

# FONDO DE CAPITAL DE RIESGO

## COMENTARIO<sup>1</sup>

Claudio González-Vega  
Noviembre 2003

### Introducción

En este documento se presentan algunos comentarios al trabajo, “Propuesta para la Implementación de un Fondo de Capital de Riesgo que Financie Empresas Beneficiarias en el Marco del ATPDEA. Análisis de la Estructura Legal y Organizacional de Operación del Fondo.” Este trabajo fue preparado por Consultores Asociados, Asoc. Acc. en septiembre de 2003.

El trabajo comentado consta de 10 secciones, a saber:

1. Introducción
2. Importancia del desarrollo de la industria de capital de riesgo en Bolivia
3. Estructuras posibles para la conformación de un fondo de capital de riesgo en Bolivia
4. Estructura propuesta
5. Propuesta para la modificación y mejora de la normativa vigente
6. Organización administrativa de la estructura propuesta
7. Posibles aportantes e inversionistas de la estructura propuesta
8. Características de los beneficiarios
9. Política de inversión
10. Características del administrador

El trabajo parte del supuesto que ciertas **imperfecciones** del mercado, que limitan el acceso de las empresas a las fuentes tradicionales de fondos, hacen necesario el desarrollo de fondos de capital de riesgo. Las fallas del mercado identificadas se refieren a la renuencia de los bancos a prestar más allá de las grandes compañías y de los gobiernos, a la inexistencia de mercados de valores locales y a la imposibilidad para las empresas nacionales de acceder a los mercados internacionales de capital.

---

<sup>1</sup> Este documento fue preparado para el proyecto sobre Servicios Financieros Rurales (SEFIR/DAI), financiado por la Agencia para el Desarrollo Internacional del Gobierno de los Estados Unidos (USAID). El autor es Profesor y Director del Programa Finanzas Rurales en The Ohio State University (OSU). El autor agradece los comentarios de Fernando Prado y Rodolfo Quirós. Las opiniones expresadas son únicamente del autor y no comprometen a las organizaciones relacionadas con el proyecto.

Sería imposible, en el espacio disponible, identificar correctamente aquí cuándo los fenómenos enumerados en el trabajo comentado responden a imperfecciones del mercado y cuándo responden a otros tipos de circunstancias, incluyendo **costos de transacciones** elevados que representan usos de recursos escasos. Sobre esto existe una amplia y compleja literatura. Para los propósitos presentes, basta hacer dos consideraciones.

Primero, existe en general una marcada inclinación a identificar fallas del mercado como **condición suficiente** para cualquier tipo de intervención estatal, sin medir los costos y beneficios de estas intervenciones. La identificación de fallas, aunque necesaria, sin embargo no es suficiente para justificar cualquier intervención. Una simple enumeración de limitantes al financiamiento de las empresas no siempre justifica intervenciones costosas.

Segundo, el conjunto de imperfecciones del mercado y otras circunstancias que explican la oferta limitada de financiamiento a las empresas también estarían presentes (y posiblemente en mayor medida) en la operación de un fondo de capital de riesgo. Es decir, el fondo de capital de riesgo no necesariamente resuelve el problema; más bien, sus actividades encontrarían las mismas limitaciones y obstáculos que dificultan la labor de los bancos y explican la inexistencia de mercados de valores en países pequeños con ingresos bajos. Intentar superar estas dificultades con este mecanismo, sobre todo si no es bien diseñado, podría ser un ejercicio muy costoso.

Si bien estas consideraciones ya son extemporáneas, en la medida en que se haya tomado la decisión de promover un fondo de capital de riesgo como solución a las dificultades de financiamiento de las empresas, es importante tenerlas presentes a la hora de considerar el mecanismo a usar (es decir, la estructura legal y organizacional del fondo), para encontrar el diseño preferido para este mecanismo.

El trabajo comentado además reconoce que las experiencias con fondos de capital de riesgo y, en general, la inversión privada extranjera no han cumplido con las expectativas que se tenían en los países en desarrollo. En particular, estos fondos no fueron capaces de generar rendimientos (corregidos por riesgo) que justificaran el optimismo de los inversionistas. Se reconoce en el trabajo que el fracaso se debe a la ausencia, en los países en desarrollo, de **precondiciones** indispensables para el buen funcionamiento de estos mecanismos. Estas precondiciones incluyen la estabilidad macroeconómica, un entorno altamente receptivo a la inversión privada, un sistema legal confiable, estándares de gobernabilidad de las empresas bien definidos, amplia oferta de administradores bien calificados y mercados financieros de deuda y capital bien desarrollados, entre otras. En la ausencia de estas precondiciones, las probabilidades de éxito del fondo serían casi nulas.

