



UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA

**CREACIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL PRIVADO PARA LA COMPRA DE
CARTERA INMOVILIZADA PROVENIENTE DEL SECTOR BANCARIO
VENEZOLANO**

TUTOR: Econ. Yoel González

AUTORES: Itriago, Geraldine

Quintana, Estefanía

Caracas, 02 de octubre 2014

AGRADECIMIENTOS

Agradecidas con Dios por permitirnos llegar hasta aquí.

Estoy totalmente agradecida a mis padres, Dania González y Julio Itriago, por ser mi mayor apoyo, por ser tan comprensivos e incondicionales a lo largo de mi carrera.

A ti hermana, Gerdana Itriago, por también estar conmigo en momentos difíciles de la vida y por ser más que mi hermana una amiga incondicional.

Geraldine Itriago

Totalmente agradecida a mis padres, Carmen Alen y Fernando Quintana, por ayudar a forjar mi camino. A mis hermanos por todo el apoyo que me dieron a lo largo de mis estudios. A aquellos amigos que la universidad me dio, Made, Kevin, Yetsi y Mau, creo que sin la risa con ustedes la universidad hubiese sido distinta, y aquellos amigos que a pesar de la distancia siempre están presentes, gracias a ti Yess. Y a las personas del Postgrado de Derecho por ser parte de mi vida durante 3 años de carrera.

Estefanía Quintana

Además agradecemos a nuestro tutor, Yoel González, por ser más que una guía en la realización de nuestro trabajo, gracias infinitas por su paciencia y ayudarnos en situaciones de incomprensión a lo largo de la realización de este trabajo. A nuestra alma mater la UCAB que nos dio la oportunidad de convertirnos en profesionales integrales.

Al Prof. José Niño quien siempre estuvo atento y a María Inés por ayudarnos al comienzo de este trabajo. A todos GRACIAS.

DEDICATORIA

A mis padres, porque sin ellos no estaría aquí, ustedes son y serán siempre mi mayor motivo para seguir adelante, por ser lo comprensivos, cariñosos y lo más grande de mi vida.

Geraldine Itriago

A ti madre por ser el mayor pilar de mi vida y la razón por la que siempre quiero seguir, a mi madrina, María L. González, al comienzo de todo esto creíste y siempre has creído en mi, a ti también te debo esto.

A las dos porque jamás han dejado de estar.

Estefanía Quintana

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: EL PROBLEMA.....	1
1.1 Planteamiento del Problema.....	2
1.2 Hipótesis.....	9
1.3 Objetivos	9
1.3.1 Objetivo General	9
1.3.2 Objetivos Específicos	9
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	11
2.1 Antecedentes	11
2.1.1 Funcionamiento de los Fondos de Capital Privado	15
2.1.2 Fondos de Inversión en Venezuela.....	21
2.2 Bases teóricas	22
2.2.1 Sistema Financiero	22
2.2.2 Fondos de Inversión	27
2.2.3 Fondos buitres o vulture funds.....	28
2.2.4 Fondos mutuales.....	30
2.2.5 Tipos de Títulos-Valores	31
2.2.6 Bonos Brady	33
2.2.7 Cartera vencida o inmovilizada.....	36
2.2.8 Fideicomiso Financiero:	37
2.3 Definición de términos básicos	38
2.4 Bases Legales.....	38
CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO	43
3. 1 Tipo de Investigación.....	43

3.2 Diseño de investigación.....	44
3.3 Población y Muestra.....	46
3.4. Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos	47
3.5 Recolección y tratamiento de la información.....	47
3.6 Análisis de los resultados	48
CAPÍTULO IV: CONSTITUCIÓN, FUNCIONAMIENTO Y ANÁLISIS FINANCIERO DEL FONDO DE CAPITAL PRIVADO.....	50
4.1 Composición de la Compañía Gestora.....	51
4.2 Constitución de los ingresos de la compañía gestora.....	52
4.2.1 Comisión de gestión	52
4.2.2 Comisión de éxito.....	53
4.3 Constitución y funcionamiento del Fondo	53
4.4 Política para la compra de la cartera inmovilizada	55
4.5 Composición del patrimonio y el pasivo del Fondo.....	56
4.6 Rentabilidad del Fondo de Capital Privado	58
4.7 Ingresos por Bonos.....	62
4.8 Compra de acciones de inversionistas que recuperan su inversión en acciones del Fondo.....	63
4.9. Seguro de directores y oficiales	64
4.10 Análisis de la Valoración de la Cartera Inmovilizada del Fondo a través de Opciones Americanas.....	64
CAPÍTULO V: ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	68
5.1 Resultado de la encuesta	68
5.2 Escenarios de Inversión del Fondo	78
5.2.1 Escenario Uno	86
5.2.2 Escenario Dos.....	91
5.2.3 Escenario Tres	95
CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	99
6.1 Conclusiones	99

6.2	Recomendaciones.....	102
BIBLIOGRAFÍA	104
ANEXOS	107

INTRODUCCIÓN

En la actualidad el mercado financiero venezolano no ofrece diversas alternativas que le permitan a las personas conocer las diferentes opciones que se podrían ofrecer para dinamizar este mercado, por lo que el presente trabajo de investigación se ofrece la creación de un Fondo de Capital Privado que compraría la cartera inmovilizada del sector bancario venezolano, con el objetivo de obtener rentabilidad a través de este tipo de activos y a su vez ampliar las opciones de inversión que ya existen en el mercado.

Dicho Fondo, se presenta con la finalidad de demostrar que es posible hacer crecer el mercado siempre y cuando el entorno social, político y financiero del país lo permita. Principalmente, se busca ampliar las opciones en un mercado financiero local actualmente deprimido.

Para los inversionistas profesionales sería una opción propicia para incrementar su capital y tener éxito al momento de invertir, este tipo de instituciones ha tenido gran éxito en países como Colombia, Chile y México, que presentan quizá condiciones más propicias para este tipo de negocios, no obstante, en Venezuela podría lograrse tal éxito que permitiría la creación de este Fondo. Aunado a lo mencionado para la banca también significaría incrementar sus opciones de recuperación de los créditos morosos.

Dado que el mercado financiero y la economía de los países son importantes para su funcionamiento, esta institución le añadiría valor al mismo, además de hacerlo más amplio.

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA

1.1 Planteamiento del Problema:

De acuerdo a María Saavedra y Máximo Saavedra, en su trabajo titulado *Modelos para medir el Riesgo de Crédito de la Banca* (2010), para las instituciones financieras, como los bancos, su principal negocio y actividad radica en la administración de recursos financieros, sin embargo, con la globalización el flujo de dichos recursos se ha incrementado notablemente, lo que hace que el monitoreo de estas actividades financieras se vea descuidado, por lo que muchas veces no se pueden administrar de forma correcta.

Respecto a Venezuela, la globalización tiene pocos efectos en la banca local debido, en gran parte, al control cambiario existente, no obstante, para Silvana Pezella en su artículo titulado *La banca venezolana y la crisis financiera global* (2008), dicha globalización ha ocasionado dos efectos importantes en el sector bancario venezolano. Primeramente, se debe destacar que se produjo la “apertura de la inversión a los capitales extranjeros” (esto ocurre después de la creación de la Ley de Bancos de 1994), lo que permitió la compra de bancos locales y fusiones internacionales. Segundo, permitió que existiese en el país “libre” movilidad de capitales, teniendo como consecuencia que dichos bancos inviertan en los mercados extranjeros. A pesar de que se han generado estos efectos surgen inconvenientes, dado el mencionado control cambiario, que genera limitaciones para obtener divisas, teniendo como consecuencia que las actividades de “inversión” en los mercados foráneos sea bastante escasa y limitada.

Como consecuencia de lo antes indicado y a la falta de incentivos en actividades que fomenten la inversión, los bancos se han visto obligados a mejorar la gestión de riesgo de dichos recursos financieros así como también las entidades encargadas de la supervisión de estas actividades, con el fin de evitar que los solicitantes de financiamiento incumplan las obligaciones adquiridas con los bancos-, ya que también se han visto afectadas.

Para María Saavedra y Máximo Saavedra, en su trabajo titulado *Modelos para medir el Riesgo de Crédito de la Banca* (2010), el riesgo de crédito es ‘la probabilidad de que, a su vencimiento, una entidad no haga frente, en parte o en su totalidad, a su obligación de devolver la deuda o rendimiento, acordado sobre un instrumento financiero, debido a quiebra, iliquidez o alguna otra razón’, aunado a esto ellos indican que la valuación del riesgo se basa en la incapacidad de cumplimiento del prestatario, es decir, que incumpla sus obligaciones y se declare en default. En el caso de Venezuela, y siguiendo lo definido por el Código de Comercio Venezolano (1955), el atraso o incumplimiento de un pago se da porque “el comerciante cuyo activo exceda positivamente de su pasivo, y que por falta de numerario debido a sucesos imprevistos o causa de cualquiera otra manera excusable, se vea en la necesidad de retardar o aplazar sus pagos, será considerado en estado de atraso...”

Aunado a lo mencionado anteriormente una empresa o comerciante se encuentra en quiebra cuando “...no estando en estado de atraso, (...), cese en el pago de sus obligaciones mercantiles...”, por lo que “el comerciante no puede intentar el beneficio de la cesión de bienes.” El Código de Comercio además define tres tipos de quiebra, que son: fortuita, culpable y fraudulenta.

- ***Quiebra fortuita:*** es la que proviene de casos fortuitos o de fuerza mayor que conducen al comerciante a la cesación de sus pagos y a la imposibilidad de continuar sus negocios.

- **Quiebra culpable:** es la ocasionada por una conducta imprudente o disipada de parte del fallido.
- **Quiebra fraudulenta:** es aquella en que ocurren actos fraudulentos del fallido para perjudicar a sus acreedores.

A nivel nacional, la banca pública y privada ha procurado nuevos negocios para aumentar la bancarización de la población y proveer de crédito a nuevos sectores que anteriormente estaban desatendidos en cumplimiento con las diferentes carteras de crédito que deben mantener. No obstante, en muchos de los casos el plazo de pago efectivo de los créditos se extiende a su vencimiento se vence, lo que no permite la cobranza de la deuda obtenida al momento de solicitar el crédito y puede estar asociado a circunstancias propias de los agentes lo que implica que se vea afectado su capacidad de pago. Estos créditos en el sector bancario constituyen lo que se conoce como cartera inmovilizada o vencida (Non Performing Loans). La misma es categorizada como de alto riesgo e irrecuperable, y es considerada morosa cuando tiene un vencimiento igual o mayor a 90 días.

La morosidad de la cartera puede conllevar a importantes pérdidas para los bancos y obligarles a presentar problemas de liquidez con sus depositantes y otros acreedores, por lo que los bancos deben contar con una provisión para la cartera de créditos que permitirá determinar si el banco tiene la capacidad de poder respaldar la cartera de créditos, en otras palabras poder responder por aquellas que se han vencido y que no se podrá recuperar. Estas provisiones deberán ser mayores en la medida que el riesgo de crédito de los créditos se considere mayor, incrementando el costo de oportunidad de sus recursos disponibles.

La cartera, al vencerse, constituye un problema para el banco que debe reestructurarla o declararla en pérdida, con los consiguientes costos que pueda implicar cualquier intento en recuperar total o parcialmente el monto prestado.

Para minimizar estas pérdidas, los bancos solicitan colaterales a los prestatarios. Estos colaterales pueden estar representados por pignoración de activos, hipotecas, garantías de pago, etc. En el caso de activos poco líquidos, los bancos requieren una relación de colaterales de más de Bs. 1 por cada Bs. 1 que presten, y en muchos casos esos colaterales son de difícil liquidación en el mercado, especialmente en períodos de desaceleración económica durante los cuales esos activos deben ser rematados con importantes descuentos. Por otra parte, las garantías de pago permite reducir estos requerimientos de colaterales por cada Bs. 1 que se preste, pero en el país el sistema de garantías recíprocas tales como SOGAMPI así como los oferentes de seguros de créditos como La Mundial de Seguros y Uniseguros están poco desarrollados, en tanto que existen múltiples afianzadoras privadas que escapan a la regulación de la Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario y a la Superintendencia de la Actividad Aseguradora.

Como un mecanismo adicional para mejorar el financiamiento del riesgo de crédito que enfrentan los bancos en el país, el presente trabajo plantea la figura de un fondo para la adquisición de la deuda en estado de atraso o en litigio de la banca. Este fondo a su vez no estaría sometido a las mismas presiones de liquidez a corto plazo que enfrenta la banca ya que recibiría aportes de diferentes inversiones con expectativas de retorno y recuperación de su capital a mediano y largo plazo, sin embargo estas expectativas de horizonte de inversión de los potenciales inversionistas deben ser corroboradas, lo cual puede incidir en el tipo de fondo que sería factible constituir en el país.

En general, la gestión de fondos considera 2 modalidades: Fondo Cerrado (Closed End Fund) y Fondo Abierto (Open End Fund). Estos fondos los podemos definir como sigue:

1. **Fondo Cerrado:** Son fondos que obtienen sus recursos generalmente por la vía de oferta pública. Dichos fondos se destinan para la inversión en un portafolio de activos. El tenedor de la acciones del fondo puede venderlas en cualquier momento a través de los mercados de capitales en bolsas de valores o a través de su oferta privada restringida según los términos de las leyes locales de mercados de capitales. En este último caso se trataría de un fondo de capital privado (no cotizado públicamente) que a su vez invierte en activos no cotizados públicamente. No es necesario liquidar los activos de portafolio del fondo cerrado para retornar el capital a los tenedores de sus acciones.
2. **Fondos Abiertos:** Obtiene dinero del público a cambio de otorgarles una participación sobre los activos del portafolio del fondo. Para retornar los fondos al inversionista, el fondo debe liquidar los activos del portafolio, como es el caso de los fondos mutuales. Para que este mecanismo funcione, los activos del portafolio deben ser de alta liquidez, principalmente que coticen públicamente.

Dada la naturaleza de los activos que constituirán el portafolio del fondo planteado, la estructura de los fondos abiertos no sería la adecuada ya que la cartera vencida y en litigio de la banca se espera que sea de alta iliquidez, por lo que este trabajo se enfocará en el planteamiento de un fondo cerrado para tal fin.

Por otra parte, el mercado de capitales en Venezuela se ha visto restringido en los últimos años, con niveles de transacciones en las bolsas de valores locales por menos de USD 10 Millones, lo que se podría considerar como un indicio de que una oferta pública de acciones en el mercado local podría no ser suficiente para obtener recursos que permitan sostener la estructura de costos y gastos que como mínimo debe mantener un fondo que cotiche sus acciones públicamente.

Como referencia para dicha estructura de costos y gastos, en el país tenemos la experiencia del fondo Crecepymes, el cual posee una estructura de fondo cerrado que cotiza públicamente e invierte en el capital social de empresas no cotizadas públicamente para reestructurar sus modelos de negocios y posteriormente ejecutar una estrategia de salida de las mismas, preferentemente a través de una oferta pública de estas empresas una vez hayan sido reestructuradas. Para los efectos de esta investigación, es importante determinar si existen inversionistas interesados en tener exposición al tipo de activos del portafolio que el fondo propuesto espera mantener. Es de esperar que esta disposición a invertir dependerá tanto de la rentabilidad esperada como de la liquidez que los inversionistas requieran, para lo cual es importante plantearles los escenarios de un fondo con acciones que coticen públicamente o privadamente.

Por otra parte, para fines de este trabajo se requiere hacer mención al Plan Brady, el cual, para finales de los años ochenta, ayudó a los países subdesarrollados a solucionar sus problemas de deuda externa. En este caso Nicholas Brady, propuso este plan con el fin de solucionar este endeudamiento, básicamente planteó la conversión de la “deuda vieja” a “deuda nueva” y que la misma era “tratada y vigilada por la banca privada y comercial”. En ese caso parte de la deuda era respaldada por bonos del Tesoro de EE.UU, además de ello, este programa proponía la reestructuración y conversión de la deuda en capital. La idea que se pretende extraer de esta estructura es que el fondo que se planteará también invierta en activos que permitan respaldar como colaterales a la cartera morosa reestructurada de la banca. En caso que se deba liquidar dichos colaterales, el fondo procurará obtener a cambio una participación accionaria o un instrumento de deuda correspondiente a la empresa cuya deuda bancaria es garantizada por el fondo.

El mecanismo propuesto pretende mejorar la calidad de la cobertura del crédito inmovilizado que “se obtiene a través del cociente entre la provisión para contingencia

de cartera dividida entre el total de la cartera de créditos inmovilizados (vencidos y en litigio).” (SUDEBAN). De acuerdo a SUDEBAN, ésta no debe ser menor al 100% lo que implica que por cada bolívar de cartera inmovilizada debe haber por lo menos un bolívar de provisión de la misma.

Con lo expuesto anteriormente, se quiere investigar la factibilidad de crear este fondo de capital privado cerrado con los “non performing loans”. Dada la poca liquidez del mercado de capitales local, es importante que los fondos que se capten no se inviertan totalmente en esta clase de activos de alto riesgo ya que sería difícil para el fondo convocar periódicamente a nuevas rondas de inversión para obtener recursos adicionales para mantener su ciclo de inversión a largo plazo. Este fondo también invertirá en activos de bajo riesgo tales como bonos soberanos, etc, que permitan obtener retornos a ser invertidos en la adquisición de un importante monto de la cartera de alto riesgo de la banca.

Dicha estructura se asemeja a la empleada para la estructuración de los llamados bonos catastróficos en la industria aseguradora. Estos bonos permiten captar fondos de inversionistas los cuales son depositados en títulos valores tales como letras del tesoro de los EEUU, etc. El inversionista a cambio recibe un cupón basado tanto en el rendimiento de dicho fideicomiso como en las primas que los asegurados pagan por la cobertura de sus riesgos. En caso de consumarse un siniestro (especialmente de naturaleza catastrófica como terremotos, sequías, etc), los inversionistas no reciben su cupón periódico y hasta puede disponerse parcial o totalmente de su capital invertido para el pago de siniestros por coberturas de seguros.

