

Allan D. MORRISON y William J. WILHELM, Jr., *Investment Banking. Institutions, Politics and Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007, 356 pp.

El libro de Morrison y Wilhelm es sumamente denso y dado el interés histórico y la actualidad de su objeto, requiere una reseña necesariamente extensa. La obra se inicia con una introducción donde se describen las transformaciones experimentadas por los mercados financieros de Estados Unidos durante las últimas décadas. En ella se ponen de manifiesto: la enorme expansión que han experimentado las transacciones financieras a lo largo de este período; el hecho de que una proporción creciente de las mismas se efectúe mediante contratos bilaterales al margen del mercado bursátil (*over the counter*); y la emergencia de los mercados de futuros, de opciones sobre tipos de cambio y de interés, de permutas financieras (*swaps*)... En el contexto de tales innovaciones, los autores constatan que los bancos de inversión han seguido desempeñando un papel clave en la intermediación de las emisiones de valores de renta variable y de renta fija efectuadas por empresas y corporaciones.

El propósito del libro es proporcionar una explicación económica de la existencia de la banca de inversión –desde una perspectiva institucional e histórica–, así como precisar sus actividades; la importancia de su producción de información; el papel central de la reputación en sus operaciones; la aportación de su capital humano y de sus redes de relaciones; y, por último, evaluar el impacto que han tenido el desarrollo de la informática y la codificación de muchas de las prácticas bancarias sobre dicha institución durante las tres últimas décadas. Para ello, en los dos capítulos siguientes (el 2 y el 3) se nos ofrece una reflexión teórica sobre la banca de inversión desde una perspectiva institucional; en los cuatro que vienen a continuación (del 4 al 7) se analiza su desarrollo histórico; y en los tres capítulos finales (del 8 al 10) se valora el impacto (y las consecuencias) de la aplicación de la informática y de la nueva economía financiera sobre el sector bancario; se describe la estructura operativa de la banca de inversión en la actualidad; y se realiza una valoración especulativa acerca de sus expectativas de futuro.

Por lo que respecta a la dimensión teórica de la banca de inversión, los autores insisten en la necesidad de que los agentes han de ser capaces de establecer la titularidad de uso de un activo y la capacidad de transferirlo libremente, lo cual exige precisar sus derechos de propiedad. Las instituciones son llamadas a reforzar estos derechos y, consecuentemente, disponer de dicho instrumento fuertemente implantado constituye una precondición para un desarrollo eficiente de la toma de decisiones económicas. Pero a este respecto, advierten que el sector privado puede proporcionar instituciones arraigadas y

operativas y hacer innecesario, por tanto, el establecimiento de derechos de propiedad por parte de la legislación formal. Esta observación se deriva de la constatación que un Estado fuerte e incontrolado se halla frecuentemente asociado con débiles instituciones relativas a los derechos de propiedad, lo que les induce a sustentar que éstos no pueden subsistir de un modo significativo sin que el poder del Estado sea restringido. Ello se consigue, en parte, a través de la separación del poder ejecutivo del judicial.

Pero, de otro lado, insisten en que la vida económica sería imposible sin la existencia de un Estado suficientemente fuerte para imponer la aplicación de las leyes y, sobre todo, de los contratos después de ser objeto de interpretación por los tribunales. Pese a que consideran que, a efectos prácticos, la actuación del Estado se halla mediatizada negativamente por dos problemas: en primer lugar, porque existen limitaciones a la formalización por escrito de algunos contratos y, por ello, no pueden ser dictaminados por los tribunales; y, en segundo lugar, a causa de que toda discrecionalidad otorgada a la actuación del Estado implicará que la misma se convierta en una vía de búsqueda de rentas que incidirá negativamente sobre la aplicación y formalización de contratos legales. De ello infieren que estos problemas justifican la aparición de instituciones privadas y de contratos extralegales.

En cualquier caso, piensan que todo incremento de discrecionalidad en la actuación de la burocracia estatal y la existencia de una judicatura dispuesta a acatar las directrices del Estado implicará un aumento de las actividades de búsqueda de rentas tanto por parte del sector privado, como del público. Y que ello comportará que los individuos y las empresas se refugien, en mayor medida, en instituciones privadas, cuyas actividades son difíciles de valorar y, por tanto, de controlar. El auge de las instituciones privadas puede estimular la búsqueda de rentas por parte del Estado, lo cual dará lugar a que se conviertan en causa de litigios y de legislación.

Exponen que las instituciones privadas facilitan la creación e intercambio de derechos de propiedad que no pueden ser formalizados por los tribunales. Estos contratos efectuados bajo el amparo de instituciones privadas generalmente no tienen fuerza legal, pero su aplicación es factible por cuanto su incumplimiento destruye la reputación de la parte defraudante. Por tanto, puesto que las transacciones son frecuentemente imposibles bajo la legislación formal, los contratantes tienen interés en establecer instituciones privadas en las que arriesgan su reputación. De otro lado, Morrison y Wilhelm argumentan que la actuación del Estado, de los tribunales y de las instituciones privadas se halla mediatizada por otros factores y, particularmente, por los cambios tecnológicos. En la medida en que los cambios tecnológicos faciliten la contratación formal contribuirán a disminuir la dependencia de la reputación privada y las instituciones en las que se sustenta.

