

En el presente artículo, el autor se remonta a los orígenes jurídicos del capital del riesgo, una figura que en la actualidad va cobrando protagonismo como un medio de financiamiento, que, a pesar de conllevar un elevado riesgo, en función de ello, es capaz de proveer de un alto rendimiento, en un plazo determinado con la finalidad de que, con los previamente obtenido, se repita dicha operación de inversión. Finalmente, el autor asimila la figura del capital del riesgo al caso peruano, particularmente al ámbito de la minería, dados los elevados recursos que posee el Perú en este sector.

HISTORIOGRAFÍA JURÍDICA DEL CAPITAL DE RIESGO*

Daniel Echaiz Moreno**

El capital de riesgo es un mecanismo de financiamiento mediante el cual un inversionista aporta recursos en una empresa beneficiaria, en forma temporal y a cambio de derechos especiales como derechos de gobierno, derechos de salida, premios por cumplimiento y acciones en caución, en razón del elevado riesgo que asume porque la obtención de su rentabilidad está enmarcada en un plazo perentorio, pues el principal objetivo es retirarse de la empresa habiendo conseguido la ganancia proyectada, a efectos de que parte de ese capital sea invertido nuevamente en otra empresa. Dicho inversionista deberá proveer recursos financieros, por lo cual requiere reunir dos características: Fondo significativo y especialización financiera. En las siguientes líneas, realizaremos una revisión de la historiografía jurídica del capital de riesgo y así apreciaremos que su origen no es reciente, aun cuando ciertamente es en los últimos años cuando cobra mayor vigor.

1. El origen romano.-

Los antecedentes del capital de riesgo se remontan al Derecho Romano con el *penunia traiecticia* o *foenus nauticum*, denominado, posteriormente, como *préstamo a la gruesa ventura*. Así, el Digesto recoge la definición de Modestito en los siguientes términos: “En el dinero marítimo el riesgo corresponde al acreedor desde el día que se convenga que navegue la nave”¹. No es pues un simple mutuo al tratarse “de un préstamo aleatorio y condicional que se caracteriza por el «riesgo» que asume el prestamista al entregar el dinero, ya que solo en el caso del normal retorno del navío a puerto, este obtendría el reembolso de lo prestado”².

* Extracto de la investigación auspiciada y financiada por la Universidad de Lima.

** Doctorando en Derecho y Magíster en Derecho de la Empresa por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Abogado *summa cum laude* por la Universidad de Lima. Socio fundador de Echaiz • Estudio Jurídico Empresarial. Catedrático de la Universidad de Lima, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Universidad San Ignacio de Loyola y Universidad ESAN. Presidente de la Comisión Consultiva de Derecho Empresarial del Ilustre Colegio de Abogados de Lima. Miembro asociado del Instituto Peruano de Derecho Mercantil. Investigador asociado del Instituto de Investigación Científica de la Universidad de Lima. Investigador académico del Instituto Argentino de la Empresa Familiar. Web page: www.echaiz.com E-mail: daniel@echaiz.com

1 Cfr. Digesto 22, 2, 3 (Libro 4, Regularum).

2 Cfr. Del Pino Toscano, Felipe. “El préstamo a la gruesa ventura en la carrera de Indias”. En: *Orbis Incognitus. Avisos y Legajos del Nuevo Mundo. Homenaje al Profesor Luis Navarro García*. Huelva, Universidad de

Como bien señala Felipe del Pino Toscano: “Es ese «riesgo», que afecta a la eventual devolución del capital, el elemento que determinó a lo largo de la historia la naturaleza jurídica de este préstamo especial, y será ese «riesgo» asumido por el prestamista el que justifica que en caso de feliz arribo de la nave, el deudor, además del principal, tuviese que pagar unos fuertes intereses por el «uso del dinero», o sea en concepto de usura”³. Supone entonces la entrega de capital por parte del prestamista, quien asume, no sólo el riesgo (ordinario) de crédito; es decir, saber si el deudor cumplirá con el pago de su deuda, sino también el riesgo (extraordinario) de éxito de la travesía de aquel deudor. Aquí yace el origen del capital de riesgo.

