



Evaluación Corporativa

Estudio Comparativo de las Inversiones de Capital de las Instituciones Financieras de Desarrollo

Estudio Comparativo de las Inversiones de Capital de Instituciones Financieras de Desarrollo

Oficina de Evaluación y Supervisión (OVE)

Marzo 2017





Este trabajo se distribuye bajo la licencia de Creative Commons https://creativecommons.org/licenses/by-ncnd/3.0/us/deed.es_ES (CC BY-NC-ND 3.0 US). Usted es libre de compartir, copiar y redistribuir el material en cualquier medio o formato bajo las siguientes condiciones:



Reconocimiento — Debe reconocer adecuadamente la autoría, proporcionar un enlace a la licencia e indicar si se han realizado cambios. Puede hacerlo de cualquier manera razonable, pero no de una manera que sugiera que tiene el apoyo del licenciador o lo recibe por el uso que hace.



No comercial - No puede utilizar el material para una finalidad comercial.



Sin obras derivadas - Si remezcla, transforma o crea a partir del material, no puede difundir el material modificado.

No hay restricciones adicionales — No puede aplicar términos legales o medidas tecnológicas que legalmente restrinjan realizar aquello que la licencia permite.

El enlace URL incluye términos y condicionales adicionales de esta licencia.

© **Banco Interamericano de Desarrollo, 2017**

Oficina de Evaluación y Supervisión
1350 New York Avenue, N.W.
Washington, D.C. 20577
www.iadb.org/evaluacion

CII/RE-20-2

SIGLAS Y ABREVIATURAS

RECONOCIMIENTOS

RESUMEN EJECUTIVO

1. CONTEXTO DEL ESTUDIO.....	1
A. Justificación y metodología del estudio	1
B. Alcance del estudio	7
C. Retos para las inversiones de capital en América Latina y el Caribe	10
2. LAS INVERSIONES DE CAPITAL EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO	13
A. Justificación de las instituciones financieras de desarrollo para hacer inversiones de capital	13
B. Enfoque de las instituciones financieras de desarrollo con respecto a las inversiones de capital: fondos o inversiones directas	15
C. Uso de las inversiones de capital en las instituciones financieras de desarrollo	17
D. Desempeño financiero	20
E. Resultados de desarrollo.....	25
3. CÓMO INVIERTEN EN CAPITAL LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO	31
A. Originación de las inversiones de capital	31
B. Estructuración de las inversiones de capital	35
C. Supervisión y valor agregado	38
D. Salidas y lecciones aprendidas.....	42
4. IMPLICACIONES PARA LA CII	47
A. Articulación de objetivos específicos para las inversiones de capital	47
B. Manejo de las ventajas y desventajas de las inversiones de capital.....	49
C. Logro de una especialización organizacional y una masa crítica	50
D. Seguridad acerca de la continuidad y el horizonte a largo plazo de las inversiones de capital	54
E. Reconfiguración de los incentivos y los parámetros de medición para las inversiones de capital	56

NOTAS

ANEXOS

Anexo I: [Expertos en Capital Entrevistados](#)

Anexo II: [Cuestionario de las Entrevistas](#)

AMC	<i>Asset Management Company</i> [Compañía de Gestión de Activos] de CFI
Bancóldex	Banco de Comercio Exterior de Colombia
BAsD	Banco Asiático de Desarrollo
BERD	Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo
BNDES	Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Brasil)
CAF	Banco de Desarrollo de América Latina
CDC	<i>Commonwealth Development Corporation</i> (Corporación del Desarrollo del <i>Commonwealth</i>)
CFI	Corporación Financiera Internacional
CIEF	Fondo Fiduciario China-CII para Inversiones de Capital en PYME
DEG	Corporación Alemana de Inversión y Desarrollo
FMO	Corporación Financiera de los Países Bajos para los Países en Desarrollo
LAVCA	<i>Latin American Private Equity & Venture Capital Association</i> (por sus siglas en inglés) (Asociación de Capital Privado y Emprendedor de América Latina)
OVE	Oficina de Evaluación y Supervisión
PYME	Pequeña y mediana empresa
TIC	Tecnologías de la información y las comunicaciones
TIR	Tasa interna de rentabilidad

Este documento fue preparado con la orientación de Cheryl Gray (Directora de OVE) por un equipo integrado por Roland Michelitsch y Alejandro Soriano (jefes del equipo), Ernesto Cuestas, Rocío Funes, Danya Li Churanek, Patricia Sadeghi y Jack Glen. Otros funcionarios de OVE que hicieron comentarios valiosos durante el proceso de revisión interna de OVE fueron Monika Huppi, César Bouillon, Jonathan Rose, Oliver Azuara y Patricia Oliveira.

OVE agradece a Javier Barsantini, Andres Ackermann y Lina Peña (Corporación Interamericana de Inversiones, CII) por sus constructivas contribuciones al proceso de evaluación. También deseamos agradecer al personal de otras instituciones financieras de desarrollo que fue entrevistado en el marco del presente estudio.



El estudio se basa en un análisis exhaustivo de nueve entidades comparables a escala mundial, regional y nacional, junto con determinadas lecciones de varios otros actores en el ámbito de las inversiones de capital.

Resumen Ejecutivo

El Directorio Ejecutivo de la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) pidió a la Oficina de Evaluación y Supervisión (OVE) que preparara este estudio técnico en apoyo del interés renovado de la CII en las inversiones de capital. La CII ha invertido capital desde su fundación, pero el volumen de estas inversiones ha sido relativamente limitado. Con un total de 130 operaciones por US\$383 millones desde su creación en 1989, la CII presenta un promedio de tan solo cinco operaciones anuales aproximadamente. Además, la CII ha tenido poca continuidad en sus inversiones de capital, habiéndolas detenido y reiniciado en varias ocasiones, la últimas de ellas a raíz de la crisis de 2001 en Argentina.

Tras no aprovechar el repunte de la región, la CII retomó lentamente sus inversiones de capital en 2009, gracias al impulso de un nuevo Fondo Chino, de US\$75 millones, para coinversiones de capital administrado por la CII. Alrededor del 50% de estas inversiones se hicieron en la forma de cuasicapital (tales como acciones preferenciales o deuda subordinada), lo que probablemente haya limitado las pérdidas, aunque también restringió las ganancias adicionales típicas de las inversiones de capital. Sin embargo, los resultados de estas y otras inversiones de capital de la CII no se pueden determinar con precisión porque la entidad no revalúa habitualmente sus tenencias en inversiones directas y los flujos de caja anteriores a 2011 no se pueden reconstruir con facilidad debido a un cambio en los sistemas de tecnología de la información de la CII.

El plan de negocios de la CII asigna entre US\$25 millones y US\$50 millones anuales a las inversiones de capital, montos que se negociaron como solución de compromiso en medio de la reciente fusión hacia afuera de las actividades del sector privado del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo (Grupo BID) en una CII más grande. Buena parte de las conversaciones relacionadas con la fusión hacia afuera se concentró en mantener en un nivel mínimo el total de los volúmenes de aprobación del sector

privado que fluyen hacia la región. En vista del escaso capital inicial con que cuenta la CII y el hecho de que el calendario de contribuciones de capital se prolonga hasta 2023, se revisó a la baja el monto disponible para las inversiones de este tipo, que conllevan un uso intensivo de capital, limitándolo a US\$250 millones a lo largo de la próxima década. En el plan de negocios más reciente de la CII, para el período 2017-2019, se prevé destinar US\$50 millones anuales a inversiones de capital. Habiendo concluido la fusión hacia afuera, el Directorio solicitó la realización de este estudio, en parte para determinar si es preciso modificar esa solución de compromiso en vista de las implicaciones estratégicas, organizacionales y operacionales de llevar a cabo inversiones de capital en la CII.

Puesto que otras entidades realizan este tipo de inversión de manera más intensiva que la CII, el estudio valora comparativamente sus estrategias, resultados y procesos en el ámbito de las inversiones de capital a fin de derivar lecciones útiles para la CII. OVE seleccionó entidades comparables guiándose por factores indicativos del grado en el que su experiencia podría ser pertinente para la CII, a saber: (i) profundidad del capital: un historial que acredite que el volumen de capital, el número de operaciones y los ingresos son considerables; (ii) combinación de deuda y capital: preferiblemente una actividad importante de operaciones de deuda, en paralelo con las inversiones de capital; (iii) capital: como factor clave, que podría ser una limitante; (iv) diversidad geográfica: experiencia y actividades regionales en países grandes y pequeños; (v) enfoque de inversión: en determinados beneficiarios finales, como las PYME, directamente y mediante fondos, y (vi) responsabilidad social: conocimientos especializados y compromiso con la sostenibilidad y las salvaguardias ambientales y sociales.

El estudio se basa en un análisis exhaustivo de nueve entidades comparables a escala mundial, regional y nacional, junto con determinadas lecciones de varios otros actores en el ámbito de las inversiones de capital. Las instituciones comparables que operan a nivel mundial son la Corporación Financiera Internacional (CFI), la Corporación Alemana de Inversión y Desarrollo (DEG) y la Corporación Financiera de los Países Bajos para los Países en Desarrollo (FMO). Las instituciones comparables que tienen un enfoque regional son el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Banco Asiático de Desarrollo (BAfD). OVE también consideró entidades nacionales que invierten capital: el BNDES (el banco nacional de desarrollo de Brasil), Bancóldex (el banco de desarrollo de Colombia) y el Fondo de Fondos (el instrumento nacional de México para la promoción de las inversiones de capital). Por último, OVE recogió lecciones específicas de administradoras de fondos e inversionistas de impacto, entre los que figuran Advent International, Darby Overseas Investments y Bridges Ventures en el Reino Unido.

OVE entrevistó a unos 50 especialistas en inversiones de capital y empleó otros métodos combinados para recopilar y analizar las prácticas de estas entidades comparables, determinando sus implicaciones para la CII. A fin de sopesar el punto de partida de la CII en el ámbito de las inversiones de capital, OVE realizó una revisión

documental de los proyectos de inversión de capital de la CII y entrevistó a funcionarios clave. Posteriormente seleccionó las entidades comparables que son relevantes para la CII y analizó sus documentos públicos, tales como estados financieros, sitios virtuales, evaluaciones y manuales de operación. En vista de que el grado de divulgación de información pública acerca de las inversiones de capital es variable, OVE llevó a cabo entrevistas estructuradas con altos funcionarios de entidades comparables para recopilar sus lecciones sobre el tema. Asimismo, se puso en contacto con inversionistas institucionales y determinadas administradoras de fondos para formarse una idea del entorno para las inversiones de capital en América Latina y el Caribe. Por último, entrevistó a expertos del sector, incluidos los de la Asociación de Capital Privado y Emprendedor de América Latina (LAVCA) para obtener información acerca de sus lecciones y experiencias.

OVE determinó que las instituciones financieras de desarrollo por lo regular invierten capital a fin de capitalizar a empresas con elevado potencial de desarrollo, establecer un mercado de capital local y generar ingresos para ellas mismas. Las instituciones financieras de desarrollo invierten en estas compañías porque exhiben potencial de crecimiento y generan beneficios sociales positivos, tales como la creación de empleo, el aumento de las exportaciones o la elaboración de un producto o prestación de un servicio que no se obtendría de otra forma. Además, estas instituciones buscan lograr otros beneficios, como un incremento de la competitividad o la productividad o efectos de demostración. Las inversiones de estas instituciones también tienen la finalidad de atraer más capital comercial al enviar una señal positiva al mercado, debido en parte a su riguroso análisis de diligencia debida sobre clientes que de otro modo quizá no habrían podido ser considerados por inversionistas privados. Al trabajar por medio de fondos, las instituciones financieras de desarrollo buscan forjar un sector de administradoras profesionales de fondos. Simultáneamente, estas instituciones han desempeñado un papel fundamental en la formulación de las normas ambientales, sociales y de gobernanza del sector privado. Al exigir tales normas para sus inversiones de capital, las instituciones financieras de desarrollo han promovido su adopción en las empresas en las que invierten. Por último, la generación de ingresos ha sido un objetivo importante para estas instituciones.

En promedio, las instituciones financieras de desarrollo han invertido alrededor del 20% de sus carteras en capital, generalmente por medio de carteras bastante diversificadas. En su mayoría, estas instituciones son entidades que conceden préstamos y poco a poco fueron desarrollando programas complementarios de inversión de capital. La mayor parte de ellas reconocen que el establecimiento de esos programas fue resultado de un proceso gradual que les tomó varias décadas y en el curso del cual tuvieron que aprender el negocio, en particular cómo manejar inversiones de capital conjuntamente con préstamos. La mayor parte de las instituciones financieras de desarrollo han estructurado carteras bastante diversificadas, en especial a nivel sectorial. No obstante, en términos geográficos, las instituciones regionales tienden a concentrarse desproporcionadamente en su país miembro más grande. Las instituciones con presencia mundial como CFI, DEG y FMO pueden diversificar sus carteras entre más países y regiones, y las conmociones adversas en economías individuales tienden a tener un menor efecto en el desempeño de la cartera.

Las instituciones financieras de desarrollo han obtenido niveles de rendimiento más altos con las inversiones de capital que con los préstamos, pero con una mayor volatilidad. Si bien cabe advertir que las prácticas de valuación de la CII demoran la consignación de los resultados reales, el rendimiento de este tipo de inversiones para la entidad alcanzó un promedio del 7% entre 2001 y 2015, ligeramente más alto que el de los préstamos, que fue del 6%, pero con una volatilidad mucho mayor. En comparación, antes de la crisis financiera de 2008 la mayoría de las instituciones financieras de desarrollo obtenían rendimientos de dos dígitos, aunque luego sufrieron importantes pérdidas. Los rendimientos solo se han recuperado parcialmente después de la crisis, hecho que obedece en parte a la pérdida de valor de las tenencias denominadas en monedas de mercados emergentes que se han depreciado y a las valuaciones de mercado normalmente elevadas para emprender nuevas inversiones. En términos generales, los niveles de rendimiento de las instituciones financieras de desarrollo han sido particularmente sensibles a las condiciones macroeconómicas. Por último, las instituciones señalan que el rendimiento bruto y la volatilidad han sido aún mayores para las inversiones directas que para los fondos, que al menos se benefician de cierta diversificación inherente.

El estudio se basa en lecciones derivadas de organizaciones comparables en cinco ámbitos:

- (i) **Objetivos:** entender las razones que llevan a las instituciones financieras de desarrollo a realizar inversiones de capital, lo que a su vez influye en su enfoque frente a tales inversiones.
- (ii) **Ventajas y desventajas:** manejar las ventajas y desventajas que entrañan las inversiones de capital, entre ellas, su uso del capital.
- (iii) **Especialización:** reconocer que las inversiones de capital difieren mucho de la deuda.
- (iv) **Horizonte a largo plazo:** tener la seguridad de que se destinará suficiente tiempo y capital para establecer una línea de actividad de inversiones de capital que sea exitosa.
- (v) **Transparencia e incentivos:** diseñar parámetros de medición transparentes para las inversiones de capital que contribuya a alinear los incentivos internos (los del personal) con los externos (los de las compañías en que se invierte) en medio de la mayor incertidumbre y los períodos de inversión más prolongados implícitos en las inversiones de capital (en comparación con la deuda).

Las organizaciones comparables se basan en objetivos claros y establecidos de antemano para abordar las inversiones de capital. Entre los posibles objetivos para estas inversiones podrían figurar, entre otros, los siguientes: mejorar la gama de servicios para los clientes actuales y en potencia (pues la disponibilidad de inversiones de capital

podría ser un factor que distinguiera a la CII en el mercado); ayudar a aumentar el acceso de determinados beneficiarios de América Latina y el Caribe a las inversiones de capital demostrando a otros la viabilidad del producto, o ayudar a la CII a obtener niveles de rendimiento del capital más elevados (incluso si este rendimiento implica mayor volatilidad). Independientemente de la combinación de objetivos que se seleccione, las entidades comparables hacen hincapié en que la decisión de optar por estas inversiones debe ser deliberada y tomarse de antemano, aún si se centra en metas menos atractivas en términos de desarrollo, como obtener rendimientos más altos, lo que las entidades comparables justifican a menudo como algo que permite subvencionar otros proyectos con mayor contenido de desarrollo. Estos objetivos no necesariamente se excluyen entre sí.

Los objetivos también orientan las decisiones clave en las organizaciones comparables, incluida la proporción entre inversiones de capital directas y por medio de fondos. Hay diferencias claras entre estos dos tipos de inversión de capital, entre ellas, el grado de control e interacción con los clientes, los perfiles de volatilidad y rendimiento, las estructuras organizacionales y de costos administrativos que se requieren, y la capacidad para influir en el sector de inversiones de capital y ampliar el acceso a ellas en América Latina y el Caribe. Por ende, si el objetivo de una organización fuera aumentar la participación de sus clientes actuales, probablemente escogería las inversiones de capital directas. En cambio, si buscara promover el sector de las inversiones de capital, probablemente preferiría trabajar por medio de fondos y promover la participación de otros actores, como inversionistas institucionales locales. Puede haber sinergias y aprendizaje derivados de trabajar tanto de manera directa como por medio de fondos. Por ejemplo, las administradoras de fondos a menudo ofrecen oportunidades de coinversión directa a los inversionistas.

La identificación y el manejo de las ventajas y desventajas también es clave en las organizaciones comparables que hacen inversiones de capital. Las inversiones de capital también difieren mucho de la deuda en lo que respecta a la intensidad en el uso de recursos como capital y personal. Las organizaciones comparables comienzan por definir su apetito de riesgo en lo que se refiere al capital en riesgo, en el entendido de que podrían perder una parte importante de ese capital. En las organizaciones que tienen también un renglón de deuda, cada dólar que se dedica a inversiones de capital reduce su capacidad para ofrecer deuda entre US\$3 y US\$5. Además, estas inversiones consumen capital durante los primeros cinco a siete años del período de inversión, y por lo general apenas entonces una organización logra cosechar los beneficios potenciales en forma de rendimientos más altos. Las organizaciones comparables informan que, en las condiciones imperantes, el rendimiento de las inversiones de capital es históricamente más bajo (en consonancia con los menores niveles de rendimiento de otras clases de activos) y los períodos de vencimiento son más prolongados, con lo que se alarga el tiempo necesario para obtener beneficios de estas inversiones. En la CII, dicho período de inversión podría coincidir con la posición más débil de la Corporación en materia de capital, ya que de aquí hasta 2023 están programadas considerables contribuciones de capital como parte de la fusión hacia afuera.

Entre las ventajas y desventajas relativas figuran exigencias relacionadas con los recursos y sistemas de la organización, pues las inversiones de capital absorberán una parte considerable de la atención de la administración y del presupuesto. Según algunos cálculos, es dos veces más costoso administrar las inversiones de capital que la deuda, y exige establecer sistemas, políticas y procedimientos separados. A largo plazo, un programa de inversiones de capital bien diseñado puede compensar estos riesgos y costos adicionales y ofrecer a una institución financiera de desarrollo la oportunidad de mejorar sus resultados de desarrollo y sus rendimientos.

Las organizaciones comparables recalcan que las inversiones de capital son una actividad especializada muy distinta de la deuda. Sostienen que estas inversiones incluso exigen una actitud distinta de parte de la organización, que algunos describen como la capacidad para “ver el vaso medio lleno”, es decir, percibir el potencial, aún por realizar, de las compañías en las que se invierte para generar ganancias. Ello contrasta con la actitud de las organizaciones que ofrecen instrumentos de deuda, cuyo enfoque consiste en prever los riesgos de pérdida de capital en los proyectos, o sea, “ver el vaso medio vacío”. La actitud propicia para las inversiones de capital debe venir acompañada del compromiso de ayudar a las compañías en que se invierte a realizar su potencial. Para esto se requiere una organización dispuesta a emprender esta interacción dinámica, de largo plazo y a menudo incierta con las compañías que reciben la inversión. Lo anterior exige por lo regular una mayor dedicación de tiempo, debido a que la supervisión debe ser mucho más estrecha y a que es preciso reexaminar frecuentemente las inversiones y volver a evaluar su potencial futuro.

La especialización, como medio para agregar valor para la clientela, es fundamental en los modelos de negocios de las organizaciones comparables que invierten capital. En el caso de la deuda, la atención se concentra en el cumplimiento de estipulaciones y en cerciorarse del reembolso, mientras que las inversiones de capital consisten fundamentalmente en agregar y captar valor futuro. Las entidades comparables que tienen éxito enuncian claramente, desde el comienzo de su relación con las compañías en las que invierten, la adicionalidad que contemplan proporcionar. Algunas de estas entidades basan su valor agregado en convertirse en “intermediarios imparciales” que permiten una mejor coordinación de las partes interesadas de los sectores público y privado. Otras están en condiciones de otorgar un “sello de calidad” a las compañías en las que invierten, según lo perciben otros actores en el mercado, y otras más pueden presentar “horizontes de inversión a más largo plazo” que se ajustan más a los ciclos de negocios de las compañías en las que se invierte. Los inversionistas que aportan capital privado típicamente consideran que su valor agregado consiste en contribuir conocimientos técnicos del sector y conocimientos generales sobre mejoras en las operaciones, la administración y la comercialización.

La especialización exige hacer acopio de una serie de competencias escasas que solamente es factible atraer cuando se tiene una masa crítica de operaciones de inversión de capital. Las organizaciones comparables señalan que a menudo es posible

adquirir el conjunto de competencias necesario para las inversiones de capital —es decir, de originación y estructuración—, pero esas competencias difieren entre las inversiones directas y las que se hacen por medio de fondos. El verdadero desafío es desplegar pericia en materia de originación y estructuración junto con las aptitudes en gobernanza corporativa, el conocimiento sobre los países y la experiencia en el sector que se requieren. Las organizaciones comparables añaden que para obtener rendimientos superiores se necesita pericia en todos estos ámbitos, la que solo se logra atraer cuando la organización cuenta con una masa crítica de actividades de inversión de capital (o claramente está en vías de conseguirla).

También son fundamentales para el éxito de las inversiones de capital en las organizaciones comparables un horizonte de largo plazo, inversiones pacientes y perseverancia. Las organizaciones comparables hacen hincapié en que las inversiones de capital son una actividad a largo plazo. De hecho, buena parte del rendimiento total en las entidades comparables (el 60% aproximadamente, según estimaciones) corresponde a factores macroeconómicos como el crecimiento del PIB, las entradas de capital y la valoración de la moneda. Por lo tanto, aquellas organizaciones que tienen un comportamiento intermitente y que fijan cuotas rígidas de aprobación anual con frecuencia obtienen niveles de rendimiento deficientes, perdiendo las oportunidades de comprar barato durante las crisis. En vez de ello, compran caro para cumplir las cuotas o venden prematuramente durante las crisis. En cambio, a las organizaciones que mantienen el rumbo les va mejor, pues no se pierden momentos propicios para invertir ni se sienten obligadas a realizar inversiones de capital para cumplir cuotas anuales. De manera similar, las organizaciones que emplean mecanismos de autoajuste como la renivelación de la cartera (con bandas preestablecidas para el total de inversiones de capital como porcentaje de la cartera) tienden a comprar barato y vender caro, mejorando de esta forma sus niveles de rendimiento.

La transparencia en las valuaciones y otros parámetros de medición de las inversiones de capital son esenciales para alinear los incentivos en función de los períodos más prolongados implícitos en este tipo de inversión. La toma de decisiones en las organizaciones comparables se apoya en valuaciones frecuentes y precisas. Las administradoras de fondos tienden a proporcionar valuaciones con frecuencia y lo único que tienen que hacer los inversionistas es asegurarse de su calidad. En cambio, a pesar de que las normas contables quizás permitan contabilizar las inversiones directas al costo, un proceso adecuado de toma de decisiones exige que las entidades comparables cuenten con capacidad interna para evaluar estas inversiones de manera frecuente y precisa a su valor razonable de mercado. La necesidad de transparencia se extiende a otros parámetros de medición de las inversiones de capital, aparte de las valuaciones. Se precisa una buena contabilidad analítica de los costos de operación para comparar la rentabilidad neta, pero son pocas las instituciones de desarrollo que la tienen. Es necesario evaluar los cargos de capital o algunos otros costos de inactividad del capital para evitar mantener las inversiones durante un período innecesariamente largo y activar salidas oportunas. Además, la medición de los

resultados de desarrollo es más compleja en el caso de las inversiones de capital (en particular en los fondos), debido al dilatado vencimiento y al carácter indirecto del mecanismo, que depende de las compañías en que se invierte y las administradoras de los fondos para producir resultados.

Para terminar, los datos de las instituciones comparables sugieren que los incentivos que se ofrecen al personal y las compañías en las que se invierte tienen un efecto importante en su comportamiento y en el éxito de las inversiones de capital. En el proceso de originación, los incentivos que promueven metas de volumen llevan al personal a sobrevalorar las inversiones potenciales, reduciendo los niveles de rendimiento futuros. En cambio, los incentivos para mantener las relaciones con los clientes a fin de producir un volumen futuro de operaciones pueden limitar la disposición del personal para liquidar inversiones de capital cuando las valuaciones son atractivas, lo que también reduce los rendimientos futuros. Las inversiones en deuda están menos expuestas a estos temas relacionados con los incentivos, por lo que conciliar la necesidad de incentivos correctos entre ambos productos plantea un reto considerable. Algunas instituciones financieras de desarrollo han experimentado otorgando premios por desempeño a largo plazo al personal que trabaja en inversiones de capital. De igual manera, la relación con las compañías en las que se invierte (tanto la gerencia de las compañías en las que se efectúan inversiones directas como las administradoras de fondos) debe entablarse de tal forma que conduzca a una alineación clara de los incentivos. También es preciso controlar cuidadosamente los posibles conflictos de interés, en particular cuando las compañías receptoras de las inversiones enfrentan dificultades, cuando se trata de compañías que cotizan en bolsa y cuando se administran fondos de terceros.

En el presente estudio se destacan los desafíos que deberá enfrentar la CII en estos cinco ámbitos:

- **Objetivos:** La CII todavía no ha definido claramente lo que pretende lograr con las inversiones de capital. Dichos objetivos incidirán en la combinación y la secuencia de las inversiones directas y por medio de fondos. Si los objetivos de la CII incluyen el deseo de usar las inversiones de capital en apoyo de determinados clientes, como probablemente sea el caso, deberá incluir por lo menos algunas inversiones directas dentro de su enfoque para las inversiones de capital. Del mismo modo, si la expectativa de obtener ganancias de capital también es parte de la justificación para realizar este tipo de inversión, la CII deberá enunciarlo claramente como un objetivo y divulgar los riesgos y las oportunidades que entraña.
- **Ventajas y desventajas:** Hasta ahora, las ventajas y desventajas del uso del capital de la CII solamente se han analizado de forma somera. No se han estudiado todavía las alternativas en cuanto al momento oportuno, entre otras, si se deben reanudar plenamente las inversiones de capital ahora o se espera

hasta que la capitalización sea más sólida. La institución tendrá que sopesar los pros y contras de estas decisiones y debería contemplar la posibilidad de que su cartera de inversiones de capital pierda entre el 20% y el 30% de su valor en un año dado.