La creación de este fondo con una estructura de inversión como la antes expuesta podrá contribuir a liberar al sector bancario de los créditos malos, especialmente en los momentos en que la economía se encuentre en fase de recesión.

1.2 Hipótesis:

En relación con el planteamiento del problema en el que se indica que la banca venezolana presenta problemas de iliquidez al no poder recuperar en su totalidad los créditos otorgados, ésta investigación planteará la hipótesis siguiente:

Es factible crear un fondo cerrado y de capital privado, con la finalidad de adquirir un alto porcentaje de esa cartera inmovilizada proveniente del sector bancario venezolano, la cual no será obtenida a su valor nominal sino con un nivel de descuento, dada su naturaleza de alto riesgo y baja liquidez a corto plazo.

Una vez adquirida la cartera inmovilizada, el fondo tendrá como principal objetivo “reestructurar” la deuda que adquiriera o liquidarla en su totalidad, lo que permitirá obtener una tasa de retorno para sus inversionistas, la cual será la variable dependiente a considerar, ya que dependerá de las inversiones que se realicen.

1.3 Objetivos:

1.3.1 Objetivo General:

Determinar la Factibilidad Económica para la creación de un Fondo de Capital Privado para la compra de cartera inmovilizada proveniente de la banca.

1.3.2 Objetivos Específicos:

- Evaluar el marco legal que permitirá el desarrollo del Fondo de Capital Privado.

- Determinar el nivel de cobertura que obtendría la banca venezolana con la creación de un fondo de capital privado que adquiriera su cartera inmovilizada.
- Determinar la preferencia entre los inversionistas locales por la creación de un Fondo de Capital Privado que no cotice públicamente en Venezuela versus un Fondo que si cotice públicamente en el país.
- Comparar los costos e ingresos bajo esta estructura de fondos de capital privado para determinar y explicar las circunstancias en las cuales el Fondo permitiría obtener la tasa requerida de retorno por los inversionistas.
- Identificar los riesgos en que incurriría el Fondo al momento de adquirir la cartera inmovilizada de la banca.
- Determinar en qué medida es beneficioso para la banca vender la cartera inmovilizada.
- Considerar las ventajas y desventajas competitivas que obtendrían, tanto el sector bancario como el inversionista, con el Fondo de Inversión y de esta manera desarrollar una perspectiva estratégica del desempeño futuro que tendría el Fondo de Capital Privado.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 Antecedentes

Actualmente el sector bancario y el mercado de capitales han presentado una evolución a gran escala lo que ha permitido que se desarrollen nuevos instrumentos financieros. Respecto a esta tendencia, hoy en día en la esfera de los mercados financieros y de las actividades que se desarrollan en el mismo se habla de conceptos que serán importantes en el desarrollo de este trabajo como lo son: el capital de riesgo, capital privado, Fondos de Capital Privado y los ‘vulture investments’ o inversiones ‘buitre’, que permitirá entender la conformación de un fondo de este tipo.

En consideración a lo mencionado anteriormente se debe hacer mención al trabajo realizado por Alfredo Arana y Mariela Restrepo (2007) de la Universidad ICESI, Cali, denominado “*Fondos de Capital de Riesgo: El caso del Fondo de Coomeva*”, en donde se expone que no solo ha ocurrido un avance en el sistema financiero y en las teorías de riesgo, sino que también ha evolucionado el ambiente económico. Ésto ha permitido que los mercados se desarrollen y se hayan adaptado a los nuevos requerimientos y, que en la actualidad, según sus propias palabras, “el mercado busca generar valor, crecimiento y sostenibilidad”. Los autores, indican que su principal objetivo es “buscar y analizar las ventajas e inconvenientes de los distintos modos en que se presenta la financiación a través de los Fondos de Capital de Riesgo, mecanismo que contribuye de manera importante a generar impacto financiero tanto en los inversionistas como en las empresas financiadas” las cuales son innovadoras.

Para los autores antes citados (Arana y Restrepo), el capital de riesgo es una forma de capital privado que busca la forma de proporcionar recursos en el mediano y largo plazo a empresas innovadoras. Asimismo, el capital de riesgo busca la forma de

generar “recursos con vocación de permanencia limitada en el patrimonio y que procuran generar valor agregado en los entes financiados, mediante el aporte de credibilidad frente a terceros... y el período de maduración necesario suele generar en caso de éxito, en altas rentabilidades.” Este modelo de negocio de inversión patrimonial con permanencia limitada es generalizable a todos los fondos de capital privado.

En el caso del presente trabajo lo que se busca es la creación de un fondo de capital privado cuyo principal “activo” será la cartera inmovilizada de los bancos (de alto riesgo e irrecuperable) para que en mediano y largo plazo se genere un rendimiento. Además es significativo señalar que la creación de dicho fondo es una actividad financiera innovadora, dentro del ámbito del capital privado.

Es importante mencionar, que en el trabajo descrito busca la forma de analizar el uso de este tipo de capital como nueva alternativa de inversión, en países que son pioneros en éste método de inversión y así poder usar esos casos de éxito como referencia para el desarrollo del fondo de capital privado. Con ello se pretende determinar las posibilidades y las capacidades que permitirían el poder invertir en el fondo.

Por otra parte, se debe hacer mención que este tipo de fondos ayudan a dinamizar la economía, porque estos fondos constituyen un proyecto viable para aquellos inversionistas (en el caso de este trabajo) que no tengan acceso a las formas de financiamiento tradicional, ya que para los inversionistas representan una forma de inversión que les permitirá la diversificación de su portafolio con mayor rentabilidad, considerando de esta forma que la conformación del Fondo de Capital Privado de Cartera Inmovilizada representa una excelente alternativa para Venezuela y el mercado de capitales, permitiendo así una ventaja para el sector bancario el deshacerse de la cartera mala, convirtiéndola en una oportunidad de inversión.

Otra contribución al desarrollo de este trabajo lo constituye el trabajo de ascenso realizado por Lulu Silva (2005), de la Universidad Centroccidental “Lisandro Alvarado”, llamado *Modelo Financiero para la Evaluación del Rendimiento de los Fondos de Inversión comercializados en el Mercado Nacional de Capitales*, donde explica que el inversionista que decide colocar su capital, debe tomar en cuenta el riesgo que va a tomar, por como dice la autora la inversión “se trata de proyecciones en el tiempo cuyos valores están sujetos a los más diversos factores, implicando esto la presencia de la incertidumbre en hechos futuros.”

Con las ideas expuestas, podemos decir que los fondos de capital privado pueden ser definidos como organizaciones de inversionistas que aportan un capital a través de la adquisición de instrumentos ofrecidos de manera privada, los cuales serán manejados a través de diversas estrategias que terminen generando beneficios a los participantes. Generalmente la mayoría de estos fondos invierten en compañías que no cotizan en bolsa, que tienen un potencial de crecimiento, y que están buscando apreciación de dicho capital. Esta inversión generalmente es temporal, es decir, ellos deciden invertir en una empresa a corto plazo para luego vender su participación en un futuro.

En este caso, el objetivo es comprar cartera inmovilizada de los bancos (suma de la cartera en litigio más la cartera vencida), tomando en cuenta los créditos que la banca define como de alto riesgo e irre recuperables. Siendo el objetivo del fondo comprar créditos a descuento, para luego obtener ganancias de los mismos según el valor nominal de la deuda. Sobre este particular citamos la analogía con el caso de los llamados fondos “buitre” que adquieren deuda con un considerable descuento en relación a su valor nominal con la expectativa de obtener altos retornos al momento de obtener el pago del principal de dichos bonos. La estrategia de inversión de estos fondos focalizados en instrumentos de deuda les permite tener una mayor precisión sobre los retornos que puedan obtener sobre su inversión en comparación con otros fondos enfocados en instrumentos de renta variable (principalmente acciones).

Por otro lado, el trabajo realizado por Edith Hotchkiss y Robert Mooradian (1996) denominado “Vulture investors and the market for control of distressed firms” los ‘vulture funds’ surgieron entre los años 80 y finales de los 90 como consecuencia de empresas financieras que se encontraban en dificultades, es decir, empresas que incumplieron el pago de su deuda. Dichos inversores influían en las reestructuraciones de éstas empresas y la forma de gestionar su administración. En dichas reestructuraciones muchas veces se busca la equidad en la reclamación de la deuda en donde se toma en consideración el poder de negociación para influir en los parámetros de reorganización, aunado a ello, los agentes externos (inversores buitres) compran la deuda (denominados ‘bonos basura’) y obtienen el derecho de influir en la “gestión y control de la ganancia”. Muchas veces estos inversores son comparados con raiders en el contexto de “adquisiciones hostiles”, no obstante, los vulture investors tienen diversos motivos para comprar esos activos de las empresas con problemas financieros.

En este trabajo se menciona que algunos inversores “buitres” son pasivos y que solo obtienen sus ganancias por identificar deudas subvaloradas, otros son más agresivos, con una gestión activa del portafolio, la cual es “el papel de los buitres en la gestión de las empresas en dificultades”.

Para Yerrick Koomen, en su trabajo denominado “Investigating distressed debt: The effect of vulture fund investments on distressed firm stock returns” (2012), el mercado de la deuda en dificultades ha aumentado en las últimas décadas. Una de las razones es el aumento de empresas en quiebra y otra la cantidad de fondos de cobertura de riesgos, un mercado más líquido y aumento de actividades del sector de las coberturas. Ellos también mencionan que cuando una empresa se encuentra en dificultades los vulture investors compran acciones o bonos de las empresas para tener mayor participación en la reorganización y reestructuración de la deuda.

En la actualidad los ‘vulture funds’ han alcanzado notoriedad con el caso de Argentina, como lo reseña El Economista de América, dado que según esta fuente el gobierno argentino no logró cumplir con el pago de su deuda soberana con la Elliot Management. Principalmente estos fondos se caracterizan por la adquisición de deuda pública de países y/o empresas que se encuentran cercanos a la bancarrota o default , que esperan recuperar o reestructurar con altas tasas de retorno para los fondos.

El caso argentino es uno de los más notables, ya que el mismo comenzó cuando estos fondos adquirieron la deuda argentina, la cual tenía que ser cancelada para 2001 lo cual no se cumplió debido a que para ese año Argentina enfrentó una fuerte crisis que le imposibilitó poder cumplir con el pago y los mismos fueron suspendidos. Dicho impago fue catalogado como ‘default’ por el no pago de la deuda.

2.1.1 Funcionamiento de los Fondos de Capital Privado

Entre los Fondos de Capital Privado, dedicados a la compra de cartera vencida y que han experimentado éxito, se encuentra Alianza-Konfigura I, creador del único fondo colombiano dedicado a la negociación de cartera de este tipo, con el objetivo de beneficiarse a corto y mediano plazo de las variaciones que experimenten en sus precios. Los recursos del fondo son invertidos en documentos representativos de obligaciones monetarias vencidas, es decir, la cartera vencida o no perfeccionada (non performing loans) de entidades financieras, empresas privadas (sector comercial o de servicios) y empresas públicas, en particular las que prestan servicios públicos. Definido como un fondo de riesgo moderado, el cual cerró luego de un plazo de tres años.

El Fondo de Capital Privado Alianza-Konfigura Internacional también es un conjunto de inversiones colectivas y se dedica a la compra de cartera vencida originada en países de Latinoamérica con exclusión de la República de Colombia. Estos activos pueden haber sido originados por entidades financieras o del sector privado o de

servicios públicos. Es un fondo de riesgo alto y cuenta con un plazo para el cierre de sus operaciones de aproximadamente cinco años.

El objetivo de inversión de Alianza-Konfigura es la generación de valor a través de un número diversificado y amplio de carteras, con el fin de flexibilizar la deuda estableciendo estímulos económicos para la mejora de modelos y sistemas de recaudo con la idea de hacer más factible la recuperación de la deuda. Es un fondo cerrado que funciona a un plazo de tres años, y en este caso el fondo brinda la oportunidad a sus inversionistas de hacer colocaciones adicionales al valor inicial del período de colocación, en donde el administrador del fondo persigue principalmente el éxito.

Generalmente los administradores de esta cartera buscan mitigar su riesgo adquiriendo un amplio número de carteras a bajo costo para luego recuperar el valor nominal de las mismas y obtener un margen superior al valor de su adquisición inicial, por lo que la rentabilidad propia del fondo no está asociada a la calidad de la cartera negociada, es decir, si es muy aventurada o no sino de la capacidad que tenga el administrador para negociar a buen precio los distintos créditos.

Por otro lado, la rentabilidad del fondo no está asociada directamente con los ciclos económicos que puedan estar enfrentando las economías nacionales sino como se mencionó anteriormente, con la habilidad que disponga el administrador para negociar importantes descuentos. Lo único en lo que afectaría un descenso en la actividad económica, sería el aumento progresivo de la oferta de créditos vencidos e irrecuperables que ofrecería la banca al fondo a corto plazo y una disminución de los mismos cuando la economía comienza nuevamente su ciclo de crecimiento.

Habitualmente los administradores de Alianza-Konfigura dan valor agregado al fondo comprando una diversidad de carteras categorizadas por sectores, es decir, compran créditos vencidos de un número amplio de sectores como de consumo,

hipotecaria, comercial, de producción con el fin último de diversificar el riesgo de pago de deuda.

Estructuración de cartera por madurez y probabilidad de éxito:

Busca la organización dentro del conjunto de carteras de acuerdo a su tiempo de vigencia y probabilidad de éxito, es decir, se genera valor cuando se alinean las diferentes carteras según sea su probabilidad de recuperación, la cual está en función del tiempo que pasa desde que se invierte en la adquisición de dichas carteras hasta que se hace líquida su inversión.

Base de datos propios de deudores:

Alianza-Konfigura ha visto la oportunidad de añadir valor agregado a las inversiones que realizan generando una base de datos que le permita monitorear el status de deudores de los diferentes sectores en las que esta interviene, según sea el monto de su deuda.

Experiencia en la selección de carteras:

A medida que los administradores sean capaces de diversificar su cartera con la compra de diversos créditos de diferentes sectores económicos y planteen propuestas viables para la recuperación de los créditos inmovilizados ya sea a través de la venta de los activos de la empresa u ofreciendo nuevos cronogramas viables de pago para el deudor de manera que éste logre cancelar la totalidad de su deuda en el menor tiempo posible, alcanzarán carteras que se puedan recuperar y generar un alto rendimiento.

Experiencia en la evaluación del entorno económico:

La capacidad del administrador de evaluar eficazmente el potencial de inversión o de recuperación que puede tener el crédito, es decir, establecer los posibles escenarios que se presentarían al momento de recuperar el monto de su inversión inicial en el crédito inmovilizado proveniente de la banca

Características del fondo:

- Es un fondo dedicado a la compra de créditos provenientes del sector bancario relacionados con diferentes sectores (hipotecaria, comercial y de consumo), buscando activamente la diversificación de la cartera con el objetivo de minimizar la pérdida.
- Es un fondo privado y cerrado, en el cual sólo se obtendrán ganancias cuando se liquide la totalidad de los activos de la misma, lo cual se estima en un período de tres años.
- El monto mínimo de inversión del fondo es de 500 millones de dólares, por lo que sobre esta cantidad se dedicarán a comprar cartera de créditos de los bancos con el fin de generar una cantidad mínima de rentabilidad esperada.
- Es un fondo con baja volatilidad de sus portafolios.

Alianza-Konfigura afirma que su negocio se basa en comprar activos improductivos, generarles valor agregado para posteriormente negociar con los deudores para la recuperación de éstos brindándoles oportunidades beneficiosas de pago, sin embargo, sigue estando vigente el riesgo de incumplimiento dado que dependiendo de una situación específica del mercado en un momento determinado podría ocurrir que la inversión inicial no se recupere al momento de liquidar totalmente dicha inversión.

El riesgo al cual Alianza-Konfigura se sigue manteniendo expuesta se basa en el hecho que los retornos de la cartera que compone el portafolio no sean los esperados, por lo que los inversionistas podrían terminar obteniendo una rentabilidad menor a la que hubiera obtenido en caso de haber invertido sus fondos en otros activos financieros presentes en el mercado.

Administrador del portafolio:

Este fondo es administrado por la sociedad fiduciaria Alianza Fiduciaria, una empresa dedicada a la administración del capital de clientes individuales y empresariales y está regulada por la Superintendencia Financiera de Colombia. Y el gestor experto es Konfigura Capital, es decir, el encargado de realizar y elaborar actividades financieras en representación de sus clientes.

Fondo Cerrado de Inversión:

La Comisión Nacional de Valores colombiana define un Fondo Cerrado como aquel con una “cantidad fija máxima de cuota-partes que se emiten en la etapa de colocación y que luego no puede aumentar o disminuir en la medida que en estos fondos, finalizada esta etapa, no se reciben nuevas suscripciones ni solicitudes de rescates hasta la disolución del FONDO o hasta la finalización del plan de inversiones determinado en el REGLAMENTO DE GESTIÓN (y/o PROSPECTO en su caso)”. Es decir, que una vez aportada la cantidad inicial del dinero el individuo no podrá seguir aportando o invirtiendo más capital para el fondo, lo cual sería el caso de un fondo abierto de inversión en lo que los individuos podrán agregar más capital.