El préstamo a la gruesa ventura es recepcionado en España, especialmente en el siglo XV, con el descubrimiento de América y a propósito de las expediciones marítimas que se realizaron a lugares inhóspitos, donde aumentaba el riesgo de la travesía y la inversión para efectuarla⁴. En este orden de ideas, en las Leyes de Indias se le define como el “contrato de dinero que uno entrega a otro a su propio riesgo para que trafique con él en el mar”⁵. Incluso, el Artículo 719 del Código de Comercio español lo contempla con el siguiente texto: “Se reputará préstamo a la gruesa o a riesgo marítimo aquel en que, bajo cualquier condición, dependa el reembolso de la suma prestada y el premio por ella convenido, del feliz arribo a puerto de los efectos

sobre los que esté hecho, o del valor que obtengan en caso de siniestro”⁶.

En época más reciente, María Dolores Rojas Vaca se refiere al préstamo a la gruesa ventura como “el contrato por el cual una persona (deudor-prestatario) se obliga a entregar a otra (acreedor-prestamista), mediante interés, cierta cantidad de dinero, respondiendo de su pago con bienes expuestos a los peligros del mar, bajo condición de que, si tales objetos perecen o se deterioran, el acreedor no pueda reclamar más que aquello que de los mismos quedare”⁷. Con todo ello, cabe agregar que nuestro Código de Comercio⁸ (desfasado pero aún vigente desde el punto de vista formal) también recoge esta antigua figura contractual bajo el nombre de *contrato a la gruesa o préstamo a riesgo marítimo* y que no asombre que la definición contenida en su Artículo 732 sea una copia textual del citado Artículo 719 del Código de Comercio español⁹.

Un par de datos interesantes para concluir la referencia al préstamo a la gruesa ventura como antecedente del capital de riesgo. Por un lado, en la Edad Media, la Iglesia lo prohibió en la *Decreto Naviganti*,

Huelva, 2007, p. 199.

- 3 Del Pino Toscano, Felipe. “El préstamo a la gruesa ventura en la Carrera de Indias”, obra citada, p. 200.
- 4 Cfr. Centelles Eduardo. “La actividad de capital riesgo (venture capital): características y posibilidades en España”. En: Revista Economía Industrial. Madrid, s/e, 1983, Nº 231, p. 18.
- 5 Cfr. De Ayala, Manuel José. Notas a la Recopilación de las Leyes de Indias. Origen e Historia Ilustradas de las Leyes de Indias. Madrid, Ediciones Cultura Hispánica, 1946.

- 6 Código de Comercio, de España, aprobado mediante Real Decreto del 22 de agosto de 1885.
- 7 Cfr. Rojas Vaca, María Dolores. El documento marítimo-mercantil en Cádiz (1550-1600). Diplomática Notarial. Madrid, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cádiz, 1996, p. 119.
- 8 Código de Comercio, de Perú, aprobado mediante Ley del 15 de febrero de 1902.
- 9 Hace más de una década somos críticos del Código de Comercio y postulamos la dación de una Ley Marco del Empresariado (por ejemplo, cfr. Echaiz Moreno, Daniel. “Bases para el Derecho Empresarial en el Perú”. En: Revista Jurídica del Perú. Trujillo, Editora Normas Legales, abril del 2003, Año LIII, Nº 45, ps. XVII a XLVI). Nuestra posición crítica se sustenta, entre otras razones, en la antigüedad de aquella norma que no se condice con el carácter dinámico de la actividad empresarial, así como en la lamentable práctica legislativa, imperante durante décadas en el Derecho Comercial peruano, que se restringió a copiar normas foráneas, tal como puede apreciarse en el caso del préstamo a la gruesa ventura.