Por lo que respecta a la funcionalidad de la banca de inversión, los autores observan que el desarrollo económico no reside únicamente en el proceso de producción de innovaciones, sino también en su diseminación entre los capitalistas potencialmente interesados en ellas. Para ello es de extrema importancia que existan incentivos de propiedad para hacer viable su producción y difusión y la obtención de un precio pertinente por ellas, en un contexto en el que la asignación de un valor equitativo de los derechos de propiedad sobre la información no es tecnológicamente factible. Esto requiere la intermediación de los bancos de inversión, es decir, de instituciones de derechos de propiedad informales

llamadas a sustituir los derechos de propiedad formales y legales, aportando información sobre el precio pertinente. En definitiva, los bancos de inversión crean y gestionan los mercados necesarios para lanzar una nueva emisión, en los cuales los innovadores buscan productores de información capaces de establecer un precio pertinente e inversores a gran escala susceptibles de proporcionar liquidez y, también, pequeños inversores. Por tanto, los bancos de inversión actúan como intermediarios en este mercado: reúnen información de los productores de la misma y la divulgan entre los innovadores e inversores. Puesto que dicha información no es contratable, la reputación del banco de inversión desempeña un papel fundamental en la gestión de la red y en la maximización del valor obtenido de la transacción.

En este proceso, los bancos de inversión mantienen una relación bilateral con la mayoría de sus compradores de información (*issuers*) y, por tanto, si éstos no son habituales en el mercado, aquellos pueden sentir la tentación de estafar a alguno de tales compradores. En opinión de Morrison y Wilhem, esta posibilidad no se practica, porque el banco se arriesgaría a perder su reputación. En cualquier caso, el mantenimiento de su reputación pública deriva de que resulte creíble su compromiso de jugar limpio con los *issuers*. Esto implica que los compradores de información prefieran tratar con un banco de elevada reputación, aún a costa de pagar mayores honorarios, y determina que los bancos se muestren remisos (o rechacen) a participar en la emisión de valores de calidad incierta. Por consiguiente, se produce una estratificación del mercado de la banca de inversión en función de la reputación, dado que todo banco que acepta operaciones de emisión que comportan incertidumbres ve dañada su credibilidad. En consecuencia, la gestión de la reputación comporta barreras de entrada en las redes tanto para los productores de información, como para los grandes inversores y también para los *issuers*.

Las múltiples redes que existen en dicho proceso pueden ocasionar que la información sea filtrada y, por tanto, que esto redunde en su desvalorización en los mercados. Por ello, los bancos de inversión tratarán de evitar que sus productores de información mantengan activas relaciones con otros bancos. Pero si existen sobreposiciones en sus redes, los bancos internalizarán la información uniendo sus fuerzas mediante la formación de sindicatos. Estos proliferan cuanto más dispersa se halle la información y cuando la magnitud de los capitales en juego sea mayor.

Los autores precisan que otro problema al que se enfrentan los bancos de inversión es la elevada movilidad de su fuerza de trabajo altamente cualificada. Ello les ha obligado a desarrollar métodos tendentes a establecer débiles derechos de propiedad extralegales sobre su capital humano para evitar la pérdida de las rentas generadas por el mismo. En el pasado, la condición de socio servía para atar el capital humano a la empresa. Últimamente, sofisticados acuerdos de compensación intentan conseguir el mismo resultado, y cuando los mismos no crean derechos de propiedad suficientemente fuertes sobre las habilidades adquiridas por el personal ocupado, los bancos de inversión pueden formar divisiones separadas en las cuales el capital humano es particularmente importante.

En los siguientes capítulos, Morrison y Wilhelm se ocupan de trazar los orígenes y el desarrollo histórico de la banca de inversión. Empiezan con una referencia a la precocidad de Amsterdam como cuna de habilidades y de nuevas prácticas financieras y mercantiles, aunque insisten en que la fundación de los mercados modernos de capital tuvo lugar a lo

largo del siglo XVIII. A su entender, la revolución inglesa de 1688 desempeñó un papel fundamental en este sentido, porque fortaleció los derechos individuales de propiedad y limitó cualquier actuación arbitraria del Estado. El mercado londinense posibilitó que la corona británica pudiera colocar empréstitos sin precedentes para financiar las numerosas guerras que sostuvo durante este siglo. El mercado bursátil de Londres se desarrolló bajo el impulso del comercio ultramarino y de la deuda gubernamental y fue utilizado, de manera creciente, para coadyuvar a la financiación de propietarios y empresas.

Paralelamente, los comerciantes vinculados al nuevo comercio atlántico adquirieron habilidades para gestionar relaciones y flujos de información en un contexto en el que la legislación mercantil internacional era incipiente, relacionadas, sobre todo, con el mercado de letras de cambio. El caudal de conocimientos acumulado por dichos comerciantes –sobre equivalencias monetarias, solvencia de los libradores o endosantes de letras, legislaciones específicas de cada país, etc.– y la red que fueron tejiendo tuvieron una importancia esencial para la economía estadounidense del siglo XIX, puesto que dicho país dependió de crecidas importaciones netas de capital para hacer posible su industrialización. Los comerciantes trasatlánticos se dedicaron, de manera creciente, a actividades financieras y, finalmente, se produjo su mutación hacia la banca de inversión. La trayectoria de los Rothschild, Brown Shipley o Baring Brothers constituyen buenos ejemplos de dicha transformación.

En la obra que nos ocupa se evidencia que con anterioridad a la guerra civil, la banca de inversión en Estados Unidos tenía una actividad financiera significativa. Estaba constituida por bancos privados bien relacionados con las redes financieras internacionales dedicados a la importación de capital para financiar la deuda de los estados, del gobierno federal y, sobre todo, los ferrocarriles. Estas entidades habían tenido su origen en casas dedicadas al comercio internacional de mercancías (sobre todo de algodón) vinculadas al mercado de letras de cambio. El ascenso económico de estos comerciantes había derivado de sus redes comerciales y de su reputación, que les permitió aplicar contratos extralegales en un contexto de debilidad de los derechos de propiedad. La afirmación, durante la primera mitad del XIX, de una teoría contractual fundamentada en la noción subjetiva de valor limitó las expectativas de fraude y representó una tendencia hacia la consolidación de los derechos de propiedad. Esto posibilitó un mayor desarrollo del comercio e intensificó las demandas de capital. Personajes vinculados a dicho comercio y bien relacionados con banqueros europeos, como Anthony Drexel o Pierpont Morgan, regentaban casas que acabaron constituyendo el embrión de la banca de inversión norteamericana.