- **Especialización:** La CII puede aprovechar su vasto conocimiento especializado sectorial y regional, pero carece de una trayectoria establecida en inversiones de capital, particularmente las directas. Por lo tanto, deberá esforzarse deliberadamente por adquirir las competencias especializadas que requiere. OVE calcula que, a fin de alcanzar una masa crítica para apoyar este esfuerzo, la CII tendría que originar en los próximos cinco años una cartera de inversiones de capital de por lo menos US\$200 millones, o de US\$300 millones si decide efectuar tanto inversiones directas como por medio de fondos.
- **Horizonte a largo plazo:** La CII necesita encontrar formas de blindar su compromiso de efectuar inversiones de capital por lo menos a lo largo de los próximos 10 años, normalmente con períodos de inversión de cinco años y períodos de desinversión de cinco años. Esto se puede llevar adelante generando un compromiso con un socio estratégico importante para llevar a cabo operaciones conjuntas de inversión de capital, o mediante un mandato expreso de los accionistas de la CII para proceder con este tipo de inversión.
- **Transparencia e incentivos:** La CII necesita reforzar considerablemente su cartera actual y sus capacidades de gestión de riesgos para inversiones de capital, quizás cooperando con socios que le ofrezcan capacitación y asistencia técnica, o consiguiendo los servicios temporales de personal de instituciones financieras de desarrollo líderes mediante adscripciones. En vista del impacto que generan los incentivos en el desempeño financiero de las inversiones de capital y las diferencias en este sentido con respecto a las operaciones de deuda, entender la actual estructura de incentivos y cómo se debe modificar para promover el éxito de estas inversiones es un requisito indispensable para cualquier programa de inversiones de capital con un alcance considerable.



Los mercados de inversión de capital de América Latina y el Caribe se hallan a la zaga de los de otras regiones. En los últimos 20 años ha comenzado a surgir un sector profesional de inversiones de capital, pero todavía maneja inversiones que equivalen a menos del 1% del PIB de la región.

© BID

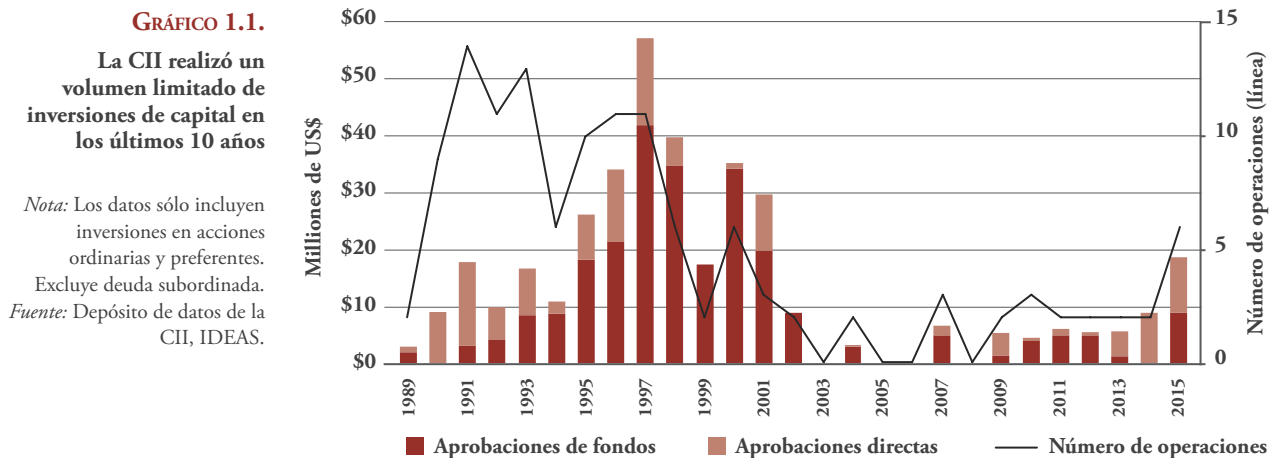
1 Contexto del Estudio

A. JUSTIFICACIÓN Y METODOLOGÍA DEL ESTUDIO

El Directorio Ejecutivo de la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) pidió a la Oficina de Evaluación y Supervisión (OVE) que preparara este estudio técnico como insumo para las actividades futuras de la CII en el campo de las inversiones de capital. En enero de 2016, las actividades del sector privado del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) fueron combinadas en una CII de mayor envergadura. Se recapitalizó esta nueva CII, que absorbió personal y asumió la responsabilidad de todas las operaciones sin garantía soberana del BID y de la CII existente, incluidas las inversiones de capital. El Directorio de la nueva CII aprobó un plan de negocios que contempla un volumen creciente de operaciones de inversión de capital a lo largo de los próximos 10 años. El Directorio manifestó su interés en apoyar la nueva estrategia de inversión de capital de la CII mediante un estudio técnico elaborado por OVE que se centrara de forma prospectiva en lo que la Corporación puede aprender a partir de su propia experiencia y la de otras entidades comparables. El presente estudio, más que ser una evaluación a fondo de la experiencia pasada de la CII, tiene el propósito de apoyar las actividades futuras de la institución en el ámbito de las inversiones de capital.

La CII ha invertido capital, aunque con escasa continuidad, desde su fundación hace más de 30 años. En el Convenio Constitutivo de la institución se expresa una “preferencia” por las inversiones de capital, frente a las de deuda. Con un total de 130 operaciones de inversión de capital por US\$383 millones desde su creación

en 1989, la CII presenta un promedio de tan solo cinco operaciones anuales aproximadamente (Gráfico 1.1). En los primeros años el capital desempeñaba una función más importante, llegando en 1997 a un máximo de casi US\$60 millones en volumen anual de aprobaciones. Para comienzos de la década de 2000, la CII enfrentó cuantiosas reducciones del valor de las inversiones en libros, lo que obedeció principalmente a una elevada concentración de inversiones de capital en fondos sin experiencia en la región y a una crisis económica que llevó a la mayoría de los inversionistas de capital a sufrir pérdidas. Siguiendo la recomendación de un panel de revisión externo convocado para preservar su viabilidad financiera, la CII prácticamente detuvo sus inversiones de capital los siguientes 10 años, con lo cual se perdió el repunte del mercado que se produjo posteriormente.



Un fondo de coinversión negociado con China luego de su ingreso a la CII como accionista en 2009 ayudó a la institución a reanudar sus inversiones de capital, como ha ocurrido con la recapitalización de la CII en 2016, en la que se contempla una mayor actividad en inversiones de capital. La CII retomó lentamente las inversiones de capital en 2009, gracias al impulso de un nuevo Fondo Chino para coinversiones de capital, si bien lo hizo con aprobaciones limitadas de entre US\$5 millones y US\$6 millones anuales. Recién en 2015 las aprobaciones para inversiones de capital superaron los US\$20 millones, lo que dio muestras del interés de la CII en volver a participar en esta línea de actividad. En el plan de negocios más reciente de la CII, para el período 2017-2019, se prevé destinar US\$50 millones anuales a inversiones de capital. En general, la CII ha coinvertido *pari passu* con el Fondo Chino US\$66,2 millones en 27 inversiones de capital y cuasicapital. Los resultados hasta la fecha no se pueden verificar porque la entidad no revalúa habitualmente sus inversiones directas y los flujos de caja anteriores a 2011 no estaban disponibles en los sistemas de la entidad cuando se preparó esta evaluación. Cerca del 50% de estas inversiones se hicieron en forma de cuasicapital (es decir, acciones preferenciales o deuda subordinada), lo que probablemente haya limitado las pérdidas potenciales, pero también restringió el potencial de rendimiento adicional típico de las inversiones de capital.

Con la recapitalización de la CII en 2016, en un proceso de fusión hacia afuera que combinó todas las operaciones del sector privado del Grupo BID, se reservaron US\$252 millones para inversiones de capital en los próximos 10 años (Gráfico 1.2). Esta suma fue el resultado de negociaciones de alto nivel que se concentraron en mantener el total de las aprobaciones del sector privado en determinado nivel, sin necesariamente enfocarse en las consecuencias en términos de un negocio viable de inversiones de capital¹.

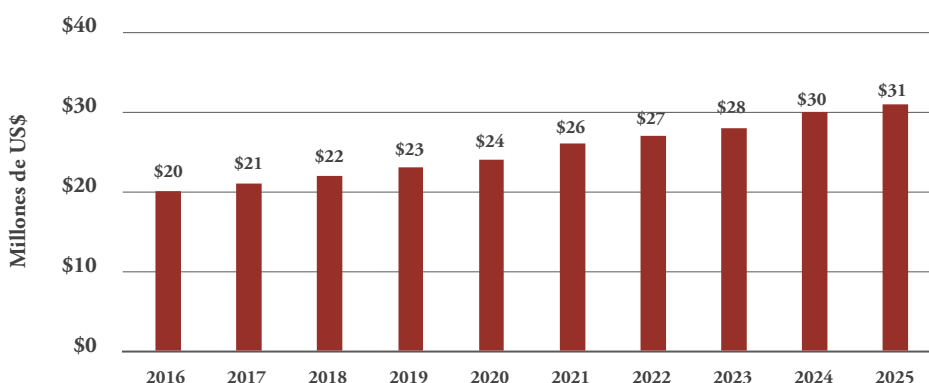


GRÁFICO 1.2

Las aprobaciones anuales de inversiones de capital de la CII se proyectan en un promedio de US\$25 millones en los próximos 10 años

Fuente: Propuesta para la Fusión hacia Afuera del Sector Privado del Grupo BID (documento CII/CA-165).

Puesto que otras entidades comparables han invertido capital más sistemáticamente que la CII, el estudio se centra en realizar una valoración comparativa de sus estrategias para las inversiones de capital, los resultados que obtienen y los procesos que emplean. En el estudio se establecen paralelos y contrastes entre la experiencia de las entidades comparables y la de la CII en los últimos 10 años. Este análisis comparativo se fundamenta en las siguientes preguntas clave:

- **Función y estrategia de las instituciones financieras de desarrollo:** ¿Por qué invierten en capital accionario las entidades comparables? ¿Cuáles son las consideraciones más importantes al decidir si se debe invertir directamente o por intermedio de fondos? ¿De qué manera deciden cuánto invertir en capital accionario? ¿De qué manera resuelven los conflictos de interés cuando participan mediante deuda e inversiones de capital en una misma empresa?
- **Resultados:** ¿Qué resultados financieros y de desarrollo han alcanzado las entidades comparables mediante las inversiones de capital? ¿Cómo se midieron estos resultados? ¿Fueron diferentes estos resultados según el tipo de inversión (fondos o inversiones directas)? Y, de ser así, ¿por qué?
- **Proceso y organización de las inversiones de capital:**
 - **Debida diligencia y selección de clientes:** ¿Cómo evalúan y seleccionan las entidades comparables a las empresas en las que invierten directamente y los fondos? ¿Cuáles son las diferencias principales entre las inversiones directas y por medio de fondos?

- o **Estructuración:** ¿Cómo estructuran las entidades comparables sus inversiones de capital a fin de lograr un equilibrio entre sus objetivos financieros y de desarrollo? ¿Cuál es la estructura de incentivos para el personal, cómo difieren los incentivos para las operaciones de deuda y las de capital y cómo se concilian estas diferencias?
- o **Seguimiento y supervisión:** ¿Cómo añaden valor las entidades comparables durante la etapa de supervisión? ¿Cómo nombran a los miembros de las juntas directivas y ejercen sus derechos de votación? ¿En qué difiere el seguimiento de las inversiones de capital del de las inversiones de préstamo?
- o **Desinversión:** ¿Cuáles son las prácticas óptimas en lo que se refiere a la desinversión de capital, desde la perspectiva de los criterios, las responsabilidades y los procesos? ¿Cómo se aseguran de ser objetivas las entidades comparables?
- o **Organización:** ¿Cómo se estructuran internamente los equipos de inversión de capital y cuál es su dotación de personal? ¿Qué se requiere para atraer al personal indicado? ¿Qué parámetros de medición del desempeño y políticas de remuneración emplean? ¿Cuál es la gobernanza para la toma de decisiones sobre inversiones de capital?
- **Lecciones aprendidas y sus implicaciones para la CII:** ¿Qué lecciones han aprendido las entidades comparables a partir de su experiencia con las inversiones de capital? ¿En qué medida difieren estas lecciones entre la inversión directa y mediante fondos? ¿Cómo se puede beneficiar la CII de estas lecciones para estructurar su programa futuro de inversiones de capital?

Al seleccionar entidades comparables, OVE se guió por el grado en que su experiencia puede resultar pertinente para la CII (Recuadro 1.1). Para que una de estas entidades fuera comparable con la CII, debía tener un volumen considerable de inversiones de capital (por lo menos el 10% del total de su cartera), aunque con predominio de las operaciones de deuda, lo que la obliga a considerar las ventajas y desventajas al elegir entre deuda y capital por las limitaciones que existen en su capital total. Al igual que la CII, por lo menos algunas de las entidades comparables tenían que hacer frente a la falta de diversificación implícita en trabajar principalmente en una región geográfica compuesta por países de tamaño desigual, en el marco de un mandato que exige usar el capital para atender las necesidades de determinados beneficiarios finales y promover prácticas operativas socialmente responsables y sostenibles. Aunque estos criterios engloban principalmente a instituciones financieras de desarrollo, OVE también incluyó como entidades comparables a los fondos de capital privado para obtener lecciones sobre estructuración de inversiones, su administración y desinversión. Por último, la selección de entidades comparables deliberadamente no fue aleatoria, sino que estuvo orientada a aprender de las instituciones que han tenido éxito. Por ese motivo, es probable que los resultados de estas entidades comparables con las inversiones de capital tengan un sesgo positivo.

Recuadro 1.1. Criterios para la selección de las entidades comparables

- **Profundidad del capital:** una trayectoria que acredite que el volumen de capital, el número de operaciones de capital y los ingresos son considerables.
- **Combinación de deuda y capital:** preferiblemente una actividad importante de operaciones de deuda, en paralelo con las inversiones de capital.
- **Capital:** como factor clave, que podría ser una limitante.
- **Diversidad geográfica:** experiencia regional, por ejemplo, en América Latina y el Caribe, con actividades en países grandes y pequeños.
- **Enfoque de inversión:** en determinados beneficiarios finales, como las PYME, directamente y mediante fondos.
- **Responsabilidad social:** conocimientos especializados y compromiso con la sostenibilidad y las salvaguardias ambientales y sociales.

Las entidades comparables incluidas en el estudio son instituciones financieras de desarrollo mundiales y regionales, entidades nacionales que invierten capital y otras administradoras de fondos e inversionistas de impacto de renombre. OVE seleccionó estas entidades entre instituciones homólogas que financian el desarrollo, incluidas no solo entidades mundiales sino también regionales que enfrentan problemas semejantes a los de la CII. Además, OVE examinó algunas entidades nacionales que promueven las inversiones de capital en determinados países de América Latina y el Caribe. Por último, OVE analizó las prácticas de ciertos fondos internacionales de capital privado reconocidos por su desempeño o su enfoque en el desarrollo para que la CII tuviera otras perspectivas acerca de prácticas innovadoras y maneras de adaptarse a las condiciones del mercado. En todos los casos, OVE consideró la idoneidad de tales prácticas para la CII, en vista de sus limitaciones de capital, capacidades organizacionales y mandatos. La lista de entidades comparables seleccionadas figura en el Cuadro 1.1.

OVE empleó una combinación de métodos para recopilar y analizar la información sobre estas entidades comparables. Para empezar, hizo una revisión documental de los proyectos de inversión de capital de la CII y entrevistó a funcionarios pertinentes para extraer lecciones aprendidas de la experiencia de la CII en este campo. En segundo lugar, analizó documentos públicos, evaluaciones y manuales de operación de las entidades comparables a fin de entender sus estrategias, averiguar sus prácticas de inversión e identificar sus estructuras organizacionales. En tercer lugar, llevó a cabo entrevistas con personal senior de las entidades comparables para aprender lecciones de su experiencia con capital accionario. En cuarto lugar, se comunicó con inversionistas institucionales, administradoras de fondos, entidades de regulación y asociaciones de capital emprendedor y capital privado para formarse una idea del entorno para las inversiones de capital y determinar aquellos ámbitos en que la CII podrá agregar valor a las compañías en que invierta. Por último, OVE buscó recopilar las prácticas prometedoras con sus pares y expertos del sector, incluidos los que se encuentran en asociaciones pertinentes de capital emprendedor y capital privado (como LAVCA).

CUADRO 1.1. ENTIDADES COMPARABLES INCLUIDAS EN EL ESTUDIO

<i>Entidad comparable</i>	<i>Volumen de actividades de inversión de capital^a</i>	<i>Estrategia sectorial</i>	<i>Enfoque geográfico</i>
Instituciones financieras de desarrollo mundiales			
CFI – Corporación Financiera Internacional	Cartera de inversiones de capital: US\$13.000 millones Porcentaje de la cartera total: 36%	Capital de crecimiento enfocado en la parte intermedia del mercado. También apoya fondos para infraestructura, relacionados con el cambio climático y de PYME; apoya determinados fondos de pequeñas empresas en regiones fronterizas.	África, Asia, Europa Oriental, América Latina y Medio Oriente
DEG – Corporación Alemana de Inversión y Desarrollo	Cartera de inversiones de capital: US\$1.300 millones Porcentaje de la cartera total: 23%	Inversiones de capital en PYME y la parte intermedia del mercado enfocadas en estrategias de crecimiento; inversiones en cualquier sector, con un número limitado de fondos dirigidos a determinados sectores.	Mercados fronterizos en África, América Latina y el Caribe, Europa Oriental y Asia Meridional y Sudoriental
FMO – Corporación Financiera de los Países Bajos para los Países en Desarrollo	Cartera de inversiones de capital: US\$1.600 millones Porcentaje de la cartera total: 25%	Fuerte enfoque en la inversión en fondos de capital privados, con énfasis en instituciones financieras y energía.	África y Asia, América Latina y el Caribe, Asia Central y Europa Oriental
Instituciones financieras de desarrollo regionales			
BERD – Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo	Cartera de inversiones de capital: US\$5.600 millones Porcentaje del total de la cartera: 18%	Estrategia indefinida; interés en integrar una cartera diversificada.	Europa Central, Asia Central, África Septentrional
CAF – Banco de Desarrollo de América Latina	Cartera de inversiones de capital: US\$390 millones Porcentaje del total de la cartera: 8%	Fuerte enfoque en inversiones en infraestructura y fondos.	América Latina
BAsD – Banco Asiático de Desarrollo	Cartera de inversiones de capital: US\$900 millones Porcentaje del total de la cartera: 16%	Enfoque en servicios financieros, infraestructura, energía limpia y agroindustria.	Asia
Instituciones financieras de desarrollo nacionales			
BNDES – Brasil	Cartera de inversiones de capital: US\$1.000 millones Porcentaje del total de la cartera: menos del 5%	Enfoque en inversiones en fondos y directas. Sectores: innovación, infraestructura, mercados de capital y sostenibilidad.	Brasil
Bancóldex – Colombia	Cartera de inversiones de capital: US\$20 millones Porcentaje del total de la cartera: 1,2%	Enfoque en fondos. Enfoque sectorial: comercio minorista/distribución, manufactura, turismo, servicios.	Colombia
Fondo de Fondos – México	Cartera de inversiones de capital: US\$700 millones Porcentaje del total de la cartera: más del 90%	Fondos de capital de crecimiento enfocados en la parte intermedia del mercado. También apoya fondos relacionados con energía, infraestructura, capital emprendedor y PYME.	México
Otras entidades comparables			
Administradoras de fondos privadas e inversionistas de impacto de renombre y otras instituciones financieras de desarrollo	Cartera de inversiones de capital: n.a. Volumen promedio de cada operación: n.a.	Unas cuantas entidades más que no son directamente comparables con la CII, pero cuyas prácticas son interesantes. Entre ellas, Advent International, Darby Overseas Investors, The Abraaj Group, Bridges Ventures (Reino Unido), Proparco y el CDC Group.	Global

Notas: ^a La cartera total incluye préstamos para el sector privado e inversiones de capital. Las inversiones de capital solo incluyen acciones ordinarias y preferentes, y excluyen la deuda subordinada convertible en capital. ^b OVE se concentró en la revisión de la experiencia de BNDES Participações (BNDESPAR) y de manera específica en su Departamento de Capital Empresarial (ACE), que se dedica a participaciones de capital que no cotizan en bolsa. ^c Fondo de Fondos funciona sobre todo como administradora de fondos para recursos de terceros por cerca de US\$700 millones. La mayor parte se destina a inversiones de capital y una pequeña parte (que se prevé que aumente a unos US\$100 millones) a cuasicapital (deuda mezzanine). *Fuente:* Elaboración de OVE, con base en datos de la Asociación de Capital Privado en Mercados Emergentes (EMPEA) y los estados financieros de entidades comparables.

B. ALCANCE DEL ESTUDIO

Este estudio se focaliza en el capital privado y no en el capital accionario cotizado en bolsa. Las inversiones de capital se refieren a la compra y la tenencia de participaciones en empresas existentes, con la expectativa de obtener ganancias financieras. Las participaciones se pueden conseguir mediante la adquisición de títulos públicos que se cotizan en mercados bursátiles en los que el público puede invertir directamente² o mediante la negociación entre inversionistas privados para la compra de acciones que no se cotizan en mercados públicos. Es probable que la CII se concentre en esta última modalidad, pues las compañías de América Latina y el Caribe con mayores limitaciones de capital —es decir, las pequeñas y medianas empresas (PYME) y las de tamaño intermedio— a menudo no cotizan en bolsa. Por otro lado, en consonancia con su Plan de Negocios para 2017-2019, la CII probablemente considere el uso de capital privado para seguir apoyando sus tres segmentos prioritarios: mercados financieros, infraestructura y sector empresarial³.

El estudio abarca las inversiones de capital negociadas tanto de manera directa como por medio de fondos intermediarios especializados. Los inversionistas pueden adquirir participaciones directamente con los propietarios de las empresas en las que invierten. Otra posibilidad es que pueden comprometer recursos con fondos especializados que invierten en compañías (Gráfico 1.3). Al invertir directamente, el financiador tiene más control que cuando invierte mediante fondos, pero una institución tiene que poder sufragar el costo de administrar distintas inversiones individuales. Al invertir mediante fondos se recurre a los conocimientos especializados de terceros (el socio colectivo de los fondos) y se facilita la diversificación de la cartera. Sin embargo, invertir como socio comanditario en la estructura de un fondo implica un control mucho menor sobre las compañías en las que se invierte. Ello plantea la importancia de cerciorarse de que los incentivos del inversionista estén en línea con los de las administradoras del fondo o los socios colectivos —no solo para aumentar al máximo el rendimiento, sino para invertir en proyectos compatibles con el mandato y los objetivos (de desarrollo) del financiador—. (En el capítulo 3 se analizan en detalle las diferencias e implicaciones de las inversiones directas y las que se hacen por medio de fondos.)

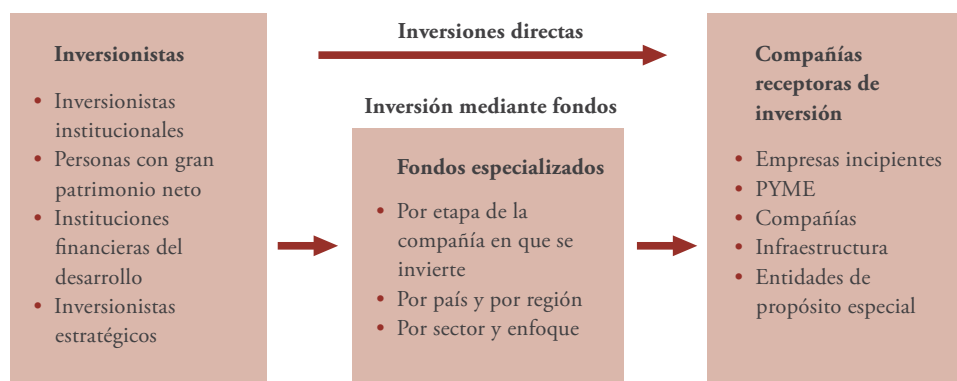


GRÁFICO 1.3

Las inversiones de capital pueden ser directas y mediante fondos

Fuente: OVE con información basada en una revisión bibliográfica.

Además, el estudio se centra en las participaciones no mayoritarias en capital de crecimiento, porque también es probable que estas sean las que busque la CII. Los mercados de inversión de capital se definen normalmente de acuerdo con el ciclo de vida de la compañía en la que se invierte (Cuadro 1.2). Por ejemplo, los *fondos semilla* y el *capital emprendedor* se refieren a financiamiento provisto en etapas muy tempranas de una compañía, por lo regular para sufragar los costos de su lanzamiento. El capital emprendedor a menudo se complementa con apoyo de tipo gerencial y en el establecimiento de redes de contactos. El *capital de crecimiento* abarca etapas posteriores y se refiere al capital y el apoyo provistos a empresas existentes, asumiendo participaciones mayoritarias o no mayoritarias (de menos del 50% de las acciones con derecho a voto). El *capital de crecimiento* generalmente se destina a empresas de tamaño intermedio que están listas para su expansión o cuyo valor no se ha optimizado. En etapas más avanzadas, las *empresas maduras o en dificultades financieras* también requieren capital fresco para reconfigurar sus operaciones y recuperar la rentabilidad.

CUADRO 1.2: TIPOS DE INVERSIONES DE CAPITAL PRIVADO

Tipo		Descripción
Fondos semilla		<ul style="list-style-type: none"> Suelen ser individuos que invierten sus propios fondos (inversionistas ángeles). Alto riesgo (por lo general en empresas nuevas), pero también la posibilidad de alto rendimiento.
Capital emprendedor		<ul style="list-style-type: none"> Por lo regular son fondos que captan recursos de inversionistas (institucionales). A menudo siguen a los inversionistas ángeles para contribuir al crecimiento de las compañías en las que invierte. Unos cuantos casos de éxito compensan muchas inversiones fallidas.
Capital de crecimiento	Financiamiento mezzanine	<ul style="list-style-type: none"> Un híbrido de deuda y capital, empleado por compañías establecidas que necesitan financiar su expansión, pero no quieren aportar una garantía ni diluir la participación accionaria. Permite que los prestamistas compartan con la compañía parte de su potencial para generar ganancias y a la vez ofrece a los inversionistas cierta protección contra pérdidas.
	Participaciones minoritarias	<ul style="list-style-type: none"> Compañías que buscan financiar su crecimiento sin perder el control (<50%). Un tema clave para los inversionistas es la protección de los derechos de los accionistas minoritarios.
	Participación mayoritaria	<ul style="list-style-type: none"> Se ejecutan con frecuencia en combinación con deuda (compras apalancadas). Las salidas se efectúan mediante oferta pública de acciones o ventas a compradores estratégicos.
Activos en dificultades financieras		<ul style="list-style-type: none"> La compra total o parcial de compañías en dificultades financieras (activos, deuda). Compañías que necesitan liquidez o que no pueden lograr el valor máximo de sus activos.