de Gregorio IX, al asimilarlo al préstamo con interés y, por lo mismo, considerarlo usurario¹⁰, aunque luego esta disposición caería en desuso. Por otro lado, Manuel Ravina Martín explica las diversas clases de préstamo a la gruesa ventura¹¹, tales como el riesgo sobre navíos (donde el préstamo se invertía en forma de apresto o carena¹², o en la jarcia, velamen, casco, quilla, fletes¹³, útiles o demás aprovechamientos de la nave), el riesgo sobre mercancías (las cuales eran embarcadas por cuenta del deudor o compradas con el préstamo del acreedor) y el riesgo sobre el azar (siendo una apuesta simple o sobre vida si llegaba a buen puerto el navío o si el deudor llegaba con vida, respectivamente), excluyéndose al riesgo sobre sueldo (donde el préstamo se garantizaba con el sueldo del tripulante del navío, lo cual fue prohibido en 1737 con las Ordenanzas del Consulado de Bilbao¹⁴).

2. El impulso estadounidense.-

Finalizada la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), en Estados Unidos de América se desarrolla el capital de riesgo a partir de 1946, cuando el capital escaseaba para em-

prender nuevos negocios y se pretendía resurgir de la calamitosa situación económica que se vivía por aquel entonces a propósito de los enormes costos de la guerra que recién había concluido¹⁵. A mediados del siglo XX, se crea la American Research & Development Corporation (ARDC), promovida por el general Georges Doriot, profesor de *Industrial Management* en Harvard Business School, constituyendo la primera sociedad de capital de riesgo en el mundo, tal como la conocemos actualmente, siendo apoyada por un amplio grupo de inversionistas¹⁶.

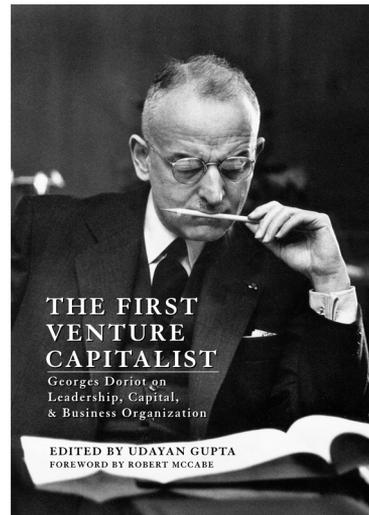


Lámina N° 1: Portada del libro “*The first venture capital*” donde se narra la historia de Georges Doriot como el primer inversionista en capital de riesgo.

La referida American Research & Development Corporation es un “fondo profesional dedicado a realizar inversiones de alto

- 10 Cfr. Gregorio IX. Decretales. Roma, Ex Typographia Regia, 1776, Tomo II, Libro V, Título XIX, Capítulo XIX.
- 11 Cfr. Ravina Martín, Manuel. “Riesgos marítimos en la Carrera de Indias”. En: Documentación y Archivos de la Colonización Española. Madrid, Sub-Dirección General de Archivos de la Dirección de Bellas Artes, Archivos y Bibliotecas del Ministerio de Cultura, 1980, Tomo II, p. 107.
- 12 El apresto es el almidón que sirve para aderezar los tejidos. La carena es la parte sumergida del casco de un buque.
- 13 La jarcia son los aparejos y cabos de un buque. El velamen es el conjunto de velas de una embarcación. El casco es el cuerpo de la nave con abstracción del aparejo y las máquinas. La quilla es la pieza de madera o hierro que va de la popa a la proa por la parte inferior del barco y en que se asienta toda su armazón. Los fletes son la carga del buque.
- 14 Cfr. Ordenanzas de la Ilustre Universidad y Casa de Contratación de la Villa de Bilbao. Madrid, Oficina de la Viuda de Manuel Fernández, 1769, Capítulo XXIII, Numeral V.