La legislación comercial redujo el valor de las redes de información y de reputación que habían sustentado el comercio transatlántico, aun cuando la credibilidad y el conocimiento de los mercados continuaron siendo fundamentales para valorar la solvencia de comerciantes y de empresas. La rentabilidad del comercio transoceánico se vio crecientemente erosionada por innovaciones tecnológicas en las comunicaciones –como la difusión de la marina de vapor o la existencia del cable telegráfico submarino a partir 1866–, que convirtieron en innecesaria la intermediación entre productores y consumidores. En este contexto, los comerciantes con gran reputación y amplias redes comerciales se desplazaron hacia el mercado primario de valores, en el cual dichos activos informales eran susceptibles de crear estructuras casi-legales en dicho mercado. Paralelamente, el desarrollo del mercado bursátil puede interpretarse como una respuesta a la inadecuación legislativa

y a las restricciones a los derechos de propiedad en el mercado secundario de valores. Los corredores de cambio (o *brokers*) de Nueva York tomaron la iniciativa de constituir un *Board* con objeto de concentrar la transacción de valores y de disponer de registros de los cambios, que, a partir de 1863, pasó a denominarse New York Stock Exchange (NYSE). En el curso de la segunda mitad del siglo XIX, dicha transición se consolidó plenamente y se produjo la emergencia de los bancos de inversión llamados a tener una posición dominante a finales de siglo. En estos años, la banca de inversión comenzó, además, a experimentar en los campos de distribución al detalle de valores y en las tareas de asesoramiento de empresas y en el trato con *issuers*, que había de convertirse en uno de los fundamentos de su negocio. En definitiva, la banca de inversión había asumido ya un papel central en la economía norteamericana. La misma había arraigado definitivamente a través de las casas constituidas por emigrantes alemanes (en buena parte judíos) como J.W. Selinman and Co.; Kuhn, Loeb and Co.; Goldman Sachs o Lehman Brothers; y por la denominada banca *yankee*, J.P. Morgan and Co., Kidder Peabody and Co., Lee Higginson and Co. y los bancos First National Bank y National City Bank, ambos de Nueva York, el primero dirigido por George F. Baker y el segundo dominado por James Stillman.

El último tercio del siglo XIX, bajo el imperio del *laissez faire*, fue una época dorada para la banca de inversión norteamericana. Sus grandes fuentes de negocio fueron, primero, la consolidación de la deuda pública generada por la pasada guerra civil; después, la colocación de acciones y bonos emitidos por las compañías ferroviarias y, posteriormente, su reestructuración financiera a causa de su suspensión de pagos de los ferrocarriles, que les reportaron elevados honorarios de gestión y pingües beneficios de negociación de los valores emitidos a raíz de las conversiones; y por último, los grandes réditos obtenidos de la gestión de la ola de fusiones y adquisiciones en el sector industrial que dio lugar a la formación de las grandes corporaciones norteamericanas de carácter acusadamente oligopolístico o monopolístico. Los bancos implicados en la gestión de este proceso fueron únicamente seis: J.P. Morgan and Co.; First National y el National City Bank, de Nueva York; Kuhn, Loeb and Co y las dos casas más pequeñas de Boston, Kidder, Peabody and Co. y Lee, Higginson and Co. Y fue protagonizado, básicamente, por una docena de financieros, entre los cuales cabe destacar a Morgan, Baker, Stillman y Loeb.

Morrison y Wilhelm ponen de manifiesto que el ascenso de dichos banqueros estuvo supeditado, en sumo grado, al hecho de que pudieran operar en un entorno político y legal que, no sólo reconocía, sino que santificaba los contratos y la propiedad privada y que, a su vez, les dejaba amplio margen para operar de manera alegal. En efecto, la emergencia de los grandes negocios dejó obsoletas las instituciones preexistentes, y la banca de inversión encabezó la experimentación para desarrollar nuevas formas organizativas que facilitaron la movilización del capital con poco soporte por parte del Estado. Su éxito dependió, en sumo grado, de su capacidad para mantener y fortalecer su reputación entre los inversores —esparcidos por toda Norteamérica y Europa—, dado que disponían de unos recursos propios relativamente modestos. Era, en definitiva, su reputación lo que posibilitaba su función de inversores a gran escala en grandes empresas y en fondos públicos. En el libro que comentamos también se evidencia que la opinión pública americana había adquirido conciencia de la creciente influencia de la banca de inversión, particularmente después de la ola de fusiones de finales del XIX. La reafirmación de su poder se produjo en el otoño de 1907, cuando Morgan, con la colaboración de Baker y de Stillman del First

National y del City Bank, respectivamente, se prestaron a actuar como prestamistas de última instancia ante el pánico desencadenado por la quiebra de Knickerbocker Trust Co.