Diferencias de un fondo abierto y un fondo cerrado:

Volviendo a la discusión que se planteó anteriormente, se tiene que:

- En un fondo abierto el inversionista puede salir y entrar cuando lo considere, mientras que en un fondo cerrado el inversionista deberá esperar que se liquiden las operaciones del fondo o deberá vender su participación a otro agente que ocupe su lugar en el fondo
- Un fondo abierto generalmente otorga una acción por cada nuevo inversionista que otorgue dinero al mismo, mientras que en un fondo cerrado no se crean nuevas acciones y quien deseen participar en el mismo deberá ofertar por las participaciones accionarias fijas del mismo.

Alberto Carrasquilla, economista de la universidad de Illinois y gestor de Alianza Konfigura, afirma que “la idea del negocio del fondo de capital privado para la compra de cartera inmovilizada es aprovecharse del aumento de la tasa de morosos de los bancos cuando esta aumenta de manera abrupta por factores que afectan a la economía (crisis económicas, bancarias, etc.) y hace que esta desacelere su ruta de crecimiento, negociando con los bancos préstamos que se dictaminan como vencidos o créditos que consideran perdidos y logrando que los prestatarios comiencen a pagar otra vez, esto ocurre cuando la economía recupera su senda de crecimiento, en otras palabras, negocia con el deudor cuando la economía está en un descenso y recupera los préstamos cuando la economía empieza a cobrar fuerza.

2.1.2 Fondos de Inversión en Venezuela

En Venezuela, actualmente no existen Fondos de Capital Privado, como los que se mencionan, sin embargo ha existido una figura importante que son los Fondos Mutuales, los mismos trabajan con una cartera diversificada destinada a pequeños y medianos inversionistas, además se asemeja en estructura a los fondos de inversión privada.

Según Víctor Pérez, Magister en Economía, en su trabajo publicado en el 2004, denominado “Formas de medir el riesgo para los Fondos Mutuales de Renta Variable venezolanos”, indica que los fondos mutuales venezolanos emergen en el sistema financiero venezolano con la promulgación de la Ley de Mercado de Capitales del 29 de Abril de 1975, sin embargo, las normas relativas a su organización y funcionamiento fueron dictadas por la Superintendencia Nacional de Valores en Mayo de 1981.

Cabe destacar que los fondos mutuales deben su aparición a la Sociedad Administradora de Entidades de Inversión Colectiva, encargada de la administración del patrimonio, control administrativo, contable, emisión de las unidades de inversión, registro de las mismas y control de pago de dividendos. Después de ello, los fondos mutuales reciben el visto bueno para actuar como tal, por la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) y agrupadas en la Asociación Venezolana de Administradoras de Fondos (AVAF). Tratan sus unidades de inversión, a través de, un “agente de distribución” autorizado por la SUNAVAL. El “banco depósito y custodio” es el instituto de crédito que, tiene a su cargo el servicio de depósito y custodia de los valores en cartera, de un fondo mutual autorizado también por la SUNAVAL. Así tenemos que, la estructura de un fondo mutual consta de tres partes con sus funciones independientes, pero, necesariamente entrelazadas, todo esto en función a lo que menciona Víctor Pérez de cómo era el funcionamiento de los fondos mutuales al momento de su aparición.

El fondo mutual posee administración profesional, similar a como se administran los fondos de capital privado, objetivos de inversión establecidos, portafolio de valores diversificados, capital o patrimonio representado por acciones comunes y con iguales derechos llamadas “Unidades de Inversión”, y apreciación o depreciación del capital por la valorización o desvalorización del portafolio, que se refleja en el “Valor de la Unidad de Inversión” (VUI).

2.2 Bases teóricas

2.2.1 Sistema Financiero

Siguiendo al Manual de Sistema Financieros de Antonio Calvo Bernardino en su 22da edición (2010) “el sistema financiero está formado por el conjunto de instituciones y/o medios, cuyo fin es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatario o unidades de gasto con déficit”. Los autores explican que el sistema financiero lo comprenden las instituciones o intermediarios, activos financieros y los mercados financieros.

En la economía de todos los países podemos encontrar dos grupos de individuos, un grupo de personas que disponen de un dinero no gastado y lo guardan para obtener oportunidades futuras de inversión con dicho dinero, mientras que por otro lado existen prestatarios que tienen la idea de una inversión sólida en un negocio pero no disponen de los recursos, por lo que existen un grupo de inversionistas con excedentes de recursos buscando una buena oportunidad de inversión y otros que tienen la idea para invertirlos en actividades que generaran rentas exitosas. En tal sentido el sistema financiero (para el “Manual de Sistema Financiero”), cumple con el objetivo de canalizar el excedente de los ahorradores hacia los prestatarios, es decir, personas que tienen un exceso de gasto en sus cuentas o que no poseen los recursos para realizar dicha inversión.

Los sistemas financieros desarrollan dos funciones principales que sería en primera instancia permitir que las personas que generan un excedente de ahorros perciban una remuneración por su dinero y la segunda brindar los recursos para que se generen inversiones que potencien el crecimiento de la economía en sectores como la agricultura y la manufactura. Por lo que podemos concluir que las principales funciones de los sistemas financieros son:

- Captar recursos de personas con exceso de ahorros y deseen buenas oportunidades de inversión.
- Financiar a agentes económicos con oportunidades de inversión
- Generar una serie de elementos de inversión que sean percibidos de manera factible para el inversor que ahorra su dinero y busca una oportunidad de inversión rentable, y de igual manera generar elementos que se adapten las oportunidades de negocios de los emprendedores que buscan activamente recursos que le permitan desarrollar su idea de negocio

Siguiendo a Sergio Palencia Sandoval en su trabajo “Mercado de Capitales y Administración de Portafolio” del año 2011, el sistema financiero “está comprendido por el mercado Monetario, mercado de capitales y mercado de divisas”, para nuestro objeto de estudio los mercados más resaltantes serian el monetario y el de capitales.

1. Mercado Monetario

El mercado monetario o el mercado de dinero es donde algunos agentes acuden para generar un rendimiento por dinero superior al generado por un depósito. De acuerdo a la enciclopedia de la economía “es un mercado donde se realizan operaciones de crédito o negocian activos financieros a corto plazo, donde debemos entender por

activos financieros documentos que representan un valor comercial.” El mercado monetario se divide en:

- a) Mercado de crédito: donde podemos ubicar a créditos, préstamos y otras deudas a corto plazo, habitualmente la mayoría de operaciones que se realizan en este mercado son operaciones interbancarias; cuando bancos solicitan préstamos a otras unidades bancarias con el fin de satisfacer alguna necesidad para la cual no poseen los recursos necesarios, generalmente son préstamos de corto plazo que pueden durar un día.
- b) Mercado de títulos: Son mercados en que intervienen empresas o instituciones de gran tamaño donde se negocian activos líquidos, es decir, activos que pueden ser fácilmente convertidos en dinero sin ningún costo adicional; como pagarés emitidos de grandes empresas, pagarés bancarios provenientes del estado. Siendo todos instrumentos de deuda a corto plazo que generan un elevado rendimiento al contribuyente.

En general los mercados monetarios se encargan de demandar y ofertar activos que generen un elevado rendimiento a corto plazo y que posean un riesgo muy bajo.

2. Mercado de capitales

El mercado de capitales es un mercado que se encarga de captar recursos de los ahorristas con el fin de invertirlos en títulos rentables de mediano y largo plazo generando una elevada rentabilidad. Este mercado contribuye a facilitar la asignación de recursos a agentes o empresas con recursos escasos para que estos lleven a cabo proyectos factibles con dicha financiación a más largo plazo. Empresas de gran tamaño y medianas buscan en muchos casos financiación en este mercado ya sea para la

ampliación de sus capacidad, desarrollar nuevos negocios o para afrontar algún gasto extraordinario y para la cual no poseen los recursos necesarios en tesorería.

Estos mercados pueden llegar a ser vitales en el desarrollo de una nación. Entre sus principales funciones se encuentra:

- La creación de una diversidad de instrumentos de inversión que permitan a los ahorradores escoger el título que le ofrezca una mayor oportunidad de rendimiento y ayuda a mitigar el riesgo asociado a poseer títulos con perfiles de riesgo similares.
- Proporciona información de empresas públicas a través del estudio de sus estados financieros, los cuales deben ser publicados.

Según la Superintendencia Nacional de Valores, el mercado de capitales en Venezuela comprende los siguientes 6 participantes:

- 1. Asesores de Inversión.** *“Son las personas nacionales o extranjeros que realicen estudios acerca de los valores y de los emisores y emitan opinión de manera pública o privada sobre los mismos. Los asesores de inversión deberán contar con la autorización de la Superintendencia Nacional de Valores. La principal atribución de un Asesor de Inversión es, conocer, analizar, estudiar, asesorar y plantear soluciones al tema que le transmite el inversionista. Además de informar sobre las posibles opciones de inversión que brinda el mercado al inversor.”*
- 2. Bolsas de Valores.** *“Son instituciones abiertas al público, que tienen por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con valores objeto de negociación en el mercado de*

valores, con la finalidad de proporcionar adecuada liquidez. Para que se constituya una bolsa de valores, el número de miembros no podrá ser inferior a veinte, y no podrá disminuir a un nivel inferior a quince una vez constituida la bolsa.”

- 3. Cajas de Valores.** “Se denominan Cajas de Valores a las empresas que realicen actividades de depósito, custodia, transferencia, compensación y liquidación de valores, otorgándole seguridad jurídica a la ejecución de las operaciones realizadas sobre los mismos. Su constitución requerirá autorización de la Superintendencia Nacional de Valores y su funcionamiento esta regido por la Ley de Cajas de Valores. Mediante el Sistema de compensación y liquidación de valores la titularidad de valores se transfiere de la subcuenta del vendedor a la subcuenta del comprador. De esta manera se realiza rápidamente la transferencia de valores, otorgándoles a los inversionistas, seguridad jurídica en la ejecución de las operaciones que hayan pactado, minimizando los riesgos por robo, extravío o falsificación, entre otros posibles delitos.”
- 4. Entidades de Inversión Colectiva.** “Son aquellas instituciones que canalizan los aportes de los Inversores destinados a constituir un capital o patrimonio común, integrado por una cartera de títulos valores u otros activos. Están reguladas por la Superintendencia Nacional de Valores.”
- 5. Entidades de Inversión Colectiva de Riesgo.** “Son aquellas entidades cuyo objeto exclusivo sea la inversión en proyectos empresariales a ser desarrollados en mediano y largo plazo y altamente riesgosos para el inversionista. Están reguladas por la Superintendencia de Instituciones del Sector Bancario.”
- 6. Sociedad Calificadora de Riesgo.** “Son sociedades mercantiles, que tienen por objeto social exclusivo la calificación de riesgo de títulos valores o derechos

ofrecidos en oferta pública. Sin perjuicio de que pudieran calificar empresas; instituciones públicas o privadas, nacionales e internacionales, países o proyectos y otros análisis económicos y financieros. En Venezuela, los papeles comerciales, obligaciones, títulos de participación y demás títulos de deuda emitidos por empresas privadas, deben contar para su autorización por parte de la Superintendencia Nacional de Valores, con por lo menos dos dictámenes de calificación de riesgo elaborados por Sociedades Calificadoras de Riesgo. La Superintendencia Nacional de Valores, en casos excepcionales, en atención a las condiciones del mercado y a las características de emisión, garantías especiales y del activo subyacente, podrá acordar, que para la autorización de papeles comerciales, obligaciones, así como para la autorización de títulos de participación, se requiera el dictamen de una sola calificadora de riesgo.”

2.2.2 Fondos de Inversión

Conforme a Gitman y Joehnk en su libro “Fundamentos de Inversiones” (2009) un fondo de inversión “es un grupo organizado de servicio financieros o empresa de inversión que recibe dinero de sus accionistas para invertirlo en títulos rentables”, habitualmente este grupo de accionistas tienen niveles de renta análogos y persiguen niveles de rentabilidad parecidos, por lo que el fondo capta estos recursos y los utiliza en adquirir una gran diversidad de instrumentos variables que puedan generar la mayor rentabilidad posible al inversor y disminuir los riesgos de pérdidas elevadas al poseer una gran diversidad de títulos .

Los agentes buscan mitigar el riesgo al ser partícipe de una cartera diversificada de títulos y además estos suponen que los inversionistas profesionales disponen de una información más sólida que a ellos les dificultaría obtener y entender.

Rendimientos de un fondo de inversión

Siguiendo a Gitman y Joehnk (2009), un fondo puede generar diversos tipos de rendimiento:

1. Pago de dividendos e intereses: es cuando un fondo adquiere una diversidad de títulos, como acciones y bonos de empresas muy rentables y de ellas se obtiene, una ganancia en forma de dividendos y cupones al poseer acciones y bonos de las mismas. Dicha ganancia es repartida entre los inversionistas que integran dicho fondo.
2. Ganancias de Capital: es cuando el fondo adquiere un título y éste la vende a un precio superior que su valor inicial o de compra con lo cual se obtiene una ganancia de capital y dicha ganancia es repartida entre los miembros del fondo
3. Ganancia de Capital solo en papel o no realizadas: sería la que recibiría el inversionista cuando el fondo cierra y decide vender todos sus activos, mientras más rentables sean los activos que posea el fondo mayor sería la cantidad de efectivo que recibían al final cuando este cierre sus operaciones, esta fuente de rendimiento sería la que perseguiría nuestro fondo.

2.2.3 Fondos buitre o vulture funds:

Es un tipo de fondo de inversión, similar a los fondos de cobertura, cuyo objetivo es influir en las reestructuraciones y en la disciplina de gerentes de empresas en dificultades (Hotchkiss y Mooradian, 1997). El término “buitre” se debe a que estos fondos buscan empresas que se encuentren totalmente endeudadas para luego generarles valor a través de la adquisición de sus deudas (Harner, 2009).

Acorde a la definición de Investopedia, el vulture fund es “un fondo que compra valores en inversiones en dificultades, como los bonos de alto rendimiento en situación de default, o acciones de empresas que se encuentran en o cerca de la bancarrota.”

Como lo reseña El Economista, los ‘vulture funds’ compran deuda a empresas que se encuentran al borde de la quiebra, aproximadamente a 20% o 30% de su valor nominal, para luego recuperar dicha deuda con un alto margen de beneficios. Estos fondos suelen apostar a empresas que tienen posibilidades de recuperación y así poder normalizar sus actividades financieras. Los acreedores de estas deudas son conocidos como ‘holdouts’ (el que se queda fuera), no aceptando la reestructuración de la deuda, con la finalidad de recuperar la deuda en su 100% de valor nominal o facial.

Los fondos ‘buitre’ son conocidos por los operadores financieros como “fondos de situaciones especiales”. Estos fondos además de adquirir deudas de empresas, compran deudas de Estados. Los holdouts se conocen también como aquellos tenedores de deuda pública que “se mantienen por fuera de una negociación de amortización”, con lo que pretenden la cesación de pagos para realizar una reestructuración de la misma y proceder a cobrar la deuda. En caso de no realizarse el pago, se presenta la situación de cesión de pagos o default.

Cuando los emisores de la deuda se encuentran cerca de una situación de impago, los emisores proceden a realizar una oferta pública y de esta forma se realiza el canje de la deuda vieja por un valor mínimo de la deuda total, en caso de que los bonistas así lo acuerden, o en su defecto el valor total de la deuda si no están de acuerdo con el mencionado pago mínimo. La situación aquí mencionada puede acarrear inconvenientes al momento de realizar la “reestructuración” de la deuda, lo que genera “el problema de los holdouts”, que se señala como un tipo de especulación ya que el pago se efectúa aún sin haberse dado la autorización, lo que permite obtener el valor nominal en su totalidad.

La estructura de los fondos buitre se debe distinguir claramente de los fondo mutuales, generalmente más conocidos en el mercado y cuyas características destacamos en el punto siguiente.

2.2.4 Fondos mutuales

Es un instrumento que reúne el capital de un conjunto de inversionistas que trasladan su dinero a dichos fondos con el objetivo de ser copropietario de una diversidad de títulos que son manejados por negociantes profesionales. Los agentes buscan mitigar el riesgo al ser partícipes de una cartera diversificada de títulos y además estos suponen que los inversionistas profesionales disponen de una información más sólida que a ellos les dificultaría obtener y entender.

Basándonos en la información que brinda el BBVA Banco Provincial un fondo mutual “es un producto ideal para pequeños y medianos inversionistas, porque le permiten formar parte de una cartera de valores más grande y diversificada de la que pueden tener de forma particular y teniendo la oportunidad de invertir en una cartera variada (bonos, obligaciones, papeles comerciales) con el fin de diversificar la inversión y disminuir el riesgo.”

Además, en dicha publicación del Banco Provincial se indica que hay dos posibilidades de ganar dinero con los fondos mutuales, las cuales son:

- Por los dividendos generados por los valores de la cartera, que son otorgados generalmente una vez al año, y pueden ser tanto abonados en cuenta como reinvertidos en nuevas acciones.
- Por la revalorización de la inversión que es la variación positiva diaria del precio de la acción.

2.2.5 Tipos de Títulos-Valores

Títulos de Renta fija:

La Superintendencia Nacional de Valores de Venezuela son definidos como “...aquellos valores que desde el mismo momento de su emisión reciben un pago constante denominado cupón; generalmente están constituidos por bonos y obligaciones que constituyen en esencia empréstitos contratados por un ente emisor, por una cantidad y duración determinada, con otras personas que lo suscriben. Dichos valores dan derecho al propietario de recibir una cantidad periódica de intereses y al final de período, el reembolso del capital.” En el siguiente cuadro podemos observar los distintos tipos de títulos de renta fija que existen:

<ul style="list-style-type: none">• Bonos de empresa• Bonos de la deuda pública nacional• Bonos bancarios	La promesa de pago que se recibirá el monto inicial invertido la fecha de su vencimiento aunque a la entidad que lo haya emitido no haya generado beneficios, además se recibirá el pago de cupones (si los posee) en las fecha estipuladas en el contrato
<ul style="list-style-type: none">• Títulos hipotecario	Consiste en hacer partícipe, a un agente externo que desee involucrarse en un crédito.