Fuente: OVE con información basada en una revisión bibliográfica.

El presente estudio también contiene información acerca de los niveles de rendimiento financiero y la volatilidad de las inversiones de capital, a fin de recalcar la característica principal que distingue a estas inversiones de los préstamos. Las inversiones de capital se diferencian de la deuda en que los rendimientos son intrínsecamente más volátiles

y no están predefinidos o limitados. Los prestamistas limitan su exposición contractual al riesgo determinando de antemano reembolsos periódicos de intereses y principal y estableciendo cláusulas contractuales que aumentan la probabilidad de que se efectúen dichos reembolsos. Quienes invierten en el capital comparten los riesgos y los beneficios potenciales de las compañías en que invierten, así como sus ganancias y pérdidas de capital. Los flujos de efectivo de capital son menos seguros pues son “residuales”, o sea que dependen de la capacidad de la compañía en que se invierte para pagar primero a sus proveedores, sus empleados y las autoridades fiscales y luego efectuar los reembolsos de la deuda. Los niveles de rendimiento dependen también de la política de dividendos y, en última instancia, de la venta rentable de la posición de inversión de capital.

De igual manera, el estudio destaca la función de desarrollo que cumplen las inversiones de capital de las instituciones financieras de desarrollo, pero excluye otras actividades realizadas por estas instituciones a fin de mejorar el ecosistema institucional para el capital accionario, porque también es improbable que estas sean el foco de atención de la CII (Cuadro 1.3). Las inversiones de capital pueden proporcionar capital de riesgo en mercados con alternativas limitadas para la obtención de fondos. Además, pueden contribuir a dar profundidad a los mercados de capital y mejorar las opciones de salida, atrayendo de esta forma más financiamiento. Sin embargo, la existencia de un ecosistema institucional adecuado a nivel nacional es fundamental para posibilitar las inversiones de capital. A fin de aumentar el tamaño y el número de los participantes en los mercados de capital, los países necesitan ofrecer un entorno que proteja suficientemente las inversiones, junto con marcos normativos adecuados para el surgimiento de inversiones de capital, su operación y su tributación. En una encuesta realizada por LAVCA, los inversionistas recalcaron la importancia de las instituciones como limitación de peso que impide realizar más inversiones en América Latina y el Caribe⁴. En el Grupo BID, el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) se ha enfocado en estos temas.

CUADRO 1.3. USO DE LA HERRAMIENTA IDÓNEA PARA FACILITAR EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE INVERSIONES DE CAPITAL

Barreras a las inversiones de capital citadas por los inversionistas institucionales	Posibles herramientas de las instituciones financieras de desarrollo para hacerles frente
Entornos políticos, macroeconómicos o monetarios inciertos	Operaciones distintas de la inversión de capital (préstamos con garantía soberana para reformas de política): apoyar la estabilidad y las reformas macroeconómicas.
Instituciones reguladoras poco desarrolladas y entornos tributarios inciertos	Operaciones distintas de la inversión de capital (préstamos con garantía soberana para reformas de política y asistencia técnica a gobiernos): apoyar la creación de un ecosistema más sólido para la inversión de capital.
Ejecución de contratos deficiente y sistemas jurídicos inciertos	Operaciones distintas de la inversión de capital (préstamos con garantía soberana para reformas de política y asistencia técnica a los gobiernos): apoyar la creación de un entorno más propicio.
Mercados de capital poco desarrollados que limitan las opciones para la obtención de fondos y las salidas	Inversiones de capital: ofrecer financiamiento y profundizar los mercados de capital. Operaciones distintas de la inversión de capital (préstamos con garantía soberana para reformas de política y asistencia técnica a gobiernos): apoyar el desarrollo de los mercados de capital.
Trayectoria y capacidades limitadas para las actividades relacionadas con capital accionario	Inversiones de capital y asistencia técnica: forjar una trayectoria y aumentar las capacidades para llevar a cabo inversiones de capital.
Prácticas deficientes de gobernanza corporativa	Inversiones de capital (directas o por medio de administradoras de fondos) combinadas con asesoramiento: apoyar mejoras en materia de gobernanza corporativa.

Fuente: OVE, con base en la información de la encuesta de opinión entre socios comanditarios realizada por LAVCA.

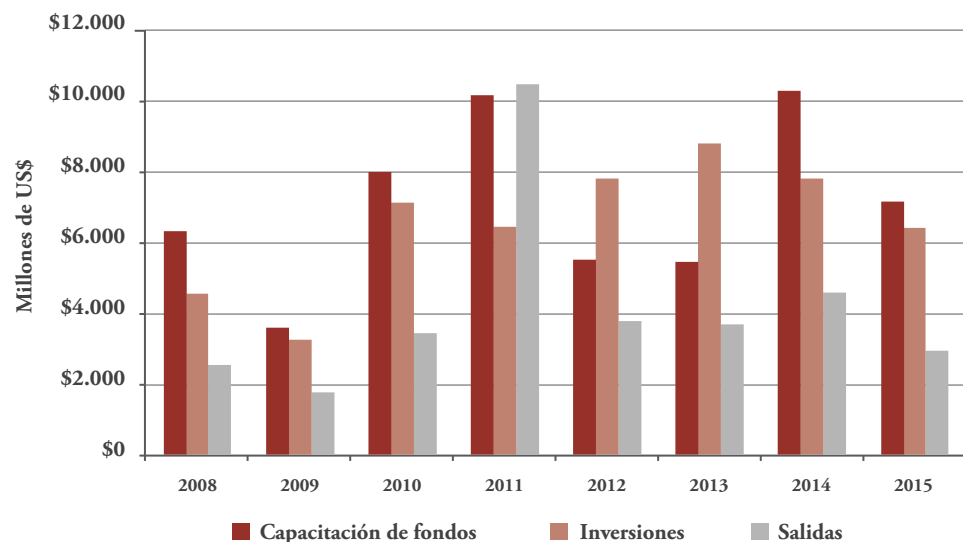
C. RETOS PARA LAS INVERSIONES DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

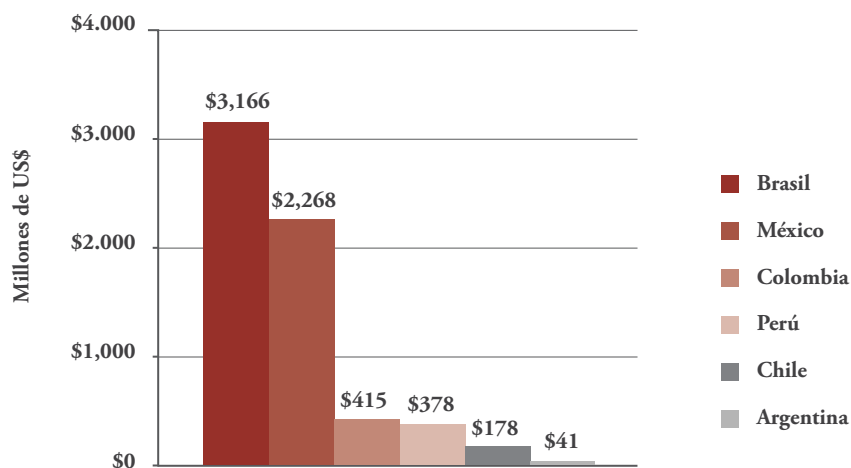
Los mercados de inversión de capital de América Latina y el Caribe se hallan a la zaga de los de otras regiones, en lo que respecta tanto al acceso como a la profundidad. Hay pocos proveedores de capital de riesgo en la región, en su mayoría empresas de gran tamaño que compran otras compañías como parte de sus estrategias de crecimiento y “oficinas de inversión de familias con gran patrimonio neto” que invierten en las compañías de su grupo. La mayoría de las PYME y las compañías de tamaño intermedio con potencial de crecimiento no tienen acceso a este capital. En los últimos 20 años ha comenzado a surgir un sector profesional de inversiones de capital, pero todavía maneja inversiones que equivalen únicamente a un porcentaje pequeño del PIB de la región (menos del 1%)⁵. No solamente este coeficiente es al menos un orden de magnitud menor que el de los países desarrollados, sino que el sector de las inversiones de capital de América Latina y el Caribe aún no se encuentra bien vinculado con otros actores clave: los bancos (para apalancar a las compañías en las que se invierte) y los mercados de capital (para efectuar la transición del capital privado al público).

A escala mundial, la cuota del sector de inversiones de capital que corresponde a América Latina y el Caribe se concentra apenas en unos cuantos países (Gráfico 1.4). Todos los mercados emergentes combinados representaron menos del 20% de las inversiones de capital del mundo en la última década. Entre 2008 y 2014, el Asia emergente atrajo la mayoría de estas inversiones en mercados emergentes (el 66% en promedio), en tanto que la cuota de América Latina y el Caribe fue del 16% en promedio⁶. Dentro de la región, Brasil y México fueron los mayores mercados para las inversiones de capital, ya que juntos captaron el 84% de estas inversiones. El resto se dividió entre Colombia (6%), Perú (6%), Chile (3%) y los demás países de la región (menos del 1% cada uno)⁷.

GRÁFICO 1.4A
Tendencias de
captación de fondos,
inversiones y salidas
en América Latina y el
Caribe

Fuente: Datos del sector,
LAVCA, 2016.

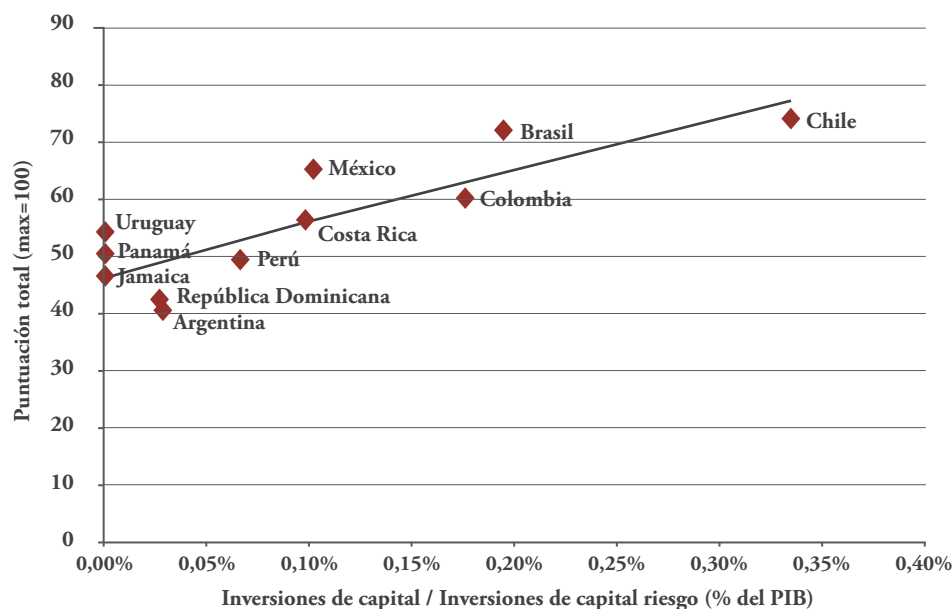


**GRÁFICO 1.4B**

Inversiones de capital en América Latina y el Caribe (2015, por país)

Fuente: Datos del sector, LAVCA, 2016.

El desarrollo del sector de las inversiones de capital se correlaciona con la existencia de mejores ecosistemas institucionales. LAVCA ideó una tarjeta de puntaje con la que cada año mide y vigila la calidad del entorno institucional para las inversiones de capital en América Latina y el Caribe. Con esta tarjeta de puntaje se miden la calidad de los marcos jurídicos y de inversión de los países, las prácticas de gobernanza corporativa de las compañías locales y la calidad de las instituciones nacionales (por ejemplo, la protección de los derechos de propiedad, la imparcialidad del sistema judicial y el desarrollo de los mercados de capital). En 2015, Chile, Brasil y México obtuvieron los puntajes más altos en lo relacionado con el entorno institucional (una nota de 7,0 de un total posible de 10 puntos). Los datos de LAVCA muestran una correlación positiva entre los puntajes elevados para el entorno institucional de un país y la penetración de las inversiones de capital como porcentaje del PIB (Gráfico 1.5). Por último, los entornos institucionales de América Latina y el Caribe están a la zaga de los de economías como el Reino Unido, España o Israel, que obtuvieron puntajes promedio de 8,5⁸.

**GRÁFICO 1.5**

Mejores ecosistemas se correlacionan con más inversiones de capital

Fuente: LAVCA.



Las instituciones financieras de desarrollo invierten en compañías subatendidas porque exhiben potencial de crecimiento y generan beneficios sociales positivos, tales como la creación de empleo, el aumento de las exportaciones o la elaboración de un producto o prestación de un servicio que no se obtendría de otra forma.

© División de Vivienda y Desarrollo Urbano del BID

2 Las Inversiones de Capital en las Instituciones Financieras de Desarrollo

A. JUSTIFICACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO PARA HACER INVERSIONES DE CAPITAL

Las instituciones financieras de desarrollo señalan cinco motivos generales por los que invierten capital. En primer lugar, recurren a estas inversiones para ayudar a compañías subatendidas pero importantes económicamente. Al invertir, estas instituciones suelen dar prioridad a determinadas compañías (como PYME o empresas que trabajan en infraestructura o energía limpia) con un efecto económico importante, pero que, debido a fallas de mercado, tienen un acceso limitado a las inversiones de capital. Las instituciones financieras de desarrollo invierten en estas compañías porque exhiben potencial de crecimiento y generan beneficios sociales positivos, tales como la creación de empleo, el aumento de las exportaciones o la elaboración de un producto o prestación de un servicio que no se obtendría de otra forma. Además, estas instituciones buscan lograr otros beneficios, como un incremento de la competitividad o la productividad o efectos de demostración. A menudo, las instituciones financieras de desarrollo inician una relación con estos clientes por medio de préstamos, pero en determinado momento los clientes necesitan una inyección de capital adicional para financiar su ulterior crecimiento. Las extensas redes internacionales de que disponen estas instituciones brindan a las compañías en las que invierten acceso a inteligencia de mercado y contactos en el sector.

En segundo lugar, las instituciones financieras de desarrollo pueden enviar señales a otros posibles proveedores de capital, ayudando de esta forma a forjar mercados de capital locales. Las inversiones de las instituciones financieras de desarrollo también tienen la finalidad de atraer más capital comercial al enviar una señal positiva al mercado, debido en parte a su riguroso análisis de diligencia debida sobre clientes que de otro modo quizá no habrían podido ser considerados por inversionistas privados. Al trabajar por medio de fondos, las instituciones financieras de desarrollo también han buscado crear un sector de administradoras profesionales de fondos. A menudo han apoyado a administradoras que manejan fondos por primera y segunda vez, ayudándolas a profesionalizarse y captar más capital.

En tercer lugar, las instituciones financieras de desarrollo desempeñan un papel fundamental en la promoción de prácticas óptimas en materia ambiental, social y de gobernanza. Estas instituciones han tenido un papel fundamental en la formulación de normas ambientales, sociales y de gobernanza para el sector privado. Al exigir que se satisfagan esas normas para sus inversiones de capital privado, las instituciones financieras de desarrollo han promovido su adopción en las empresas en las que invierten. Por ejemplo, dado que las administradoras de fondos que reciben financiamiento multilateral están obligadas a incorporar normas ambientales, sociales y de gobernanza en la documentación de sus fondos, dichas normas se vuelven una parte integral de los principios y políticas de los fondos. Por medio de los Principios de Ecuador, muchas instituciones financieras de desarrollo se han puesto de acuerdo en torno a normas socioambientales comunes y mediante el Marco para la Gobernanza Corporativa en el Ámbito del Desarrollo han adoptado principios compartidos en esta materia⁹.

Las instituciones comparables consideran que estos objetivos no son incompatibles. Por ejemplo, CFI ha sido el primer inversionista en muchas regiones y ha obtenido cuantiosos rendimientos (de alrededor del 15% en los últimos 20 años). Además, estos niveles de rendimiento sobre el capital de CFI le han permitido contribuir un promedio de US\$500 millones anuales a la Asociación Internacional de Fomento (AIF)¹⁰.

Por último, las inversiones de capital ofrecen a las instituciones financieras de desarrollo oportunidades adicionales para influir en el sector privado desde adentro de las compañías y promover resultados de desarrollo a través de ellas. Las instituciones financieras de desarrollo han reconocido la función del sector privado en la creación de empleo y el impulso del crecimiento económico. Usan las inversiones de capital para apoyar a las compañías de manera que puedan crear empleo, generar una expansión empresarial y mejorar el funcionamiento de los mercados. Las inversiones de capital también permiten que las instituciones financieras de desarrollo influyan en las compañías en las que invierten, al votar en sus órganos rectores como accionistas o representantes de la junta directiva de la compañía, lo que también puede contribuir a reforzar los resultados de desarrollo.

B. ENFOQUE DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO CON RESPECTO A LAS INVERSIONES DE CAPITAL: FONDOS O INVERSIONES DIRECTAS

Cuando las instituciones financieras de desarrollo deciden efectuar inversiones de capital, señalan que la primera decisión fundamental que toman es si invertirán directamente (y, por ende, se ocuparán todas las etapas de la inversión internamente) o mediante fondos (y delegarán el proceso en administradoras con experiencia). Algunas instituciones financieras de desarrollo, tales como CDC Group, históricamente han evitado las inversiones directas a favor de la tercerización de estas inversiones en firmas dedicadas a la administración de fondos¹¹. La mayoría de las demás instituciones financieras de desarrollo aplican un enfoque combinado que incluye tanto fondos como inversiones directas. Con este último tipo de inversión se evita la necesidad de pagar honorarios y otras formas de remuneración a las administradoras de fondos, pero se tienen que invertir fuertes sumas en la creación de capacidades internas y en sistemas de información. Estos montos adicionales solo se pueden amortizar alcanzando una masa crítica de operaciones¹².

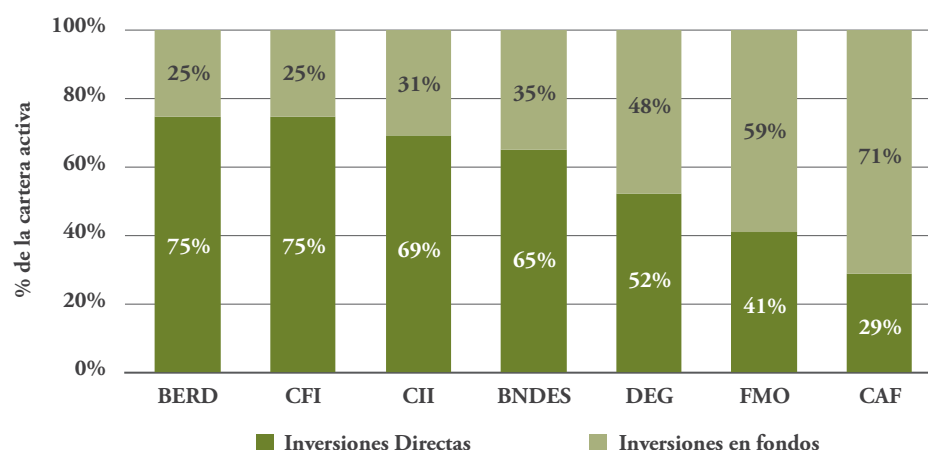


GRÁFICO 2.1

Las instituciones financieras de desarrollo combinan las inversiones directas con las inversiones mediante fondos

Fuente: Estados financieros y presentaciones empresariales de las instituciones financieras de desarrollo. Obsérvese que las valuaciones de capital varían entre estas entidades (por ejemplo, al costo menos pérdida de valor o al precio de mercado), lo que incide en los porcentajes. La cartera total excluye financiamiento con garantía soberana. Normalmente, los datos solo incluyen capital accionario (acciones ordinarias y preferentes) y excluyen el cuasicapital.

Por lo general, las instituciones financieras de desarrollo invierten capital directamente cuando pueden aprovechar alguna ventaja comparativa que compensa los costos más elevados de gestionar internamente todas las etapas de inversión. Las ventajas comparativas son, entre otras, las relaciones existentes, la presencia local y los conocimientos sectoriales especializados. Por ejemplo, DEG prefiere recurrir a las inversiones directas cuando tiene presencia local. CFI prefiere realizar proyectos de infraestructura mediante inversiones directas, ya que cuenta internamente con el conocimiento especializado necesario para hacer frente a mayores riesgos normativos, así como socioambientales y de gobernanza. Otras instituciones financieras de desarrollo aprovechan las relaciones crediticias que ya tienen para mitigar el riesgo de sus inversiones de capital complementarias. Por último, la mayoría de las instituciones se valen de la posibilidad que tienen de trabajar también con los gobiernos (en calidad de intermediarios imparciales o agentes que influyen en el entorno propicio).

Por otro lado, las instituciones financieras de desarrollo recurren a los fondos como un medio eficaz en función de los costos para invertir en múltiples empresas, aprender de los especialistas de las administradoras de fondos (en inversiones de capital o en un país o sector específico), diversificar los riesgos y ofrecer oportunidades de coinversión. Las instituciones canalizan recursos a través de fondos para invertir en empresas que adolecen de limitaciones financieras. Este mecanismo de inversión les permite aprovechar la trayectoria de las administradoras de fondos para seleccionar oportunidades de inversión y agregar valor a ese tipo de inversiones en sectores o países en los que una institución financiera de desarrollo quizá carezca de presencia o experiencia (Recuadro 2.1). Por ejemplo, la mayoría de las instituciones financieras de desarrollo utilizan los fondos para entrar en países donde no tienen una presencia sólida sobre el terreno. En ocasiones, también recurren a administradoras de fondos para aprender sobre ciertos sectores, con la perspectiva de coinvertir junto con ellas e invertir directamente más adelante.

Recuadro 2.1: ¿Cómo se estructura un fondo de inversión de capital?

Los fondos son entidades de propósito especial estructuradas como sociedades entre inversionistas financieros (socios comanditarios) y administradoras (socios colectivos). Los socios comanditarios actúan principalmente como financiadores del fondo y se enfocan en proveer recursos (sin intervenir). El socio colectivo suele administrar las operaciones cotidianas y dirige todo el proceso de inversión (captación de fondos, diligencia debida, estructuración de transacciones, compromiso de recursos, supervisión y salidas). Los socios colectivos cobran una comisión base y una participación en las utilidades por encima de determinada tasa crítica de rentabilidad (participación en los beneficios).

Desde el punto de vista del desarrollo, las instituciones financieras de desarrollo se valen de las inversiones de capital directas (a menudo conjuntamente con operaciones de deuda) para ayudar a promover metas sectoriales. La mayoría de las instituciones financieras de este tipo organizan su trabajo de desarrollo en diversos sectores de interés (como infraestructura, industria y PYME) y abordan las inversiones de capital como un instrumento financiero que complementa sus operaciones de deuda en pro de esa labor. La mayor parte de estas instituciones invierten capital directamente cuando desean seguir más de cerca las operaciones de una empresa (por ejemplo, para proporcionarle asesoramiento técnico) o ayudarlo a administrar su estructura de capital (por ejemplo, para aumentar su margen de maniobra para contraer deuda). En cambio, cuando las instituciones financieras de desarrollo invierten mediante préstamos, su influencia sobre las empresas es más limitada, pues se reduce sobre todo a velar por el cumplimiento de condiciones preestablecidas para los préstamos.

En cambio, a menudo se han empleado fondos para desarrollar el sector de las inversiones de capital de manera más general y aprovechar la pericia y la especialización de las administradoras de fondos. Las instituciones financieras de desarrollo también

han apoyado a fondos en mercados en los que prácticamente no existían fondos. Al proveer financiamiento a fondos que realizan operaciones por primera vez, las instituciones financieras han contribuido a establecer el sector, atraer a otros inversionistas y promover el diálogo sobre las inversiones por medio de fondos. Por ejemplo, a mediados de la década de 1990 y comienzos de la de 2000, cuando apenas se iniciaba el sector de inversiones de capital en las economías emergentes y en desarrollo, el FOMIN trabajaba muy activamente en el establecimiento de ese sector en América Latina y el Caribe, en tanto que instituciones financieras de desarrollo como CFI y el BERD trabajaban principalmente con fondos que realizaban operaciones por primera vez¹³. En la actualidad, CFI se apoya mucho menos en esta estrategia. Los gerentes entrevistados estuvieron de acuerdo en que hoy en día CFI invierte en fondos con el objetivo primordial de tener acceso a empresas en las que desea invertir; el desarrollo de mercados de fondos es una meta secundaria.

C. USO DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO

En promedio, las instituciones financieras de desarrollo han invertido el 20% de su cartera en capital accionario, en comparación con el 3% en la CII (Gráfico 2.2). La CII ha estado relativamente más limitada en términos de capital y se ha concentrado en restringir su apetito de riesgo a fin de salvaguardar su existencia. De las instituciones financieras en cuestión, aquellas que tienen presencia mundial (CFI, FMO y DEG) tienden a registrar inversiones de capital más cuantiosas como porcentaje de su cartera (el 28% frente al 14% para las regionales). El alcance geográfico más extenso de las instituciones financieras mundiales incrementa el conjunto de oportunidades disponibles para invertir y diversificar el riesgo. Ello, a su vez, les permite asignar más recursos a las inversiones de capital. Por otra parte, estas instituciones financieras han tomado la decisión estratégica consciente de invertir capital para alcanzar una sostenibilidad financiera a largo plazo.