Ello evitó la quiebra de incontables bolsistas y de diversas grandes entidades financieras. Pero como advierten Morrison y Wilhelm, también alertó a la sociedad americana de que esto era indicativo de una excesiva y peligrosa concentración de poder derivada de la presencia de los banqueros, de manera formal e informal, en los consejos de administración de las grandes empresas, lo cual les permitía tenerlas bajo su control mediante una tupida red de contratos. Esto fue interpretado como un peligro para la democracia americana. Y tal preocupación determinó que los bancos se convirtieran en foco de atención de legisladores, grupos de presión y políticos que pugnaron por poner los derechos de propiedad extralegales de la banca de inversión bajo el control de la ley. Este giro contó con el apoyo de aportaciones teóricas de carácter legal y político que justificaban la necesidad de una intervención del Estado en esferas que hasta entonces se habían contemplado como privadas. En esta época, había arraigado en la opinión pública americana la convicción de que los banqueros de inversión habían acumulado excesivo poder que usaban irresponsablemente a expensas de la mayoría de la gente trabajadora. Esta evidencia era compartida por el movimiento populista surgido de las penurias económicas experimentadas por los granjeros del sur y del noreste debido al descenso de los precios a partir de 1870, que culminó con la crisis agraria de los años 1890. Estos granjeros se sentían desarraigados del mundo moderno y compartían la creencia de que “toda la historia de América desde la guerra civil había de ser entendida como una constante conspiración del poder del dinero internacional” (p. 189). De otro lado, en los primeros años del siglo XX, emergió el movimiento progresista arropado por el rápido desarrollo de una próspera clase media que contemplaba las grandes corporaciones como entes gestionados por individuos que adoptaban decisiones económicas que les afectaban y sobre las cuales no conocían nada. Este sentimiento queda bien reflejado en el libro del influyente abogado progresista Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* (1914), en el cual acusó a los banqueros de controlar los negocios americanos utilizando las “reservas de ahorro de la gente” (p. 201). Paralelamente, los trabajos del denominado *Pujo Committee* (1912) comportaron que numerosos estados de la Unión promulgaran leyes sobre transacción de valores y de regulación financiera. El primero en hacerlo fue el de Kansas y tuvo por objeto proteger al pequeño inversor de estafadores que podían llegar a “vender lotes de edificios en el cielo azul” (p. 201). Las que aprobaron, sucesivamente, otros estados fueron conocidas como *Blue Sky laws*.

En definitiva, la afirmación del estado regulador desafió el poder de la banca de inversión. Una serie de investigaciones del Congreso tuvieron a los banqueros bajo presión en respuesta a las crecientes demandas de intervención del Estado sobre sus actividades. El crack de 1929 y el fiasco financiero que lo provocó y acompañó determinaron, finalmente, que durante los años 1930 se produjera una total reorganización del sector y que fuera regulado en su conjunto. Los políticos del New Deal diseñaron un programa de actuaciones para tratar de hacer frente a los problemas económicos y sociales ocasionados por la “gran depresión” y, en general, consistía en una serie de medidas de sesgo claramente intervencionista. En la vertiente financiera, la actuación más relevante consistió en la promulgación de la *Banking Act* de junio de 1933 –también conocida como *Glass-Steagall Act*–, que estableció el *Federal Deposit Insurance Corporation* para proteger a los depositantes y la separa-

ción entre banca comercial y banca de inversión, lo cual obligó a la banca privada a escoger entre la negociación de valores y la aceptación de depósitos. Esta ley prohibió también a los socios y altos cargos de los bancos de inversión ejercer de directores o formar parte del personal directivo de los bancos comerciales adscritos al *Federal Reserve System*. Las políticas anti-monopolísticas derivadas de la época del New Deal culminaron con el juicio contra Morgan Stanley entre 1950 y 1953. El litigio fue mal concebido y, finalmente, el juez Medina desestimó la demanda del gobierno estadounidense. En cualquier caso, como afirman los autores de este libro, si el juicio se hubiera resuelto a favor del gobierno, la banca de inversión habría recibido un duro golpe y ello hubiera obligado a efectuar una profunda reestructuración del capitalismo americano.

Pero cuando aún coleaba este trance, como muy bien apuntan Morrison y Wilhelm, en el transcurso de la segunda mitad del siglo XX, la banca de inversión se vio profundamente alterada por dos “revoluciones”: las derivadas del desarrollo de la informática y de la economía financiera. Las compañías de seguros fueron pioneras en adoptar la tecnología electromecánica de las tarjetas perforadas desarrollada por Herman Hollerith en 1890, y también fueron las primeras en utilizar las nuevas computadoras electrónicas Univac a partir de 1954. Pese a que IBM dominó el mercado de la lectura de fichas perforadas a lo largo de la primera mitad del siglo, la aplicación comercial de la computadora no tuvo lugar hasta los años 1950. El sistema de cintas magnéticas para almacenar datos desarrollado por Univac fue contrarrestado por IBM mediante las tarjetas operativas (IBM 650), que posibilitaron una elevada velocidad de conversión entre cintas y tarjetas. Ello integró los dos sistemas existentes.

Los bancos de inversión adoptaron con extrema lentitud la tecnología de las computadoras: la posibilidad de obtener economías de escala podía poner en peligro su reputación. Una rápida expansión hacia nuevos mercados podía generar grandes beneficios, pero también implicaba elevados riesgos. Por ello, los primeros bancos en utilizar la informática fueron casas que operaban en la venta al detalle, como Merrill Lynch. Pero el proceso no cobró ímpetu hasta finales de los años 1950 y, sobre todo, durante la siguiente década, con la aparición de las computadoras de transistores, que precedieron a las de válvulas. RCA e IBM anunciaron planes tendentes a dotar de servicios informáticos al distrito financiero de Wall Street, lo que puso de manifiesto la existencia de prevenciones por cuanto se temía que la externalización del proceso de datos podía poner al alcance de competidores las listas de clientes o el secreto de los contratos.

Esto se conjugó con el hecho de que los avances en la tecnología de la información –que facilitaba la automatización de las tareas administrativas– propiciaron que tanto directores de fondos de inversión como pequeños inversores participaran en el mercado, y que los valores pudieran ser vendidos a gente que anteriormente no había sido contemplada como suficientemente adinerada para jugar en la bolsa. Los años 1960 fueron testigos de un enorme incremento de la actividad del mercado de capitales norteamericano. El volumen medio diario de transacciones de valores en el NYSE era, en torno a 1960, de 3 millones; esta cifra casi se cuadruplicó en 1970; y se cuadruplicó de nuevo en 1980. El ritmo de crecimiento de las transacciones se ha acelerado a partir de 1980.