Considero que estas precondiciones son indispensables para un buen funcionamiento de un fondo de capital de riesgo y que estas precondiciones no están presentes en el caso boliviano. Ingredientes obvios son la estabilidad social y la predictibilidad de los procesos políticos, que se han visto seriamente amenazadas por los eventos recientes en Bolivia. Además, la legislación existente no ofrece protección a las minorías en las sociedades, no garantiza la transparencia y oportunidad de la información sobre su desempeño financiero y operacional, ni ofrece instrumentos eficaces para lograr el cumplimiento de acuerdos contractuales, entre otras deficiencias. El entorno macroeconómico y financiero tampoco ofrece oportunidades para mitigar riesgos de iliquidez en este tipo de inversiones. Los inversionistas son, no obstante, cada día más sensibles a estos problemas locales.

El entorno boliviano se caracteriza por información poco precisa y poco transparente sobre los rendimientos de las empresas, por la ausencia de mecanismos para exigir responsabilidad por las decisiones de las gerencias, por la concentración de la propiedad en grupos familiares o de otro tipo, por auditorías externas poco competentes y por elevados niveles de evasión tributaria. Existe, más bien, una cultura de esperar que el estado salve a las empresas de las consecuencias de sus malas decisiones. Los procesos judiciales son poco confiables y, hasta ahora, no han existido mecanismos para resolver conflictos fuera de la vía judicial.

Los mercados de capital son prácticamente inexistentes y no ofrecen oportunidades de salida de los inversionistas. En la **Bolsa Boliviana de Valores**, las transacciones de acciones no han llegado ni al 2 por ciento del volumen transado. Incluso con reformas a la legislación existente sobre sociedades, incluyendo un proyecto de Ley de Gobiernos Corporativos, resultará muy difícil superar una tradición judicial contraria a los intereses de las minorías entre los accionistas y de los acreedores de las sociedades. La deseable obligatoriedad de que las empresas en que el fondo invierta sean sociedades anónimas que listan sus acciones en la Bolsa es, en estas circunstancias, simplemente un sueño.

Por estas razones, no comparto el optimismo de los autores del trabajo en cuanto a la viabilidad de este mecanismo en Bolivia, aún si se le hacen ajustes para que pueda operar dentro de las condiciones locales. Además, considero que otro tipo de intervenciones podrían llevar a resultados equivalentes (o al menos ir preparando el camino para que estos resultados sean factibles), a costos menores que los de una propuesta de un fondo de capital de riesgo con pocas probabilidades de éxito.

Los autores enumeran una larga y excelente lista de más de 16 condiciones para que el éxito se diese, pero una inspección cuidadosa de las implicaciones inmediatamente sugiere que las probabilidades de que estas condiciones se alcancen en Bolivia son muy limitadas.

Esta lista es útil, sin embargo, porque sugiere dónde se deben focalizar las intervenciones previas, para que en el futuro este tipo de mecanismos puedan tener éxito. Una consideración importante es la inexistencia de **mecanismos de salida** fácil de una inversión. La legislación boliviana tampoco considera expresamente los *management buyouts*, aunque éstos podrían realizarse en vista de la libertad de contratación que garantiza el Código Civil. Sin embargo, la Ley de Mercados de Valores no permiten la inclusión de derechos preferentes en los estatutos de las sociedades, para impedir limitaciones a la transferencia de las acciones. Otras limitaciones impiden el uso de *qualified institutional buyers*, como los fondos de pensiones.

Los autores estiman que “uno podría tener a priori la tentación de descartar algunas opciones por ser poco probables o incluso impracticables en función de la realidad actual. Esta tentación debe ser anulada por el simple hecho de que desarrollar un mercado de capital privado inevitablemente trae consigo importantes cambios ...”

Debo confesar que me he dejado abrumar por la tentación de pensar que no va a ser tan fácil cambiar estas circunstancias, en el corto plazo, y de pensar que la simple creación, posiblemente prematura, de un fondo de capital de riesgo, por sí sola, vaya a echar a andar los procesos que modifiquen el entorno político, legal, judicial y financiero de Bolivia suficientemente.