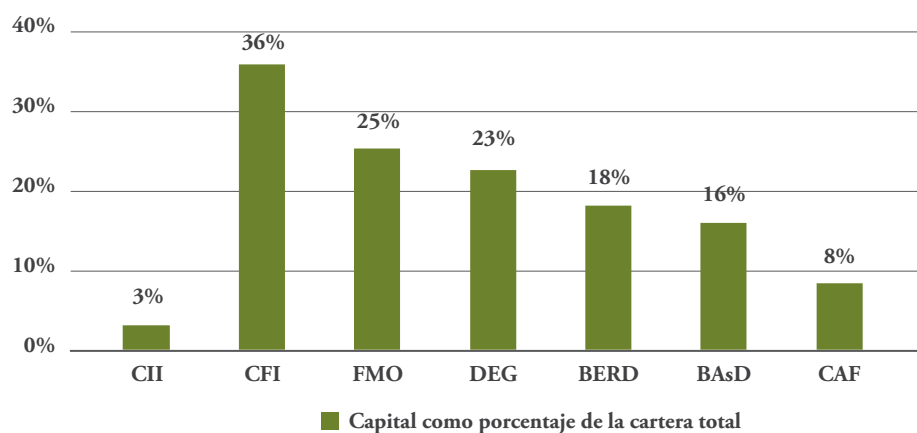


GRÁFICO 2.2

Otras instituciones financieras de desarrollo han invertido capital de manera más intensiva que la CII

Fuente: Estados financieros de las instituciones financieras de desarrollo. Las valuaciones de capital varían entre estas entidades (por ejemplo, al costo menos pérdida de valor o a precio de mercado), lo que incide en los porcentajes. La cartera total excluye préstamos con garantía soberana. Normalmente, los datos solo incluyen capital accionario (acciones ordinarias y preferentes) y excluyen el cuasicapital.

La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo son entidades que conceden préstamos y poco a poco fueron desarrollando programas complementarios de inversión de capital a comienzos de la década de 1980¹⁴. En su mayoría, reconocen que el establecimiento de esos

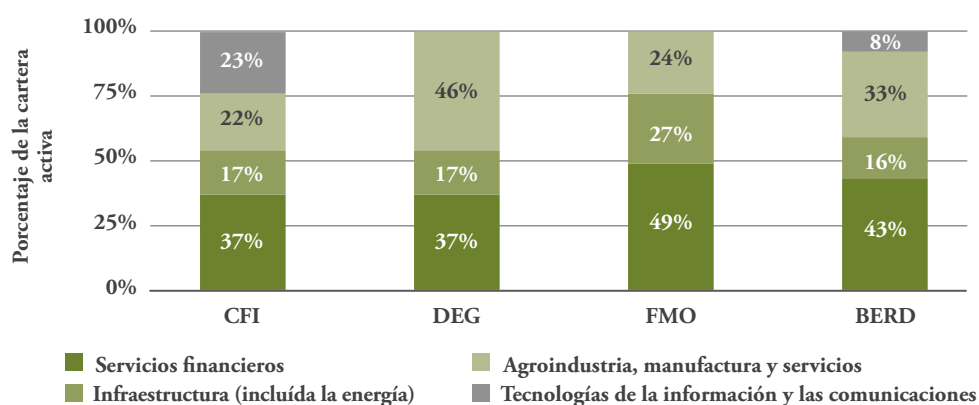
programas fue resultado de un proceso gradual que les tomó varias décadas y en el curso del cual tuvieron que aprender el negocio, en particular cómo manejar inversiones de capital conjuntamente con préstamos. La mayor parte de las instituciones financieras de desarrollo tuvieron que defender sus iniciativas de inversión de capital ante sus directorios (aduciendo que estas inversiones contribuyen al desarrollo y también pueden arrojar resultados financieros). A medida que acumularon una trayectoria, incrementaron sus actividades de inversión de capital. Por ejemplo, conforme a sus estados financieros, CFI aumentó su cartera de inversiones de capital del 17% en 1989 al 36% en 2015¹⁵. Además, en 2009 CFI dispuso fondos para una filial de propiedad exclusiva, la *Asset Management Company* (AMC), dedicada a administrar fondos de terceros, lo que refleja su mayor interés estratégico en el capital accionario y el poder de su larga trayectoria en este campo¹⁶.

La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo señalan que han procurado alcanzar una amplia diversificación sectorial (Gráfico 2.3). Los dos motivos principales que las han llevado a hacerlo son llegar a la mayor parte de los sectores de la economía y diversificar el riesgo de su cartera. Aparte de los renglones tradicionales de la agroindustria, la manufactura y los servicios, la mayoría de estas entidades hacen hincapié en el sector financiero (particularmente en la inversión en bancos e instituciones financieras no bancarias) debido a que este sector desempeña una función importante en aumentar el acceso de poblaciones subatendidas a financiamiento (en especial las instituciones microfinancieras) y las compañías que lo componen son intrínsecamente diversificadas, están reguladas y, por ende, tienden a ser menos riesgosas¹⁷. Las instituciones financieras de desarrollo también señalan que consideran que tienen un papel importante que desempeñar en apoyo de los proyectos de infraestructura, en especial los que entrañan concesiones, ya que el sector privado las percibe como un “intermediario imparcial” capaz de mitigar riesgos políticos. En tales proyectos, el respaldo de una institución financiera de desarrollo puede enviar una señal positiva a los mercados, incluso en lo que atañe al cumplimiento de las normas socioambientales y de gobernanza.

GRÁFICO 2.3

Distribución sectorial de las carteras de instituciones financieras de desarrollo

Fuente: Estados financieros y presentaciones empresariales de las instituciones financieras de desarrollo, así como entrevistas con la gerencia.



La CII también ha procurado diversificar sus inversiones de capital, con relativo éxito a nivel sectorial (Gráfico 2.4). En operaciones recientes, la institución se ha concentrado en invertir en fondos multisectoriales, haciendo hincapié en trabajar con administradoras

de fondos con experiencia. Al invertir directamente en compañías, se ha enfocado en instituciones financieras, en parte para aprovechar relaciones existentes y mitigar la volatilidad de otros sectores de alto riesgo como la infraestructura o la construcción. La operación de inversión de capital típica de la CII fue de US\$2,8 millones en promedio en el período 2006-2015, sin que ninguna operación individual haya superado en más del 8% el volumen de aprobación del período.

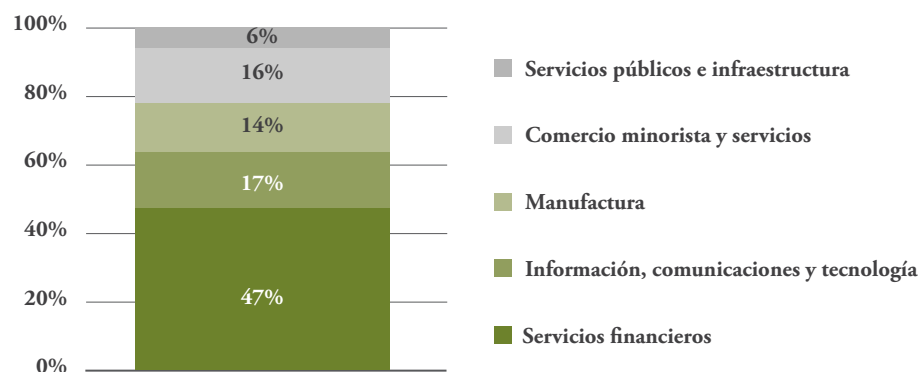


GRÁFICO 2.4

La cartera de inversiones de capital directas de la CII ha sido multisectorial, pero con énfasis en instituciones financieras

Fuente: Repositorio de datos de la CII, IDEAS.

Nota: Normalmente, los datos solo incluyen inversiones de capital (acciones ordinarias y preferentes) y excluyen el cuasicapital (por ejemplo, deuda subordinada).

En términos geográficos, las instituciones financieras de desarrollo regionales tienden a concentrarse desproporcionadamente en su país miembro más grande. Por ejemplo, Rusia representó el 21% de la cartera del BERD en 2015, mientras que México representó el 31% y el 15% de las carteras de inversión de capital de la CII y CAF, respectivamente. En comparación con otros países miembros, estas economías de gran tamaño tienden a ofrecer entornos institucionales más adecuados y oportunidades de inversión mayores, lo que permite a las instituciones financieras de desarrollo amortizar mejor los costos de operación. A consecuencia de esta concentración, las instituciones regionales se ven más afectadas por conmociones externas en los distintos países (por ejemplo, crisis financieras). En cambio, las instituciones de alcance mundial controlan como CFI, DEG y FMO pueden diversificar sus carteras entre más países y regiones, y las conmociones adversas en las distintas economías tienden a surtir efectos más reducidos en el desempeño de la cartera. Un ex gerente principal de cartera de CFI destacó la importancia de la diversificación geográfica y calculó que la cartera de CFI se había beneficiado más de la diversificación geográfica que de la sectorial.

Las instituciones financieras de desarrollo, incluida la CII, también han recurrido a los instrumentos de cuasicapital para manejar el perfil de riesgos y recompensas de las inversiones y adaptarse mejor a las necesidades financieras de las compañías en las que invierten. Por ejemplo, el BERD emplea lo que llama *portage equity*, una estructura en la que se limitan las posibles pérdidas mediante la incorporación de opciones de venta, si bien se restringen los rendimientos de la inversión. En otros casos, las instituciones financieras de desarrollo han proporcionado préstamos subordinados para reforzar la estructura de capital de intermediarios financieros. Por ejemplo, el Grupo BID otorgó un préstamo subordinado a un banco de Costa Rica como solución inmediata para cubrir necesidades de capitalización a corto plazo¹⁸. Por otro lado, la mayoría de las

inversiones directas que ha realizado la CII por intermedio del Fondo Fiduciario China-CII para Inversiones de Capital en PYME (CIEF) se han hecho con instrumentos de cuasicapital para controlar los riesgos de pérdida y proporcionar flujos de caja en etapas más tempranas (Cuadro 2.1). Por ejemplo, la CII frecuentemente estructura operaciones con cláusulas de derechos preferenciales para facilitar la salida mediante el incremento del nivel de preferencia sobre los dividendos a partir del quinto año y así motivar a otros accionistas a recomprar acciones de la CII.

CUADRO 2.1. LA CII HA PREFERIDO EL INSTRUMENTO DE CUASICAPITAL PARA ASIGNAR LAS INVERSIONES DIRECTAS DEL CIEF

Aprobaciones del CIEF (2009 – 2016)	Porcentaje del monto del CIEF aprobado
A. Inversiones directas	82%
1. Acciones ordinarias	33%
Infraestructura, parte intermedia del mercado	9%
Instituciones financieras	12%
Empresas	13%
2. Acciones preferentes (cuasicapital)	9%
Instituciones financieras	7%
Empresas	2%
3. Préstamos subordinados (cuasicapital)	40%
Infraestructura, parte intermedia del mercado	18%
Instituciones financieras	15%
Empresas	6%
PYME	2%
B. Inversiones por medio de fondos	18%
1. Acciones ordinarias	18%
Total	100%

Fuente: Administración de la CII

D. DESEMPEÑO FINANCIERO

Las inversiones de capital han proporcionado a las instituciones financieras de desarrollo niveles de rendimiento financiero más altos que los préstamos, pero con una mayor volatilidad¹⁹. El rendimiento del capital de estas instituciones ha sido particularmente sensible a las condiciones macroeconómicas (Gráfico 2.5). FMO y el BERD (así como otras entidades) registraron altos niveles de rendimiento de dos dígitos en los años anteriores a la crisis financiera mundial, alcanzando el 23% y el 26% respectivamente (de 2003 a 2008). Durante la crisis (2008 a 2009), este rendimiento cayó. Posteriormente, los niveles de rendimiento se han recuperado un poco, pero no han vuelto a los niveles anteriores a la crisis. Incluso las instituciones financieras de desarrollo de alcance mundial (FMO e CFI) han registrado rendimientos reducidos debido al efecto negativo que han tenido en los mercados emergentes los precios bajos de las materias primas y la depreciación de las monedas locales²⁰. Un ex funcionario de CFI confirmó que

alrededor del 60% del rendimiento obtenido históricamente por esa institución se podía atribuir al desempeño macroeconómico, lo que destaca la importancia de incluir un análisis macroeconómico en la evaluación de las decisiones de inversión.

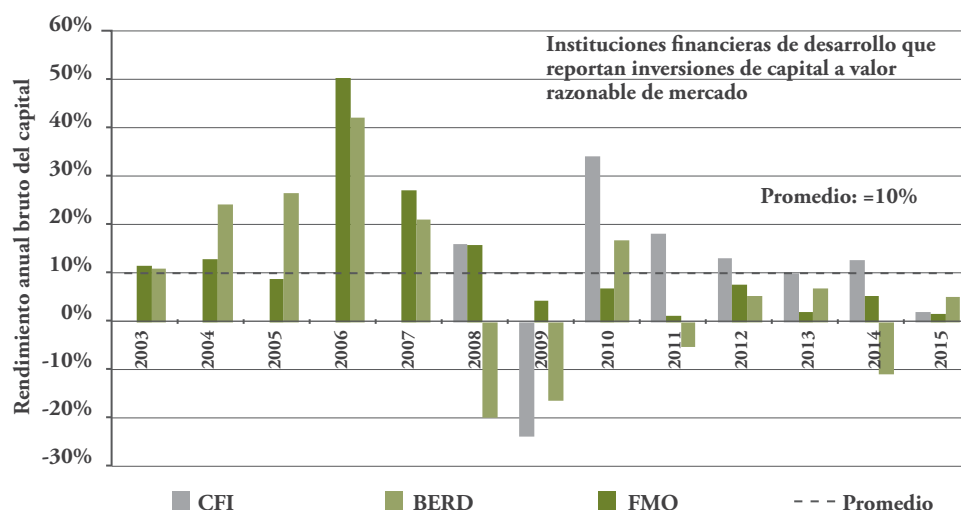


GRÁFICO 2.5A

El rendimiento del capital es más sensible a los ciclos económicos que a la empresa en que se opta por invertir

Fuente: Estados financieros de las instituciones financieras de desarrollo.
Notas: ^a Los rendimientos que se incluyen para las inversiones directas son brutos, de modo que no descuentan los gastos administrativos.
^b Los rendimientos de CFI no son comparables antes de 2008, pues los informes financieros no incluían ganancias/pérdidas no realizadas.
^c Los rendimientos de más del 100% que obtuvo la CII en 2007 obedecieron a un acontecimiento extraordinario (la venta de una sola inversión).

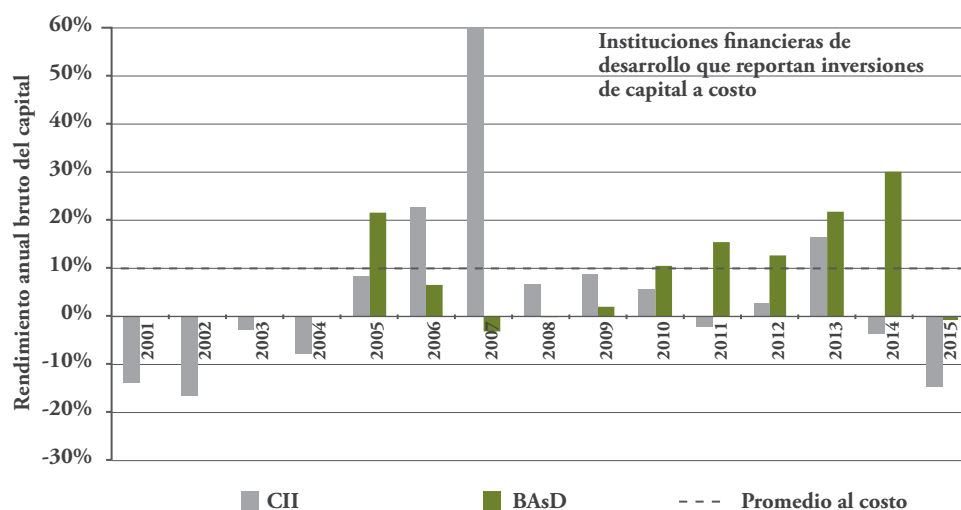


GRÁFICO 2.5B

El rendimiento del capital es más sensible a los ciclos económicos que a la empresa en que se opta por invertir

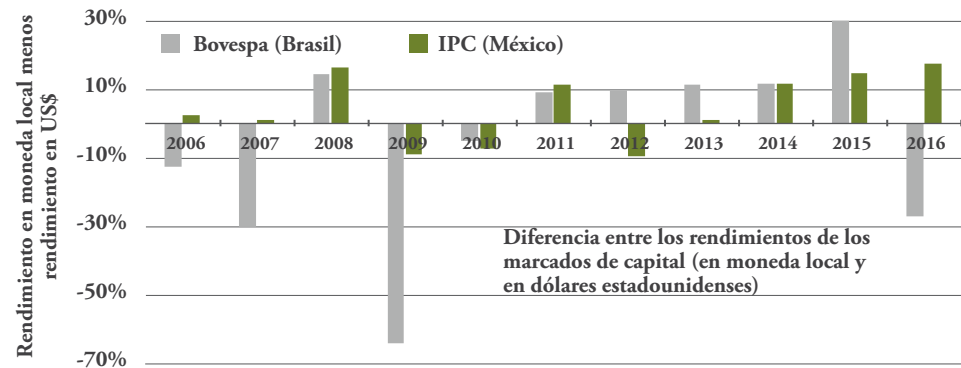
Fuente: Estados financieros de las instituciones financieras de desarrollo.
Notas: ^a Los rendimientos que se incluyen para las inversiones directas son brutos, de modo que no descuentan los gastos administrativos.
^b Los rendimientos de CFI no son comparables antes de 2008, pues los informes financieros no incluían ganancias/pérdidas no realizadas.
^c Los rendimientos de más del 100% que obtuvo la CII en 2007 obedecieron a un acontecimiento extraordinario (la venta de una sola inversión)..

Un porcentaje importante de los rendimientos puede atribuirse a las fluctuaciones monetarias (Gráfico 2.6). Las inversiones de capital (incluidas las que se hacen por medio de fondos) por lo regular se efectúan en moneda local, y el producto que se obtiene de ellas también se recibe en moneda local, para luego convertirse a otra divisa (por ejemplo, dólares). Por lo tanto, las instituciones financieras de desarrollo enfrentan un riesgo cambiario al repatriar el rendimiento de las inversiones²¹. OVE evaluó la diferencia entre los niveles de rendimiento de los mercados bursátiles en moneda local y en dólares estadounidenses en Brasil y en México. En el caso de BOVESPA, la bolsa brasileña, los niveles anuales de rendimiento en moneda local promediaron un 5% entre 2006 y 2016, frente a un 2% en dólares estadounidenses. Asimismo, los niveles anuales de rendimiento del IPC en México alcanzaron un promedio del 13% en moneda local

y del 5% en dólares estadounidenses. En ambos casos, el rendimiento en dólares (que es el que importa para las instituciones financieras de desarrollo) se vio profundamente afectado por las fluctuaciones monetarias, siendo esta varianza aún mayor para las cifras interanuales (entre -60% y +30%, aproximadamente).

GRÁFICO 2.6
Las fluctuaciones de las monedas locales tienen efectos importantes en el rendimiento de las inversiones

Fuente: OVE, con datos de BOVESPA e IPC.



Como cabía prever, el rendimiento del capital también ha sido sensible a la composición y la estrategia de la cartera de las instituciones financieras de desarrollo. Gestionar la combinación de inversiones mediante fondos e inversiones directas es fundamental para el desempeño de las inversiones. Por ejemplo, la estrategia de FMO de invertir predominantemente en fondos arrojó niveles de rendimiento más reducidos, pero contribuyó a estabilizar el desempeño de las inversiones durante la crisis. Este desempeño también se ve afectado por la manera en que se gestiona la concentración geográfica. Por ejemplo, los niveles de rendimiento de las instituciones financieras de desarrollo que están diversificadas mundialmente han sido menos volátiles: durante la crisis, las inversiones de CFI y FMO tuvieron un mejor desempeño que las de la CII y el BERD. Por último, concentrar las inversiones en una sola empresa también tiene consecuencias para la diversificación de la cartera. Cuanto más concentrada está la cartera en fondos únicos o empresas únicas, más vulnerable es a acontecimientos relacionados con una compañía en específico.

Los niveles de rendimiento financiero de las inversiones de capital de la CII son difíciles de evaluar, debido precisamente a que las inversiones directas no se contabilizan a su valor razonable²². Con arreglo a sus normas contables, la CII contabiliza las inversiones de capital directas al costo menos pérdidas de valor. Otras instituciones financieras de desarrollo (entre ellas, CFI y el BERD) actualizan constantemente el valor de sus inversiones de capital (tanto directas como mediante fondos). Aunque este proceso es una estimación, les permite evaluar las ganancias y pérdidas no realizadas de su cartera y, en última instancia, tomar decisiones gerenciales sobre la forma de reequilibrarla.

Aunque hay que advertir que las normas contables de la CII subestiman la volatilidad de las inversiones de capital, el rendimiento de tales inversiones alcanzó un promedio del 7% en la CII entre 2001 y 2015, ligeramente más alto que el de los préstamos, que fue del 6%, pero con una volatilidad mucho mayor (Gráfico 2.7)²³. Los niveles de

rendimiento de la CII sobre el capital acusaron amplias variaciones, desde un -17% en 2002 (el nivel más bajo) hasta un 101% en 2007 (el nivel más alto)²⁴. La volatilidad (la desviación estándar) de los rendimientos de las inversiones de capital obedeció no solo a los siete rendimientos anuales negativos registrados en ese periodo, sino al rendimiento altamente positivo alcanzado en 2007, debido a las ganancias que arrojó la venta de una inversión sumamente rentable en una institución financiera. En ese mismo período, la cartera de préstamos de la CII arrojó el mismo rendimiento en promedio (un 6%), pero con menos volatilidad. La CII únicamente registró pérdidas en su cartera de préstamos en 2002.

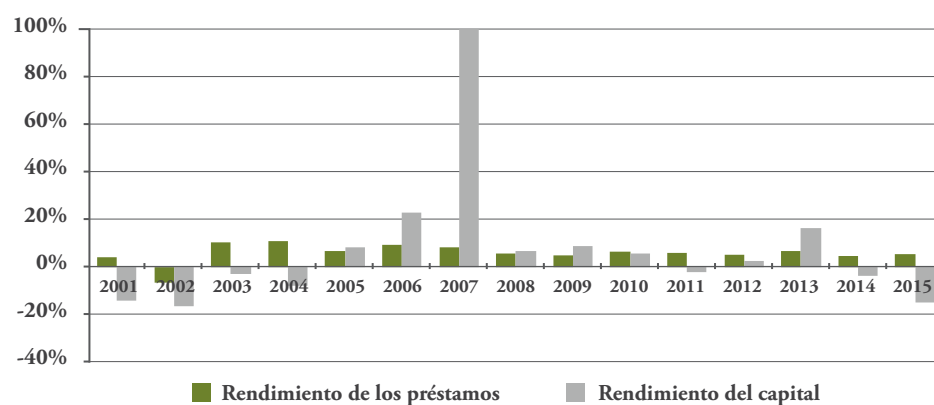


GRÁFICO 2.7

**Evolución del
rendimiento obtenido
por la CII sobre el
capital**

Fuente: Estados financieros
de la CII.

OVE determinó igualmente que existe una correlación positiva entre los niveles de rendimiento de los préstamos y las inversiones de capital de la CII, lo que indica que los efectos de diversificación de contar con ambos instrumentos son limitados. El rendimiento de estas dos carteras tiene una correlación positiva (de 0,3), pues las dos responden de forma semejante a los acontecimientos económicos positivos y negativos a escala nacional, regional y mundial. Por lo tanto, en momentos de dificultades económicas, es improbable que un tipo de inversión compense el otro.

En época reciente, el rendimiento de las inversiones de capital ha incidido poco en los ingresos netos de la CII, pero ha contribuido a la volatilidad de estos ingresos, y en 2001 y 2002 produjo pérdidas importantes. En vista de que recientemente el tamaño de la cartera de inversiones de capital ha sido pequeño (alrededor del 4% del total de la cartera de inversiones en 2015), los niveles de rendimiento de tales inversiones han surtido efectos reducidos en los ingresos totales. No obstante, la volatilidad de estos rendimientos ha sido considerable. Por ejemplo, en 2007 se realizaron ganancias por valor de US\$45 millones con la venta de una sola inversión de capital, operación que constituyó un porcentaje apreciable de los ingresos netos de US\$83 millones registrados ese año. Además, en 2001 y 2002 las inversiones de capital constituyeron apenas un pequeño porcentaje de los activos (el 19%), pero fueron el factor principal detrás de las pérdidas netas que sufrió la CII en esos años (del 154% y el 95%, respectivamente), bajo la influencia de una de las peores crisis económicas que haya visto América Latina y el Caribe. En esos dos años, la

CII perdió casi las dos terceras partes de su cartera de capital (el 27% y el 36%, respectivamente). De hecho, la CII notificó pérdidas producto de las inversiones de capital en siete de los 15 años comprendidos entre 2001 y 2015.

Para comparar adecuadamente los niveles de rendimiento de las inversiones directas con los de las inversiones mediante fondos, es preciso tomar en cuenta los gastos generales y las comisiones de administración. Cuando las instituciones financieras de desarrollo invierten por medio de fondos, deben pagar una comisión de base a la administradora de los fondos por la labor de gestión de los fondos (por lo regular entre el 1,5% y el 2% del tamaño del fondo) y otra comisión (participación en beneficios) por rendimientos que superan un nivel mínimo (una tasa crítica de rentabilidad, por lo general de alrededor del 8%). A estas comisiones se suman los costos administrativos internos relacionados con la originación y supervisión de los fondos. Cuando las instituciones invierten directamente, reciben el rendimiento sin pagar comisiones de administración de fondos. Sin embargo, las inversiones directas suelen tener costos de tramitación más elevados (búsqueda de oportunidades, estructuración, seguimiento y desinversión), debido a que estos procesos se llevan a cabo internamente. Por lo tanto, para una comparación correcta entre instrumentos se deberían comparar las comisiones de administración de las inversiones en fondos con los costos administrativos de gestionar las inversiones con recursos internos. Solamente entonces resultan comparables los rendimientos de los dos modelos. Por desgracia, la CII y otras instituciones financieras de desarrollo carecen de los sistemas de contabilidad analítica de costos que se precisan para estas comparaciones.

Las inversiones de la CII en fondos han redituado aproximadamente 1,3 veces la inversión inicial, aun cuando no se dispone de información sobre el rendimiento de las inversiones directas. Las administradoras de fondos valoran periódicamente las inversiones en fondos a su valor razonable. Aun cuando OVE no consiguió obtener el historial de flujos de efectivo de la CII para analizar los rendimientos pasados, las operaciones hoy activas de inversión en fondos han redituado US\$1,3 en promedio por cada dólar invertido. No se dispone de los niveles de rendimiento de las inversiones de capital directas y de las operaciones en fondos cerrados, debido a que la CII no valora sus inversiones de manera continua y a que OVE no pudo obtener los flujos de efectivo a raíz de cambios en los sistemas de información.