Fuente: elaboración de los aautores, basado en Gitman y Joehnk (2009).

Títulos de Renta variable:

De acuerdo a la definición de la Superintendencia Nacional de Valores de Venezuela, los títulos de renta variable se denominan como “valores de renta variable aquellos títulos cuyo rendimiento o redistribución consiste en un dividendo que implica la participación directa del tenedor en los resultados de la entidad emisora. El título valor por excelencia es la acción, la cual representa una porción del capital de una sociedad emisora, que le asigna al titular la condición de socio y le confiere un conjunto de derechos y su dividendo es variable dependiendo de los resultados económicos de la sociedad.” Entre los más conocidos tenemos:

Acciones	Son títulos que transfieren al agente derechos de propiedad al poseer parte del capital social; de una empresa determinada adquiriendo por ende una participación de la ganancia de la empresa en un determinado año fiscal
Warrants	Brinda la oportunidad al agente de comprar o vender un título a un precio o una fecha estipulada previamente.

Fuente: elaboración de los autores, basado en Gitman y Joehnk (2009).

- **Títulos del Mercado de Derivados**

Son títulos cuyo valor depende del precio de otro activo subyacente, entre los que destacamos:

- Futuros: según la definición de Investopedia “es un contrato financiero que obliga al comprador a adquirir un activo (o el vendedor para vender un activo), tal como un producto físico o un instrumento financiero, en una fecha futura predeterminada y a un precio fijado previamente. Los contratos de futuros detallan la calidad y cantidad del activo subyacente, están estandarizados para facilitar la negociación en un mercado de futuros. Algunos contratos de futuros pueden incluir la entrega física del activo subyacente, especialmente si el subyacente se refiere a un índice.

- Opciones: “es un contrato que da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente a un precio determinado en o antes de una fecha determinada. Una opción, al igual que una acción o bono, es una garantía. También es un contrato vinculante con los términos y propiedades estrictamente definidos”, de acuerdo a la definición de Investopedia.

- Swaps: “es un contrato mediante el cual ambas partes acuerdan intercambiar flujos de efectivo sobre un cierto activo principal a intervalos regulares de tiempo durante un período dado”. Aun así existen casos de swaps utilizados sobre los tipos de cambio, tasas de interés, índices accionarios o bursátiles, etc., basándonos en la definición de Diana Lavanda, en su trabajo sobre Swaps.

2.2.6 Bonos Brady

En el contexto del presente trabajo, ofrecemos el contexto histórico de los Bonos Brady como referencia en procesos de restructuración de deudas.

Los bonos Brady fueron creados con el objetivo de reestructurar la deuda de los países en 1980 y de esta manera eliminar las elevadas deudas de dinero que mantenían un determinado número de países. Su objetivo consistía en convertir deuda que no podían amortizar los países deudores comprándola a un precio menor de su valor

nominal porque carecían del capital necesario, en bonos con nueva emisión denominados como “bonos Brady” que serían respaldados por su principal y dos o tres pagos de intereses cubiertos con una garantía conformada por bonos del tesoro del gobierno de los EE. UU. Este enfoque sirvió como escape a algunos países, haciéndoles la presentación de un menú con diversas alternativas teniendo como finalidad que pudieran cancelar su deuda siendo imposible si hubieran mantenido sus esquemas de deuda sin ningún tipo de colateral seguro, siendo imposible pensar recuperarlos si se mantenía la hipótesis de que el crecimiento sostenido de estos países llevaría a la cancelación de la deuda. Asimismo, es de importancia destacar que los bonos brady mayormente son emitidos por países emergentes los cuales son emitidos de acuerdo a las alternativas establecidas por los acreedores, siendo intercambiados por la deuda original del país. Esto permitió que los países reestructuraran su deuda y se generara una disminución general de la deuda externa de los países que presentaban dichas dificultades.

Cuando se decidió reestructurar la deuda de un país se emitieron dos tipos básicos de bonos:

1. Bonos a la par: consistía en mantener el valor nominal de la deuda intercambiada pero con un pago de intereses inferior al del mercado para el tipo de riesgo país del emisor dado que estos bonos estaban totalmente respaldados por bonos cero cupón del tesoro de los Estados Unidos.
2. Bonos a descuento: estos bonos proporcionaban un tipo de interés normal pero se les cobraba alrededor de un 30% más de su valor nominal, pagando por ende un precio más elevado a la deuda que estos bonos sustituían.

Sin embargo para el Grupo Coril en su página web mencionan que, los acreedores tiene otras alternativas para escoger, entre las que destacan las siguientes:

1. Bonos de Reducción Temporal de Intereses (FLIRB): Son bonos que se emiten por el 100% del principal. Ofrecen una tasa de interés fija pero menor a la del mercado, pero que aumenta de forma gradual hasta ser reemplazada por una tasa de interés variable o flotante por el resto de vida del bono. Son emitidos hasta por 15 y 20 años. A diferencia de los bonos anteriores, el principal se amortiza semestralmente otorgándose en algunos casos un período de gracia (tiempo durante el cual no se pagan intereses) de 5 a 7 años. Solo se garantiza una porción de los intereses que fluctúa entre 6 y 18 meses.
2. Bonos de Dinero Nuevo (New Money Bonds). Los bancos acreedores se comprometen a otorgar nuevos préstamos por un porcentaje de la deuda a cambio de la cual se emiten bonos de conversión de deuda 'Debt Conversión Bonds DBC'. Los fondos obtenidos son utilizados para adquirir las garantías para los otros bonos. Son emitidos a 15 años con un período de gracia de 7 años. No tienen garantías.
3. Past Due Interest Bonds (PDI). Fueron creados en el acuerdo con Argentina en 1993. Son bonos a la par que corresponden a los intereses vencidos y no pagados de la deuda original. Consideran una tasa de interés fija y escalonada, y son emitidos a 20 años. La amortización del principal se realiza semestralmente y no está garantizada.
4. Bonos de deuda convertible (DCB): da el tenedor de bonos el derecho de convertir el bono en un número fijo de acciones de las acciones comunes en la sociedad emisora. Lo que hace este tipo de bonos atractivos.

En las diferentes crisis que ha enfrentado América Latina incluyendo a Venezuela se han tomado distintos planes para reestructurar la deuda siendo el más usado el de los bonos Brady que intentaba que los acreedores volvieran al mercado de capitales extranjero para así potenciar el sistema productivo, de hecho, en la deuda soberana

griega se han utilizados esquemas que siguen el plan Brady lo cual ha consistido en planes que implican la disminución en el valor nominal de la deuda y colaterales de bajo riesgo como garantías para la amortización de los bonos entregados por deuda nueva.

Venezuela cuando decidió reestructurar su deuda externa siguió el plan Brady en 1990, “asumió una serie de compromisos con garantías en las denominadas Obligaciones Petroleras” de acuerdo a José Huerta , luego en 2003, con el sorprendente incremento de los precios del petróleo se comienza a generar una importante recuperación económica que permitió un alza importante de las reservas internacionales del país y en 2006 el gobierno comenzó una estrategia de recompra de bonos Brady para reducir de esta manera la deuda externa de la nación y así financiarse con endeudamiento interno.

2.2.7 Cartera vencida o inmovilizada

Representa el tipo de activos que constituirán el portafolio del fondo planteado. Son créditos otorgados por la banca que por alguna razón no han sido cancelados al momento de su vencimiento. Para que la banca pueda declarar el crédito como vencido en cuanto al pago único del valor principal, este requiere contar con por lo menos 30 días de extinción.

La cartera puede ser calificada según sea el retraso en el cumplimiento de la fecha de pago acordado, desde carteras con mensualidades vencidas generalmente denominadas como menos riesgosas y también están las carteras irrecuperables que luego de litigios legales no se les pudo recuperar el monto de la deuda y se termina considerando como pérdida para la institución financiera que los otorgó.

2.2.8 Fideicomiso Financiero:

De acuerdo al trabajo realizado por Miguel Ángel Mosqueira (2009), denominado *“Fideicomiso Financiero: una alternativa de financiamiento no tradicional, Argentina 2001-2008”*, indica el Fideicomiso Financiero “como medio o vehículo de financiamiento” que se popularizó a partir de 2001.

En dicho trabajo se menciona la “titularización”, que permite la conversión de una obligación crediticia en un título-valor a ser vendido en los mercados de capitales. Por lo general es un crédito que se incorpora como colateral a un título, con ello los bancos y otras entidades financieras buscan la forma de financiarse mediante la venta de “activos ilíquidos”, con la finalidad de transformarlos en instrumentos del Mercado de Capitales que permitan darle liquidez, lo que permite una forma de combatir el riesgo de liquidez y de crédito y mantenerse operativos.

A este respecto, es importante mencionar que la titularización conforma una forma no tradicional de financiamiento, no obstante, usa la figura del activo subyacente como respaldo y que “son aquellos activos que el Fiduciante le transfiere al Fiduciario para constituir el Fideicomiso. En el caso de un Fideicomiso Financiero el activo subyacente puede ser cualquier tipo de activo”.

Respecto a las ventajas que tiene el fideicomiso financiero (Mosqueira, 2009), se pueden mencionar dos:

1. Es una financiación fuera de balance (off of balance), es decir, no se refleja como pasivo en el balance de la empresa, y luego en consecuencia.
2. Resulta en un costo de financiamiento menor para el solicitante de financiamiento, ya que su riesgo de inversión es el determinado por el riesgo

intrínseco por los activos cedidos al fideicomiso, que está inmunizado del riesgo de quiebra de la empresa emisora. Este tipo de estructura se suele emplear en el caso de los “bonos cubiertos” para financiar créditos hipotecarios con la garantía de títulos-valores de bajo riesgo de crédito.

2.3 Definición de términos básicos

1. Inversión, en el análisis a realizar, la inversión se puede definir como un bien al cual se le asigna parte de la riqueza disponible con la idea que genere un valor rentable en el futuro o por lo menos conserve su valor.
2. Fondo, a fines de lo que se desea plantear con el siguiente trabajo, se basa en un fondo de capital privado, que funcionará como un fondo de capital cerrado y privado, cuya inversión será de alto riesgo, cabe mencionar que funcionará con la cartera inmovilizada de la banca la cual se reestructurará o liquidará mediante diferentes mecanismos para que genere rendimientos al fondo y beneficie a sus inversionistas.

2.4 Bases Legales

De acuerdo a la *Ley de Entidades de Inversión Colectiva*, actualizada en el 2001, en su artículo 28 del título III, se indica que “las entidades de inversión colectiva, de acuerdo a sus objetivos de inversión podrán constituirse como: fondos mutuales de inversión, entidades de inversión colectiva de capital de riesgo, entidades de inversión colectiva inmobiliaria.”

En ésta ley “son fondos mutuales de inversión aquellas entidades de inversión colectiva, que tengan por objeto la inversión en títulos valores, con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación

mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico o financiero.” El capital de dichos fondos puede ser abierto o cerrado.

Dicha ley menciona que los fondos mutuales de inversión, de acuerdo a su objetivo, pueden invertir en dichos títulos:

1. Aquellos cuya oferta pública haya sido autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores; Los inscritos en las bolsas de valores;
2. Los que hayan sido emitidos o avalados por la República u otras instituciones de derecho público;
3. Que hayan sido emitidos de conformidad con la Ley del Banco Central de Venezuela;
4. Los que hayan sido emitidos por instituciones regidas por la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras;
5. Los emitidos de acuerdo a la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.

Los fondos mutuales de inversión deberán diversificar sus inversiones de forma que:

1. No posean acciones que en su totalidad representen más del diez por ciento (10%) del capital social de la sociedad de inversión.
2. No posean más del quince por ciento (15%) de los instrumentos de deuda en circulación emitidos o avalados por una sociedad;
3. No mantengan invertidos más del veinte por ciento (20%) de su patrimonio en valores emitidos o garantizados por una sociedad;
4. No posean unidades de inversión emitidas por otros fondos mutuales de inversión;
5. No posean títulos valores emitidos por el grupo empresarial o financiero del cual forme parte la sociedad administradora del fondo.

Para esta ley “son entidades de inversión colectiva de capital de riesgo aquellas cuyo objeto exclusivo sea la inversión en proyectos empresariales a ser desarrollados en mediano y largo plazo y altamente riesgosos para el inversionista.”

Las entidades de inversión colectiva de capital de riesgo, se constituirán únicamente bajo la modalidad de capital cerrado y podrán invertir en:

- a. Empresas en promoción o en inicio de operaciones;
- b. Empresas que desarrollen proyectos empresariales industriales, agrícolas o agroindustriales en especial:
 1. Los desarrollos con innovaciones tecnológicas;
 2. Programas de reconversión industrial, de reestructuración de activos o pasivos (acorde con los objetivos del fondo que se plantea en el presente trabajo) y privatizaciones;
 3. En títulos valores e instrumentos de renta fija y de corto plazo, de acuerdo a su política de inversión y
 4. necesidades de liquidez, dentro de los límites fijados por la Superintendencia Nacional de Valores en las respectivas
 5. normas específicas.

También en la ley se menciona que “la Superintendencia Nacional de Valores determinará mediante normas específicas los porcentajes máximos y mínimos de la inversión en los diferentes tipos de activos, el número mínimo de proyectos integrantes de la cartera de inversión, tipos de los activos, porcentaje máximo que un único proyecto o inversión puede representar sobre el activo total o el patrimonio, plazo para alcanzar los porcentajes de inversión, que en ningún caso será superior a dos (2) años, así como las posibles limitaciones a adquisiciones de activos de personas naturales o jurídicas relacionadas o vinculadas directa o indirectamente con el grupo de la sociedad

administradora. Asimismo, regula lo relativo a la liquidez, la diversificación del riesgo, la valoración de los activos y la imputación contable de las minusvalías y plusvalías de los activos de la entidad de inversión colectiva.”

En la exposición de motivos del *Decreto Ley de Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo* (2001) se menciona que “procura el establecimiento de un marco normativo e institucional adecuado que permita sustentar la creación, desarrollo y fortalecimiento de nuevas alternativas de financiamiento no tradicionales, para proyectos de inversión vinculados con aquellas áreas estratégicas para el desarrollo integral de los diferentes sectores que integren las cadenas productivas, convirtiéndose así en un elemento dinamizador y multiplicador de la economía nacional al incrementar significativamente los niveles de producción y comercialización de bienes y servicios, generando mayores oportunidades de empleo con el consiguiente mejoramiento de la calidad de vida del pueblo venezolano”.

Asimismo, procura “la existencia y viabilidad de un mercado de capital de riesgo, así como la factibilidad técnica y financiera de las operaciones realizadas en el, está determinada por el manejo profesional del riesgo por parte de los Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo, como elementos centrales del proceso de inversión, así como por la existencia de una amplia diversidad de proyectos emprendedores y de inversión en empresas potencialmente rentables, con un alto nivel de crecimiento y con necesidades de financiamiento no satisfechas por los mecanismos tradicionales.”

En base a lo mencionado en el *Decreto Ley de Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo* en su artículo 7 se indica que “a los fines de cumplir adecuadamente con sus objetivos, los Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo deben realizar la evaluación de los proyectos a financiar, entre aquellos proyectos que presenten una adecuada factibilidad técnica y financiera, tanto a nivel de proyectos emprendedores como de inversión en empresas potencialmente rentables, sustentables y con necesidades de

financiamiento no satisfechas por los mecanismos tradicionales de financiamiento. Los Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo deben participar, además, en la administración y control de las actividades desarrolladas por el socio beneficiario, prestándoles asistencia técnica en todas aquellas áreas que contribuyan al mejoramiento de sus capacidades de gestión”.

A su vez en el *Decreto Ley de Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo* (2001), se menciona que el “capital mínimo inicial de los fondos de capital de riesgo debe ser la cantidad de CINCO MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 5.000.000.000,00), totalmente suscrito y pagado en efectivo. Sin embargo, la Superintendencia Nacional de Bancos y Otras Instituciones Financieras podrá establecer montos diferentes para aquellos fondos que se constituyan regionalmente, o que integren dos o más áreas geográficas o sectores de actividad, las cuales ameriten programas especiales de reactivación o desarrollo económico.”

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

3. 1 Tipo de Investigación

Después de plantear los objetivos de la investigación se pretende desarrollar una metodología que permita el análisis del instrumento institucional el cual será objeto de estudio que consiste en crear un Fondo de Capital Privado destinado principalmente a la compra de cartera inmovilizada proveniente de los bancos del país, y a su vez permita el desarrollo de una nueva forma de inversión.

El tipo de investigación que se llevará a cabo en este trabajo es de tipo explicativa, según Sabino (1999) ya que para este autor es la que “se encarga de buscar el por qué de los hechos mediante el establecimiento de relaciones causa-efecto”.

Sabino (1999) añade que este tipo de investigación “intenta descubrir leyes y principios. Una explicación no amerita necesariamente una verificación; la explicación se limita establecer relaciones. Su método es observación, descripción y comparación.”

Además de la investigación explicativa, en este trabajo se llevará a cabo la investigación proyectiva, que de acuerdo con Jacqueline Hurtado de Barrera consiste en “la elaboración de una propuesta o de un modelo, como solución a un problema o necesidad de tipo práctico, ya sea de un grupo social, o institucional, en un área particular del conocimiento, a partir de un diagnóstico preciso de las necesidades del momento, los procesos explicativos o generadores involucrados y las tendencias futuras.”

Dicha investigación “se ocupa del cómo deberían ser las cosas, para alcanzar unos fines y funcionar adecuadamente”. A pesar de ello, este tipo de investigación

durante mucho tiempo estuvo vista como no científica. Sin embargo, Herbert Simon (1979), reconoció que se necesitaba un método general, que pudiera ser utilizado para diseñar o proyectar. En atención a esto, Simon se preguntó qué tipo de lógica utilizan los diseñadores para diseñar. A esta ciencia del diseño, la denominó “ciencia de lo artificial”.