- 15 Cfr. Elango, Bernard. “How venture capital firms differ”. En: Journal of Business Venturing. Nueva York, s/e, 1995, N° 10, p. 3 (traducción libre).
- 16 Cfr. Zopounilis, Charles. La gestión du capital-risque. París, Editorial Económica, 1990 (traducción libre); y “Venture Capital, American Research Development Corporation, 1946”. En: MIT 150 Exhibitions. Massachusetts, MIT Museum, 2011, <http://museum.mit.edu/150/78>

riesgo¹⁷ en *private equity*, que actualmente es una de las modalidades del capital de riesgo. Es loable resaltar el impulso estatal del naciente sector del capital de riesgo en Estados Unidos de América con la fundación, en 1953, de la Small Business Investments Companies Administration (actualmente U.S. Small Business Administration¹⁸) y, cinco años más tarde, con la expedición de la pionera *Small Business Investment Act*, norma jurídica que regula por primera vez en el mundo al capital de riesgo¹⁹.

Al respecto se resalta que “una de las principales razones del desarrollo de esta actividad en Estados Unidos [de América] fue la normatividad que flexibilizó las restricciones a las inversiones en esta industria de parte de los inversionistas institucionales”²⁰, precisándose que “el apoyo por parte del gobierno [estadounidense]... fue fundamental para incentivar el crecimiento de la actividad, otorgando una serie de beneficios y créditos a bajos costos”²¹.

3. La expansión española.-

En las últimas cuatro décadas, España ha escrito un importante capítulo en la evolución del capital de riesgo en el mundo, desde su irrupción en Galicia, en 1972, para promover aquellas zonas económicamente desfavorecidas. Así, Laura Valdunciel Bustos y María Pilar Sierra Fernández identifican cuatro etapas en la historia española del capital de riesgo, las cuales son las siguientes: El capital de riesgo como instrumento para el desarrollo industrial (período 1972-1986), el desarrollo de la iniciativa privada y la llegada de inversores extranjeros (período 1987-1991), la redefinición del sector y la actividad de capital de riesgo (período 1992-1996) y la expansión y el nuevo ciclo inversor (período 1997 a la fecha)²².

En la primera etapa, se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA) en 1972, a la que le siguen otras sociedades de capital de riesgo, tales como la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla La Mancha (SODICAMAN), la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla y León (SODICAL) y la Sociedad de Desarrollo Industrial de Aragón (SODIAR), todas ellas participadas en su mayoría por el Instituto Nacional de Industria (INI), entidad estatal española creada por el gobierno franquista y que actuaba como *holding* de las empresas estatales²³. Se funda, además, la influyente Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) y se dicta la pionera Ley de Medidas Urgentes Administrativas, Financieras, Fiscales y Labo-

17 Cfr. Valdunciel Bustos, Laura y Sierra Fernández, María Pilar. “El capital riesgo como alternativa de financiación en la creación de empresas”. En: Informe Capital Riesgo & Private Equity en España 2011. Madrid, Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), 2011, p. 192.

18 El portal web de la U.S. Small Business Administration es: www.sba.gov

19 Cfr. Lerner, Josh. *Venture capital and private equity: a casebook*. Nueva York, Wiley & Sons, 2000, tercera edición (traducción libre). Un comentario prolijo de la mencionada norma se encuentra en: Cohen, Manuel F. *The Small Business Investment Act of 1958 and the SEC*. Chicago, The Federal Bar Association and The Bureau of National Affairs, 19 de febrero de 1959, 11 ps.

20 Cfr. Niño Rueda, Alexander y Nicolás Pardo, Juan. “Fondos de capital de riesgo (*private equity*)”. En: *Notas del Mercado de Capitales*. Bogotá, BRC Investor Services Sociedad Calificadora de Valores, octubre del 2006, N° 6, p. 2.

21 Cfr. Valdunciel Bustos, Laura y Sierra Fernández, María Pilar. “El capital riesgo como alternativa de financiación en la creación de empresas”, obra citada, p. 192.

22 Cfr. Valdunciel Bustos, Laura y Sierra Fernández, María Pilar. “El capital riesgo como alternativa de financiación en la creación de empresas”, obra citada, ps. 192 a 194.