Las instituciones financieras de desarrollo señalaron que, para las inversiones directas, los rendimientos brutos y la volatilidad han sido más altos que para las inversiones mediante fondos. En CFI, la tasa interna de rentabilidad (TIR) mediana para las inversiones mediante fondos fue inferior en alrededor del 1,7% anual a la de las inversiones no efectuadas mediante fondos²⁵, pero una comparación precisa de la rentabilidad exigiría tomar en cuenta los costos administrativos, que probablemente sean más reducidos para los fondos que para las inversiones directas. Conforme a un cálculo, al considerar los costos de operación, las inversiones mediante fondos arrojaron un rendimiento neto ligeramente más alto que las directas. Además, las inversiones directas tienden a ser más volátiles porque no cuentan con la diversificación natural

de las que se hacen mediante fondos. Según entrevistas con funcionarios de alto nivel de CFI, la experiencia de esa institución parece confirmar que las inversiones directas tienden a ser más riesgosas, medidas según las cancelaciones de inversiones con pérdidas. Por otra parte, la mayor volatilidad de las inversiones directas podría reflejar también el impacto de la supervisión de la cartera, mucho más complicada que en el caso de las inversiones mediante fondos. En las inversiones de capital directas, unos cuantos instrumentos de rentabilidad muy alta por lo general compensan numerosas inversiones con rendimientos negativos (Gráfico 2.8).

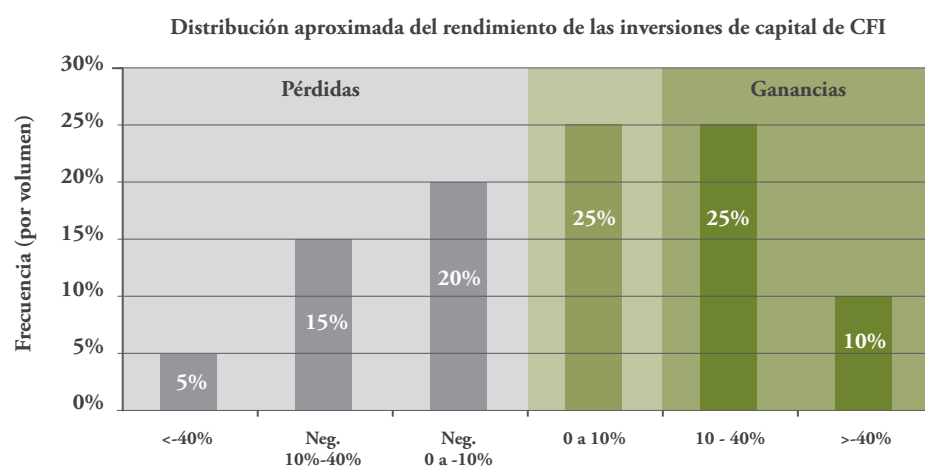


GRÁFICO 2.8

Las inversiones de capital de alto rendimiento deben compensar los proyectos de rendimiento negativo

Fuente: Aproximación basada en entrevistas con funcionarios y exfuncionarios de alto nivel de CFI.

Las instituciones financieras de desarrollo también señalaron que los niveles de rendimiento de las inversiones mediante fondos dependen principalmente de las condiciones del mercado (Gráfico 2.9). Por ejemplo, los rendimientos de los fondos respaldados por el BERD han dependido mayormente de las condiciones del mercado y no del valor agregado por las administradoras de fondos. Esto es crucial, pues las instituciones financieras de desarrollo invierten en fondos con la expectativa de que las administradoras de fondos aportarán la pericia necesaria para ayudarles a superar los indicadores de referencia del mercado en cuanto a desempeño. En el caso del BERD, parece que las administradoras de fondos podrían agregar más valor operacional a compañías de sectores como el comercio minorista y las tecnologías de la información y las comunicaciones que en sectores más tradicionales y maduros como las instituciones financieras o la manufactura.

E. RESULTADOS DE DESARROLLO

La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo hacen un seguimiento de los efectos de desarrollo a nivel de los proyectos. A menudo dan seguimiento a los resultados de los proyectos (incluidos los de inversión de capital), principalmente en lo que respecta al desempeño financiero de las compañías en las que invierten, el rendimiento económico para la sociedad (por ejemplo, el suministro de servicios básicos o la contribución de las compañías receptoras de la inversión a la generación de empleo) y el desempeño socioambiental y de gobernanza. Asimismo, intentan evaluar



Las instituciones financieras de desarrollo han cumplido una función importante en la creación de mercados de inversión de capital, pero esta función ha disminuido a medida que la industria ha madurado.

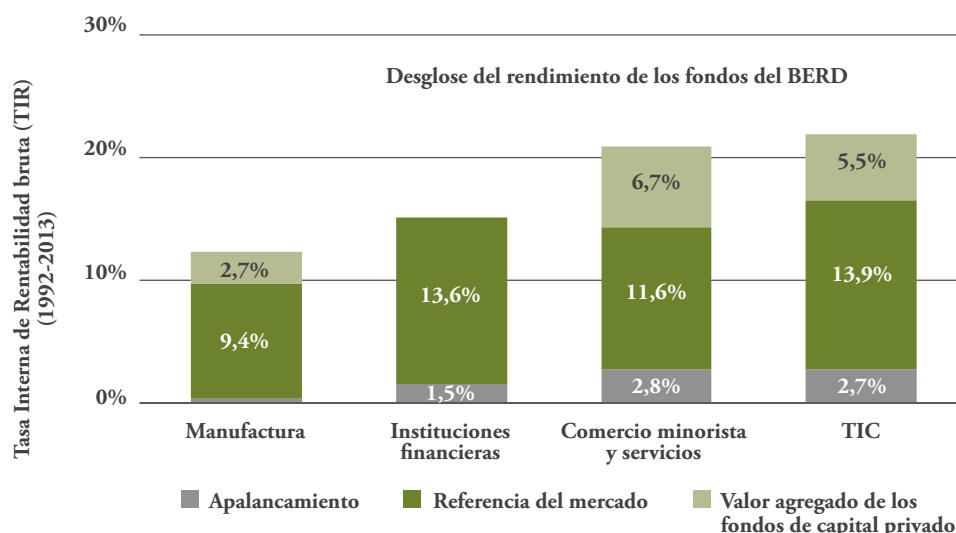
© [Nick Youngson](#)

la adicionalidad de sus intervenciones (incluidas aquellas en las que usan inversiones de capital) en lo que respecta al desarrollo del sector privado. Por ejemplo, las administradoras de fondos que entrevistó OVE coincidieron en que la participación de una institución financiera de desarrollo en el primer cierre de un fondo es crucial para atraer inversionistas y enviar señales positivas al mercado en lo que hace a la gobernanza y el cumplimiento de normas socioambientales.

GRÁFICO 2.9

El rendimiento de los fondos del BERD depende en gran medida de las condiciones del mercado

Fuente: BERD.



Sin embargo, las instituciones financieras de desarrollo no suelen analizar por separado los resultados de desarrollo de las inversiones de capital, con la notable excepción de las inversiones por medio de fondos, que la mayoría de las instituciones manejan como un “sector” especializado. A OVE le resultó complicado reconstruir los resultados de desarrollo para las inversiones de capital porque las instituciones no los desglosan. Esto se debe en parte a que las instituciones hacen un seguimiento del desempeño agregado por sector y país, pero no lo desglosan por instrumento financiero específico (en este caso, instrumentos de capital y de cuasicapital). Temas de confidencialidad propios de las inversiones de capital, como la posibilidad de que se divulgue información sustancial no pública, dificultan aún más el acceso a otros resultados de proyectos específicos de las instituciones financieras de desarrollo. La notable excepción son los resultados relacionados con las inversiones a través de fondos, a las que la mayoría de las instituciones dan seguimiento por separado porque los fondos a menudo se manejan como un “sector” aparte.

Las evaluaciones independientes disponibles demuestran que las instituciones financieras de desarrollo han cumplido una función importante en la creación de mercados de inversión de capital, pero esta función ha disminuido a medida que la industria ha madurado. Por ejemplo, en una evaluación independiente de las actividades de CFI en respaldo de los fondos de inversión de capital se determinó que en la década del 2000 la institución había acelerado su participación en este tipo de fondos, pero a medida que los mercados maduraron disminuyó la función de CFI como proveedor de fondos²⁶. También se estableció en la evaluación que CFI sigue desempeñando un papel catalítico a la hora de apoyar a administradoras que manejan fondos por primera vez y fijar normas de socioambientales y de gobernanza. Un estudio realizado por la oficina de evaluación independiente del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD) en 2008 puso de relieve la contribución del BAsD a la demostración del concepto de los fondos de inversión de capital en Asia y al fortalecimiento de la gobernanza corporativa, la transferencia de tecnología y la generación de empleo²⁷. No obstante, también señaló que los efectos de demostración se reducían (a medida que maduraban los mercados) y determinó que los niveles de rendimiento financiero del BAsD eran considerablemente más bajos que los de instituciones comparables²⁸. De manera semejante, CDC publicó en 2015 un informe de evaluación comparable sobre sus inversiones en fondos²⁹. De acuerdo con dicho informe, los fondos que recibieron el respaldo de CDC incidieron positivamente en cuatro indicadores que sirven para medir el éxito empresarial: ingresos, utilidades, impuestos pagados y empleo. Además, se señala que cumplieron una función pionera en el establecimiento del sector de las inversiones de capital en mercados emergentes y permitieron a la organización, con sede en Londres, llegar a zonas geográficas de difícil acceso.

Por otra parte, CFI determinó que la inversión en fondos puede tener fuertes efectos de generación de empleo (Recuadro 2.2). El estudio de CFI sobre el mercado laboral concluyó que los fondos de inversión de capital tenían un efecto muy fuerte en el crecimiento del empleo, a pesar de su tamaño relativamente reducido dentro de la

cartera de CFI, debido presumiblemente a que los incentivos de las administradoras de fondos estaban en línea con el crecimiento de las compañías en las que invertían. Los niveles de rendimiento de los fondos acusaban una correlación positiva considerable con el crecimiento del empleo. Las empresas pequeñas registraban la tasa de crecimiento del empleo más veloz, mientras que las empresas relativamente más grandes creaban el mayor número de puestos de trabajo³⁰.

Recuadro 2.2: La relación entre los fondos y la creación de empleos

Las instituciones financieras de desarrollo pretenden apoyar a los fondos de inversión de capital no solamente para cerrar una brecha en el acceso de las compañías a financiamiento, sino también para beneficiar a la economía en general. La creación de empleo a menudo justifica apoyar a empresas del sector privado. En 2013, como parte de un estudio más amplio sobre el empleo, CFI usó datos de su sistema de seguimiento de resultados de desarrollo para demostrar el crecimiento del empleo en compañías financiadas por medio de los fondos que apoya.

Para este fin, CFI analizó 69 fondos de capital de crecimiento que recibieron apoyo entre 2000 y 2010, así como el crecimiento del empleo de 494 compañías en las que invirtieron estos fondos. El estudio indicó que las compañías en las que invirtieron los fondos de capital respaldados por CFI registraron tasas anuales promedio de crecimiento del empleo del 14,7%

El estudio arrojó resultados importantes en función del tamaño de las compañías. Las grandes crearon más empleos (alrededor de 239.000) y recibieron la mayor parte del financiamiento destinado a fondos de inversión de capital (67,5% de los US\$4.000 millones invertidos). No obstante, las PYME tuvieron un crecimiento más acelerado que las compañías más grandes (crecieron el 18%, en comparación con el 9,7% para las más grandes).

El estudio incluso reveló una correlación positiva considerable entre la creación de empleos y la rentabilidad de los fondos (véase el gráfico que figura más abajo). Esta conclusión indica que, en el caso de las instituciones financieras de desarrollo, la rentabilidad de las inversiones de capital guarda una relación positiva con el logro de resultados de desarrollo. Una de las probables razones es que los incentivos para las administradoras de fondos las impulsan a tratar de identificar a las compañías con un alto potencial de crecimiento y a ayudarlas a alcanzar ese potencial.

Fuente: [CFI. Measuring the job creation effects of IFC-supported private equity funds.](#)

Los índices de éxito financiero de las inversiones de capital de CFI fueron menores, pero los índices de éxito en el desarrollo fueron equivalentes a los de los préstamos. CFI observó que cerca de dos terceras partes de sus inversiones de capital alcanzaban

resultados de desarrollo elevados, apenas un poco menos que con los préstamos. Sin embargo, la incidencia de proyectos “sumamente exitosos” fue mucho mayor para las inversiones de capital que para los préstamos (un 12% frente a un 8%), lo que demuestra que puede establecerse una relación entre esas inversiones y la obtención de resultados de desarrollo excepcionalmente altos³¹. Ello se debe en parte a que el apalancamiento de las inversiones de capital es mucho más alto. Si bien estas inversiones son relativamente más intensivas en su uso de capital, en la experiencia de CFI la mediana del coeficiente del costo de proyecto por cada dólar invertido fue de US\$12 para inversiones de capital, pero apenas llegó a US\$4 para préstamos. En definitiva, pues, el coeficiente del costo de proyecto por cada dólar de capital fue aproximadamente el mismo para préstamos e inversiones de capital³². Por último, para apoyar algunos proyectos valiosos desde el punto de vista del desarrollo solo se puede recurrir al capital porque no sería prudente proveerles financiamiento mediante deuda. En tal sentido, el capital puede tener una adicionalidad particularmente elevada.



La evaluación de las posibles oportunidades de inversión es un proceso con un alto índice de eliminación, en el que solamente entre el 2% y el 5% de los candidatos iniciales son aprobados para posible inversión.

© Ken Teegardin

3 Cómo Invierten en Capital las Instituciones Financieras de Desarrollo

En este capítulo se presenta la forma en que las instituciones financieras de desarrollo se han organizado y han manejado sus operaciones de inversión de capital. OVE examinó la forma en que las instituciones financieras de desarrollo llevan a cabo el proceso de inversión y detalló las diferencias entre las inversiones directas (es decir, manejar el proceso internamente) y las inversiones mediante fondos (es decir, tercerizar el proceso de inversión en administradoras de fondos externas). OVE determinó que el manejo del proceso de invertir en capital consta de cuatro pasos fundamentales: (i) originación del proyecto, (ii) estructuración del proyecto, (iii) supervisión y valor agregado del proyecto, y (iv) salida (Gráfico 3.1). En este capítulo se analizan también los mecanismos organizacionales que emplean las instituciones financieras de desarrollo para realizar sus operaciones de inversión de capital, poniendo de relieve las diferencias con los préstamos, la necesidad de especialización y la experiencia de estas instituciones en el manejo de los incentivos internos.



GRÁFICO 3.1
El proceso de inversión de capital

A. ORIGINACIÓN DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL

Las instituciones financieras de desarrollo informaron que el primer paso fundamental en el proceso de inversión era identificar oportunidades adecuadas, lo que por lo regular combina un método ascendente y uno descendente. Solo unas cuantas instituciones financieras de desarrollo (como CFI) aplican un método descendente como base para su proceso de búsqueda. CFI procura identificar periódicamente

primero los sectores y los países en los que la penetración es relativamente baja en relación con los niveles de ingresos. De esta lista, conserva únicamente los candidatos en los que prevé un crecimiento sólido del PIB. Después reduce esa selección a los candidatos cuyo entorno normativo y empresarial es favorable para las inversiones de capital. Procede luego a reducir la lista a los países y sectores en los que hay compañías con buena escala y buenas perspectivas. Por último, conserva las compañías que han demostrado excelencia en la ejecución, medida por lo regular por el hecho de que poseen ventajas de costos que las colocan en el percentil más bajo de costos unitarios a escala mundial. Lo más frecuente es que las instituciones financieras de desarrollo apliquen un método ascendente, identificando las oportunidades de inversión a medida que surgen. Por ejemplo, los oficiales de inversión de CFI también buscan proyectos basándose en la demanda local y la consonancia con sus estrategias sectoriales.

La evaluación de las posibles oportunidades de inversión es un proceso con un alto índice de eliminación, en el que solamente entre el 2% y el 5% de los candidatos iniciales son aprobados para posible inversión. Esta selectividad —mucho mayor que la que se aplica a las operaciones de préstamo— requiere aptitudes y procesos especializados. De hecho, la mayoría de las instituciones financieras de desarrollo cuentan con un comité especial para la inversión de capital, encabezado por un gerente de alto nivel como el jefe de operaciones o un vicepresidente a cargo de inversiones de capital. Hay ligeras diferencias entre estas instituciones en lo que respecta a la etapa en la que llevan a cabo distintas partes de su análisis de inversión, dependiendo del origen del posible proyecto (clientes actuales de préstamos o candidatos identificados con el método descendente), pero todas tienen un efecto de “tamiz” esencialmente parecido. Por ejemplo, el BNDES (Gráfico 3.2) tiene cuatro etapas: (i) evaluación de la congruencia con su propio mandato, (ii) análisis de prefactibilidad, (iii) análisis del negocio, incluida una valoración y un borrador de los términos y condiciones contractuales y (iv) cierre y establecimiento de los mecanismos de supervisión.

Al buscar oportunidades de inversión, las instituciones financieras de desarrollo consideran de manera cuidadosa los posibles conflictos de interés con las inversiones en préstamos. El fungir al mismo tiempo como acreedor y como accionista podría dar lugar a conflictos de interés. Mediante cláusulas contractuales, los acreedores podrían propiciar activamente su interés en minimizar el riesgo para conseguir que se les pague, perjudicando quizás perspectivas de crecimiento que pudieran ser favorables para la inversión de capital. Los accionistas, en cambio, podrían emprender proyectos que los acreedores consideren demasiado riesgosos. Como los intereses de los tenedores de deuda y capital podrían ser divergentes, la mayoría de las instituciones financieras de desarrollo resuelven estos conflictos de interés erigiendo “murallas chinas” entre los equipos que estructuran operaciones de deuda y los que realizan inversiones de capital³³. A veces, estas instituciones también han evitado contraer posiciones de acreedor y accionista al mismo tiempo, si bien otras

instituciones procuran activamente colocar capital con clientes de préstamos con los que ya tienen sólidos lazos. Los conflictos tienden a ser más pronunciados en dos circunstancias: (i) cuando se trata de acciones que cotizan en bolsa (pues hay información fundamental que no es del dominio público) y (ii) cuando el cliente entra en dificultades (porque hay intereses encontrados entre los acreedores y los accionistas en relación con los activos de la compañía), en particular cuando se trata de inversiones en nombre de terceros (como los préstamos B).

Al invertir mediante fondos, las instituciones financieras de desarrollo se concentran en seleccionar la administradora de fondos idónea, en vez de en inversiones específicas. Todas las instituciones financieras de desarrollo entrevistadas coincidieron en que la calidad de la administradora del fondo, demostrada por su trayectoria, es fundamental para asegurar un desempeño financiero superior. Cuando se trabaja con administradoras de fondos con experiencia por lo general se reduce el riesgo y mejoran las perspectivas de obtener un rendimiento. Por ejemplo, el BERD, al seleccionar administradoras de fondos, se fija en la experiencia del equipo gerencial, sus aptitudes complementarias y su capacidad de ejecución. Asimismo, la estrategia del fondo debe estar en línea con la experiencia de la administradora y focalizarse en oportunidades de mercado (por ejemplo, las instituciones financieras de desarrollo normalmente revisan la calidad del inventario de inversiones previstas del fondo). De hecho, CFI calculó que su buen desempeño en los niveles de rendimiento de fondos se puede atribuir casi exclusivamente a la selección de la administradora (Gráfico 3.2).

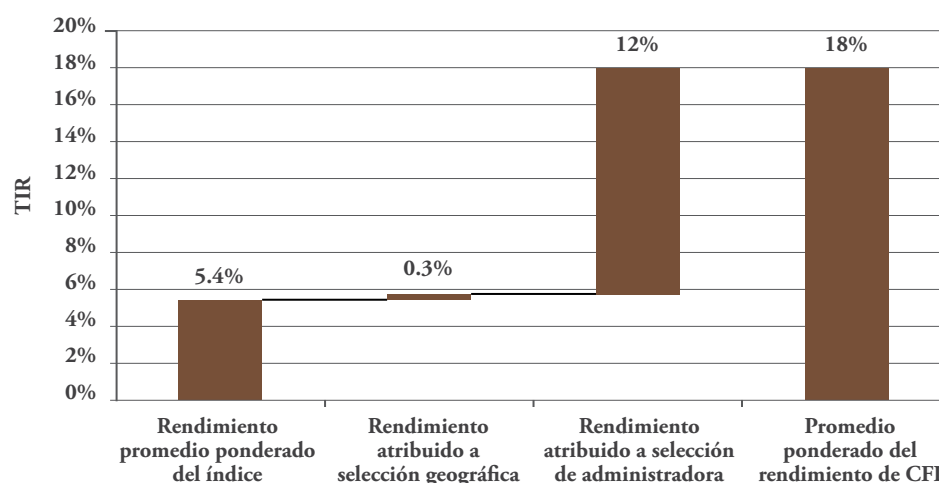


GRÁFICO 3.2

El rendimiento de los fondos de CFI se atribuye en su mayoría a la selección de administradora

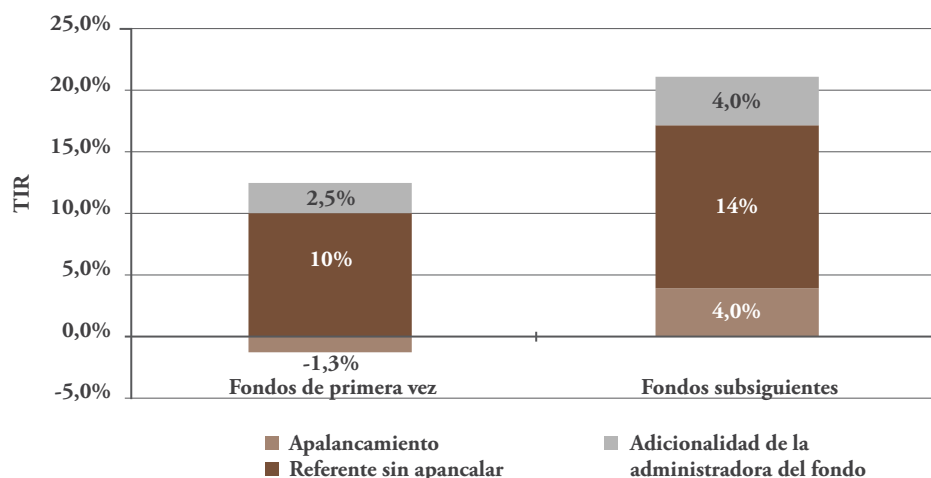
Fuente: CFI, que comparó el desempeño de sus inversiones mediante fondos contra el índice mundial de mercados emergentes de MSCI.

Una decisión clave es si se invierte mediante administradoras que operan por primera vez o con las que tienen experiencia. La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo coinciden en que los fondos subsiguientes tienden a ofrecer mejores rendimientos que los que operan por primera vez. Esto se debe en parte a que las administradoras de fondos generan una trayectoria que les permite aprender y tener acceso a más fuentes de capital y un conjunto más extenso de oportunidades de inversión. El rendimiento del BERD parece reflejar esta observación (Gráfico 3.3).

No obstante, las instituciones entrevistadas también estuvieron de acuerdo en que, al ingresar en mercados en los que no hay un sector establecido de inversiones de capital, por lo general invierten con fondos que operan por primera vez. Incluso en esos casos, señalaron que es fundamental seleccionar gerentes con experiencia (por lo general, profesionales del ramo de las inversiones con una trayectoria exitosa en otras zonas geográficas, pero también con conocimiento del mercado local).

GRÁFICO 3.3
BERD: un rendimiento considerablemente más alto con fondos subsiguientes que con los que operan por primera vez (1992 a 2013)

Fuente: BERD.



En ocasiones, los fondos invitan a las instituciones financieras de desarrollo a coinvertir en determinadas compañías, o bien las propias instituciones negocian desde un comienzo el derecho a coinvertir. La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo entrevistadas estuvieron de acuerdo en que las coinversiones ayudan a aumentar los niveles de rendimiento, porque se pueden efectuar sin incurrir en costos adicionales de consideración, aprovechando los procesos de selección y seguimiento de los fondos. Además, las coinversiones pueden ayudar a aprender acerca de los sectores específicos en los que invierte el fondo. Las estrategias de inversión de capital directa de instituciones como FMO se han basado principalmente en aprovechar oportunidades de coinversión.

Las coinversiones pueden traer ventajas para las instituciones financieras de desarrollo, pero en la práctica ha sido difícil aprovechar esas oportunidades porque se requiere una rapidez de respuesta que las instituciones a menudo no tienen. Las instituciones financieras de desarrollo no han podido coinvertir tanto como los altos directivos hubieran querido. Esto obedece en parte a que tienden a perder oportunidades debido a que sus mecanismos de aprobación ordinarios no se compaginan con el cronograma necesario para estas transacciones. Sin embargo, instituciones como CFI han concebido modelos que facilitan la aprobación de las coinversiones. Por lo regular, obtienen el visto bueno del directorio para un compromiso de mayor cuantía que la inversión en el fondo y así dejar margen para las coinversiones. De este modo, la administración puede aprobar las coinversiones con cierta rapidez sin necesidad de que el directorio efectúe una aprobación por separado, lo que generalmente toma mucho más tiempo.

B. ESTRUCTURACIÓN DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL

Las decisiones más importantes en cuanto a la estructuración son el número inicial de acciones que se desea (por lo regular entre el 5% y el 20%) y el volumen resultante de cada operación³⁴. Las instituciones financieras de desarrollo generalmente no buscan controlar el funcionamiento de las compañías en las que invierten, debido en parte a que quieren evitar expresamente desplazar a los inversionistas privados. Conciben su papel como el de catalizadores para atraer a otros inversionistas y apoyar a las compañías que desean mejorar sus prácticas empresariales. Asimismo, prefieren invertir en posiciones minoritarias para controlar el riesgo y la concentración de la cartera, lo que se traduce en una limitación del volumen de cada operación³⁵. Al mismo tiempo, las instituciones financieras de desarrollo tratan de evitar una participación demasiado reducida porque les interesa influir en la gobernanza, la estrategia y las prácticas empresariales de las compañías en las que invierten. En algunas instituciones, la inversión viene acompañada del nombramiento de un miembro del directorio, y muchas ejercen activamente el derecho de voto que les confieren sus acciones³⁶.

Además, todas las instituciones financieras de desarrollo entrevistadas convinieron en que es necesario prever desde el comienzo de la estructuración el período de tenencia previsto y las alternativas de salida. Las instituciones financieras de desarrollo realizan inversiones de capital con la expectativa de que sus horizontes de inversión sean generalmente de entre tres y cinco años. Según las instituciones entrevistadas, por lo regular se prevén y se analizan concienzudamente las opciones de salida en el momento de la aprobación. Una administradora de fondos manifestó que discute alternativas de salida con las compañías en las que invierte durante el proceso de negociación. Sin embargo, la salida suele ser un proceso, y las condiciones del mercado frecuentemente ocasionan demoras.