La investigación proyectiva tiene que ver directamente con la invención pero también con los procesos de planificación. De hecho en palabras de Simon, es capaz de diseñar “todo aquello que concibe unos actos destinados a transformar situaciones existentes en otras,..” (p. 87). En efecto, la investigación proyectiva trasciende el campo del “cómo son” las cosas, para entrar en el cómo podrían o cómo deberían ser”, en términos de necesidades, preferencias o decisiones de ciertos grupos humanos.

Según algunos autores, el propósito de la planificación es prever un acontecimiento futuro, anticipando sus manifestaciones (Corredor, 1995) y estableciendo líneas de acción para intervenir sobre él. Matus (1977), define la planificación “como un proceso continuo y sistemático de análisis y discusión para seleccionar una dirección que conduzca hacia un cambio situacional, y generar acciones que lo hagan viable, tomando en consideración, y venciendo la resistencia de las tendencias que se oponen.” También podría definirse la planificación como “un proceso que integra el diseños de planes, proyectos y programas, los cuales orientan una acción futura dirigida a lograr ciertos objetivos, utilizando para ello algunos métodos y estrategias, a partir de un diagnóstico previo.”

3.2 Diseño de investigación.

El Diseño de Investigación según Sabino (1992) es proporcionar un modelo de verificación que permita contrastar hechos con teorías y su forma es la estrategia o plan general que determine las operaciones necesarias para hacerlo, es decir, dicho modelo

proporcionará las herramientas que permita el desarrollo del Fondo de Capital Privado, en base a lo planteado en los objetivos.

Para definir el diseño de investigación se toma en cuenta el tipo de datos a ser recogidos y el tipo de procedimiento para llevar a cabo el estudio previsto

El tipo de datos es bibliográfico ya que de acuerdo con Sabino “los datos han sido recolectados a través de informes estadísticas o investigaciones previas y/o dicho de otra forma se basa en la obtención y análisis de datos provenientes de materiales impresos u otro tipo de documentos.”

Para este trabajo, parte de la información será recolectada de los Balances Auditados de la banca privada, los mismos pueden ser verificados en la página de la Asociación Bancaria Venezolana de donde se obtendrán los datos requeridos para la investigación, después de realizar la revisión de los balances se escogió los balances del Banco Mercantil y Banesco, debido a que además de ser dos (2) de los principales bancos del país, conforman el aproximadamente el 25% de la cuota de mercado (datos de SUDEBAN), es decir, su participación en el sector financiero es bastante importante. Adicionalmente se debe mencionar que ambos bancos son los que poseen la información que es requerida, ya que los mismos tienen la clasificación del tipo de riesgo de sus carteras de crédito (cartera inmovilizada y provisiones) para poder identificar oportunidades de inversión adecuadas al tipo de activos que procura el Fondo de Capital Privado que se plantea en este trabajo.

Siguiendo con lo planteado anteriormente, es importante señalar, que además de la clasificación de riesgos se dispone en dichos balances con la estructura de costos y recuperaciones de créditos. Esto permitirá ejecutar un ejercicio de proyección y análisis de sensibilidad de escenarios que deberá tener en cuenta la estructura de costos y gastos

para este tipo de fondos y el comportamiento histórico de recuperaciones de los activos en los cuales se invertirá.

3.3 Población y Muestra

Según Morles (1994, pp. 17), la población se refiere “al conjunto para el cual serán válidas las conclusiones que se obtengan: a los elementos o unidades (personas, instituciones o cosas) involucradas en la investigación.”

La muestra es un “subconjunto representativo de un universo o población” (Morles, 1994, p. 54).

Acorde a lo mencionado anteriormente se debe definir el tipo de muestra con la que vamos a trabajar por el lado de la oferta y demanda de inversiones en créditos en situación de cesación de pagos. De acuerdo con Arias (2006), el tipo de muestra por el lado de la oferta (oportunidades de inversión) que vamos a emplear es el Muestreo Intencional u Opinático que consiste en la “selección de los elementos con base en criterios o juicios del investigador”. En vista de que se pretende la creación de un Fondo de Capital Privado que trabaje con cartera inmovilizada de los bancos que es lo que formara parte de la muestra, las mismas deben cumplir con una característica fundamental que es ser de alto riesgo e irrecuperable que permita realizar el análisis de las mismas y, que en esta investigación será la muestra que permitirá crear el Fondo de Capital Privado.

Del mismo modo, la muestra por el lado de la demanda se obtendría a través de la realización de encuestas, el instrumento proporcionará la información correspondiente a la disposición de los inversionistas locales a invertir en un fondo con las características planteadas, dicha encuesta permitirá evaluar el conocimiento de los inversionistas de los instrumentos financieros disponibles en el mercado, sus preferencias por la colocación

de títulos-valores de forma pública o privada, además el posible capital que estaría dispuesto a invertir en el fondo.

3.4. Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos

Siguiendo a Arias (2006), la recolección de datos para el presente trabajo será a partir de fuentes primarias y secundarias.

3.5 Recolección y tratamiento de la información

Cuando se realiza una investigación la recolección de datos puede hacerse de acuerdo a su origen y tipo de datos que se desee emplear. Por ello existen dos (2) fuentes de información:

- **Fuentes primarias:** Representa la información oral o escrita que será recopilada a través de relatos o escritos transmitidos por los participantes que se han visto afectados por el contingente.
- **Fuentes secundarias:** Representa la información escrita que será recopilada la cual proviene de personas que han recibido la información a través de otras fuentes escritas o por un participante en un suceso. Por todo esto las fuentes de información obtenida serán consideradas materia prima con la cual se podrá llegar a explorar, describir y explicar hechos, acontecimientos o fenómenos que definen el problema de investigación.

La recolección de datos para este trabajo, será a partir de fuentes primarias, es decir, a través de encuestas como instrumento que permitirán evaluar la disposición de las personas a invertir en este fondo, y de fuentes secundarias utilizando como

instrumentos los balances auditados de los bancos Banesco y Mercantil disponibles en la Asociación Bancaria Venezolana y que serán los que nos proporcionen la data requerida sobre el monto de los activos en los cuales invertirá el fondo.

Para el análisis de la estructura de costos y gastos del fondo, se utilizará como referencia la correspondiente a la empresa Inversiones Crecepymes, el cual es el único fondo cerrado actualmente cotizando en bolsa. De esa estructura de costos y gastos se precisarán aquellos que no son necesarios para el caso de fondos no cotizados públicamente.

3.6 Análisis de los resultados

Consistirá en el análisis y presentación de los resultados sobre el monto de los activos en los cuales el fondo podrá invertir a partir de los estados financieros de los bancos antes indicados, así como del análisis del patrón de inversión de los potenciales inversionistas que serán contactados para encuestarlos. Sobre la base de esos resultados se podrán proyectar diferentes escenarios para el caso del fondo cerrado de naturaleza privada (no cotizado en bolsa) versus un fondo cerrado que cotice públicamente.

En este estudio, la variable dependiente será la tasa interna de retorno esperada bajo diferentes escenarios para la constitución del fondo y las variables dependientes serán los montos de inversión que se logren captar así como la estructura de ingresos, costos y gastos del fondo que se espera constituir.

Sobre la base de las ideas expuestas, una vez el fondo adquiera la cartera, su objetivo será realizar la cobranza de la deuda, la idea principal es que se recupere de acuerdo a la probabilidad de recuperación del banco a partir de datos históricos, sin embargo, las expectativas del fondo es que se pueda recuperar un margen aproximado del 5% o 10% más de lo que es la probabilidad esperada de recuperación, por ejemplo si

el banco tiene una probabilidad de recuperación del 25% asignada a la cartera inmovilizada, se establecerá un margen adicional de hasta de un 10% o más de recuperación. La cartera inmovilizada después de la adquisición, pasará a ser parte de los activos del Fondo y dicha deuda adquirida se registrará con un descuento en relación a su valor del principal del crédito originalmente otorgado por el banco a sus clientes.

La metodología a emplear se basará en el establecimiento de escenarios, que nos permitirá realizar la evaluación de las distintas formas en la que funcionará el Fondo de Capital Privado. Se pretenderá establecer una función de ingreso la cual ayudará a la creación de los planteamientos de los diferentes contextos, con ello se procurará explicar cómo trabajara el Fondo de Inversión.

Con lo expuesto anteriormente, el primer escenario que se buscará de simular, para un fondo privado, será el de la obtención de ingresos del fondo, basado en lo obtenido en las encuestas realizadas; y mediante la inversión de los resultados obtenidos por el fideicomiso en la cartera inmovilizada durante varios períodos o en un único período.

Aunado a ello se determinará las fuentes de ingreso (en este caso la cartera inmovilizada como capital de riesgo) que obtendrá tanto el banco al venderla y el fondo al emplearla para generar ganancias, en ese momento es importante considerar los márgenes que se formarán en cuanto a las probabilidades de recuperación según la evaluación de cada uno de los créditos realizada por el gestor para determinar cómo se liquidarán, ésta evaluación determinará la forma de cómo se obtendrán los rendimientos del fondo.

Es importante señalar otro escenario basado en el capital mínimo que se ha de recaudar para poder cubrir la generación de costos que pueda tener un fondo privado y realizar el contraste de la estructura de costos que tendría un fondo público, y cuál es el

valor que significará para el fondo, por ejemplo si será el mismo fondo quién realizará la cobranza de la cartera, o se contratará a un ente externo especializado para hacerlo. Asimismo, se debe considerar la comparación de ingresos contra costos y así comprobar que los ingresos y los altos rendimientos serán mayores que los costos. Con ello también se pretende evaluar las altas probabilidades de riesgo que tendrá el inversionista al decidir colocar su capital, inclusive el alto riesgo que conlleva al fondo el adquirir la cartera mala de los bancos.

No obstante, el principal objetivo de este trabajo es la demostración de las condiciones para la viabilidad del fondo, puesto que las probabilidades de recuperación es uno de los determinantes en la generación de altos rendimientos para el Fondo de Capital Privado y dependerá de sus gestores para identificar oportunidades atractivas de adquisición de créditos a la banca.

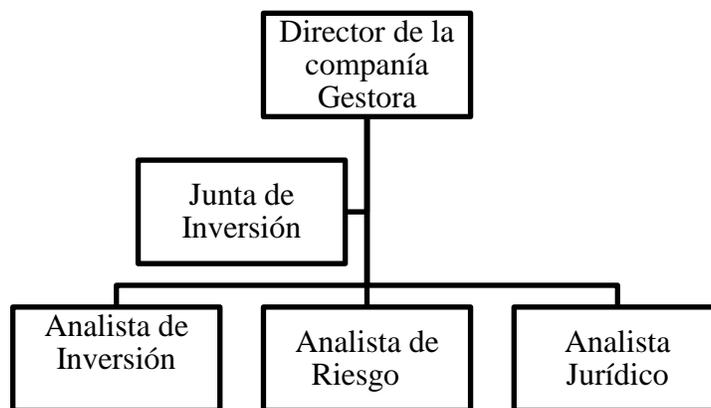
CAPÍTULO IV

CONSTITUCIÓN, FUNCIONAMIENTO Y ANÁLISIS FINANCIERO DEL FONDO DE CAPITAL PRIVADO

4.1 Composición de la Compañía Gestora

El gestor estará representado por una compañía anónima y será el encargado de estudiar el potencial de riesgo de los créditos a adquirir de la banca evaluando el potencial de repago de los deudores a partir de su capacidad de generación de flujo de caja versus la liquidación de sus activos para recuperar los montos adeudados. En caso de las deudas correspondientes a empresas, el gestor del fondo evaluará el potencial y la conveniencia para la conversión de la deuda adquirida de la institución financiera en acciones de la empresa deudora a través del cambio por parte del Fondo del instrumento de deuda original (bajo el cual la institución le extendió el crédito al deudor) en otro instrumento denominado “notas convertibles” de deuda en acciones.

La compañía gestora estará compuesta por:



- *Director de la compañía gestora:* representante legal de la compañía gestora y encargado de definir los lineamientos generales de la empresa, tales como la comisión de éxito.

- *Junta de inversión*: definirá cuales créditos adquiridos serán conservados para su recuperación manteniendo a la empresa deudora como negocio en marcha o cuáles de ellos serán recuperados mediante la liquidación de activos del deudor, acorde con la estrategia de los llamados fondos buitres.
- *Analista de inversión*: será el encargado de evaluar financieramente cada uno de los títulos que componen la cartera créditos de consumo, pymes/micro/grandes empresas.
- *Analista jurídico*: encargado de hacer un estudio legal de los créditos contenidos en los portafolios con el fin de evaluar aspectos jurídicos que puedan conllevar a futuras eventualidades negativas conforme a la decisión tomada por la junta de inversión.
- *Analista de riesgo*: encargado de hacer un análisis del riesgo en que incurriría el fondo en caso de conservar los créditos.

4.2 Constitución de los ingresos de la compañía gestora

4.2.1 Comisión de gestión

Comisión que será cobrada de forma mensual directamente al fondo por el manejo asertivo o no de los diferentes activos que conformaran las carteras de créditos; y que serán invertidos durante los 10 años de la vida útil del fondo. Esta comisión es del 3% anual sobre el monto invertido, es decir, sobre el capital recaudado por el Fondo de los inversionistas.

Ésta comisión será cobrada por la sociedad gestora al Fondo mensualmente. El fondo espera pagar esta comisión a partir de los ingresos que genere su colocación de parte de los montos recibidos de los inversionistas en instrumentos de renta fija. Al menos para los primeros meses el pago de la comisión de gestión procederá de los

fondos inicialmente colocados por los inversionistas ya que se deberá esperar hasta poder comenzar a recibir los ingresos por la colocación en renta fija.

4.2.2 Comisión de éxito

El gestor cobrará una comisión estándar del 20% sobre la ganancia que obtenga de la recuperación de cada uno de los créditos adquiridos, en la medida que se vaya recuperando cada crédito.

Ambas comisiones representarán los ingresos percibidos por el gestor las cuales deberán ser por lo menos suficientes para cubrir su estructura de costos y gastos; de lo contrario este no estará dispuesto a gestionar dicho Fondo si este es incapaz de pagarle la cantidad mínima requerida para su funcionamiento.

4.3 Constitución y funcionamiento del Fondo

Será constituido como una compañía anónima diferente de la compañía gestora. El objeto del fondo es crear un mecanismo para mejorar el financiamiento de riesgo de crédito que enfrentan los bancos en el país adquiriendo la cartera inmovilizada, y a la vez reestructurar dichos créditos con la finalidad de generar rendimientos que permitan el sostenimiento del mismo y lograr las metas de rentabilidad esperada (no garantizada) por sus inversionistas. Además este fondo no estaría sometido a las presiones de liquidez a corto plazo de retiros por parte de sus inversionistas porque recibiría aportes de diferentes inversionistas con expectativas de retorno y recuperación de capital a mediano y largo plazo.

Este contará con una junta directiva que efectuara reuniones cada seis meses donde se estudiarán las distintas políticas que ha tomado el Fondo; una vez efectuada la reunión, estos percibirán un ingreso de un 30% del salario mínimo vigente.

De igual manera el Fondo deberá pagarle a la compañía gestora un monto no superior del 3% de los Fondos recibidos inicialmente, es decir, una comisión de gestión por el manejo de los diferentes activos que conforman las carteras de crédito.

Asimismo, la comisión de gestión que se le pagará al gestor será generada por el Fondo a través de una colocación de no más del 30 % de los fondos recibidos inicialmente en bonos del gobierno y corporativos de bajo rango, con la finalidad de cubrir con el pago de los cupones, la comisión de gestión que se pagará mensualmente y de igual manera cubrir gastos como dietas a directores del Fondo, contabilidad, auditoría, derivados del Fondo. La comisión del gestor se irá perfeccionando mediante se vayan obteniendo los ingresos por la colocación de los bonos.

La idea que la comisión de gestión se obtenga de los intereses devengados del portafolio de los bonos del gobierno y corporativos, es contar con un saldo disponible al cabo de diez años de manera que si existiesen inversiones de créditos adquiridos por liquidar recuperables en un período máximo de 2 a 3 años una vez concluida la fecha de cierre original del Fondo, entonces el gestor pueda seguir percibiendo una remuneración ya que de lo contrario este dejaría de realizar sus actividades de gestión y se perderían oportunidades rentables de inversión. El monto del capital asignado en el Fondo a la adquisición de estos bonos de bajo riesgo será devuelto a los inversionistas una vez se culmine la recuperación de los créditos que se esperen recuperar.

4.4 Política para la compra de la cartera inmovilizada

Principalmente, el Fondo comprará del monto total aportado por el inversionista el porcentaje de preferencia que este decida destinar a cada una de las carteras estipuladas por el fondo (consumo, PyMes, microcréditos y grandes empresas, hipotecaria).

Después de descontados los costos semestrales y gastos y el 3% de comisión de gestión destinada a gestión del capital recaudado, del saldo restante el Fondo destinará el 70% a la compañía gestora para la adquisición de las distintas carteras de créditos previamente preestablecidas (consumo, hipotecario, pymes/micro/grandes empresas). De acuerdo a la recuperación de los créditos es que se van a obtener los ingresos por la compra de cartera de créditos y a su vez representará la comisión de éxito que será otorgada a la compañía gestora como su ingreso.

Del 70% destinado a la compra de la cartera el Fondo, no destinará la totalidad de capital a la compra de cartera inmovilizada durante el primer año, sino un monto proporcional anual de cartera durante los primeros 5 años de funcionamiento, con la finalidad de obtener un portafolio diversificado que permitirá generar los rendimientos deseados al liquidar dichos activos.

