Disponible en <https://www.fedesarrollo.org.co/content/encuesta-de-opinion-financiera-no168>
- Healy, P. (2013). BTG Pactual: Preserving a partnership culture. *Harvard Business School Case 113-094*, febrero.
- International Money Fund, IMF (2019). *World Economic Outlook Update, January 2019* [en línea]. Disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019>
- Portafolio (2020). Emisión de bonos seguiría su mejora durante el 2020. *Portafolio* [en línea, 29 de enero]. Disponible en <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/emision-de-bonos-seguiria-su-mejora-durante-el-2020-537584>
- Prieto Ariza, D. R. (2019). Segundo mercado como alternativa de financiación. *Asuntos legales* [en línea, 20 de julio]. Disponible en <https://www.asuntoslegales.com.co/analisis/diana-bogota-prieto-2613925/segundo-mercado-como-alternativa-de-financiacion-2886850>