Para satisfacer las necesidades de financiamiento de las compañías en las que invierten, algunas instituciones financieras de desarrollo incluyen cuasicapital o deuda mezzanine entre los productos que ofrecen. El cuasicapital por lo regular se refiere a un financiamiento con características híbridas entre la deuda preferente de una compañía (con menor riesgo y menor rendimiento, de entre el 5% y el 12%) y el capital accionario (con el mayor riesgo y el mayor rendimiento previsto, del orden del 15%). La prioridad del cuasicapital está subordinada a la de la deuda preferente, pero es superior a la del capital accionario (de suerte que tiene un riesgo intermedio y niveles de rendimiento de entre el 10% y el 20%). El financiamiento mediante cuasicapital incluye deuda subordinada, deuda convertible, deuda con reparto de utilidades y títulos “mezzanine” privados (deuda con garantías o derechos de conversión en capital).

Las instituciones financieras se han valido del cuasicapital como punto de partida de sus actividades de inversión de capital, pero la viabilidad de este método depende de la demanda. El cuasicapital ofrece una transición menos riesgosa con respecto a las actividades de préstamo convencionales de las instituciones financieras de desarrollo. Sin embargo, depende de que las compañías en que se invierte estén dispuestas a ofrecer

a la institución los mecanismos de aumento de los ingresos implícitos en el cuasicapital. Las circunstancias que se prestan al financiamiento mezzanine son específicas y generalmente transitorias. Entre las circunstancias propicias para el cuasicapital figuran típicamente los casos de una compañía que financia una oportunidad de crecimiento como una adquisición, una compañía vendida por sus propietarios o una compañía comprada por sus gerentes. La demanda de cuasicapital depende en gran medida de las tasas de interés prevalecientes. Cuando las tasas de interés son bajas, por lo regular “desplazan” la gama intermedia entre el costo de la deuda y los niveles de rendimiento que esperan los inversionistas en acciones. Por último, la estructuración y supervisión de los instrumentos de cuasicapital (Recuadro 3.1) puede ser complicada, lo que plantea un problema de riesgo que va más allá del mero riesgo crediticio.

Recuadro 3.1.: Principales tipos de inversiones de cuasicapital

El cuasicapital (o financiamiento mezzanine) suele referirse a instrumentos financieros híbridos que se encuentran entre capital y deuda, dependiendo de sus características (por ejemplo, proporcionar a los tenedores un derecho potencial sobre los activos, los ingresos o las participaciones en la propiedad de la compañía, dependiendo de las condiciones futuras). A continuación, se describen los tipos más comunes de deuda mezzanine o cuasicapital.

Préstamos subordinados: Préstamos que tienen una prioridad de reembolso más baja que los préstamos preferentes en caso de incumplimiento en el pago (por ejemplo, a los tenedores de deuda subordinada no se les paga antes de que se les haya reembolsado íntegramente a los tenedores de deuda preferente). En general, estos préstamos no ofrecen garantía. Considerando que el riesgo crediticio es mayor, estos instrumentos a menudo devengan intereses más altos que los préstamos preferentes.

Deuda convertible: Los instrumentos se estructuran de modo que la inversión inicial es un préstamo con intereses y reembolso de capital periódicos. Sin embargo, el contrato ofrece a los inversionistas la opción de convertir la deuda en cierto número de acciones a un precio predeterminado en una fecha futura.

Acciones preferentes: Una posición accionaria con una preferencia más alta (es decir, con un mayor derecho sobre las ganancias y los activos) que las acciones ordinarias. Las acciones preferentes por lo regular reciben dividendos definidos pagaderos antes que los dividendos que se pagan a las acciones ordinarias. No obstante, los accionistas preferentes con frecuencia no tienen derecho de voto. En algunos casos, la acción preferente conlleva la opción de conversión a acción ordinaria.

Las instituciones financieras de desarrollo informan que, al estructurar inversiones en fondos, la negociación de términos y condiciones tiende a ser estándar, a pesar de lo cual sigue siendo crucial establecer los incentivos debidos. Las administradoras de fondos y las instituciones entrevistadas señalaron que actualmente los pliegos de condiciones para los socios comanditarios son estándar en su mayor parte. La mayoría

de los contratos de los fondos son estándar en lo que se refiere a la estructura de comisiones y los derechos de distribución de los socios comanditarios y los socios colectivos, la participación en la gobernanza del fondo, los procedimientos para solicitar aportes de capital y las cláusulas de liquidación. De hecho, todas las instituciones entrevistadas estuvieron de acuerdo en que, si un socio colectivo se muestra muy dispuesto a aceptar modificaciones, podría ser indicio de que su equipo es débil o su propuesta de inversión inadecuada. Las administradoras entrevistadas señalaron que las mejores prácticas consisten en cerciorarse de que (i) las comisiones y los gastos de las administradoras de fondos sean congruentes con el rendimiento financiero deseado; (ii) haya un compromiso tangible de los gerentes del fondo (por ejemplo, invirtiendo sus propios recursos o vinculando gran parte de sus ingresos al rendimiento del fondo); (iii) las cláusulas de gobernanza sean claras y contemplen “separaciones amistosas”, y (iv) se prevea un orden de prelación en la distribución de ingresos que vele por que se satisfagan primero los intereses del socio comanditario. Por ejemplo, con el orden de prelación europeo para la distribución se asegura que, luego de pagar las comisiones fijas al socio colectivo, los inversionistas recuperan todo el rendimiento previsto (su capital más una tasa crítica de rentabilidad preestablecida de alrededor del 8%), antes de que los gerentes del fondo puedan comenzar a percibir su participación en los beneficios (por lo general con una cláusula de recuperación, antes de que las distribuciones vuelvan a una proporción de 80/20 entre los socios comanditarios y el socio colectivo).

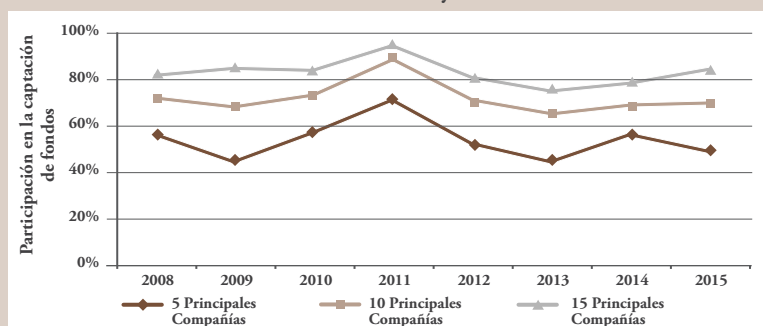
Recuadro 3.2. El mercado de administración de fondos en América Latina y el Caribe ha venido evolucionando en los últimos 15 años, y las instituciones financieras de desarrollo ya pueden recurrir a administradoras de fondos globales y locales con experiencia

Compañías globales grandes de inversiones de capital que ahora administran fondos de América Latina y el Caribe

Nombre	AEA (en millones de US\$)	AEA en Am. Lat. (en millones de US\$)	% de la cartera en América Latina
Advent International	29.000	6.000	21%
The Abraaj Group	9.000	200	3%
Northgate Capital	4.800	500	10%
ACON Investments	4.400	1.400	33%
The Rohatyn Group	4.200	500	13%

Fuente: OVE, con base en datos de LAVCA. AEA se refiere a activos en administración.

El financiamiento está muy concentrado



Fuente: Datos del sector, LAVCA, 2016.

Las instituciones financieras de desarrollo también han logrado movilizar otros recursos administrando fondos en nombre de terceros. Las instituciones financieras de desarrollo pueden actuar como intermediarias para canalizar recursos hacia compañías en mercados emergentes o en desarrollo, subsanando las asimetrías de información que enfrentan los inversionistas internacionales cuando invierten en mercados emergentes. Los fondos administrados por estas instituciones pueden proveer financiamiento adicional a las compañías. CFI creó la *Asset Management Company* (AMC) como una entidad aparte que administra más de US\$9.000 millones para grandes inversionistas institucionales como fondos soberanos de riqueza y fondos de jubilación. Para los inversionistas institucionales del sector privado, el mayor atractivo de CFI ha sido su sólida trayectoria de 20 años de inversiones de capital, con resultados que normalmente han superado los niveles de referencia para los mercados emergentes. Otras instituciones financieras de desarrollo, como la Corporación de Inversiones Privadas en el Extranjero (OPIC), se han especializado en proveer deuda a fondos gestionados por administradoras externas.

El modelo de coinversión de activos bajo la administración de una institución financiera de desarrollo por lo regular implica el derecho a participar en todas las inversiones, con la posibilidad de optar por no hacerlo. En la mayor parte de los casos, las instituciones financieras de desarrollo otorgan a los inversionistas externos el derecho a invertir en todas las oportunidades que les ofrece su flujo de transacciones con ciertas características, por ejemplo, que sean superiores a cierto monto. El propósito de lo anterior es evitar que la institución haga selecciones adversas. Además, los inversionistas pueden excluirse voluntariamente de algunas oportunidades de inversión para permitir que terceros personalicen sus carteras. Otras instituciones financieras de desarrollo adoptan un enfoque más activo para la gestión de fondos, por ejemplo, AMC tiene alrededor de 13 equipos de gestión de fondos que escogen las compañías en las que invierten entre las que participan en el flujo de transacciones de CFI para constituir carteras personalizadas acordes con el mandato de cada fondo. En cambio, en el BERD los inversionistas externos acompañan a esa institución en cada operación, reproduciendo su asignación.

C. SUPERVISIÓN Y VALOR AGREGADO

Las inversiones de capital se centran en potenciar los beneficios a la vez que se controlan los riesgos, de modo que las instituciones financieras de desarrollo por lo general detallan su enfoque para lograr un valor agregado, y algunas incluso lo incorporan en los acuerdos de cierre de la operación que suscriben con las compañías en las que invierten. Por ejemplo, el BERD documenta su enfoque en los planes para agregar valor que incluye en los documentos de cierre que firma con cada compañía en la que invierte. Por lo general, el BERD no puede exigir que estos planes se ejecuten al pie de la letra, sino conforme a los mejores esfuerzos. El motivo es que la situación de las empresas cambia, de modo que esta imposición podría considerarse equivalente a “administrar” el negocio. No obstante, estos planes sirven de base para hacer seguimiento continuo de las inversiones.

Las actividades de mitigación del riesgo de las inversiones de capital tienen elementos que es preciso adecuar al perfil de riesgos de la inversión. Cuando se invierte mediante préstamos, la función de seguimiento se hace con menos intervención y se focaliza en reducir el riesgo de pérdidas (es decir, fijando, manteniendo en observación y haciendo cumplir cláusulas que velen por el reembolso oportuno de las obligaciones de deuda). Sin embargo, la supervisión de una inversión de capital es más compleja ya que, además de los riesgos de crédito, liquidez, mercado y financiamiento, es preciso vigilar cuidadosamente las opciones de salida (pues puede que haya apenas breves intervalos en los que se logre una salida rentable). Además, muchas de las decisiones que tome la gerencia de la compañía en que se invierte podrían afectar la valuación de su capital accionario mucho antes de que incidan en su capacidad para reembolsar un préstamo. En el caso de las inversiones de capital privado, los riesgos son aún más grandes que los de las acciones que se cotizan en bolsa.

El seguimiento y la gestión de riesgos de las inversiones de capital exigen competencias especializadas. Generalmente, el valor económico de las inversiones de deuda se determina de antemano y el deterioro de dicho valor se controla de cerca en caso de (posible) incumplimiento. Sin embargo, con las inversiones de capital no hay la misma certeza; su valor podría ser sumamente volátil y difícil de determinar si no ha habido transacciones recientes en el mismo tipo de capital en mercados muy activos. Por ende, las organizaciones que llevan a cabo inversiones de capital requieren competencias más avanzadas para tasar continuamente el valor razonable de las inversiones, formular hipótesis prospectivas y clasificar las inversiones de acuerdo con sus ganancias previstas en el futuro.

Por lo general, esta función está a cargo de las unidades de gestión de cartera, que en organizaciones como CFI tienen un alto grado de control sobre las inversiones de capital. Como complemento de estas unidades hay personal de gestión de riesgos especializado en inversiones de este tipo. Además, en CFI hay una “oficina de capital” que da seguimiento a los mercados públicos y el valor de las compañías en que se invierte y entidades comparables. Desde una perspectiva fiduciaria, también es fundamental una valuación idónea, ya que las valuaciones del capital pueden incidir en los estados financieros de la institución financiera y estar sujetas a auditoría externa. Por consiguiente, resulta esencial que la institución financiera de desarrollo tenga pericia suficiente y procesos adecuados, con controles y equilibrios, para valorar las inversiones de capital.

En el marco de sus sistemas de gestión de riesgos, las instituciones financieras de desarrollo procuran cumplir con salvaguardias socioambientales y de gobernanza, pero los instrumentos para este fin son distintos para los préstamos y las inversiones de capital. Las instituciones financieras de desarrollo tienen la obligación de cumplir con normas mínimas socioambientales y de gobernanza, lo que resulta difícil en el caso de las inversiones de capital pues no controlan a las compañías en las que invierten. A diferencia de lo que hacen para sus inversiones de deuda, estas instituciones no pueden imponer condiciones estrictas que obliguen al cumplimiento de normas socioambientales



Las instituciones financieras de desarrollo por lo general buscan convencer a las compañías en las que invierten de que las buenas prácticas socioambientales y de gobernanza son también buenas para los negocios, y muy rara vez asumen una posición activa como accionistas.

© División de Vivienda y Desarrollo Urbano del BID

y de gobernanza. Así pues, varias de ellas suelen negociar cláusulas de “política” con los accionistas mayoritarios de las compañías en las que invierten, que les permiten retirarse de la inversión en caso de incumplimiento sustancial en materia socioambiental y de gobernanza. Aunque rara vez se invocan, estas disposiciones pueden reforzar la posición de la institución financiera para intentar mejorar el desempeño en temas socioambientales y de gobernanza. Como aspecto positivo, el capital permite a las instituciones influir en la administración en calidad de accionistas (ejerciendo su voto) y miembros del directorio (incidiendo en la administración de la compañía en la que invierten). Las instituciones financieras de desarrollo manifiestan que por lo general buscan convencer a estas compañías de que las buenas prácticas socioambientales y de gobernanza son también buenas para los negocios, y muy rara vez asumen una posición activa como accionistas (por ejemplo, proponiendo temas para las asambleas anuales).

A nivel de las empresas, se puede agregar valor a través de mecanismos de administración empresarial y gobernanza. Por ejemplo, el BNDES explicita cinco elementos que inciden en el valor de las actividades de las empresas en las que invierte: crecimiento,

rentabilidad, ejecución de proyectos y desinversión. En cuanto a administración y gobernanza, el BNDES identifica, asimismo, funciones clave que por lo regular hay que reforzar en las compañías en las que invierte (Gráfico 3.4). En ciertos casos, el BNDES ayuda a las compañías en las que invierte a identificar talento externo en respaldo de estas funciones.

OBJETIVOS: SER ACTIVO Y ESTAR PRESENTE PARA AYUDAR A LAS COMPAÑÍAS EN LAS QUE SE INVIERTE A TENER UN CRECIMIENTO MÁS ACELERADO Y LUEGO DESINVERTIR.	
Ámbito de apoyo	Actividades en las que participa
Gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> Resolución de conflictos Creación del plan de sucesión
Gestión del talento	<ul style="list-style-type: none"> Selección de los miembros del directorio Selección de altos directivos y retroalimentación Retención y remuneración del talento
Operaciones	<ul style="list-style-type: none"> Planificación estratégica Presupuestación anual Mejora del control interno
Actividades financieras	<ul style="list-style-type: none"> Reestructuración financiera Atracción de inversionistas Fusiones y adquisiciones
Desinversión	<ul style="list-style-type: none"> Preparación para la oferta pública inicial Preparación para la venta estratégica

GRÁFICO 3.4

El BNDES añade valor como inversionista activo

Fuente: BNDES

Desde la perspectiva organizacional, las inversiones de capital exigen crear funciones de valor agregado y dotarlas de personal. A diferencia de las operaciones de deuda, para las que la institución se concentra en las condiciones contractuales, el desempeño financiero de las inversiones de capital depende del aumento de las ganancias, lo que requiere adaptarse constantemente a las condiciones de negocios cambiantes que enfrentan las compañías objeto de la inversión. A este respecto, hay dos claras alternativas organizacionales: dejar la labor de agregar valor en manos de los funcionarios que originan las transacciones o traspasar las operaciones a otros funcionarios que se encarguen únicamente de dar seguimiento a las inversiones. Con el primer método siguen participando las personas que más saben de las compañías en que se invierte y se contribuye a forjar relaciones a más largo plazo. La desventaja es que estos oficiales de originación tienden a regirse por incentivos relacionados con el volumen de operaciones nuevas, lo que les resta capacidad y tiempo para trabajar continuamente con las compañías en las que ya se ha invertido. Esta última desventaja es un problema relativamente mayor en el caso de las inversiones de capital.

Organizaciones como el BNDES y el BERD están introduciendo equipos dedicados exclusivamente a la creación de valor. El personal de creación de valor (título de cargo introducido recientemente por el BERD) debe especializarse para cumplir su misión

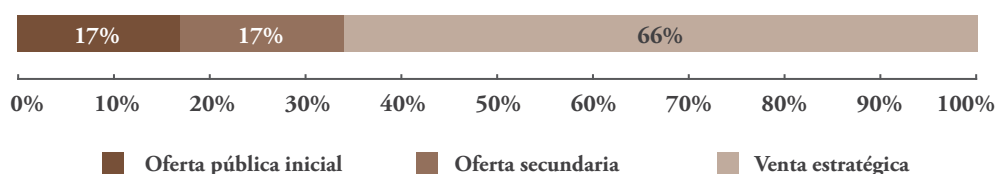
única de apalancar los recursos de la organización y de sus socios a fin de agregar valor a las compañías objeto de la inversión, conforme a un “Plan de Creación de Valor” establecido de antemano en el que se especifican áreas de enfoque, actividades, responsabilidades y plazos. En general, el BERD proyecta asignar de tres a cuatro empleados equivalentes a tiempo completo (alrededor del 10% del personal dedicado a las inversiones de capital) exclusivamente a la creación de valor, previendo que trabajen en colaboración dentro de una “red de capital accionario” integrada también por “líderes en ejecución de capital” y “banqueros sectoriales”. El BNDES ha ido incluso más lejos, asignando un porcentaje más alto de su equipo de inversión de capital (más del 50%) a la creación de valor.

Por otra parte, invertir mediante fondos es un proceso en el que hay menos intervención que cuando se invierte directamente y la función de supervisión se centra en vigilar en términos generales el desempeño de las administradoras de los fondos. La mayoría de las instituciones entrevistadas convinieron en que la supervisión de los fondos se focaliza sobre todo en asegurarse de que las administradoras se atengan al mandato y los límites establecidos del fondo. Como el propósito también es agregar valor, las instituciones suelen participar en el comité consultivo con miras a recopilar información sobre posibles oportunidades de coinversión y apoyan a las administradoras para que amplíen sus redes a otros proveedores de financiamiento y capten otras oportunidades de inversión. Sin embargo, las instituciones financieras de desarrollo rara vez participan en el comité de inversiones, que es el que realmente toma las decisiones de inversión.

D. SALIDAS Y LECCIONES APRENDIDAS

Las instituciones financieras de desarrollo salen de sus inversiones de capital directas por medio de tres mecanismos básicos: venta estratégica, oferta pública y recompra. Una venta a una empresa o inversionista privado se denomina generalmente venta estratégica. A este tipo de venta corresponde el mayor número y el volumen más grande de desinversiones en América Latina y el Caribe (Gráfico 3.5). Una alternativa menos común en la región consiste en cotizar la posición de capital accionario en una bolsa de valores para que el público pueda invertir en la compañía (oferta pública inicial). Esta alternativa es particularmente difícil de lograr, porque los mercados de capital de América Latina y el Caribe son menos desarrollados en general, salvo en unos cuantos países como Brasil, Chile y México. Por último, las instituciones financieras de desarrollo tienen la posibilidad de predeterminedar un precio de venta al que los actuales accionistas puedan comprar las acciones de la institución o de negociar un precio de venta privada a accionistas actuales o nuevos (oferta secundaria).

GRÁFICO 3.5
Frecuencia de los tipos de salida en América Latina y el Caribe (2013)



Fuente: CAFE, con datos de LAVCA.

Los acuerdos con los accionistas a menudo confieren derechos especiales que protegen a los accionistas minoritarios y facilitan la salida de las instituciones financieras de desarrollo. Por ejemplo, los derechos de acompañamiento son obligaciones contractuales que se utilizan para proteger a un accionista minoritario. Si un accionista mayoritario vende su participación, el accionista minoritario tiene derecho a unirse a la transacción y vender su participación minoritaria en las mismas condiciones. Un acuerdo semejante es la cláusula de arrastre, que exige que el accionista principal también venda su participación cuando la institución financiera de desarrollo haya encontrado un comprador. En comparación con las cláusulas de acompañamiento, las de arrastre son normalmente más difíciles de negociar. Un tercer tipo de disposición es el arreglo de opciones de compra y venta, que estipula un precio de venta al que la institución puede revender sus acciones (por lo regular al accionista principal) y un precio de compra (generalmente más alto) al que el accionista principal puede pedir comprar la participación de la institución financiera.

Las instituciones financieras de desarrollo recalcan la importancia de que el proceso de desinversión tenga una gobernanza adecuada. A diferencia de los préstamos, que generan ingresos periódicos, el capital genera la mayoría del rendimiento cuando se vende a un múltiplo de la inversión original (por ejemplo, cuando una inversión original de US\$1 millón se vende en US\$10 millones). Por consiguiente, así como es importante comprar cuando las valuaciones del capital son bajas, es fundamental liquidar la inversión en el momento debido, cuando los precios están altos. Las instituciones coincidieron en que les ha resultado difícil establecer una gobernanza adecuada para las desinversiones. La mayoría indicó que la mejor práctica consiste en definir de antemano una serie de hitos de inversión posteriores a la originación para evitar la subjetividad (como “enamorarse” de la inversión) y un comportamiento demasiado riesgoso (como intentar especular en el mercado).

En comparación con las inversiones directas, es más fácil salir de un fondo porque las administradoras se hacen cargo de ejecutar la estrategia de desinversión. Por lo regular, los fondos se estructuran de tal forma que se autoliquidan al final del ciclo de inversión. Desde el inicio, las administradoras de fondos determinan la vida prevista del fondo y planifican la estrategia de desinversión. Los fondos generalmente se estructuran con una vida de siete a 10 años, con prórrogas anuales de ser preciso. Al ejecutar la estrategia de desinversión, se autoliquida el fondo.

Las instituciones financieras de desarrollo requieren sólidas prácticas de valuación de las inversiones de capital para medir con precisión los niveles de rendimiento financiero, clasificar las operaciones de la cartera según su madurez y, finalmente, activar salidas conforme a metas preestablecidas y objetivas. Por ejemplo, instituciones como el BERD e CFI continuamente valoran su cartera de inversiones de capital y llevan a cabo procesos de renivelación para asegurarse que su perfil de riesgos y compensaciones sea adecuado. Además, estas instituciones generalmente clasifican su

cartera por categorías de madurez (por ejemplo, en etapa temprana, en crecimiento o maduras), lo que les permite determinar las medidas que deben tomar según la etapa de madurez de la inversión. Las instituciones encuestadas también pusieron de relieve la importancia de la disciplina y de contar con activadores preestablecidos y objetivos para iniciar y concluir la salida de las inversiones.

Las instituciones financieras de desarrollo necesitan establecer un proceso para lidiar con activos minorados, en particular porque las inversiones de capital directas no se autoliquidan (como sucede con los fondos) y pueden generar pasivos. Por ejemplo, una institución fue accionista de una operación minera que generó costos importantes al cerrarse la mina. Así pues, el “valor” de una inversión de capital no solo podría ser negativo, sino exponer a la institución a riesgos considerables para la reputación. Además, los incentivos internos son importantes: hace casi dos décadas CFI comenzó a introducir un costo de “inactividad” del capital en sus departamentos, a fin de reflejar adecuadamente el costo que implica mantener capital accionario y promover la salida de inversiones maduras.

De modo semejante, las inversiones de capital plantean desafíos singulares al momento de la salida ya que, a diferencia de la incertidumbre de las salidas de deuda, su oportunidad y sus condiciones requieren mayor estudio y gobernanza. Las unidades de gestión de la cartera se encuentran en el meollo de este proceso. Les corresponde la labor de fijar la estrategia para la inversión y sus asignaciones, así como clasificarlas para mantenimiento o desinversión, además de que por lo regular dirigen la estrategia de salida. Una decisión organizacional clave es si la desinversión se llevará a cabo bajo el control de los departamentos que originaron la inversión, o si se traspasará a una “unidad de desinversión”, cuya única responsabilidad consiste en obtener el mayor valor, cerciorándose de que se cumplan las normas —por ejemplo, no usando información “privilegiada” (sustancial y no del dominio público)—. Otras instituciones recurren a equipos ad hoc conformados por la unidad de gestión de cartera y las áreas operativas. Otro reto es que, a diferencia de los préstamos, la cancelación contable de una inversión puede no ser el final de la historia. La institución sigue siendo su “dueño” y podría estar expuesta a pasivos financieros y perjuicios para la reputación. Por ende, las instituciones financieras de desarrollo han tenido que establecer procesos para manejar de manera activa el “capital lastre” y protegerse contra esos riesgos³⁷.

Debido a los plazos de vencimiento generalmente más prolongados de las inversiones de capital, que dificultan vincular los resultados con el personal, la gestión de estas inversiones en función de resultados plantea retos organizacionales. Generalmente, las normas para evaluar los resultados de las inversiones de capital están en consonancia con las de otras operaciones del sector privado. Las normas de buenas prácticas para la evaluación de operaciones de este sector se aplican por igual a las operaciones de inversión de capital. Sin embargo, la diferencia crucial entre estas inversiones y la mayor parte de las demás operaciones del sector privado estriba en

que su proceso de inversión, desinversión y generación de resultados es más largo. La desinversión completa de un fondo puede llevar más de 10 años. Este ciclo de vida más prolongado, combinado con la movilidad del personal, dificulta más mantener un vínculo con las operaciones. Además, la información sobre las compañías en que se invierte tiende a ser más difícil de conseguir, particularmente si la inversión se efectúa mediante fondos. Recientemente se han emprendido esfuerzos encaminados a establecer normas comunes para los informes sobre resultados que presentan los fondos, por lo general con el respaldo de las unidades de seguimiento de la cartera o de gestión de resultados de las instituciones financieras de desarrollo.