La comisión de éxito será registrada en el estado de resultado del Fondo como un costo por considerarse un desembolso de dinero que el Fondo debe hacer para que el gestor proceda con el manejo de la cartera de crédito adquirida.

La comisión de éxito será descontada de los ingresos por recuperaciones que obtenga el fondo (sobre la porción de utilidad neta por recuperación de créditos en que invirtió), es decir, que el Fondo solo conocerá su valor en el momento en el tiempo que se liquide el crédito adquirido. Para su mejor percepción se indica el siguiente ejemplo:

Si se invirtió Bs. 100 en cualquiera de los créditos que conforman la cartera y se recuperaron Bs. 300, entonces la porción de utilidad neta es por Bs. 200 y sobre ese monto se aplica el 20% de comisión de éxito que va al gestor y el otro 80% representa la comisión de éxito que va a los inversionistas que son accionistas.

- **Comisión de éxito del gestor:** Bs. 200 x 20% = Bs. 40
- **Comisión de éxito de inversionistas accionistas:** Bs. 200 x 80% = Bs. 160

Los interés devengados por pagarés dependerán del aporte inicial que otorguen los inversionistas al momento de recaudar el capital necesario, y de acuerdo a las preferencias del inversionista, es decir, si decide que desea que su dinero sea emitido bajo la modalidad de pagarés. Para determinar los intereses se usará la modalidad del interés simple. Se le devolverá al inversionista al final de que se liquiden los créditos en los que se invirtiera el monto recaudado para ser colocados en pagarés. Se determinarán de la siguiente forma:

$$\text{Valor al vencimiento} = P(1 + r_1 t_1)$$

P: Capital otorgado por inversionista

r1: tipo de interés del pagaré

t1: Plazo del pagaré

4.5 Composición del patrimonio y el pasivo del Fondo

El patrimonio y pasivo del Fondo estará constituido por el aporte inicial de Fondos aportados por cada uno de los inversionistas bajo acciones (comunes y preferentes) y bajo pagarés (con tasas de cupón fijo y variable).

Aunado a ello, el patrimonio del Fondo también estará conformado por la prima por emisión de acciones, la cual representa la diferencia entre el valor de emisión y el valor nominal de las acciones emitidas. Ésta prima en colocación de acciones se realizará con la finalidad de ampliar los ingresos ya que las cobrará a los accionistas del fondo ayudando al mantenimiento y funcionamiento del mismo. Actualmente hay dos formas de realizar emisión de acciones pero, pero la forma en cómo lo realizará es a través de la cobranza de dicha prima.

Es importante mencionar que en la emisión de las acciones por el Fondo el gestor se quedará con una acción común que tenga derecho a voto, a su vez se hará el ofrecimiento de 100 acciones comunes y preferentes con igual derecho de votos. Por ello, el cobro de la prima se hará de la siguiente forma:

Suponiendo que entre acciones comunes y preferentes se levanten como inversión inicial Bs. 400.000 y se realice la emisión de 100 acciones, por un valor nominal de Bs. 100 c/u. Se procede a realizar el cálculo.

Precio por acción = $\frac{Bs.400.000}{100 \text{ acciones compradas}}$ = Bs. 4.000 (valor según libros), la prima en emisión por cada acción será:

- Prima por acción = Bs. 4000 - Bs. 100 = Bs. 3.900, entonces la prima en emisión de acciones sería:
- Prima en emisión de acciones: Bs. 3.900 x 100 acciones compradas = Bs. 390.000.

4.6 Rentabilidad del Fondo de Capital Privado

El inversionista va obtener una rentabilidad de acuerdo a la diversificación de su portafolio, es decir, si el inversionista del monto total que está dispuesto a invertir asigna según su preferencia una cantidad total de la inversión a la cartera de crédito al consumo y otra a la cartera hipotecaria obtendrá los rendimientos de cada cartera de acuerdo al monto de su inversión destinada para cada tipo de crédito.

En consonancia con esto, y de acuerdo a los resultados generados al final de la inversión, el gestor del Fondo tendrá la potestad de cobrar una comisión de éxito preestablecida, es decir, un monto porcentual del 20% a cada inversor de acuerdo a la ganancia bruta que se obtenga en la recuperación total de créditos de cada cartera (consumo, hipotecaria, pymes /micro/grandes empresas)

Ejemplo:

Dos inversionistas definidos como A y B están dispuestos aportar una determinada cantidad de dinero, el inversionista A desea aportar Bs. 300 al Fondo y destinar el 60% de su inversión a la compra de títulos de la cartera de crédito hipotecario (Bs. 180) y de igual modo que el resto de la inversión (Bs. 120) sea invertido en títulos provenientes de la cartera de crédito al consumo.

Paralelamente el inversionista B resuelve aportar al Fondo la misma cantidad de dinero que el inversionista A, es decir, los Bs. 300 pero le genera un mayor grado de confiabilidad la cartera hipotecaria por lo que destina el monto total de su inversión a los créditos adquiridos de dicha cartera.

Si nos ubicamos en este ejemplo, ceteris paribus, el Fondo manejará dos carteras; en la cartera hipotecaria tendrá un total de fondos disponibles para la inversión de Bs. 480 (los Bs. 180 aportados por el inversionista A y los Bs. 300 aportados por el

inversionista B, de modo que el inversionista A tendrá derecho a 37,5% de lo que se recupere y el inversionista B al 62,5% restante) y en la cartera al consumo contará con un monto total para la compra de créditos de la cartera concertada de Bs. 120 (los Bs. 120 del inversionista A, con lo que este tendrá derecho al 100% de lo que se recupere de estos créditos al consumo).

Fondo:

- Créditos hipotecarios: Bs. 180 + Bs. 300 = Bs. 480 (saldo disponible para la inversión)
- Créditos al consumo: Bs. 120 (saldo disponible para la inversión)

Ahora bien si al cabo de 5 años de sostenimiento de los créditos provenientes de la cartera de crédito hipotecaria, estos se multiplican en promedio 5 veces el valor de la inversión inicial, la recuperación potencial será de Bs. 2.400 (Bs. 480 x 5); el monto que le corresponda a cada inversionista de los ingresos obtenidos dependerá de la cantidad que este haya invertido inicialmente en este tipo de créditos, es decir, dado que el inversionista B invirtió una cantidad mayor equivalente al 62,5% mientras que A invirtió el restante 37,5% destinado a este tipo de créditos, entonces B obtendrá un porcentaje mayor de la ganancia de la cartera devengada por el gestor.

- **Ingresos por recuperación de créditos hipotecarios** = Bs. 480 (saldo disponible para la inversión) x 5 (incremento del monto inicial invertido)= Bs. 2.400.
- **Ingresos por recuperación de créditos al consumo** = Bs. 120 (saldo disponible para la inversión) x 5(ampliación del monto total invertido)= Bs. 600.

De acuerdo con los porcentajes antes indicados, el inversionista B podrá devengar ingresos brutos derivados del rendimiento de su inversión en la cartera hipotecaria de Bs. 1.500, es decir, del monto total recuperado de los créditos por el gestor; mientras el inversionista A gozará del resto de la ganancia (los Bs. 900 restantes). Del mismo modo, para la compra de cartera de créditos al consumo como el inversor A fue el único que decidió destinar dinero para la compra de estos créditos tendrá la potestad de gozar de la rentabilidad total obtenida en la cartera independientemente de su aporte inicial, luego que sea deducida la comisión de éxito concedida al gestor del Fondo.

– Créditos hipotecarios (ingreso por inversor):

$$\text{Inversor B: } \frac{\text{Bs.}2.400 \times \text{Bs.}300}{\text{Bs.}480} = \text{Bs. } 1.500$$

$$\text{Inversor A: } \frac{\text{Bs.}2.400 \times \text{Bs.}180}{\text{Bs.}480} = \text{Bs. } 900.$$

– Créditos al consumo (ingreso por inversor):

Inversor A: Bs. 600 (equivalente a la recuperación total de dicha cartera).

Asimismo, dada la política del gestor en cuanto a su comisión de éxito al cabo de la liquidación de la inversión, éste cobrará una comisión definida previamente (20% por política del Fondo) de la rentabilidad bruta obtenida por cada inversionista sobre cada crédito recuperado.

Para el caso de crédito hipotecario la rentabilidad neta que recibirá el inversionista será igual al monto correspondiente a la recuperación obtenida por el gestor al cabo de 5 años según su aporte inicial; menos la inversión inicial del inversor

para ser destinada a la compra de créditos hipotecarios; luego que se obtenga la ganancia bruta sobre el crédito recuperado, el inversor obtendrá el 80% de la ganancia (mientras que el Fondo cobrará el 20 % restante como comisión de éxito) sumado a esto se le retornará al inversor el monto total de su aporte inicial, obteniendo por ende, la rentabilidad neta del inversor según el monto de su contribución inicial en la cartera de su preferencia.

Inversionista B: $(Bs. 1.500 - Bs. 300) \times 0,8 + Bs. 300 = Bs. 1320$ (ganancia neta)

Inversionista A: $(Bs. 900 - Bs. 180) \times 0,8 + Bs. 180 = Bs. 756$ (ganancia neta)

En el caso de créditos al consumo el inversionista A obtendrá una ganancia de:

Ganancia neta = $(Bs. 600 - Bs. 120) \times 0,8 + Bs. 120 = Bs. 504$

Las comisiones de éxito para el gestor serán:

Créditos hipotecarios:

- **Ganancia proveniente del inversionista A:** $(Bs. 900 - Bs. 180) \times 0,2 = Bs. 144$
- **Ganancia proveniente al inversionista B** = $(Bs. 1500 - Bs. 300) \times 0,2 = Bs. 240$

Comisión de éxito total obtenida en créditos hipotecarios = $Bs. 240$ (comisión cobrada a B) + $Bs. 144$ (comisión cobrada A) = $Bs. 384$ Bs

Créditos al consumo:

- **Ganancia proveniente del inversionista A** = $(Bs. 600 - Bs. 120) \times 0,2 = Bs. 96$

- **Comisión de éxito total en créditos al consumo= Bs. 96**

4.7 Ingresos por Bonos

Como se mencionó anteriormente la colocación de los bonos corresponderá como máximo al 30% del capital a invertir que quedará después de deducir como máximo, los costos y gastos del primer semestre del fondo (incluyen la comisión de gestión del gestor), dicho monto será destinado a comprar instrumentos de renta fija preferiblemente en moneda extranjera los cuales pagarán un cupón al Fondo, y con estos ingresos poder mantenerse operativo.

Para percibir la modalidad que el Fondo usará para obtener dichos ingresos, se asumirá que el Fondo compra bonos de la República, en USD con vencimiento en el año 2034 y pagan un cupón de 9,375% al año. Ese bono paga cupones cada 6 meses por lo que se sabría que en el primer semestre de comenzar operaciones, los costos y gastos del Fondo y del Gestor se financian del monto levantado y luego a partir del segundo semestre se financiarán con los cupones generados de los bonos en el primer semestre.

Ejemplo:

Si el Fondo levanta Bs. 1.781.000; y usa Bs. 90.000 que corresponden a costos y gastos, quedando un neto de Bs. Bs. 1.691.000, de esto coloco un 30% en bonos que serían Bs. 507.300 para comprar bonos, que el Fondo convertirá en USD a la tasa SICAD II (Bs. 50,00) por lo que el Fondo colocaría un equivalente a USD 10.000 con vencimiento en 2034; estos bonos se venden en denominaciones de USD 1000, los USD 10. 000 representan Bs. 500.000 (Bs. 500.000/Bs. 50 = USD 10. 000).

- *Cálculo de los ingresos por cupón:*

El Fondo compra USD 10.000 en bonos de la República al 75% de su valor nominal (dado que actualmente se están vendiendo con ese descuento), entonces el Fondo estaría comprando bonos con valor par de: $\frac{USD\ 10.000}{0.75} = USD\ 13.333$, de los que realmente podría comprar en bonos a valor par de USD 13.000, sobre estos USD 13.000 se calcula el cupón semestral mostrado a continuación: $\frac{USD\ 13.000 \times 0.09375}{2\ semestres} = USD\ 609$. A un tipo de cambio de Bs. 50, en bolívares correspondería: USD 609 x Bs. 50 = Bs. 30.450, para los ingresos obtenidos durante el primer semestre.

4.8 Compra de acciones de inversionistas que recuperan su inversión en acciones del Fondo

Representa las acciones que el Fondo recompra y que corresponde al capital que se invirtió en comprar un crédito (en situación de vencido o en litigio) con el dinero que aportaron los inversionistas a través de acciones y pagarés que le compraron al Fondo. La recompra de dichas acciones funcionará de la siguiente forma:

Si un inversionista aporta Bs. 100.00 en el Fondo comprando acciones, entonces, espera que el Fondo use esos Bs. 100.00 para comprar un crédito hipotecario, entonces si el fondo colocan dichos fondos en créditos vencidos hipotecarios que cuestan Bs. 100.00 y el Fondo los recupera por Bs. 200.000 al final del año 1, al inversionista se le paga el 80% de la ganancia sobre los Bs. 100.000 de ganancia (Bs. 200.000 –Bs. 100.000), por lo que el inversionista recibe Bs. 80.000 y el gestor Bs. 20.000 correspondientes al 20% por su comisión de éxito.

- Aporte: Bs. 100.000
- Monto de Recuperación: Bs. 200.000

- Ganancia neta: Bs. 200.000-Bs. 100.000= Bs. 100.000
- Lo que recupera el inversionista: Bs. 100.000 x 80%= Bs. 80.000

El Fondo debe reintegrar los fondos que el inversionista aportó para la compra de acciones en el Fondo y que luego fueron usadas para comprar créditos. Dado que se le deben devolver los Bs. 100.000 que el inversionista dio para comprar sus acciones, entonces el Fondo le compra esas acciones para devolverle su aporte inicial. Esas acciones le quedan al Fondo como acciones de Tesorería.

4.9. Seguro de directores y oficiales

Dada la naturaleza de este Fondo y el capital que va a usar, es decir, privado y de alto riesgo la compañía gestora debe tomar medidas para poder cubrirse ante cualquier pérdida de capital en el presente o en el futuro, dado esto se contratará una póliza de “seguro de vida corporativo”. Para efectos de este Fondo se contratará una Póliza de seguro de USD 3 mil, su cálculo se realizará de la siguiente forma:

Seguro de directores anual	US\$ 3,000.00
Prima del seguro de directores	1.50%
Seguro de directores anual	US\$ 45.00

Dicha prima se cancelará de forma anual.

4.10 Análisis de la Valoración de la Cartera Inmovilizada del Fondo a través de Opciones Americanas

El Fondo tiene como objetivo evaluar los riesgos en que incurrirá al momento de adquirir la cartera, por lo que deberá realizar un análisis financiero, con la finalidad de

poder determinar la forma adecuada de valorar el valor esperado de recuperación de dichos créditos, porque esto le permitirá definir la mejor política a seguir para obtener retornos una vez obtenga la cartera proveniente de los bancos y cuál es la mejor forma de obtener rentabilidad a lo largo del tiempo, para ello el Fondo se basará, por analogía, en el esquema de funcionamiento de las opciones americanas.

En el ámbito teórico se debe mencionar que las opciones son un contrato que otorga el derecho de comprar o vender un activo financiero subyacente, ya sean acciones, bonos u otros. Al momento de adquisición de la cartera, el Fondo definirá cuáles son las políticas convenientes a seguir para recuperar dicha inversión, en vista del alto riesgo generado al manejar un portafolio de estas características, debido a que pueden estar constituidos por créditos con baja probabilidad de pago provenientes de personas naturales con dificultades de pago o compañías cercanas a declararse en situación de quiebra o insolvencia o en mora prolongado, por lo que el Fondo evaluará el momento adecuado para recuperar el crédito en o antes de la fecha de cierre del Fondo bajo 2 escenarios alternativos:

1. Esperando que el flujo de caja del deudor permita pagar el crédito.
2. Solicitando la liquidación de activos del deudor si los montos esperados de recuperación a través del escenario 1 son inferiores.

En éstas condiciones le permitirá al Fondo además de definir las condiciones de adquisición de los créditos y posterior proceso de recuperación, cuál es la vía más factible de obtener la rentabilidad deseada, basado en las condiciones y características del crédito, por ello es importante realizar la valoración en un plazo determinado por el Fondo (mínimo 4 años) permitiendo conocer el valor que tendrá dichos créditos en el futuro y por ende conocer cuál escenario de recuperación generará mayores ganancias.

De acuerdo a esto, se emplificará cómo se basará el Fondo para recuperar el capital invertido, considerando que esté evaluando las características de las deudas pertenecientes a la cartera inmovilizada destinadas a PyMes, microempresas y grandes empresas, con ellos se busca conocer la potencialidad de las empresas pertenecientes a ésta cartera, recordando que son posibles compañías en situación de probable estado de atraso o insolvencia y que el tratar de mantenerlas operativas podría generar mayores pérdidas conllevando a una mayor descapitalización de las empresas por lo que sería conveniente la liquidación de sus activos y cesar sus operaciones o por el contrario se pueden reestructurar exitosamente para lograr flujos de caja atractivos que permitan incrementar el valor de mercado del capital social de la empresas deudoras, con lo cual las notas convertibles podrían ser convertidas en acciones que posteriormente podrían ser vendidas a potenciales inversionistas.