El cambio tecnológico alteró las estructuras de la banca de inversión. Pese a que Merrill Lynch se adelantó en la adopción de la informática –que le permitía efectuar asien-

tos y proporcionar información a su red de sucursales a un coste marginal mínimo—, como era previsible, pronto se enfrentó con elevados niveles de competencia por parte de otros operadores al detalle. Paralelamente, todas las empresas que operaban en el NYSE sobre la base de procesos manuales de administración interna se vieron desbordadas por la enorme expansión del volumen de transacciones, lo cual comportó la crisis de la oficina tradicional durante el período de 1967-70. En 1972 el NYSE y la *American Stock Exchange* automatizaron el servicio de proceso de datos; en 1976 se introdujo el sistema Dot que computarizó las órdenes del parquet y su ejecución; y finalmente, en 1978 se implantó el *Intermarket Trading System*, el primer sistema electrónico orientado a la integración y a promover la competencia entre los diversos mercados de valores.

Este proceso evidencia que en el seno del sistema bancario, la informática había inclinado la balanza a favor de las economías de escala y que ante este reto, la banca al detalle había realizado, a comienzos de los años 1970, las imprescindibles ampliaciones de capital para alcanzar una dimensión adecuada. Esto había comportado que Merrill Lynch ocupara, en esta época, el sexto lugar en el ranking de la banca norteamericana —a la par que tenía una posición puntera por volumen de negocio— y que empezara a desafiar la hegemonía de la gran banca tradicional encabezada por Morgan Stanley y First Boston.

La difusión de la informática estuvo acompañada por un espectacular aumento de la velocidad del cómputo de datos. La velocidad de procesamiento de la IBM 4341 de 1979 era del orden de 1.143.000 superior al de la IBM 650 de 1953. El consiguiente abaratamiento de costes facilitó la difusión de los microordenadores de mesa, lo cual trajo consigo que los empleados pudieran manejar sus ordenadores en tiempo real. Los bancos utilizaron, casi de inmediato, esos ordenadores en sus oficinas de cara al público, y la hoja electrónica de cálculo fue el instrumento básico para que el personal pudiera hacer un uso eficaz de los mismos sin necesidad de tener conocimientos de programación. Ello permitió manipular, con facilidad, grandes tablas de datos y efectuar cálculos estadísticos de sus contenidos.

La automatización de la oficina de cara al público ha dado lugar a que el capital humano se haya visto progresivamente desplazado por las nuevas tecnologías. En la actualidad, los inversores pueden efectuar sus órdenes por medios electrónicos y seleccionar, de inmediato y sin intervención humana, el mercado bursátil mundial que ofrece un precio más competitivo. Este *modus operandi* ha generado una creciente competencia entre los mercados internacionales y ha tendido a marginar la intermediación humana. La desintermediación se ha hecho extensiva, incluso, a los grandes inversores, que ahora pueden acceder directamente a la London Stock Exchange y contratar a través de plataformas electrónicas.

Por lo que a esto se refiere, Morrison y Wilhelm admiten que la introducción de las nuevas tecnologías en el negocio bancario ha implicado ganancias de eficiencia a costa de devaluar el papel de la reputación propia de la banca de inversión. Pero, al mismo tiempo, quieren creer que la reputación de esta banca para generar información socialmente valiosa sobre las nuevas emisiones de valores subsistirá, y que la tecnología sólo será introducida en el proceso de suscripción una vez la información sea descubierta o cuando la misma sea irrelevante. Este es el caso de títulos que pueden ser fácilmente valorados y que, por consiguiente, se hallan sujetos a la denominada *off-the-shelf* (compra de inme-

diato sin intermediación) que afecta a los valores de la deuda con particular intensidad. No obstante, la existencia de la banca de inversión se enfrenta a otro tipo de amenaza derivada de voces críticas que sugieren que la mejor forma de lanzar al mercado nuevas emisiones sería ofrecer su suscripción en pública subasta, mediante lo cual se establecería un precio de colocación que ni el banco de inversión ni el emisor podrían rechazar. Los avaladores de esta propuesta argumentan que tal procedimiento viene, en gran medida, forzado por el desarrollo de internet, que ha reducido drásticamente los costes de solicitud. En definitiva, se impone la conclusión que la necesidad de la reputación aportada por la banca de inversión ha disminuido considerablemente, mientras que los avances derivados de la informática y de las nuevas tecnologías de la comunicación han generado un creciente proceso de desintermediación.

De otro lado, los autores de la obra que reseñamos observan que, paralelamente, el desarrollo de la nueva economía financiera ha alterado también las prácticas de la banca de inversión y transformado los mercados financieros durante la segunda mitad del siglo XX. Esto ha incidido, en primer lugar, sobre la teoría de la cartera de inversión posibilitando una medición más precisa del comportamiento y riesgos de la inversión; y en segundo lugar, en la asignación de precios para la emisión de nuevos valores y complejos productos financieros derivados. El primer eslabón de la nueva teoría tuvo lugar en los años 1950 con la elaboración de métodos y fórmulas para cuantificar el riesgo de las carteras de valores. Ello posibilitó efectuar estimaciones sobre las relaciones del riesgo de un valor y sus expectativas de rendimiento. La más común de estas técnicas es la de la aproximación *Value-at-Risk* (riesgo de un valor) desarrollada a comienzos de los años 1990. Los modelos, si están correctamente estimados, se fundamentan sobre un elevado número de observaciones sobre precios, lo cual se ha visto facilitado por la creciente potencia de las computadoras y por el creciente volumen de transacciones. El segundo eslabón conceptual consiste en la metodología de la “valoración relativa” de un valor o de una empresa, que se fundamenta en estimaciones sobre futuros flujos de ingresos establecidos sobre la base de descontar del presente previsiones de inflación, de variación de los tipos de cambio, de crecimiento del PIB... Esto permite a los analistas establecer comparaciones de riesgo sobre bases ajustadas entre valores alternativos, que si son identificados con similares estimaciones de ingreso y de riesgo pueden tener el mismo precio de mercado. Entonces, en el supuesto de que los mercados funcionen bien, las oportunidades de arbitraje podrían ser pocas y distanciadas entre sí, porque la explotación de tales observaciones presiona al alza sobre los valores de precios bajos y contribuye a reducir los de precios elevados hasta que el beneficio potencial se extingue.