La CII tendrá que ser proactiva para asegurar su acceso a los flujos de operaciones preferenciales, en particular hasta que logre ser reconocida como un actor de peso en el mercado de las inversiones de capital.

4 Implicaciones para la CII

Emprender inversiones de capital en la CII tiene implicaciones que la Administración y el Directorio deben considerar. Para empezar, a pesar de la preferencia por esta modalidad de inversión expresada en su Convenio Constitutivo, la CII tendrá que articular con claridad los objetivos que persigue mediante esta actividad. En segundo lugar, tendrá que considerar las numerosas ventajas y desventajas implícitas en la decisión de invertir capital, entre ellas, una capacidad mucho menor para conceder préstamos. En tercer lugar, tendrá que alcanzar el grado de especialización organizacional y la masa crítica que se requieren para tener éxito en las inversiones de capital. En cuarto lugar, tendrá que asegurar que esta vez se compromete a realizar estas inversiones con la continuidad y el horizonte de largo plazo que son esenciales para tener éxito. Por último, tendrá que reconsiderar sus incentivos —y la transparencia de los parámetros de medición subyacentes, entre ellos los relacionados con la valuación constante de las inversiones de capital—, en vista de que los horizontes temporales más prolongados y la incertidumbre de estas inversiones plantean desafíos que van más allá de las actividades de financiamiento tradicionales de la CII.

A. ARTICULACIÓN DE OBJETIVOS ESPECÍFICOS PARA LAS INVERSIONES DE CAPITAL

Las decisiones estratégicas deben guiarse por una definición clara de lo que la CII pretende lograr con las inversiones de capital. Las instituciones comparables consideran varios tipos de objetivos como justificación para efectuar inversiones de capital, que

la CII podría querer adoptar, a saber: (i) ampliar su capacidad para apoyar con capital a sus actuales clientes de préstamos y profundizar sus resultados de desarrollo a través de ellos, (ii) enviar señales positivas a otros inversionistas; (iii) apoyar los sectores prioritarios estratégicos de la CII y tener acceso a conocimiento de primera mano sobre las necesidades y tendencias emergentes en el sector privado, (iv) promover buenas prácticas de inversión, gobernanza y gestión, incluidas sobre temas socioambientales; o (v) aumentar el rendimiento del capital y, por ende, su acumulación de capital. El grado y la combinación de los objetivos que decida adoptar la CII determinará el enfoque apropiado para la entidad, por ejemplo, inversiones de capital directas para apoyar a clientes de préstamos, inversiones directas y mediante fondos para adquirir conocimiento sobre el sector privado o una cartera diversificada para lograr niveles estables de rendimiento.

Todo compromiso de inversión de capital debe ayudar a apoyar los ámbitos de intervención prioritarios de la CII y las estrategias de país del Grupo BID, además de aclarar los mecanismos de coordinación en todo el Grupo. La decisión de incursionar en las inversiones de capital debe ser no solo financiera, sino también basarse en la pertinencia de estas inversiones para perseguir los objetivos operativos de la CII en los ámbitos prioritarios. La CII también tendrá que verificar que los diagnósticos y las estrategias de los países incluyan inversiones de capital, y considerar características tales como el ecosistema para este tipo de inversiones (por ejemplo, los mercados de capital, la protección de inversionistas minoritarios), lo que podría exigir trabajo del Grupo BID en aspectos que incluyen crear oportunidades específicas para las inversiones de capital (por ejemplo, en alianzas público-privadas para infraestructura). Además, la CII tendrá que aclarar las funciones y responsabilidades organizacionales con el resto del Grupo BID, procurando recurrir en mayor medida al personal de las Representaciones para las operaciones de inversión de capital, complementar el trabajo de los departamentos de países y sectores del Grupo BID y quizás tener acceso a recursos concesionales en el contexto de operaciones conjuntas de deuda e inversión de capital.

Tal vez una de las decisiones más importantes para la CII será la de invertir capital directamente o por medio de fondos, o bien de las dos formas simultáneamente. Las inversiones de capital directas ofrecerían a la CII un mayor control sobre la selección de las compañías para invertir y la posibilidad de obtener mejores resultados financieros y de desarrollo, si bien implicarían costos más elevados, mayores necesidades internas de capacidad y una mayor volatilidad. En cambio, al invertir mediante fondos se terceriza la selección y la administración de las inversiones a través de administradoras externas, pero se pierde el control sobre la selección de las compañías en las que se quiere invertir y se origina el pago de comisiones a las administradoras de los fondos. Hacerlo de ambas formas entraña posibles sinergias, aunque también las mayores exigencias en términos tanto de capital como de personal, si cada aspecto de la actividad se emprende y gestiona con profesionalidad.

En general, como las operaciones de deuda son la actividad predominante de la CII y de la mayoría de las instituciones comparables, la “elección” —la función fundamental de cualquier actividad de determinación de estrategias— reviste aún más importancia para las inversiones de capital que para la deuda. Parte de esa “elección” implica definir un apetito de riesgo para las inversiones de capital y decidir los aspectos en los que la institución posee una ventaja comparativa. El liderazgo del proceso depende del modelo organizacional que se adopte. Si se cuenta con un área dedicada a inversiones de capital, esta generalmente dirige el proceso. De lo contrario, por lo regular un grupo de trabajo multidisciplinario elabora una propuesta estratégica. Los sectores operativos desempeñan el papel fundamental de buscar oportunidades en el mercado y proponer ámbitos de enfoque (como sucede en CFI). Normalmente, las unidades de gestión de cartera también proporcionan insumos para la estrategia y vigilan su ejecución. La determinación de la estrategia para las inversiones de capital está sujeta a una revisión periódica, a menudo para acompañar ciclos de planificación plurianuales (como sucede en el BERD). Hasta la fecha, la CII carece de una estrategia formal para la inversión de capital que toque estos temas.

B. MANEJO DE LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL

Es preciso que la CII sea explícita en cuanto a su apetito de riesgo para las inversiones de capital, ya que el riesgo de perder capital asignado a estas inversiones es mucho mayor que en el caso del capital asignado a préstamos. Debe determinarse el monto del capital de la CII que se asigna para atender necesidades de inversión de capital en función del apetito de riesgo de los accionistas de la CII y el desempeño previsto en cuanto a rendimiento del capital. Es preciso formular y discutir hipótesis de riesgo y rendimiento, considerando variables clave tales como las expectativas de la CII con respecto al crecimiento del PIB, los coeficientes de asignación sectorial, los coeficientes beta de la inversión de capital en diversos sectores y la posible depreciación de la moneda.

Todo capital asignado a inversiones de capital implica que el margen para operaciones de deuda se reducirá de tres a cinco veces. Debido a que la CII dispone de una cantidad finita de capital, la disyuntiva entre las operaciones de inversión de capital y las de deuda es clara. Cada dólar que se compromete en estas inversiones representa de US\$3 a US\$5 de operaciones de deuda que no pueden llevarse a cabo. Esta disyuntiva es una limitación más estricta ahora, cuando la CII cuenta con un capital de unos US\$800 millones, de lo que será en 2025, cuando se espera que su capital crezca a unos US\$3.000 millones. Además, la capacidad de financiamiento podría verse limitada aún más por la correlación de riesgos entre las carteras de deuda y de inversiones de capital de la CII a nivel de clientes, sectores y países, lo que subraya la necesidad de establecer límites estrictos de exposición de la cartera. El cuasicapital y algunos otros productos, como las líneas de crédito para fondos, serían opciones que exigen menos capital y pueden desempeñar más adelante un papel en la estrategia de inversiones de capital de la CII.

Las inversiones de capital podrían ofrecer niveles de rendimiento más altos que la deuda, pero también implican una mayor volatilidad, una menor liquidez y exigencias más altas para las operaciones. En vista de que el capital conlleva expectativas de rentabilidad más altas, la CII podría esperar de un negocio de inversiones de capital bien administrado un rendimiento bruto del 3% al 7% mayor que el que obtiene en las operaciones de deuda. La otra cara de la moneda es la volatilidad de los ingresos y una menor liquidez debido a la incertidumbre que entrañan las inversiones de capital en cuanto a su valor y la salida. Además, operar una línea de actividad de inversiones de capital absorberá un margen presupuestario y una atención de la gerencia que podrían haberse dedicado a las operaciones de deuda.

C. LOGRO DE UNA ESPECIALIZACIÓN ORGANIZACIONAL Y UNA MASA CRÍTICA

A semejanza de otras instituciones financieras de desarrollo, el enfoque que adopte la CII para las inversiones de capital probablemente implique etapas progresivas en lo que atañe al uso relativo de fondos o inversiones directas, así como al uso de productos transitorios de cuasicapital. Instituciones comparables como CDC han recurrido a fondos durante años para aprender acerca de las inversiones de capital antes de efectuar algunas inversiones directas. El BERD emplea en ocasiones una estructura que denomina portage, que tiene el efecto de convertir las inversiones de capital en una especie de cuasideuda, al fijar límites inferiores y superiores por medio de opciones. Otras entidades como CFI se iniciaron en las inversiones de capital utilizando una variedad de instrumentos de cuasicapital, en busca de captar parte de los beneficios obtenidos de sus clientes de deuda; no obstante, ello está sujeto a la disposición del cliente para aceptar ese tipo de arreglos. Aun así, estos instrumentos de cuasicapital requieren una administración cuidadosa para que los derechos negociados (por ejemplo, las garantías) se ejerciten oportuna y debidamente.

La CII tendrá que ser proactiva para asegurar su acceso a los flujos de operaciones preferenciales, en particular hasta que logre ser reconocida como un actor de peso en el mercado de las inversiones de capital. La búsqueda de operaciones de inversión de capital directa depende de buenos conocimientos internos, lo que por lo regular exige sólidos contactos en los mercados locales y una masa crítica de pericia sectorial. Para las inversiones mediante fondos, la CII deberá desarrollar la pericia adecuada para evaluar la calidad de las administradoras de fondos y la estructura de los fondos. La CII podría aprovechar los conocimientos especializados que hay en el Grupo BID en materia de fondos (los del FOMIN, por ejemplo), pero teniendo muy presente que el FOMIN se enfoca en capital emprendedor y desarrollo de mercados, no en el tipo de inversiones de capital que la CII tienen más probabilidades de emprender. La entidad también podría celebrar acuerdos de coinversión con posibles socios estratégicos, como CFI, que siempre están buscando formas de gestionar su exposición al riesgo.

Además, la CII tendrá que trabajar en acelerar sus procesos de aprobación, en particular si decide coinvertir con fondos. La CII confrontará un dilema, pues su experiencia relativamente escasa en inversiones de capital la podría exponer a procesos de aprobación más prolongados y probablemente sea necesario que reaccione con celeridad si desea aprovechar oportunidades de inversión a la par que otros inversionistas con experiencia. Un ejemplo típico de la velocidad de aprobación que se requiere se halla en el contexto de las coinversiones, en que las administradoras de fondos piden a determinados inversionistas que inviertan también de forma directa. En tales casos, los tiempos de respuesta deben ser del orden de cuatro a seis semanas. Instituciones comparables como CFI resuelven este asunto cuando se aprueba la inversión en un fondo, delegando facultades en la administración para que coinvierta una cantidad adicional en cada fondo.

El proceso de supervisar las inversiones de capital y agregarles valor continuamente es mucho más complejo que para las operaciones de deuda, y debe funcionar en ambas direcciones: con la CII proporcionando asesoramiento y con las compañías en que se invierta ayudando al equipo de la CII a aprender. En el caso de operaciones directas de inversión de capital, las instituciones comparables que han más tenido éxito, como CFI, se valen de sus redes internas de conocimientos para proveer una pericia sectorial, lo que incluye temas como acceso a tecnología y a mercados. En cuanto a los fondos, es probable que el proceso sea el inverso para el tipo de socio colectivo experimentado con el que la CII interactuaría. En ese caso, la CII deberá estar dispuesta a invertir tiempo y esfuerzo para aprender de estos socios colectivos. Cuando resulte apropiado, la CII también puede ser un accionista proactivo (por ejemplo, en temas de gobernanza corporativa o de índole socioambiental).

Para alcanzar una masa crítica, poder atraer personal calificado y amortizar los costos fijos de las inversiones de capital, la CII probablemente necesite una cartera de este tipo de inversiones de por lo menos US\$200 millones a US\$300 millones. Los incentivos para atraer personal altamente calificado para las inversiones de capital no necesariamente tienen que ser en forma de remuneración, pero probablemente incluyan alguna seguridad de que la CII se compromete a integrar una cartera de estas inversiones que alcance una masa crítica³⁸. La cartera actual de inversiones de capital de la CII (de unos US\$40 millones) es insuficiente para estos fines. La CII tendrá que tratar de mantener, permanentemente, aprobaciones anuales de inversiones de capital de por lo menos US\$50 millones para forjar una cartera capaz de sostener a un equipo mínimo con esta especialidad. Sin embargo, esto se debe considerar a conciencia, pues podría contribuir a la volatilidad de los ingresos de la CII. Los costos fijos, tales como los de capacitar al personal en inversiones de capital, también requieren una masa crítica para su amortización.

Asimismo, la CII tendrá que cultivar la cultura y las aptitudes organizacionales que requieren las inversiones de capital, que difieren de las de las operaciones de deuda. Mientras que la deuda se centra en mitigar pérdidas potenciales, las inversiones de

capital se rigen por el “potencial para obtener ganancias”. De hecho, las anima el potencial espectacular para obtener ganancias de unas cuantas inversiones que por lo regular representan la mayor parte de la rentabilidad de toda la cartera. Las inversiones de capital también requieren una atención mucho más continua que la deuda, así como una capacidad de adaptación para potenciar su valor. Asimismo, la organización tiene que estar en condiciones de manejar la incertidumbre y complejidad relativas de los procesos de salida de la inversión y de información sobre los resultados, pues, a diferencia de la deuda, las inversiones de este tipo no se ciñen a un cronograma preestablecido para el reintegro del principal y los intereses.

Este contraste plantea un desafío adicional para las entidades que se concentran en operaciones de deuda. Al igual que la mayoría de las instituciones comparables, la CII es una organización que se focaliza principalmente en otorgar préstamos. La deuda exige una serie de aptitudes organizacionales —estandarización, preservación del capital, mitigación de riesgos y cumplimiento de condiciones contractuales— que difieren de las de las inversiones de capital en su naturaleza y énfasis. Para estas inversiones, el enfoque consiste en identificar oportunidades interesantes (a menudo en momentos de dificultades económicas), determinar las áreas en las que la institución financiera de desarrollo puede agregar valor y optimizar la salida para obtener una rentabilidad máxima.

Esta diferencia se refleja a menudo en la composición y la dependencia jerárquica del “comité de crédito”. En las organizaciones que trabajan principalmente con deuda, las estructuras de controles y equilibrios, que se encarnan a menudo en comités de crédito, tienen por objeto anticipar posibles pérdidas y riesgos, en vez de buscar proactivamente el potencial de ganancias. Con frecuencia, las decisiones son también más lentas porque los proveedores de deuda tienden a formar parte de un conjunto de financiamiento global. En cambio, para las inversiones de capital las decisiones exigen mucho más complejas y especializadas, y requieren un análisis más a fondo de las perspectivas de la compañía en que se invierte. Empero, la rapidez en los tiempos de respuesta a menudo también es esencial. Por lo tanto, la mayoría de las instituciones comparables cuentan con comités de crédito especializados en inversiones de capital, encabezados por un ejecutivo de alto nivel, que a menudo es el jefe de operaciones de la entidad o algún otro funcionario con un nivel jerárquico similar en la organización.

En general, las instituciones comparables abordan las inversiones de capital aplicando uno de los dos enfoques siguientes: un “servicio” para las áreas de operaciones o un área por separado. En las instituciones financieras de desarrollo en que un alto porcentaje del financiamiento se otorga al sector público, como CAF o el BAsD, la tendencia ha sido que las actividades de inversión de capital (incluidas la debida diligencia y la estructuración) se realicen como un servicio técnico para las áreas de operaciones (organizadas generalmente por sector o por país). Las entidades que tienen una mayor exposición al sector privado, como el BERD y FMO, han optado por crear toda un “área de capital”, que es responsable de las inversiones de

capital. Existen también modelos híbridos, como el de CFI, que ha creado un área especializada en estas inversiones, si bien deja algunas funciones importantes en esta materia en manos de los sectores.

Cada enfoque organizacional tiene ventajas e inconvenientes que deben sopesarse a la luz de los objetivos y la etapa de desarrollo de la organización que lo adopta. El enfoque de las inversiones de capital como “servicio técnico” aporta pericia técnica y pone estas inversiones a disposición de todas las unidades de operaciones, como herramienta que pueden usar cuando convenga, pero no ofrece una perspectiva operacional unificada de las inversiones. El enfoque de las inversiones de capital como “área organizacional separada” brinda una perspectiva operacional, pero puede originar presiones para generar un flujo de operaciones de inversión y posibles tensiones en la asignación de capital, además de quizá dificultar el aprovechamiento de la pericia necesaria sobre los países y los sectores. En la práctica, la mayoría de las organizaciones han comenzado con unos cuantos profesionales en el ramo de la inversión de capital como asesores que aportan sus conocimientos técnicos a las áreas de operaciones. A medida que han aumentado las inversiones de capital, se han creado unidades separadas para albergarlos.

El arreglo organizacional preferido para el proceso de originación, estructuración y aprobación de las inversiones de capital directas son los equipos de proyecto multisectoriales. En organizaciones como el BERD, se nombra a ciertos funcionarios como “líderes de capital” dentro de los sectores de operaciones, en quienes se apoyan como una especie de red virtual que trabaja en estrecha colaboración y forma equipos con el personal del área de capital. Entre las aptitudes que deben caracterizar a estos líderes figura la experiencia externa anterior en inversiones de capital. Los equipos de proyecto mencionados están integrados también por personal de riesgos y de cartera.

La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo cuentan con equipos dedicados exclusivamente a invertir mediante fondos por tratarse de una especialización. Para las inversiones de capital por medio de fondos se necesita personal con sólidos conocimientos sobre el mercado de fondos de inversión, cómo seleccionar administradoras de primer nivel y cómo estructurar fondos. Aunque el tamaño del equipo depende del flujo de transacciones previsto con los fondos, una consideración importante es la necesidad de que este personal esté en contacto con los mercados locales (y a menudo físicamente presente en ellos). Organizaciones como CAF consideran que los fondos son un “sector” de actividad más. Los equipos a cargo de los fondos, a pesar de su naturaleza relativamente autónoma, consultan con los sectores acerca de la justificación para invertir en fondos centrados en un sector, pero en términos generales mantienen un mayor control.

Según la experiencia de las organizaciones comparables, la CII también tendría que pensar en reforzar las unidades de gestión de cartera y gestión de riesgo. Las inversiones de capital dependen en gran medida de las capacidades para la planificación y gestión de la cartera, y exigen adaptar los sistemas de preparación de informes para que

capten, con rapidez y a lo largo de períodos más prolongados, los resultados de los fondos y las compañías en que se invierte. La CII ni siquiera pudo presentar ahora los flujos de efectivo ni las valuaciones corrientes de sus inversiones de capital. La entidad deberá reforzar considerablemente sus sistemas de gestión de riesgos para este tipo de inversiones, estableciendo la capacidad necesaria para dar un seguimiento independiente a los proyectos, después de su aprobación, desde las perspectivas financiera, social y ambiental.

En resumen, para las inversiones de capital se requieren no solo los procesos correctos sino una organización idónea (Cuadro 4.1). Las inversiones de capital requieren una organización con la paciencia necesaria para esperar a que surja la oportunidad indicada para invertir, sin la presión de cuotas preestablecidas y con la resistencia para absorber pérdidas repetidamente en un buen número de inversiones, la visión para reconocer el potencial (y no solamente los riesgos) de las inversiones que producirán un rendimiento excepcional (que suelen ser muy pocas) y la voluntad para redoblar esfuerzos en estas inversiones (con el fin de equilibrar el rendimiento de la cartera), aun cuando desde una perspectiva de desarrollo ya no parezca necesaria la participación de la institución financiera.

D. SEGURIDAD ACERCA DE LA CONTINUIDAD Y EL HORIZONTE A LARGO PLAZO DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL

Es probable que la CII se beneficie al formular una estrategia de inversión de capital que establezca principios, expectativas y un compromiso claro a largo plazo con estas inversiones. Aunque otras instituciones financieras de desarrollo no necesariamente disponen de un documento formal que determine su estrategia, sí tienen claridad estratégica sobre la función del capital dentro de sus operaciones. Como la CII está tratando de reiniciar y crear un consenso a largo plazo sobre las inversiones de capital, le convendría una estrategia en la que se establezcan principios fundamentales para la gestión de la cartera en general, se identifiquen las regiones subnacionales, sectores, etapas de desarrollo de las empresas y tipos y tamaños de fondos a los que iría dirigida, y se definan metas en cuando a los impactos de desarrollo deseados, entre otras decisiones estratégicas clave.

Aunque la CII debe ser selectiva al adoptar las prácticas de instituciones comparables, le beneficiaría suscribir acuerdos de colaboración con sus pares. Habida cuenta de su etapa de desarrollo y su situación de capital, la CII tendrá que ser flexible en su adopción de prácticas adecuadas y mantenerse en constante colaboración con instituciones comparables para seguir teniendo acceso a prácticas prometedoras en materia de inversiones de capital. Algunas de estas instituciones sugirieron que una forma de reforzar esta colaboración sería mediante inversiones conjuntas o la adscripción de personal clave. En cualquier caso, un compromiso a largo plazo con una parte externa pertinente podría servir para consolidar el compromiso de la CII y su perseverancia en el ámbito de las inversiones de capital.

CUADRO 4.1. FUNCIONES NECESARIAS PARA LA INVERSIÓN DE CAPITAL Y DIMENSIONES ILUSTRATIVAS ^{al}

Funciones necesarias para la inversión de capital	Dimensiones organizacionales	Alternativa 1: Estructura organizacional compartida con préstamos	Alternativa 2: Departamentos de inversión de capital independientes
Búsqueda directa de clientes (especialización sectorial)	Entre tres y cinco operaciones al año por cada oficial, por lo que la CII necesitaría alrededor de dos empleados equivalentes de tiempo completo	La mayor parte de las instituciones dependen de sus oficiales de inversiones “sectoriales”	Unas cuantas instituciones (por ejemplo, el BERD) tienen funcionarios que se dedican exclusivamente a las inversiones de capital y que a menudo trabajan en paralelo con oficiales de inversiones sectoriales
Inversión mediante fondos	Personal de dedicación exclusiva mínimo – la CII precisa un empleado equivalente de tiempo completo	Solamente unas cuantas instituciones (como FMO) permiten a sus oficiales de inversiones sectoriales trabajar también en fondos	Prácticamente todas las instituciones tienen personal especializado para manejar fondos
Estructuración (conocimientos financieros y jurídicos especializados)	Unas 10 operaciones al año (asesoramiento técnico), es decir, la CII necesitaría alrededor de un empleado equivalente de tiempo completo	La mayor parte de las instituciones especializan a unos cuantos oficiales de inversiones en la estructuración de inversiones de capital	Solamente como asesores de alto nivel para transacciones complejas
Prestación de apoyo continuo adicional a las compañías en las que se invierte (creación de valor)	Varía dependiendo del compromiso, pero normalmente son 5 a 20 operaciones por empleado equivalente de tiempo completo; es decir, la CII necesitaría entre dos y tres empleados equivalentes de tiempo completo	La mayor parte de las instituciones recurren a oficiales de inversiones sectoriales	Unas cuantas instituciones (el BERD, el BNDES) están ensayando con personal de dedicación exclusiva
Gestión de la cartera	Entre 10 y 20 operaciones por oficial, dependiendo de la complejidad: es decir, la CII necesitaría entre dos y tres empleados equivalentes de tiempo completo	Algunas instituciones reparten la función	Las instituciones con la exposición más alta a inversiones de capital cuentan con personal de dedicación exclusiva
Gestión de riesgos	Un mínimo de personal exclusivo con conocimientos especializados en inversiones de capital – la CII necesitaría un empleado equivalente de tiempo completo	Algunas instituciones reparten la función	Las instituciones con la exposición más alta a inversiones de capital cuentan con personal de dedicación exclusiva
Administración de fondos de terceros	Se podría compartir con fondos u otra área de inversión de capital, pero depende del tamaño	N/C	Entidad separada o personal exclusivo

Fuente: estimaciones ilustrativas de OVE.

Nota: ^a El cuadro anterior se basa en los siguientes supuestos: (1) la aprobación anual de inversiones de capital por US\$50 millones en alrededor de siete a 10 operaciones individuales de esa índole; (2) un desglose de cerca de tres operaciones en fondos (un mayor tamaño promedio) y el resto en inversiones directas; (3) la formación de una cartera de inversiones de capital de hasta unas 50 operaciones en un momento dado.

Para la puesta en marcha, la CII tendrá que “labrar un espacio” para un equipo encargado del capital. Una cuestión clave para la CII será el grado en el que puede justificar que haya personal dedicado exclusivamente a las inversiones de capital. La ventaja de una dedicación completa sería la especialización y la rendición de cuentas

sobre los resultados de estas inversiones, pero una desventaja es que el personal dedicado exclusivamente al tema podría sentirse presionado a generar un volumen de operaciones, lo que puede surtir efectos particularmente negativos para las actividades de inversión de capital. De otra forma, si lleva tiempo encontrar oportunidades de inversión, este personal podría encontrarse subutilizado a veces.

Un desafío fundamental sería el de atraer talento de primer nivel mientras la CII esté todavía dando impulso a sus actividades de inversión de capital. La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo emplean el mismo sistema de incentivos para las operaciones de inversión de capital y de otra índole. La CII deberá considerar esto a la luz de sus circunstancias, en especial en lo que respecta a los incentivos que precisará ofrecer al personal profesional que requiere para poner en marcha un renglón de inversiones de capital casi a partir de cero. Otras opciones son las adscripciones de personal de otras instituciones financieras y la cooperación estrecha con tales instituciones (por ejemplo, mediante inversiones conjuntas).

En cualquier caso, la CII habrá de prever un largo período de transición. Hasta que las inversiones de capital alcancen una masa crítica, las posibles pérdidas y la volatilidad podrían generar llamados a cambiar de rumbo o incluso a discontinuar estas inversiones. Entre las alternativas posibles figura la de tratar de “blindar” las inversiones de capital en una partida de financiamiento separada, tratar de movilizar recursos de coinversión de socios o forjar alianzas estratégicas con instituciones con intereses semejantes.