23 Cfr. Ortega Aguaza, Bienvenido y Nuñez Carrasco, Aníbal. “El proceso de crecimiento de la economía española (I): los cambios que introduce el Decreto Ley de Ordenación Económica, de 21 de julio de 1959”. En: *Economía Española*. Madrid, Editorial Ariel Economía, 2009, segunda edición, p. 59.

rales²⁴, que es la primera norma específica en materia de capital de riesgo en España.

Durante la segunda etapa, y a propósito de la incorporación de España a la Unión Europea (en 1986, con la *Tercera Ampliación*, que origina la *Europa de los Doce*), arriban a dicho país los principales operadores internacionales en capital de riesgo, utilizando preferentemente el modelo denominado *sociedad gestora de entidades de capital riesgo* (SGECR), en el que no utilizan sus propios recursos sino que promueven la constitución de fondos privados cuya gestión les ceden a dichas sociedades.

La tercera etapa es crítica para el desarrollo del capital de riesgo en el mercado español, puesto que se carece de incentivos tributarios, se torna dificultosa la desinversión y se reduce notablemente el volumen de capital captado en años anteriores. Ello generó una altísima concentración del mercado en pocos operadores, por lo que algunos (con mejor suerte) abandonaron España y otros (con peor suerte) presenciaron el final de su actividad.

En la cuarta etapa, se produce la recuperación del sector del capital de riesgo en España que consigue su principal espaldarazo en 1999 con la expedición de la moderna Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras²⁵ y que se reforma adecuadamente en el 2005 con la novísima Ley de igual nombre²⁶. Con dichas

normas, España se erige en un serio referente en el Derecho comparado al ser uno de los países más identificados con la promoción del capital de riesgo²⁷. Al respecto, Fernando García Ferrer, socio responsable del área de *Private Equity* de KPMG, manifiesta con ocasión de la presentación de un informe técnico sobre el capital de riesgo: “Las conclusiones del presente estudio demuestran la consolidación del sector del capital riesgo en España, posicionándose como uno de los principales vehículos de creación de riqueza nacional”²⁸.

4. Los primeros pasos en el Perú.-

En el Perú es de mencionar que, en el 2003, se dictó el Reglamento del Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima (BVL)²⁹, mediante el cual se crea precisamente el Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima como “un mecanismo especializado, implementado por la BVL, para brindar a las empresas mineras *junior* la oportunidad de obtener financiamiento para sus actividades de exploración y desarrollo, a través del mercado de capitales peruano”³⁰.

24 Ley de Medidas Urgentes Administrativas, Financieras, Fiscales y Laborales, de España, aprobada mediante Real Decreto Ley 1/1986, del 14 de marzo de 1986 y publicada en el Boletín Oficial de España el 15 de abril de 1986.

25 Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras, de España, aprobada mediante Ley 1/1999, del 5 de enero de 1999 y publicada en el Boletín Oficial de España el 6 de enero de 1999.

26 Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras, de España, aprobada mediante Ley 25/2005, del 24 de noviembre del 2005 y publicada en el Boletín Oficial de

España el 25 de noviembre del 2005.

27 Cfr. Alcalá Fernando. El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación. Madrid, Editorial Civitas, 1995.

28 Comentario en contraportada] Martí Pellón, José y otros. Impacto económico y social del capital riesgo en España 2007. Madrid, Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), 2007, p. 2.

29 Reglamento del Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima, del Perú, aprobado mediante Resolución de CONASEV N° 069-2003-EF/94.10, del 15 de septiembre del 2003.

30 Cfr. “Segmento de Capital de Riesgo de la BVL”. Lima, Bolsa de Valores de Lima y Segmento de Capital de Riesgo de la BVL Junior, s/f, p. 1, <http://www.bvl.com.pe/scr/ppt/brochure.pdf>



Lámina N° 2: Logotipo del Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima.

Reformulado aquel Reglamento en el 2005 con una norma bajo el mismo título³¹, es pues el único dispositivo jurídico peruano que se acerca a la institución del capital de riesgo, aunque se restringe sólo al ámbito bursátil y, dentro de éste, a las empresas mineras cuyas acciones están listadas en la Bolsa de Valores de Lima, no dirigiéndose tampoco a todas ellas, sino sólo a aquellas que califican como mineras *junior*.