Me inclino a pensar, más bien, que los esfuerzos deben ser encaminados pacientemente a ir modificando este entorno, para crear las circunstancias propicias y, al mismo tiempo, a fortalecer mecanismos de financiamiento menos complejos, que la propuesta desestima. Hay mucho que mejorar en el funcionamiento del sistema financiero boliviano antes de dar el salto de crear este tipo de fondo.

No es de sorprender, entonces, como lo reconoce el trabajo comentado, que el desempeño de los fondos de capital de riesgo en América Latina ha sido muy pobre. Si se ha tomado la decisión de crear el fondo, sin embargo, la forma como sea estructurado tendrá alguna influencia adicional sobre el desempeño logrado.

La urgencia de desarrollar algún mecanismo de financiamiento es comprensible, dadas las oportunidades otorgadas por la **Ley de Preferencias Comerciales Andinas** (ATPDEA). Esta ley, claramente, abre una serie de oportunidades de comercio, con elevadas ganancias potenciales en el corto plazo para el país. Se trata, sin embargo, de oportunidades que puede que sean aprovechadas o puede que no. Cuánto serán aprovechadas depende del nivel de preparación (*readiness*) del país, en general, y de las empresas, en particular. En el tanto en que esta preparación exista, así será posible aprovechar las oportunidades y se harán evidentes las opciones de inversión.

Un fondo de capital de riesgo no puede superar, sin embargo, la falta de preparación. En relación con ATPDEA el país enfrenta, por lo tanto, el mismo tipo de dilemas que en el desarrollo de sus mercados financieros y de capital. Si las oportunidades existen, los mecanismos de financiamiento tendrán la posibilidad de contribuir al aprovechamiento de esas oportunidades. Si las empresas no están preparadas o el entorno es adverso, el financiamiento no va a corregir estas deficiencias y la inversión de capital de riesgo va a fracasar. Un fondo de capital de riesgo no puede ser una panacea.

### **El capital de riesgo en Bolivia**

Con el inicio de operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores, S.A. en 1989 se intentó profundizar el mercado de capitales en el país. Si bien este mecanismo ha evolucionado en más de una década desde su creación, el sistema financiero boliviano ha experimentado transformaciones sustanciales en el mismo período. La estabilidad macroeconómica permitió un aumento de la profundización financiera, interrumpido por los eventos exógenos adversos que definen la crisis de años recientes. El sostenido mejoramiento del marco de regulación y supervisión prudencial ha permitido el funcionamiento de intermediarios financieros menos vulnerables, aunque la crisis ha puesto en dificultades a algunas instituciones.

En particular, el asombroso desarrollo de las microfinanzas ha permitido el acceso a los servicios financieros de amplios segmentos de la población que, hasta entonces, habían estado excluidos del disfrute de servicios financieros institucionales. Es sorprendente que el trabajo comentado completamente ignore las innovaciones en tecnologías de crédito que hicieron esta revolución de las microfinanzas posible y el surgimiento de intermediarios financieros de otro estilo. Si bien estas organizaciones de microfinanzas hasta recientemente no le prestaban a empresas medianas, en la creatividad y robustez de su crecimiento hay lecciones importantes sobre maneras alternativas de llevar los servicios financieros a las empresas potencialmente beneficiarias de APTDEA.

El trabajo afirma que los intermediarios financieros bolivianos “no suelen evaluar adecuadamente la capacidad de pago y el riesgo asociado de los agentes económicos. Esto se debe ... a que muchas de ellas no cuentan con unidades de evaluación de riesgos. ... Ante la imposibilidad de evaluar la capacidad de pago ... las instituciones financieras se limitan a requerir garantías y evaluar la integridad y solvencia de las personas ...” Efectivamente, existen muchas debilidades en los procesos de evaluación de los préstamos de los intermediarios financieros bolivianos, pero mucho han aprendido también y muchas de esas debilidades simplemente reflejan las deficiencias del marco regulatorio o la inexistencia del capital humano adecuado. Un fondo de capital de riesgo no puede funcionar bien si no existe este capital humano o si el marco regulatorio no es propicio. Su creación, por sí sola, no supera las deficiencias.

Los autores del trabajo afirman, incorrectamente, que en el mercado de valores no se observan problemas equivalentes, pues no se requieren garantías. No se percatan que, precisamente por estas dificultades, estos mercados de valores han sido insignificantes. A julio de 2003, de las pocas (32) empresas inscritas para la cotización de sus acciones en la Bolsa de Valores, sólo dos habían incrementado su capital mediante la emisión pública de acciones.