E. RECONFIGURACIÓN DE LOS INCENTIVOS Y LOS PARÁMETROS DE MEDICIÓN PARA LAS INVERSIONES DE CAPITAL

Un requisito previo para la alineación de los incentivos es la adopción de un sistema idóneo de seguimiento de resultados que promueva la transparencia y la rendición de cuentas. La CII deberá ser capaz de dar seguimiento a sus resultados financieros y de desarrollo e informar debidamente a su Administración y su Directorio, y quizás a inversionistas externos. Ello exige valuaciones periódicas del capital (probablemente trimestrales), un proceso que requiere una intervención mucho mayor que en el caso de la deuda. La CII también deberá evaluar mejor la rentabilidad de las inversiones de capital, considerando que los costos administrativos del manejo de estas inversiones (en particular las directas) son apreciablemente más altos, aunque difíciles de medir. Asimismo, este análisis deberá tomar en cuenta el costo de capital más elevado que implica el capital accionario³⁹. Tanto para los resultados financieros como para los de desarrollo, uno de los desafíos fundamentales es que las inversiones de capital por lo regular requieren más tiempo para producir resultados.

En general, los incentivos de las inversiones de capital en las instituciones financieras de desarrollo se enfrentan a limitaciones que las instituciones financieras privadas han conseguido superar. Los fondos del sector privado han podido idear una estructura de incentivos eficaz, en la que las metas del socio colectivo son bastante congruentes

con las de los socios comanditarios, puesto que la mayor parte de la remuneración de un socio colectivo depende de que se superen las tasas de rentabilidad crítica del fondo. En cambio, ninguna institución financiera de desarrollo ha logrado establecer incentivos semejantes, debido por lo menos en parte a que existe la fuerte percepción de que el personal de las instituciones que cuentan con apoyo público no debería recibir una remuneración contingente o beneficiarse en la misma medida de un sólido potencial de rendimiento⁴⁰. Como es difícil medir objetivamente el desarrollo y lleva largo tiempo para materializarse, muchas instituciones financieras de desarrollo dudan que esa sería una base adecuada para remunerar el desempeño. Algunas de ellas (como CFI) han experimentado con premios al desempeño a largo plazo, pero los han mantenido un tanto bajos en comparación con la remuneración total. En respuesta a las inquietudes de sus socios comanditarios, AMC de CFI, que se estructuró como entidad separada, ha adoptado una estructura de remuneración del personal que recompensa explícitamente el rendimiento de los fondos.

Existe común acuerdo en torno a los incentivos que son perjudiciales para las instituciones financieras de desarrollo. En primer lugar, la mayoría de las instituciones señalaron que las metas de aprobaciones y desembolsos que tanto prevalecen en sus operaciones de deuda pueden acabar con las actividades de inversión de capital de una institución. Estas inversiones requieren paciencia y el momento oportuno, de modo que la presión para aprobar determinado volumen anual o una inversión de cierto tipo en determinado lugar puede conducir a invertir en momentos en que las valuaciones son excesivamente altas o en compañías que ofrecen una mala combinación de riesgo y rendimiento. En vez de esto, instituciones como CFI y el BERD establecen “metas blandas” a nivel de toda la cartera, lo que da flexibilidad para operar sin presiones de corto plazo. En segundo lugar, la mentalidad de rebaño es un comportamiento muy perjudicial, que a menudo lleva a detener las inversiones de capital en épocas de “vacas flacas” o incrementarlas en épocas de “vacas gordas”, cuando los mercados podrían estar sobrevaluados.

También hay acuerdo en torno a los incentivos adecuados. Para empezar, organizaciones como CFI establecen mecanismos de autoequilibrio, tales como definir una meta porcentual de su cartera de capital total (con un mínimo y un máximo) y valorar periódicamente su cartera de inversiones de capital, lo que a su vez conduce a comprar capital accionario a precios bajos (en épocas de vacas flacas) y venderlo a precios altos (en épocas de vacas gordas). En segundo lugar, si bien las instituciones financieras de desarrollo no necesariamente tienen que colocarse a la par del sector privado en cuanto a la remuneración (en vista de que el perfil y la motivación del personal de esas instituciones son distintos), sí deben generar una masa crítica de inversiones para poder atraer personal con experiencia.

La gestión de las inversiones de capital requiere un mayor nivel de transparencia y objetividad. Aunque las normas contables permiten contabilizar algunas inversiones al costo, para una buena gestión de las inversiones de capital es necesario evaluar

cada inversión periódicamente (por lo regular cada trimestre) conforme a su valor razonable. Las instituciones comparables ponen de relieve la importancia de promover la objetividad ejerciendo disciplina en este proceso de evaluación, lo que incluye revisiones independientes⁴¹. Por lo general, esto se logra por medio de metodologías y criterios de valuación objetivos, junto con acceso a datos de alta calidad que permitan formular supuestos adecuados, tales como proyecciones de mercado. La transparencia contable no solo se aplica a la valuación, sino que implica una tasación lo más precisa posible de los costos de originar y mantener las inversiones de capital. De hecho, las instituciones comparables informan que los costos administrativos pueden ser dos veces mayores para estas inversiones que para las operaciones de deuda.

Esta objetividad tiene que abarcar la iniciación y la gobernanza del proceso de salida de las inversiones de capital, pues la oportunidad y las condiciones de este proceso son un determinante clave del rendimiento. Las instituciones comparables manifiestan que el proceso de salida exige una disciplina particular, que se impone por lo regular determinando de antemano criterios de salida objetivos que dan inicio al proceso de salida de cada inversión. La CII necesitará un proceso para establecer y aplicar dichos criterios. A nivel de la cartera, habrá de tener la perseverancia necesaria para soportar la parte descendente de los ciclos económicos y seguir invirtiendo, ya que estos podrían ser los años que llevarían a “cosechar” los mayores rendimientos. Del mismo modo, la CII tendrá que estar en condiciones de aprovechar los ciclos positivos, pues interrumpir una racha de ganancias también podría ocasionar un deterioro considerable del rendimiento. En circunstancias más estables, la CII tendrá que establecer alguna forma de promover la salida de inversiones, por ejemplo, calculando un “costo de inactividad” del capital en los sectores o departamentos que mantienen capital con poco potencial de beneficios restante.

Además, la CII deberá seguir mejorando la fiabilidad de la información que presenta, lo que incluye resultados y lecciones aprendidas. La incertidumbre implícita en las inversiones de capital hará necesario que la entidad mejore su capacidad para informar oportunamente sobre cualquier cambio sustancial. Será preciso establecer procedimientos de divulgación y resolución internas, que incluyan formas para agilizar la toma de decisiones. La CII ya dispone de un sistema funcional de gestión por resultados, pero necesitará hacer un esfuerzo por mejorar la fiabilidad de la información, estandarizar la recopilación de datos y triangular los datos con fuentes externas. Del mismo modo, podría beneficiarse de recoger sus propias lecciones y aprender de las instituciones financieras de desarrollo comparables.

Todos los ámbitos expuestos plantean temas que exigen que la Administración y el Directorio de la CII tomen decisiones, como se ilustra en el Cuadro 4.2.

CUADRO 4.2. RESUMEN DE TEMAS CLAVE PARA LAS INVERSIONES DE CAPITAL EN LA CII

Tema	Pregunta estratégica	Opciones y consideraciones
Justificación en materia de desarrollo	<ul style="list-style-type: none"> ¿Por qué invertir en capital accionario? 	<ul style="list-style-type: none"> Algunas razones son para hacer dinero, acercarse a las compañías, aprender, complementar el abanico de instrumentos.
Instrumento de inversión	<ul style="list-style-type: none"> ¿Qué instrumentos usar? 	<ul style="list-style-type: none"> Las inversiones en fondos son más fáciles, menos volátiles, pero no hay tanta cercanía con los inversionistas. Las inversiones directas pueden ampliar la gama de productos de la CII y hay más cercanía con los inversionistas, aunque requieren más conocimientos especializados y son más volátiles.
Cartera prevista	<ul style="list-style-type: none"> ¿Qué recursos (incluido el capital económico) asignar a cada modalidad de inversión? 	<ul style="list-style-type: none"> Se necesita una masa crítica de inversiones de capital para atraer a administradoras de fondos u oficiales de inversión de buen nivel. Las inversiones de capital accionario requieren más capital al principio (cuando la CII tiene más restricciones de capital) y producen rendimientos después (cuando la CII tendrá menos limitaciones).
Organización	<ul style="list-style-type: none"> ¿En qué medida se compartirán recursos con el brazo de préstamos? 	<ul style="list-style-type: none"> Compartir puede ahorrar costos. Se necesita personal especializado para agregar valor a las compañías en que se invierte, seleccionar administradoras de fondos y mejorar el potencial de obtención de ganancias.
Dotación de personal y competencias (inversiones, contabilidad)	<ul style="list-style-type: none"> ¿Cómo crear capacidad en la CII para emprender inversiones y hacer valuaciones adecuadas? 	<ul style="list-style-type: none"> Las opciones incluyen especialistas externos, asistencia técnica, adscripciones (al menos durante la transición).
Administración de fondos en nombre de terceros	<ul style="list-style-type: none"> ¿Tipo de cliente y valor agregado que aporta la CII? 	<ul style="list-style-type: none"> Los socios comanditarios del sector privado exigen una trayectoria sólida. Los socios del sector público pueden proveer fondos de desarrollo.
Compromiso de la CII	<ul style="list-style-type: none"> ¿Cómo asegurar el compromiso a largo plazo de la CII? 	<ul style="list-style-type: none"> El Directorio de la CII podría respaldar un compromiso a más largo plazo. Un socio estratégico importante podría consolidar el compromiso.

- ¹ Véase el documento CII/CA-165, Realizando la Visión Renovada: Propuesta Organizacional y de Capitalización para la Fusión hacia Afuera del Sector Privado del Grupo BID.
- ² Los mercados de títulos públicos hacen posible que las compañías hagan acopio de recursos del público en general. Ello les permite obtener grandes cantidades de capital de riesgo para financiar el crecimiento de las empresas. No obstante, dichos mercados están sujetos a un intenso escrutinio del público y los entes de regulación. En consecuencia, las empresas públicas deben tener en vigor prácticas sólidas para cumplir con altas exigencias en materia de divulgación de información, informes financieros y protección de inversionistas minoritarios. Además, para atraer inversionistas públicos, necesitan una buena trayectoria y un tamaño relativamente grande.
- ³ Véase el Plan de Negocios para 2017-2019, Propuesta de Presupuesto Administrativo y de Gastos de Capital para 2017 y Estrategia de Financiamiento para 2017. De la Transición a la Consolidación (documento CII/GA-77).
- ⁴ LAVCA diseñó una tarjeta de puntaje de los factores institucionales clave para atraer inversiones de capital (tales como normas que protejan a los inversionistas minoritarios, el tratamiento tributario de los fondos y mercados de capital bien establecidos).
- ⁵ Véase el [Informe Scorecard 2015-2016 de LAVCA](#). Para México, Brasil y Colombia, las inversiones de capital representaron el 0,16% del PIB en promedio.
- ⁶ [CAF 2015. Private Equity y Venture Capital en América Latina. Tendencias Recientes y Desafíos.](#)
- ⁷ Datos del sector de capital privado y capital emprendedor, LAVCA 2016.
- ⁸ Véase el [Informe Scorecard 2015-2016 de LAVCA](#).
- ⁹ Véanse los Principios de Ecuador (www.equator-principles.com) y el Marco para la Gobernanza Corporativa en el Ámbito del Desarrollo (www.ifc.org/corporategovernance).
- ¹⁰ La AIF es la ventanilla de préstamos concesionales del Grupo del Banco Mundial.
- ¹¹ El CDC Group modificó recientemente su enfoque y ahora también se orienta a las inversiones de capital directas.
- ¹² La mayoría de las instituciones financieras de desarrollo manifestaron que se apoyaban en parte en la capacidad de que disponían y podían compartir entre sus líneas de actividad de préstamos y de inversiones, pero que además necesitaban otros conocimientos especializados distintos de los que requieren para sus operaciones de deuda.
- ¹³ De hecho, las primeras inversiones de capital de la CII (efectuadas a fines de la década de 1990 y comienzos de la de 2000) tuvieron por objeto apoyar el sector naciente de ese tipo de inversiones en América Latina y el Caribe.
- ¹⁴ También es importante mencionar que por esa misma época los mercados emergentes tomaron conciencia de las inversiones de capital y que las instituciones y los mecanismos jurídicos que hacen posible esas inversiones tienen apenas unos veinte años de haberse establecido.
- ¹⁵ Según un gerente de CFI, se llevaron a cabo procesos de asignación de activos como parte de las estrategias de inversiones de capital de la institución en 2010 y 2016, con base en el rendimiento y la volatilidad previstas de las diferentes clases de activos, y las conversaciones giraron en torno a cuánto invertir en capital accionario frente a los instrumentos de deuda y mezzanine.
- ¹⁶ La AMC es la línea de actividad de gestión de fondos de CFI para la administración capital de terceros. A diciembre de 2015, la AMC contaba con inversiones comprometidas por un total de US\$8.400 millones, distribuidas en 13 fondos. Los fondos de la AMC invierten únicamente en transacciones de CFI, seleccionadas por sus respectivos gerentes entre todas las transacciones de la institución.

- ¹⁷ Un gerente de CFI explicó que hace veinte años, en la cartera de esa institución predominaba la manufactura, mientras que la exposición al sector financiero era casi nula. Ahora, el sector financiero constituye más del 40% de la exposición total de CFI. Ese cambio representa una estrategia deliberada tanto de aumentar la exposición al sector financiero para obtener mayores rendimientos como de reducir la exposición al sector manufacturero debido a sus bajos niveles de rendimiento.
- ¹⁸ Véase OVE (2016), [*Evaluation of IDB Group's Work through Financial Intermediaries: SME Finance*](#) (página 12). Las entidades de regulación por lo general consideran la deuda subordinada a largo plazo de los intermediarios financieros como capital de segundo piso, por lo cual generalmente la toman en consideración al estimar los coeficientes de suficiencia de capital. Idealmente, la deuda subordinada debería ser un instrumento intermedio para capitalizar a los intermediarios financieros cuando recaudan capital en acciones ordinarias.
- ¹⁹ En el caso de las instituciones financieras de desarrollo, la medición de rendimientos financieros comparables no resulta fácil, pues muchas de ellas todavía reportan sus inversiones de capital al costo en sus estados financieros, de modo que no se refleja la volatilidad. OVE compiló y analizó el rendimiento para tres instituciones financieras de desarrollo: CFI, el BERD y FMO, las cuales registran sus inversiones de capital a su valor razonable, lo que permite estudiar variaciones en la valoración de las inversiones. Por falta de información comparable no se consideraron en la comparación instituciones como DEG, el BAsD, CAF, la CII y el BNDES.
- ²⁰ Consúltense, por ejemplo, la discusión y análisis de la administración de CFI en los estados financieros de la institución correspondientes al ejercicio fiscal 2016 (página 4).
- ²¹ Al proporcionar deuda, las instituciones financieras de desarrollo pueden protegerse parcialmente contra el riesgo cambiario otorgando préstamos en dólares estadounidenses. Sin embargo, las transacciones de capital accionario se llevan a cabo en moneda local.
- ²² El *valor razonable* se refiere a una estimación racional e imparcial del valor de mercado potencial de un bien, un servicio o un activo. Este enfoque se denomina también “valuación al precio de mercado”. Ciertas normas contables (como las Normas Internacionales de Información Financiera) exigen una contabilización al valor razonable, mientras que otras (como los principios de contabilidad generalmente aceptados) permiten una contabilización al costo menos pérdida de valor.
- ²³ OVE calculó los niveles de rendimiento a partir de los estados financieros auditados de la CII. El cálculo se efectúa sumando los dividendos, las ganancias realizadas (es decir, las obtenidas de la venta de posiciones de capital) y las ganancias no realizadas (es decir, los cambios en la valuación de la cartera de capital de los fondos). A continuación, se dividen los niveles de rendimiento entre el promedio de la cartera activa al comienzo y al final del ejercicio. Es importante señalar que, dado que la CII lleva el registro de sus inversiones de capital al costo histórico (menos pérdida de valor), la volatilidad es menor que si las hubiera registrado al valor razonable. El mismo procedimiento se empleó para la cartera de préstamos. Para el rendimiento de los préstamos, OVE tomó en cuenta los ingresos por préstamos menos las reservas para pérdidas en los préstamos.
- ²⁴ En 2002, la CII sufrió pérdidas tanto en la cartera de capital como en la de préstamos. Según el informe anual de la CII correspondiente a ese año, el motivo de tales pérdidas fue el deterioro de la economía de América Latina y el Caribe. Los elevados rendimientos obtenidos en 2007 se atribuyen a la venta rentable de una sola operación de capital (US\$45 millones de ganancias de capital, o el 80% del total de ingresos del renglón de inversiones de capital).
- ²⁵ A partir de entrevistas con funcionarios y ex funcionarios de CFI.
- ²⁶ Grupo de Evaluación Independiente (2015), [*The World Bank Group's Support to Capital Market Development*](#) (página 40).
- ²⁷ Departamento de evaluación de operaciones del BAsD (2008), [*Special Evaluation Study: Private Equity Fund Operations*](#).
- ²⁸ Según el estudio, el rendimiento anual promedio del BAsD, descontando comisiones de administración, fue del 6,9% entre 1986 y 2005, comparado con promedios de referencia en la industria del 12,6% en Asia y del 20,4% a nivel mundial (excluidos los Estados Unidos).

- ²⁹ CDC, [*What was the impact of CDC's fund investments from 2004 to 2012?*](#)
- ³⁰ La atribución es un tema de discusión. Por ejemplo, no queda claro si los fondos seleccionaban compañías con potencial para crecer rápidamente o si el capital era esencial para que alcanzaran ese potencial. Tampoco queda claro que habría ocurrido de no haber participado CFI. Sin embargo, considerando la escasez de financiamiento de capital, es razonable suponer que al menos hasta cierto punto los resultados eran atribuibles al capital y a la intervención de CFI.
- ³¹ A partir de entrevistas con funcionarios y ex funcionarios de CFI. Sin embargo, la atribución de resultados es difícil.
- ³² CFI, [*Estimating the value-added of IFC-financed projects.*](#)
- ³³ Por ejemplo, en CFI, la “muralla china” está mucho más presente en la etapa de supervisión de la cartera que en la de originación (y se vuelve particularmente importante para las acciones que cotizan en bolsa). Esto se debe a que la mayoría de los conflictos de interés ocurren mucho después de la originación.
- ³⁴ Para evitar desplazar a otros inversionistas, las instituciones financieras de desarrollo tienden a evitar participar en una inversión de capital que ya cotiza en bolsa, pero pueden terminar con un volumen considerable de acciones cotizadas a medida que las compañías en las que invierten salen a bolsa. Por ejemplo, casi el 50% de la cartera de capital accionario del BERD consiste actualmente en acciones cotizadas, en buena parte como resultado de haber invertido en empresas de servicios públicos que posteriormente se privatizaron. La excepción notable a la inversión de estas instituciones en empresas que cotizan en bolsa es su participación en procesos de cambio de control (que normalmente entrañan también una privatización) o de expansión del capital, en los que ya hay acciones cotizadas.
- ³⁵ También hay reglas prudenciales que llevan a las instituciones financieras de desarrollo a evitar buscar participaciones más voluminosas: cuando estas instituciones ejercen control, lo que a veces se define como una participación del 20% o más, deben consolidar los estados financieros de la compañía en la que invierten en sus propios estados, lo que puede causar problemas legales importantes que muchas instituciones prefieren evitar.
- ³⁶ Algunas instituciones financieras de desarrollo han comenzado a evaluar el desempeño de los directores que nombran mediante una combinación de encuestas y análisis independientes. Asimismo, mediante actividades de capacitación para directores, procuran reforzar prácticas y requerimientos óptimos, entre ellos que los directores deben obrar exclusivamente en pro de los intereses de los accionistas de las compañías en que se invierte, en vez de los de la institución que los ha nombrado.
- ³⁷ La decisión de efectuar la salida puede verse envuelta en la política institucional. Por ejemplo, los departamentos de inversión podrían no querer vender para no causar descontento en la gerencia de clientes con los que les gustaría concertar más inversiones (y quizás préstamos). Debido a los incentivos que se les presentan, podrían interesarse más en sus relaciones con el cliente que en el rendimiento financiero.
- ³⁸ Una forma de evaluar la masa crítica consiste en considerar el tamaño mínimo de un fondo. Hoy en día, el tamaño que suele requerir un fondo en América Latina y el Caribe para atraer administradoras calificadas es de US\$200 millones a US\$300 millones. Esto entrañaría comisiones de administración de entre US\$4 millones y US\$6 millones, a partir de una comisión anual típica del 2%.
- ³⁹ Los sistemas de contabilidad de costos de algunas instituciones financieras de desarrollo acumulan costos a nivel de los proyectos, no de los productos, lo que dificulta medir los costos de los diversos productos.
- ⁴⁰ Los profesionales cuestionan si sería apropiado otorgar bonificaciones de desempeño igualmente altas, dado que el personal de las instituciones financieras de desarrollo disfruta de prestaciones que no se consiguen en el sector privado, tales como una mayor seguridad en el empleo, normalmente más tiempo de licencia y regímenes jubilatorios de menor riesgo.
- ⁴¹ Las revisiones independientes deberían incluir, como mínimo, controles y equilibrios internos. En aquellas instituciones que deben contabilizar el activo a su valor razonable con arreglo a sus normas contables, las valuaciones también se someten a auditoría externa.

ANEXO I. EXPERTOS EN CAPITAL ENTREVISTADOS

CFI

- Flavio Guimaraes – Jefe de Capital, CFI
- Ruth Horowitz – Directora General de Operaciones, Asset Management Company
- Maria Kozloski – Directora Global, Fondos de Capital Privado
- Atul Mehta – Director, Manufactura, Agroindustria y Servicios Globales
- Umberto Pisoni – Director de Cartera Global, Departamento de Telecomunicaciones, Medios, Tecnología e Inversiones de Capital de Riesgo de IFC (que reemplaza al Departamento de Fondos de Capital Privado)
- Frank Taverner – Director, Capital de CFI
- Damla Zeybel – Gerente, Gestión de Cartera, CFI

DEG

- Mariana Barcena – Directora, Capital Privado y Mezzanine, América Latina

FMO

- Jaap Reinking – Director, Instituciones Financieras

BERD

- Peter Bryde – Director, Grupo de Capital
- Hassan El Khatib – Director Gerente, Capital
- Barry Kolodkin – Subjefe Evaluador
- Anne Fossemalle – Directora del Equipo de Fondos de Capital
- Hans Peter Lankes – Director Gerente, Estrategia Corporativa
- Andrea Leon – Directora, Gestión de Riesgos de Capital
- Kanako Sekine – Director Gerente, Cartera

CAF

- Carlos Suñer – Director, Inversiones Patrimoniales

BAsD

- Janet Hall – Directora, Fondos de Capital Privado
- Enrico Pinali – Oficial de Gestión de Riesgos
- Sherwin Pu – Oficial Principal de Inversiones

BNDES

- Bruno Aranha – Gerente Interino, Departamento de Gestión de Participaciones

Bancóldex

- Mauro Sartori – Director General de Riesgo y Director de Fondos de Capital

Fondo de Fondos

- Rubén Becerra Sánchez – Subdirector, Capital
- Felipe Vilá – Director General

Fondos y asociaciones de capital privado

- Maria Ariza, Directora General, Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP)
- Baily Blair Kempner – Director, The Abraaj Group
- Ragheb El Rami – Director Gerente, The Abraaj Group
- Clovis Benoni Meurer – Director General, CRP Companhia de Participações (Brasil)
- Dalton Schmitt – Director de Operaciones y Socio Gerente, CRP Companhia de Participações (Brasil)
- Juan Duarte – Director, Advent International
- Robert Graffam – Ex Director Gerente Principal, Darby Overseas Investment, Ltd.
- Juan Savino – Asesor Principal, LAVCA
- Leon de Bono – British Venture Capital Association

ANEXO II. CUESTIONARIO PARA LAS ENTREVISTAS

1. ¿Cuál es la **justificación** de su institución para invertir en capital accionario?
¿Cuál es la **estrategia** para las inversiones de capital, y cuáles son los **objetivos**?
2. Con respecto a la cartera de capital accionario, ¿cuál fue la **cartera de inversiones de capital más reciente** (a) al **costo** y (b) al **valor razonable**?
 - o De haber información disponible, ¿cuál es la **proporción** de estos compromisos (por ejemplo, entre inversión directa y por intermedio de fondos; entre capital accionario y cuasicapital)?
3. ¿Cuál es la organización y la dotación de personal para inversiones de capital?
 - o ¿Se cuenta con equipos especializados para (a) inversiones en fondos, (b) inversiones directas en capital accionario, o ambos tipos de inversión?
 - o ¿Cuántos integrantes tienen estos equipos y cuáles son sus calificaciones típicas?
 - o ¿Cómo interactúan los equipos de las inversiones de capital con los equipos de las otras inversiones?
 - o ¿Cuáles son los incentivos que se ofrecen a los oficiales de inversión y a los administradores en relación con las inversiones de capital?
4. Responda solamente si su institución realiza un volumen considerable de inversiones de capital directas:
 - o ¿Persigue objetivos específicos al invertir directamente en capital accionario?
 - o ¿Cuál es el valor agregado que añade su institución en las inversiones de capital directas?
 - o ¿Utilizan servicios de asistencia técnica o asesoramiento (y en qué circunstancias)?
 - o Etapas del proceso: ¿Cuáles son las consideraciones clave para la selección, estructuración y supervisión (por ejemplo, asientos en la junta directiva, acciones con derecho a voto, manejo de conflictos de interés, gestión de la cartera) y salidas?
5. Responda solamente si su institución realiza un volumen considerable de

inversiones de capital por intermedio de fondos:

- o ¿Persigue objetivos específicos al invertir en fondos?
- o ¿Cuál es el valor agregado específico que añade su institución a los fondos?
- o Etapas del proceso: ¿Cuáles son las consideraciones clave para la selección de los fondos y las administradoras de fondos, la estructuración (por ejemplo, la estructura de incentivos para las administradoras de fondos, la salida o disolución); la supervisión de los fondos, el uso de asientos en la junta directiva y, de ser el caso, en que función (por ejemplo, el comité de inversiones)?

6. Responda solamente si su institución administra fondos en nombre de terceros:

- o ¿Quiénes son los inversionistas principales a quienes les administra fondos de inversión en capital accionario?
- o ¿Cuáles son los objetivos clave para los inversionistas y para su organización?
- o ¿De qué manera se administran estas inversiones en comparación con las inversiones de su propia institución?

7. ¿Cuáles han sido los resultados de sus inversiones de capital y cómo se miden?

8. ¿Qué lecciones han aprendido de las inversiones de capital? ¿Cuál ha sido su mejor y su peor operación y por qué?