Por tanto, en el supuesto de un mercado en equilibrio, este instrumento proporciona datos para analizar el riesgo “relativo” y los precios de una amplia gama de productos financieros. Ello ha tenido un gran impacto sobre la práctica financiera sustentada en el supuesto de que mediante la formación de una cartera de acciones y bonos es posible obtener un derivado que reduce riesgos y crea una expectativa de ingreso mucho más segura, en tanto que el valor de la cartera será el mismo que el del derivado. Estas aportaciones han dado lugar a la denominada *securitization* (o bursatilización) surgida de la agregación de deudas con diferentes riesgos, que dan lugar a la emisión de valores respaldados por el cesto de dichas deudas, así como a los denominados “bonos basura”.

La reconversión del tejido industrial estadounidense impuesta por el desarrollo tecnológico abrió un nuevo campo a la especulación financiera: las compras de empresas en gran parte financiadas (o “apalancadas”) mediante la emisión de empréstitos a gran escala. Estas ofertas de compra cobraron gran auge debido, en parte, a que no suscitaban interés alguno por parte de los reguladores. El elevado riesgo de estos bonos implicó que fueran denominados, primero, “angeles caídos” y, finalmente, “bonos basura”. La casa Drexel Burnham Lambert se especializó en estas operaciones a partir de los años 1970 bajo la dirección de Michael Milken, el cual impulsó la creación de un mercado en expansión para este papel: compensó el alto riesgo de impago a base de ofrecer a los suscriptores remuneraciones relativamente muy elevadas. El “boom” de fusiones durante los años 1980 acrecentó el volumen de las emisiones de “bonos basura”. Mientras tanto, los elevados niveles de endeudamiento de las empresas implicadas forzaron a sus gestores a maximizar su eficiencia para evitar la quiebra. Por lo que a esto se refiere, se ha dicho que tales “apalancamientos” implicaron una “dual revolución en la economía americana –una en la financiación empresarial y otra en la gestión de las empresas– que alteraron profundamente los modelos de poder y de comportamiento de gestión...” (p. 262).

La expansión de las fusiones y adquisiciones “apalancadas” mediante la emisión de “bonos basura” suscitó, finalmente, la alarma de las autoridades. En mayor medida debido a que una elevada proporción del mercado de “bonos basura” se sustentaba sobre la reputación personal de Milken; proliferaban tácticas cada vez más agresivas para obtener el control de empresas; y cobraba auge la práctica de la *securitization* para aumentar su clasificación y colocarlos en fondos de pensiones, compañías de seguros, etc. En 1989, Milken fue investigado por Rudolph Giuliani y sobre la base de *Racketeers Influenced and Corrupt Organisations Act* fue acusado de prácticas financieras fraudulentas, de buena parte de las cuales el encausado se reconoció culpable. La forzada salida de Milken no acabó ni con las emisiones ni con el mercado de “bonos basura”; por el contrario, otros llenaron rápidamente el vacío que él dejó. Un periodista escribió al respecto que “la llegada del Sr. Milken fue la mayor de las ayudas que el mercado de bonos ‘basura’ nunca recibió. Su forzado retiro fue la segunda de sus grandes ayudas...” (p. 263).

En la evolución del mercado financiero norteamericano durante las últimas décadas –según ponen de manifiesto Morrison y Wilhelm– existe otro elemento a considerar. La progresiva erosión de la *Glass-Steagall Act*, que dispuso la separación entre la banca de inversión y la banca comercial. Este proceso empezó cuando en diciembre de 1986, la Federal Reserve (Fed) aprobó una solicitud de Bankers Trust por la cual fue autorizado a suscribir valores. Esto provocó un alud de nuevas solicitudes por parte de bancos comerciales, y dicho antecedente obligó a la Fed a autorizar la suscripción de emisiones de deuda empresarial a Citibank, Chase Manhattan, J.P. Morgan y Security Pacific, entre otros. En definitiva, amparándose en tal permisividad, los bancos comerciales compitieron con la banca de inversión en el mercado de venta de préstamos, en altamente “apalancadas” compras de empresas, en recapitalizaciones... Por lo demás, los bancos comerciales tenían evidentes ventajas comparativas, primero, porque estaban respaldados por el seguro de depósitos, y después, debido a que existía una percepción ampliamente compartida de que eran demasiado grandes como para temer que pudieran quebrar.

En este deslizamiento hacia la suscripción de deuda, los bancos comerciales se hallaban bien dispuestos: los valores de la deuda tenían mucho en común con los préstamos de

la banca comercial y la valoración de los bonos era susceptible de ser tratada con las técnicas que habían desarrollado para el negocio de los préstamos. Existían, pues, claras complementariedades entre ambos negocios. No obstante, pese a la gran capitalización de los bancos comerciales y la amplitud de escala en la que podían operar, no estaban todavía en condiciones de competir con la banca de inversión en negocios intensivos en capital humano tácito. En la medida en que sus primeras incursiones en el mercado de la deuda tuvieron éxito, se plantearon acceder al negocio de la suscripción de valores, frecuentemente a través de la adquisición de uno de los bancos de inversión existentes.