Los autores del trabajo comentado consideran que las condiciones del financiamiento bancario no son flexibles ni se adecúan a las necesidades de las empresas. Ignoran, sin embargo, que para atraer capital de riesgo, las empresas tendrían que ofrecer rendimientos mayores a los costos financieros en que actualmente incurren. Cuando presentan, en el Cuadro No. 6 de su trabajo, las condiciones en que algunas empresas grandes han hecho emisiones de bonos en la Bolsa, es claro que estas condiciones son sólo marginalmente más atractivas que las que esas mismas empresas podrían lograr con la banca. En particular, ni son los plazos significativamente más largos ni son las tasas de interés menores que las que se pueden obtener en los mercados financieros. No es cierto, entonces, que las empresas potencialmente beneficiarias del APTDEA pudieran obtener “a través del mercado de valores ... plazos de financiamiento y condiciones de pago más acordes con sus necesidades, el costo financiero que deben asumir y requerimientos para constituir garantías ... inferiores.”

### **Estructura del fondo de capital de riesgo**

El trabajo considera varias opciones para la estructura del fondo de capital de riesgo, tras una revisión exhaustiva del marco legal aplicable, incluyendo las normas del Código de Comercio, la Ley de Bancos y Entidades Financieras, las leyes y reglamentos del Mercado de Valores y las normas y leyes tributarias.

Esta revisión permite identificar tres opciones de estructura legal para el fondo, a saber: (i) un fondo de inversión cerrado, (ii) una sociedad de inversión y (iii) un fideicomiso. Los fondos de inversión son patrimonios autónomos y separados, regulados por la Ley 1834 de Mercado de Valores. Las sociedades de inversión fueron creadas por el Código de Comercio. Los fideicomisos, reservados a instituciones bancarias, están regulados también por el Código de Comercio.

Los fondos de inversión cerrados presentan muchas de las características deseables para un fondo de inversión de riesgo. Los autores del trabajo encuentran, sin embargo, que están sujetos a una regulación restrictiva por parte de la Ley de Mercado de Valores. Según esta legislación, deben ser administrados por una sociedad anónima de objeto único y están sujetos a límites de inversión y formas y procedimientos regulados, para proteger los intereses de los inversionistas. En efecto, estas restricciones dificultarían el establecimiento de un fondo con estas características.

La figura de sociedad de inversión creada originalmente en el Código de Comercio fue abrogada por la Ley de Mercado de Valores. Los autores del trabajo estiman, sin embargo, que la libertad de contratación permitiría la creación de una sociedad con estos fines. Esta forma legal, sin embargo, estaría restringida por las normas poco eficaces de la legislación actual y no ofrecería ninguna garantía a los inversionistas ni obligaría a la buena administración de los fondos.

La administración de fideicomisos está reservada a entidades bancarias y NAFIBO. Es un contrato regido por el Código de Comercio, que crea un patrimonio autónomo. Como una medida de emergencia en una organización como NAFIBO podría operar sin distorsionar demasiado el desarrollo del marco necesario para el desarrollo de un buen mercado de capital de riesgo.

Los autores del trabajo optan, no obstante, por recomendar el uso de una “sociedad de inversión” (si bien esta terminología está prohibida por la Ley de Mercado de Valores). Justifican su escogencia en la necesidad de contar con un mecanismo rápido y expedito, no sujeto a mucha regulación. Es cierto que, además, este tipo de mecanismo permitiría el establecimiento y modificación flexibles de las normas de inversión, sin mucha vigilancia pública ni intervención de los accionistas minoritarios. El mecanismo sería aplicable a empresas que no estén inscritas en la Bolsa de Valores y podría ser manejado por unos pocos interesados, usando fondos públicos, para bien o para mal.

Un criterio predominante en su escogencia es el plazo rápido de constitución, de un mes versus cuatro meses, lo que justifican en vista de “las presiones que tienen el Gobierno de Bolivia y las empresas beneficiarias de los sectores del APTDEA de aprovechar las ventajas ofrecidas en el menor plazo posible.”

Queda demostrado, por lo tanto, que los criterios de recomendación del mecanismo y de escogencia de su estructura responden a urgencias políticas. En estas circunstancias, cualquier intervención se justifica. Al recomendarlo, los autores ignoran que las precondiciones para su funcionamiento exitoso no existen, pero la urgencia política requiere que se escoja lo más flexible e inmediato posible. Al final, se quiere correr antes de saber caminar.