Para ilustrar lo antes mencionado, se supondrá que se destinen Bs. 100 a comprar un crédito, con lo cual se procederá a realizar una evaluación de los posibles flujos que se obtendrán a lo largo de un plazo de aproximadamente 4 años:

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Escenario I: Recuperación procediendo a la liquidación de activos del deudor (valores de los activos fijos del deudor en cada año)	Bs. 100	Bs. 100	Bs. 120	Bs. 150	Bs. 300
Escenario II: Valores presente en cada año de recuperación del crédito manteniendo al deudor como negocio en marcha.	Bs. 100	Bs. 80	Bs. 100	Bs. 180	Bs. 200

Partiendo del año 4, se debe realizar el cálculo del valor presente de cada uno de los escenarios desde su fecha de cálculo hasta el año 0. Con esto se busca conocer el valor presente y determinar cual sería mejor de los 2 escenarios establecidos. Suponga que el valor presente en el período inicial 0 del valor presente del flujo de caja para el año 4 proporciona una mayor recuperación del capital invertido en el crédito comprado que el valor presente en el período inicial 0 de la liquidación de activos fijos del deudor en el año 4 y que a su vez ese valor es mayor que el mejor valor de recuperación que se ejecute en los años 1, 2 y 3, entonces se procede a la conversión de la nota convertible en acciones de la empresa para ser vendida en el año 4.

En el caso contrario, es decir, que la mejor decisión a valor presente en el período 0 sea liquidar los activos en el año 4 que mantener a la empresa deudora como negocio en marcha, entonces no se procederá a la conversión de la nota convertible y se exigirá la liquidación de dichos activos. A su vez la nota convertible permite la protección a los riesgos macroeconómicos característicos en la economía del país, como las fluctuaciones de la inflación y del tipo de cambio, porque las acciones permiten el potencial de retornos variables que podrían variar con el nivel de ingresos de la empresa deudora y esos ingresos pueden estar indexados por inflación, ofreciendo un mayor potencial de recuperación.

CAPÍTULO V

ANÁLISIS DE RESULTADOS

Siguiendo a lo mencionado anteriormente, la recolección de datos para este trabajo, se realizó a través de una encuesta dirigida principalmente a las Casas de Bolsa ubicadas en el Área Metropolitana de Caracas, como instrumento que permitió evaluar la disposición y preferencias de las personas a invertir en un Fondo de este tipo o no, a su vez se utilizó como instrumento de obtención de información los balances auditados de los bancos Banesco y Mercantil disponibles en la Asociación Bancaria Venezolana con la finalidad de obtener la data requerida y conocer el monto de los activos en los cuales invertirá el Fondo.

5.1 Resultado de la encuesta

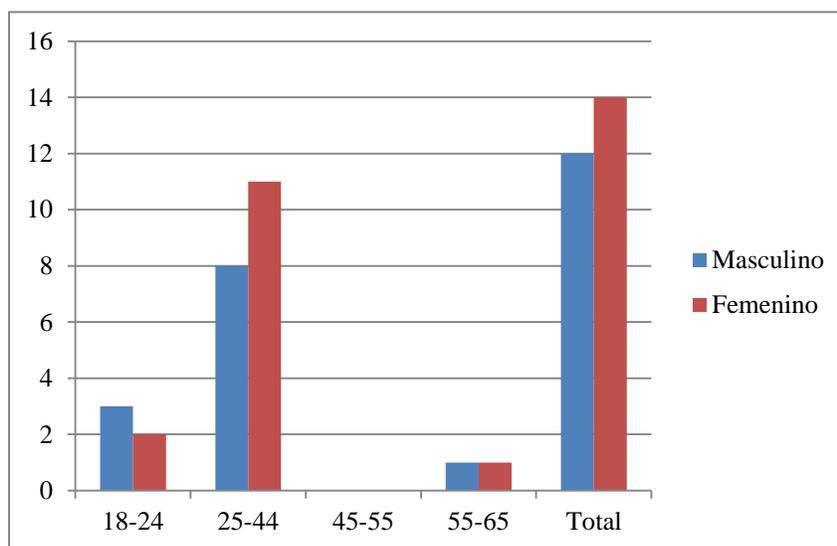
Las respuestas aquí presentadas corresponden al grado de relevancia para realizar la evaluación de factibilidad de creación del Fondo de Capital Privado en Venezuela. De las Casas de Bolsa visitadas respondieron la encuesta tan solo un total de 26 personas, de la lista publicada en la Bolsa de Valores de Caracas muchas ya no se encontraban operativas y otras ya habían cerrado o no estaban interesados en contestar la encuesta. A continuación se presenta un cuadro de las casas visitadas:

Nombre	Teléfono	Correo Electrónico
Banacci Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 959.33.30/(58 212) 959.87.89	jherrera@banaccicasadebolsa.com
Bestinvest Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 263.79.50/(58 212) 263.27.31	lotero@bestinvest.com gpulido@bestinvest.com Sr. Gustavo Pulido
BNH Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 286.81.21/(58 212) 286.24.51	info@bnh.com.ve
BOD Valores Casa de Bolsa, C.A:	(58 212) 206.14.07/(58 212) 206.14.06	Csilva@bod.com.ve

Bolsa Pública de Valores Bicentenario	(58 212) 955.88.00	Sr. Carlos Rodríguez
Caja Caracas Casa de Bolsa, C.A.	(0212) 219.18.18	hwilson@cajacaracas.com ecastillo@cajacaracas.com
CITIBANK MERCADO DE CAPITALES, C.A. (CITIMERCA), ASESORA DE INVERSIÓN Y CASA DE BOLSA	7052301;2379;2352;2373	Sr. Eligio Peraza
Corinvest Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 263.33.56/(58 212) 263.35.11	corinvest01@cantv.net
Corp Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 267.71.92	rtudares@corpcasa.com.ve
Fivenca Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 307.58.02	jtineo@fivenca.com
Maximiza Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 953.94.47	q.avilez@maximiza.com.ve m.rivera@maximiza.com.ve
Mercantil Merinvest, Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 503.27.29/(58 212) 503.20.60	rmanzur@bancomercantil.com
Mercosur Casa de Bolsa, S.A.	(58 212) 901.38.11/(58 212) 901.38.24	rcardoza@mercosur.com.ve
Solfin Sociedad de corretaje de valores, C.A.	(58-212) 953.81.77	adalbano@solfin.com.ve
Valcredi Casa de Bolsa, C.A.	(58 212) 266.15.24/(58 212) 266.15.07	valcredi@valcredi.com

La encuesta se realizó como parte del estudio de mercado y para evaluar la tendencia en cuanto sexo y edad, fueron unificadas las respuestas correspondientes a las preguntas 1, 2 y 3, para mayor percepción del lector de las tendencias de las personas consultadas, permitiendo determinar el conocimiento de las personas de este tipo de Fondo y su disposición a invertir o no en el Fondo.

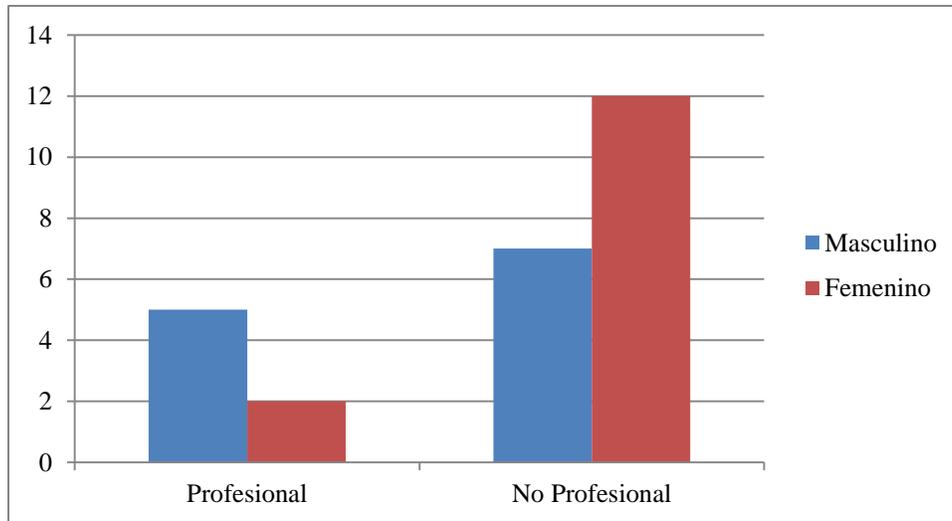
A continuación se presenta el rango de edad en cuanto a género de las personas encuestadas, si bien esta información no es relevante para la conformación del Fondo en relación a la encuesta consideramos importante para conocer la edad de las personas que operan en el mercado venezolano.



Fuente: elaboración de los autores

En el cuadro presentado se concluye que las personas que pertenecen a las distintas Casas de Bolsa son relativamente jóvenes, sin embargo, no tiene que ser considerado como aspecto influyente en las decisiones de inversión ya que se puede conocer la gran mayoría de las opciones financieras y cómo es su funcionamiento.

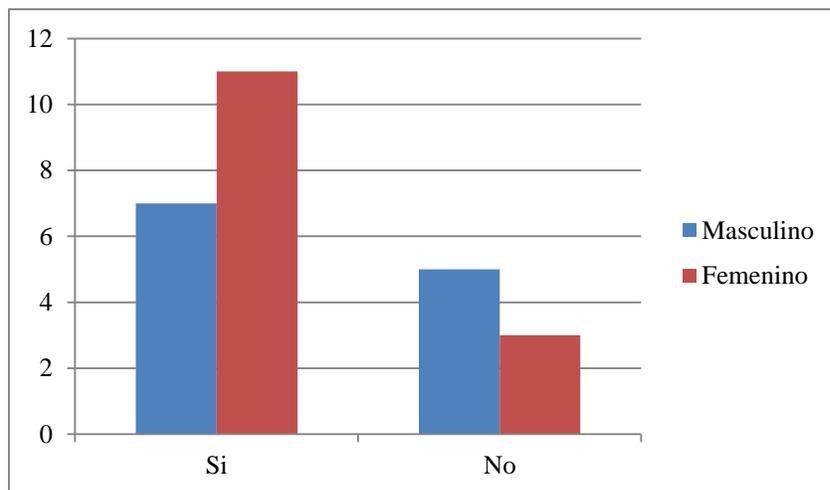
Pregunta 1: *¿Qué tipo de inversor se considera?*



Fuente: elaboración de los autores.

De las personas encuestadas se observa que la mayoría se consideran inversores no profesionales y muy pocos profesionales, a pesar del resultado de la encuesta la tendencia a invertir mediante oferta pública o privada no mostró una diferencia significativa, por lo que se considera que dado que no hay definiciones claras de los entes que regulan el mercado de capitales venezolano dado que no existe una diversidad importante entre considerarse un tipo de inversionista y otro.

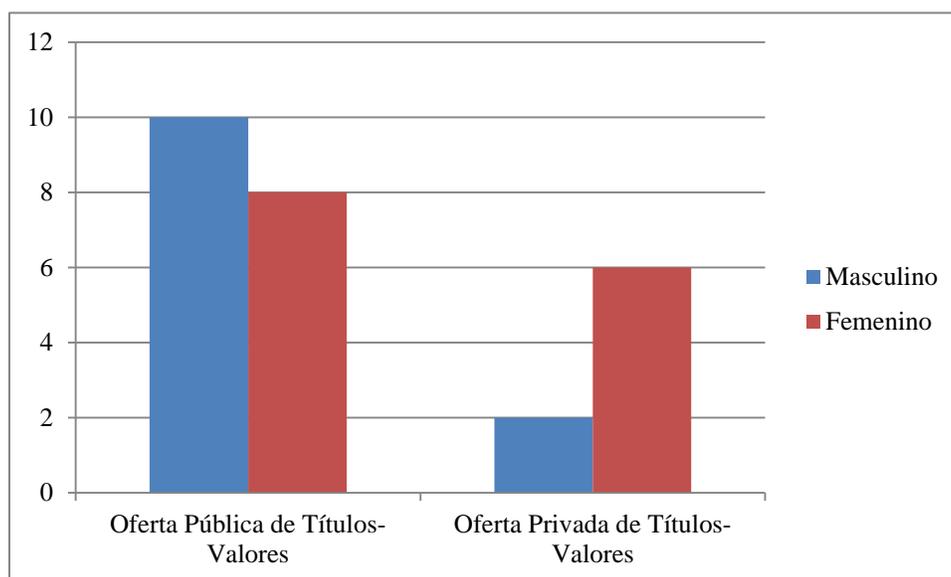
Pregunta 2: *¿Estaría dispuesto a invertir en este tipo de fondo como nueva alternativa de inversión?*



Fuente: elaboración de los autores.

A pesar de que en la pregunta anterior mayormente las mujeres se consideraron inversionistas no profesionales, consideraron invertir en un fondo de estas características, lo que permite distinguir una clara incongruencia entre la respuesta 2 de la 3. Los hombres, tendrían menos disposición a invertir considerándose inversionistas profesionales.

Pregunta 3: ¿Cómo preferiría aportar su dinero al fondo?



Fuente: elaboración de los autores.

Es notable que en Venezuela hay una tendencia a invertir de forma pública que es lo más común, sin embargo, los encuestados no consideraron los pro y contra de invertir de forma privada y que a nivel de costos y gastos en la oferta privada disminuyen.

¿Cómo preferiría aportar su dinero en el Fondo?

A través de una oferta pública				
Monto a invertir	Bono del Fondo con un cupón variable según la tasa activa del mercado	Un bono del Fondo con cupón fijo	Una acción común del Fondo con derecho a elegir directores	Una acción preferente del Fondo, con preferencia en cuanto a su liquidación y sin derecho a elegir directores
5,000		5,000		
5,000		5,000		
10,000	10,000			
10,000				10,000
10,000	10,000			
30,000	10,000	5,000	10,000	5,000
30,000		20,000		10,000
80,000		80,000		
80,000		80,000		
80,000	32,000	24,000	12,000	12,000
80,000	32,000	24,000	12,000	12,000
80,000	24,000	32,000	12,000	12,000
80,000	40,000	40,000		
99,000		99,000		
100,000	25,000	75,000		
100,000	50,000	50,000		
1,000,000	500,000	500,000		

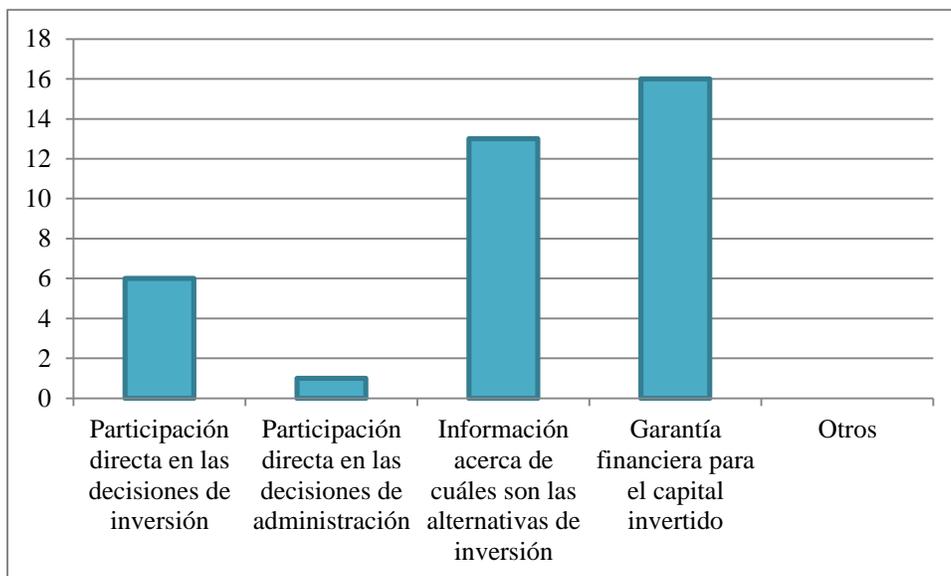
Con un total de “capital otorgado por inversionista” de Bs. 1.879.000, a través de una oferta pública de títulos-valores. Con una aportación de capital mediante un bono del Fondo con cupón fijo.

A través de una oferta privada				
Monto a invertir	Como un pagaré del Fondo y que éste repondrá en un plazo determinado pagando tasas de interés de mercado	Como un pagaré del Fondo y que éste repondrá en un plazo determinado pagando tasas de interés fijas	Como una acción común del Fondo con derecho a elegir directores	Como una acción preferente del Fondo, con preferencia en cuanto a su liquidación y sin derecho a elegir directores
1,000		1,000		
80,000			80,000	
100,000			100,000	
200,000			200,000	
300,000		300,000		
300,000			300,000	
300,000		300,000		
500,000			500,000	

Con un total de “capital otorgado por inversionista” de Bs. 1.781.000, a través de una oferta privada de títulos-valores. Mayormente a través de una acción común con derecho a elegir directores.

En esta pregunta se puede observar que no existe una diferencia significativa en cuanto cómo preferirían las personas encuestadas aportar su dinero, lo que permite conocer que no existe una marcada preferencia a invertir en un Fondo público y en uno Fondo privado, y se pudo apreciar que no existe una claridad de los conceptos entre oferta privada y oferta pública.