No obstante, fueron los cambios tecnológicos los que catapultaron la entrada de los bancos comerciales en los mercados de valores en los años 1990, apoyada en la denominada ingeniería financiera orientada al “empaquetado” y venta de cualquier riesgo. Por efecto de ello, el riesgo de los créditos de los bancos comerciales fue progresivamente transferido, bien a través de la llamada “titularización” (lanzamiento de emisiones de valores respaldados por grandes lotes de deuda de distinta calidad) o bien cedido a otras instituciones financieras mediante el mercado de derivados de crédito, particularmente a las compañías de seguros. Esto comportó finalmente –como había sucedido en Europa en un contexto menos regulado– un alud de fusiones y adquisiciones, proceso de concentración que se aceleró a raíz de que la *Gramm-Leach-Bliley Act* (de noviembre de 1999) eliminara las barreras legales a la integración de empresas de servicios financieros implantadas por la *Glass-Steagall Act*, que definitivamente dejó de existir.

Morrison y Wilhelm apuntan que el conjunto de estas innovaciones ha tenido efectos de gran trascendencia sobre la banca de inversión. Primero, porque la codificación y la estandarización han implicado que muchas actividades que en el pasado habían estado reservadas en exclusiva a las habilidades tácitas de los banqueros de inversión puedan ahora ser adquiridas en las escuelas de negocios. Y segundo, porque la competencia en los negocios financieros se ha incrementado a niveles sin precedentes. Sin embargo, constatan que la banca de inversión de finales del siglo XX era, pese a todo, bastante bipolar. De un lado, los bancos de inversión han continuado proporcionando los servicios de relaciones intensivas que siempre han ofrecido: asesoramiento, suscripción compleja de valores...; y del otro, se hallan implicados en negocios que por su gran magnitud son muy intensivos en capital, ofrecen bajos márgenes y exigen ser ampliamente comercializados. Estas dos líneas de negocio son difícilmente compatibles. Y en este sentido afirman que esta segunda línea, aunque tradicionalmente ha sido llevada a cabo por los bancos de inversión, no se puede considerar como su actividad esencial, sino que su razón de ser son los negocios basados en relaciones de reputación.

Por último, dichos autores insisten en que la banca de inversión ha estado históricamente relacionada, desde sus orígenes, con el conocimiento tácito aplicado a la colocación de nuevas emisiones, selección y gestión de estrategias de transacción, y a la oferta de actividades de asesoramiento. En la medida en que la información sensible sobre precios constituye su razón de ser, es imposible establecer derechos formales de propiedad sobre el conocimiento tácito. Por ello, los banqueros de inversión se vieron forzados a desarrollar mecanismos extralegales para mantener tales conocimientos y transferirlos a través de relaciones de formación en el seno de sociedades colectivas.

Las “revoluciones tecnológicas” de finales del siglo XX han comportado una reestructuración de gran calado de la banca de inversión. La codificación del conocimiento y la

búsqueda de economías de escala implicaron que los bancos se convirtieran en sociedades anónimas con objeto de aumentar su capital y poder alcanzar una dimensión óptima en las nuevas condiciones del mercado. Esto llevó consigo un enorme incremento de la movilidad laboral y, consiguientemente, un debilitamiento de los derechos de propiedad de la banca de inversión sobre el conocimiento tácito y las innovaciones financieras. La erosión de este patrimonio condujo a la banca de inversión al uso de contratos que restringían la movilidad del personal (fundamentados en la denominada *black-letter law*) y a través de los innovadores *covenants not to compete* (pacto de no competir) que comprometen a los empleados a no trabajar al servicio de una empresa competidora durante un determinado período de tiempo una vez desvinculados de su antiguo empleo. Mediante estas prácticas, la banca intenta proteger su inversión en la formación de sus empleados, mientras que a través de la reciente explosión de patentes financieras intenta prevenir la apropiación de ideas innovadoras.

Estos instrumentos se han mostrado bastante ineficientes, ya que los derechos de propiedad formal sobre el capital humano y las innovaciones financieras son difíciles de establecer. Por ello, la banca de inversión ha vuelto a su tradición de utilizar vías extralegales y organizativas para proteger dichos intereses. La solución para resolver este dilema ha sido segmentar el negocio en dos empresas distintas. Por una parte, la sociedad anónima especializada en actividades de transacción y gestión de inversiones codificables a gran escala, y, de otra, compañías dedicadas a tareas de asesoramiento, en las cuales el capital humano tácito es el elemento básico y las economías de escala son negligibles. Esto ha dado lugar recientemente al desarrollo de la banca de inversión *boutiques*, es decir, las únicas empresas que en la actualidad integran las habilidades tácitas y de relación que históricamente han estado asociadas con la banca de inversión.

El último capítulo del libro lleva por título: “¿Qué viene ahora?” En él, los autores insisten en que la banca de inversión ha surgido como una necesidad derivada del hecho de que las demandas de información de los mercados de capital son demasiado complejas y han de ser atendidas mediante contratación fuera del alcance de la que los tribunales pueden aplicar. Puntualizan que durante su expansión a lo largo del siglo XIX fue artífice de la gran empresa norteamericana y que su actuación dentro del moderno mercado de capitales ha contribuido a resolver muchos problemas complejos de asignación de recursos. Precisan que se ha ido transformando en concordancia con las necesidades de sus clientes y que se ha visto forzada a cambiar ante los avances tecnológicos que han alterado la naturaleza y la distribución de información en la transacción de valores. Terminan la obra con una prudente sentencia: “Somos demasiado inteligentes, o no suficientemente inteligentes, para intentar predecir el futuro...” (p. 310). Pero se atreven a pronosticar que la nueva banca de inversión se desarrollará a partir de la dialéctica entre bancos de inversión de servicios totales y altamente capitalizados y las pequeñas empresas financieras *boutiques*. Porque piensan que la banca de inversión siempre necesitará el soporte del factor humano y de habilidades tácitas. Para ellos, el desafío de la banca de inversión ha de ser, en el futuro, crear en el seno de grandes sociedades la pequeñez que requieren dichas cualidades.