La razón de ser de dicha norma que, aunque restringida en su alcance, merece considerársele en razón a la materia de nuestra investigación, es revelada por Isac Burstein cuando sostiene: “Hay que capitalizar a las compañías mineras del Perú, incluso a las *juniors*. Si se compara el valor del metal con la capitalización de las compañías metalíferas que listan primariamente en las bolsas, se tiene que en Canadá, que produce una fracción del metal que produce Perú, la capitalización de sus compañías metalíferas es mucho mayor (10 veces)”³².

31 Reglamento del Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima, del Perú, aprobado mediante Resolución de CONASEV N° 026-2005-EF/94.10, del 3 de mayo del 2005.

32 Burstein, Isac. “Hay que capitalizar a las compañías mineras del Perú” (entrevista). En: Diario Gestión. Lima, 16 de mayo del 2012, p. 14.

Se sabe que la minería es una actividad exponencialmente riesgosa, atendiendo a su propia naturaleza. Carlos Rojas, socio fundador y CEO³³ de Andino Asset Management, reflexiona en tono coloquial así: “Uno de cada 100 proyectos mineros termina convirtiéndose en mina... No es un negocio sencillo... Hacer minería *junior* no es sólo encontrar un «cerro de mineral». Importa la ley del mineral, lo asequible de éste, lo fácil que sea recuperarlo, que tenga buena mezcla, que tenga suficiente agua, que exista una fuente de energía cerca, que la comunidad lo apruebe, que se pasen los Estudios de Impacto Ambiental, que tenga accesos a infraestructura como carreteras, trenes o puertos, que pueda contratar personal calificado, que tenga el dinero para financiar la obra, entre una larga lista de etcéteras”³⁴.

Siendo el Perú un país minero (no sólo por los recursos minerales que atesora, sino también porque aproximadamente el 30% de la recaudación tributaria por concepto de Impuesto a la Renta proviene de la minería³⁵) es dable que se atienda a la promoción de este sector, habiéndose conseguido que “cada vez son más las empresas *junior* extranjeras que buscan aprovechar nuestro creciente mercado, sobre todo aquellas que apuntan al largo plazo”³⁶. El Segmento de Capital de Riesgo

33 CEO es el acrónimo anglosajón de chief executive officer, equivalente en sede latinoamericana a director ejecutivo, director general o gerente general.

34 Rojas, Carlos. “El caso de la minería junior”. En: Revista G de Gestión. Lima, Ediciones Amauta, julio del 2012, N° 20, p. 32.

35 La participación minera en la recaudación del Impuesto a la Renta en el Perú ha sido del siguiente orden en los últimos años: 30% (2005), 44% (2006), 50.9% (2007), 39.3% (2008), 23.4% (2009), 32.1% (2010), 33.3% (2011) y 27.8% (enero-junio 2012). Cfr. “Cómo va la recaudación tributaria” [cuadro elaborado en base a la información de la SUNAT]. En: Revista Actualidad Minera del Perú. Lima, CooperAcción - Acción Solidaria para el Desarrollo, agosto del 2012, N° 159, p. 4.

36 Cfr. Carrión Kuriyama, Ricardo. “Mineras junior en el mercado de valores”. En: Diario Gestión. Lima, 16 de agosto del 2012, p. 18.

de la Bolsa de Valores de Lima es el escenario propicio (aunque no el único) para fomentar el capital de riesgo porque “como su nombre lo señala, representa un alto riesgo, ya que

al ser el segmento de empresas mineras que aún no producen -y no tienen ingresos- presenta una fuerte dependencia del mercado de capitales para financiar sus proyectos”³⁷.

37 Cfr. Belén Vega, María. “A favor y en contra de las acciones de las junior”. En: *Diario Gestión*. Lima, 27 de junio del 2012, p. 12.