El libro de Morrison y Wilhelm fue publicado en 2007 y fue escrito, por tanto, antes del estallido de la burbuja inmobiliaria relacionada con las hipotecas *subprime* y de la profunda crisis bancaria y financiera que ha tenido intensos efectos depresivos sobre

la economía real a nivel global. Ello ha obligado a los gobiernos a intervenir para proporcionar liquidez a la banca con objeto de evitar su colapso, efectuar operaciones de rescate de entidades financieras en situación desesperada y nacionalizaciones que deberán ser financiadas por los contribuyentes. Esto no consiguió evitar las quiebras de Bearn Stearns y Lehmann Brothers, por ejemplo. Es aventurado formular conjeturas acerca de si los autores del libro, a la luz de estos acontecimientos, hubieran variado su enfoque o introducido matizaciones en alguno de sus planteamientos y afirmaciones. Pero dada su constante apelación, a lo largo de esta obra, a la escolástica de la teoría institucionalista, no parecen demasiado proclives a ello.

En este sentido, sus postulados, que se reiteran una y otra vez, insistentemente, son claros exponentes de que su obra se asienta en concepciones altamente dogmáticas. En “ausencia de un buen funcionamiento de las instituciones de derecho de propiedad, los activos son probablemente asignados de una manera ineficiente...” (p. 41). Por lo que respecta al papel del Estado, se considera que “cuando actúa o bien de una manera ‘rapaz’ o determinante, [...] socava los derechos de propiedad...” (p. 43) y que “los políticos tienen fuertes incentivos para perjudicar algunos sectores de la población para atraer el soporte de otros...” (p. 45). Ello se conjuga con una defensa recurrente de la conveniencia de no regular la actuación de la banca y de los mercados financieros. El *laissez faire* del siglo XIX es añorado a lo largo de la obra, dado que “los derechos legales de propiedad eran tan fuertes como nunca lo habían sido. Pero, además, el desinterés del Estado en interferir en los acuerdos privados fortaleció enormemente los derechos de propiedad extralegales...” (p. 157). La justificación de la necesidad de la existencia de contratos extralegales para el buen funcionamiento del sistema es otro elemento central sobre el cual bascula la obra: “los tribunales no son capaces de modelar derechos de propiedad sobre la innovación [...]. Cuando la información [...] no puede ser generada por un agente con derechos de propiedad sobre su desarrollo, la innovación no se podrá materializar y el crecimiento económico se verá entorpecido...” (p. 71). O expresado de otro modo: “Cuando los banqueros de inversión y sus clientes están satisfechos ‘ex ante’ de hallarse comprometidos mediante un contrato extralegal, la legislación ‘ex post’ que rompe este compromiso a favor del consumidor debilita el régimen de derechos de propiedad informal bajo el cual ha sido suscrito [...] esto significa reducir el bienestar...” (p. 82). Estas consideraciones les llevan a justificar la concentración de poder económico hasta el límite de presentar como algo “natural” la formación de oligopolios bajo la batuta de la banca en los Estados Unidos de finales del siglo XIX. La entrada de los banqueros en los consejos de administración de las grandes corporaciones industriales es justificada como una actuación casi caritativa:

todo banco de inversión líder era un activo participante en la junta [de las corporaciones industriales], y normalmente ejercía su influencia sólo para prevenir comportamientos negativos: sus tratos con las corporaciones eran de ‘no intervención’ [...], parece que el activismo de la banca de inversión estaba relacionado con la promoción de una gestión eficiente de la corporación. La participación en la juntas de la banca de inversión reflejaba intereses propios de amplias miras, antes que un intento de apropiarse de corporaciones desorientadas... (p. 174).

El problema reside, evidentemente, en que cuando las “innovaciones” patrocinadas por la banca de inversión –aprovechando ausencias de regulación y haciendo uso de contratos extralegales– consisten en inundaciones de “bonos basura”, o en el empaquetamiento de hipotecas *subprime*, pueden ocasionar turbulencias financieras que se transmiten a la economía real y que tienen efectos devastadores sobre la economía productiva y sobre la sociedad en su conjunto, que tiene que asumir, de un modo poliédrico, los costes del desaguisado.

En cualquier caso, el libro de Morrison y Wilhelm –al margen de dichas objeciones– constituye, sin duda, una aportación muy valiosa a la historia económica. En él se nos ofrece, por primera vez, una visión de conjunto de la formación y devenir histórico de la banca de inversión, que ha sido una institución clave para el desarrollo del capitalismo a partir del siglo XVIII. Este análisis es todavía más valioso por cuanto se relaciona con la evolución de los mercados y la transformación de los productos financieros. Por todo ello, la obra constituye una herramienta extremadamente útil para entender algunos de los factores explicativos relevantes (por acción o por inhibición) que han conducido a la reciente crisis financiera y económica, la que es dudoso que se pueda superar sin cambios de orientación de gran calado en la política y en las estructuras económicas. Entre ellos se halla, sin duda, la necesidad de redefinir el papel de la banca de inversión y de regular el sistema financiero en su conjunto.

PERE PASCUAL DOMÈNECH