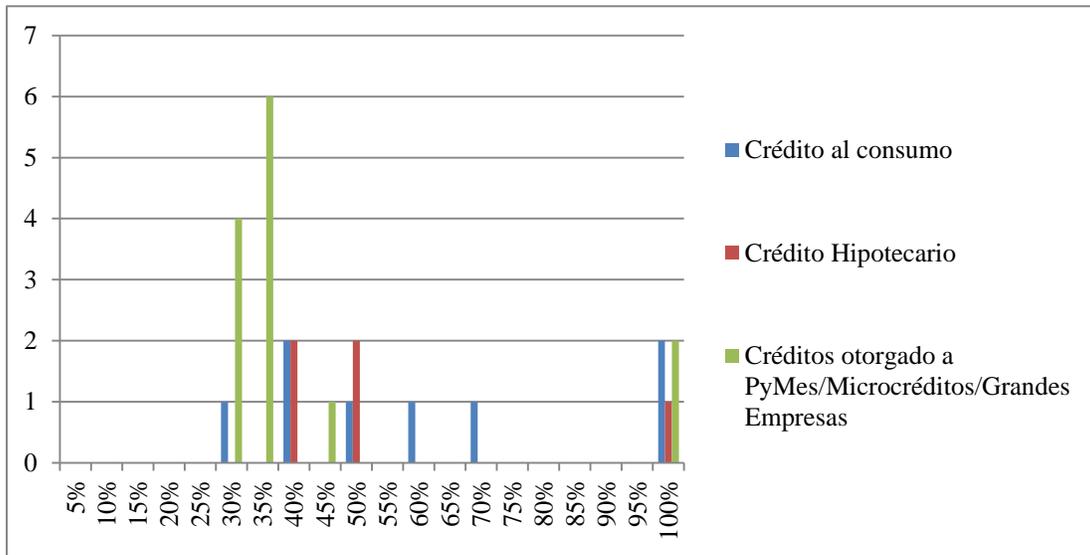
Pregunta 4: *¿Qué beneficios adicionales requeriría usted para participar como inversor en un fondo como el planteado?*



Fuente: elaboración de los autores

Del total de las personas encuestadas, dieciseis consideraron que el Fondo debería garantizar el capital invertido, sin embargo, el mismo trabajaría con un capital altamente riesgoso por ello un inversionista debería ser especializado para que conozca que existe una probabilidad de riesgo alta.

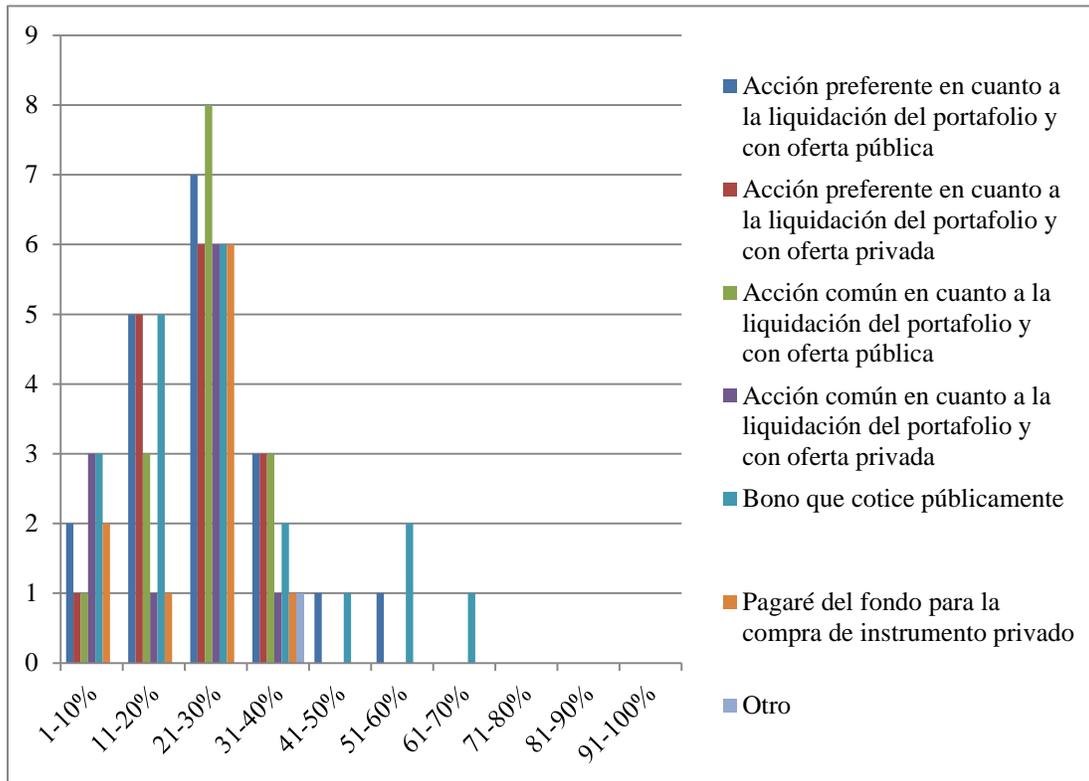
Pregunta 5: *¿Qué porcentaje de inversión considera que el Fondo debería destinar a los siguientes créditos del sector bancario venezolano?*



Fuente: elaboración de los autores

Basados en el estudio de mercado existe una muestra representativa que preferiría en invertir en un portafolio que contenga créditos destinados a pymes, microcréditos y grandes empresas, es decir, existe una tendencia sostenida a invertir en este conjunto de créditos. Esto no garantiza que el Fondo obtenga la totalidad de su retorno a través este tipo de créditos, debido a que no siempre las decisiones de los inversionistas es la más óptima.

Pregunta 6: *En una economía como la nuestra indique, ¿qué valor de tasa de rendimiento anual equivalente mínima esperarías de su inversión en el fondo según el instrumento de inversión de su preferencia (EN PORCENTAJE)?*

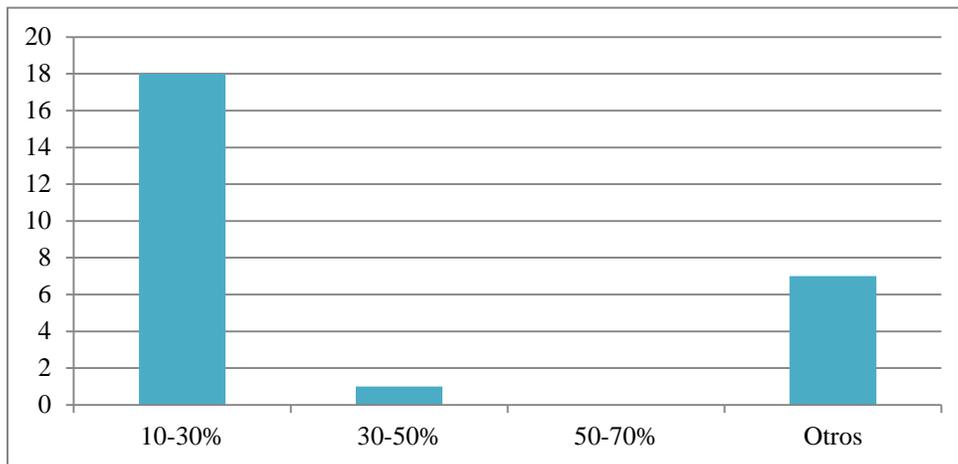


Fuente: elaboración de los autores

Las personas encuestadas preferirían que el margen de rendimiento se ubicara entre 1% y 70% del capital invertido, considerando todos los instrumentos. De acuerdo al instrumento de preferencia y relacionado a lo impredecible que es la economía venezolana los posibles inversionistas optan por obtener un rendimiento entre 21% y 30% en acciones comunes en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta pública.

Esta pregunta también se realizó con el fin de poder comparar las tasas requeridas por los inversionistas y la que esperan obtener al invertir en un Fondo como este con la posible TIR que tendría dicho Fondo al finalizar sus operaciones de inversión.

Pregunta 7: *Del monto que invierta, ¿cuál sería el porcentaje máximo que estaría dispuesto a perder?*



Fuente: elaboración de los autores

Quando se decide invertir las personas no esperan perder, pero dada las características del Fondo se consideró importante tomar cuál sería el porcentaje que las personas estarían dispuestos a perder, además considerando que el entorno económico del país es muy volátil en cuanto inflación y el tipo de cambio, se debe considerar que al invertir siempre existe un mínimo de riesgo.

Pregunta 8: *¿Qué requisitos solicitaría del equipo gestor del fondo?*

Principalmente, se solicitó credibilidad financiera en cuanto trayectoria y responsabilidad; pleno conocimiento de los instrumentos financieros existentes en el mercado para que garantice operabilidad y confiabilidad para invertir.

5.2 Escenarios de Inversión del Fondo

El planteamiento de escenarios en este trabajo tiene como fin realizar un análisis de sensibilidad que permitirá al Fondo tomar las mejores decisiones al momento de invertir en cartera y establecer la forma óptima de recuperar los mismos, a través de la evaluación que realizará el gestor, y conocer créditos le permitirán recuperar la inversión de forma más rápida. No obstante, para efectos de este trabajo y su mayor entendimiento se presentará un flujo de caja para permitir la observación de cómo van a ser los movimientos de capital, compra de cartera, entre otros.

Asimismo, hay que destacar que el cálculo de la rentabilidad final del Fondo, se realizará a través de mecanismos que permitirán realizar un estudio exhaustivo de cuál es la tasa de retorno del Fondo y permitir compararlas con las tasas de retornos requeridas por los inversionistas para conocer si son mayores o menores a las indicadas por ellos. Dicha evaluación puede hacerse mayormente mediante Tasa Interna de Retorno (TIR) que facilita a los inversionistas entender cuál ha sido el rendimiento, además se puede considerar otros indicador de evaluación de rentabilidad como el ratio payback donde se mide el tiempo de que tardaría el Fondo en recuperar el dinero desembolsado al inicio. Existen otros mecanismos como la rentabilidad media contable, considerándose la utilidad neta de un período y se calcula el beneficio promedio anual dividiéndose entre la inversión promedio; inclusive se puede usar métodos más sofisticados como el modelo de monte carlo que dependería del alto conocimiento del equipo gestor para manejar este tipo de activos.

En consonancia a lo que se mencionó del planteamiento de escenarios de los ingresos devengados por la aportación de los inversionistas, se tomara del monto correspondiente al 3% del monto total para cubrir los pagos oportunos al gestor del primer año de funcionamiento de la compañía gestora, dichos pagos se cubrirán mensualmente durante el primer año.

Paralelamente, del monto inicial se tomara el monto perteneciente a los pagos en que incurriría el Fondo sus primeros seis meses de funcionamiento (luz, agua, auditoria, contabilidad), es decir, una serie de gastos operativos que el Fondo deberá cubrir y que será devengado del monto total aportado por los inversionistas.

Por lo que luego que los inversionistas den su aportación final y el Fondo cuente con un saldo total disponible, se detraerá lo destinado al pago de comisión de gestión al gestor y el monto que requerirá el Fondo para el pago de sus operaciones.

Ahora bien, del saldo restante disponible en la cartera, el 30% se destinará a la compra de bonos soberanos que pagan un cupón semestral a una tasa anual equivalente de 9,375% con la finalidad de que con el pago de cupón semestral se puedan cubrir los Fondos necesarios para costear todas las obligaciones del Fondo durante los años de vigencia del mismo.

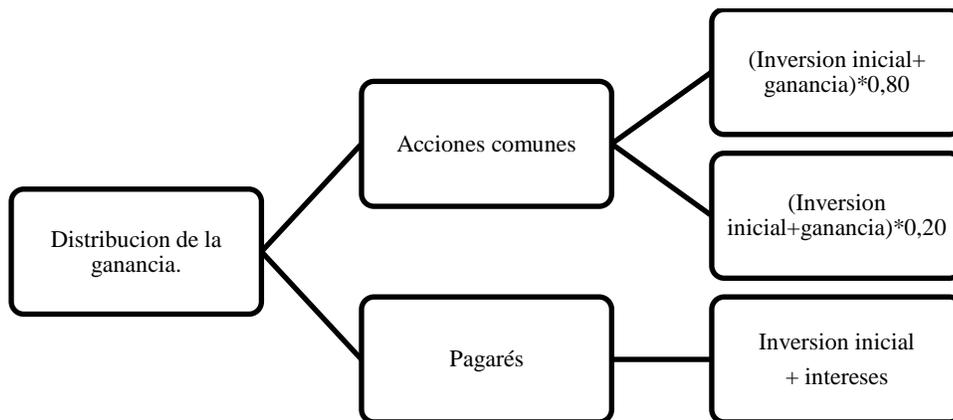
El 70% restante se dedicará a la compra de cartera según las preferencias de los inversionistas y de acuerdo al instrumento de inversión de su preferencia, en este caso, se están ofreciendo tres instrumentos (acciones comunes, acciones preferentes, pagarés); según el instrumento de inversión el Fondo asumirá ciertas políticas:

- *Acciones comunes:* el Fondo liquidará el pago correspondiente al dividendo. Según sea el monto invertido en cartera, y la ganancia generada de dicho portafolio, los inversionistas que destinaron su dinero bajo la compra de acciones recibirán el 80% correspondiente de la ganancia generada por el Fondo y el 20% restante es lo que se pagará como comisión de éxito al gestor.

- *Pagarés*: adquieren una deuda propiamente del Fondo, por lo que éste sólo deberá cancelarle una cuota de interés semestralmente. Al ser una deuda, estos no tendrán derecho a las ganancias que obtenga el Fondo indistintamente del monto de su inversión; por lo que si el Fondo del monto aportado por estos inversionistas que eligieron adquirir un instrumento de deuda obtiene una determinada ganancia, esta será destinada en su totalidad al Fondo ya que este no tendrá la obligación de cancelar una cuota de éxito al gestor por su gestión ni pagarle a este tipo de inversionista un dividendo. Los mismos serán pagados con una tasa mensual de 1,67%.

El Fondo en este caso, solo deberá cancelarle al inversionista el monto de su inversión inicial más el pago de intereses sobre el monto de los pagarés.

Sumado a ello aunque el propietario del pagaré no tenga derecho sobre las ganancias del Fondo, es el que dispondrá de la primera opción frente a los accionistas de recibir el pago de cualquier activo que sea vendido en caso de que el Fondo no pueda cumplir con sus compromisos. Siendo por otro lado el accionista el último que recibirá el ingreso que pueda quedar disponible luego de una liquidación según sea su división en accionistas preferentes y comunes.



Comisión de éxito al inversionista es definida como el monto total de la ganancia generada por el Fondo, que será destinada a los inversionistas que adquirieron acciones, en este caso el Fondo le ofrecerá al inversionista una comisión de 80% de la ganancia que pueda ser levantada en determinados momentos.

Ejemplo:

Del monto total disponible para la inversión anual se obtuvo una determinada ganancia, de las cuales el 60% provino de la inversión en acciones comunes y el restante en pagarés, de este 60% de ganancia, el 80% será la comisión de éxito que se le cancelará al inversionista y el 20% restante será lo devengado como comisión de éxito al gestor.

El 40% de la ganancia proveniente de la inversión en pagarés es propiamente del Fondo porque el inversionista adquirió un instrumento de deuda y el Fondo tendrá la obligación de pagarle solo su inversión inicial y el pago de intereses

Cabe destacar que todas las operaciones financieras estarán en manos de la compañía gestora, pero dichas operaciones se harán a nombre del Fondo, es decir, será la compañía gestora la encargada de comprar los bonos que se utilizan para cubrir costos operativos pero todo ello se hará bajo la figura del Fondo y por ende el Fondo es el encargado de llevar toda la política de pagos a los inversionista y el pago propiamente al gestor de comisión de éxito.

Flujo de caja y Balance General

En el momento cero sólo se proyectan en el balance general; del lado del efectivo lo que se recibió de los inversionistas y del patrimonio más pasivo lo que se levantó de

la venta de acciones (comunes y preferentes) y pagarés. En el momento cero el flujo de caja es cero debido a que o hay ningún gasto.

Por otro lado, en el mes 1 se cuenta con el monto de capital levantado originalmente de la cual se devengará la comisión de éxito por el gestor y los gastos operativos. Luego el saldo restante se dedicará a la compra de cartera de créditos bancarios y bonos soberanos: se destina el 30% a la compra de bonos, registrándose en el flujo de caja como una inversión en compra de bonos- registrados de forma negativa al formar parte de un desembolso de dinero del monto original. El 70% es el monto destinado a la compra de cartera que se registra en el balance para comprar los créditos de la banca según las preferencias de los inversionistas en créditos hipotecarias, al consumo, pymes – micro – grandes empresas.

Los ingresos financieros serán derivados del pago del cupón por la compra de bonos soberanos registrada en el momento cero; que se empezarán a generar a partir del mes 1, aunque sean pagaderos al mes seis.

De igual forma este cupón se registrara en el balance general como una cuenta por cobrar que se acumulará mes a mes, siendo cobrada una vez llegada la fecha de pago, por lo que una vez llegado el momento, el saldo correspondiente en la cuenta por cobrar tendrá un valor cero; siendo a partir del mes siete que comiencen a generarse los intereses de nuevo registrándose de igual manera y siendo pagadero al cierre del año. Lo mismo se considerará durante los años de establecimiento del Fondo.

- *Ingresos por créditos:* se registra la ganancia obtenida en cada una de las inversiones realizadas anualmente según sea el monto de recuperación. Por ejemplo si se generó una ganancia de Bs. 300.000 en el mes seis (6) correspondientes a una inversión realizada en el mes dos (2) de Bs. 100.000, el ingreso por créditos que se registrara

en el mes seis será el monto resultante emanado luego de restarle a la ganancia el monto total invertido. En este caso el monto que se registraría sería Bs. 200.000.

Ahora bien, de la ganancia total de la cartera de créditos, proveniente de la inversión en acciones, será la cantidad a utilizar para el cálculo de la comisión de éxito que se le pagara a la compañía gestora y la comisión de éxito pagada al inversionista.

- *Otros gastos:* Gastos correspondientes a montos originados de electricidad, agua, teléfono, que se irá ajustando de acuerdo a la inflación generada mes a mes.
 - ***La dieta de directores:*** se pagará semestralmente y no se verá afectada por la inflación los primeros doce meses. Sin embargo en el flujo de caja expresado en dólares este monto variará de acuerdo a la variación de la moneda, por ejemplo, si se devenga un pago de Bs 1,275 el primer semestre, este se verá mermado en dólares el segundo semestre si hubo un incremento del TC de Bs. 50 (tasa SICAD II) a Bs. 60 por dólar en el segundo semestre, en un monto de 4,25 dólares. Siendo registrado por el Fondo como una ganancia cambiaria.
 - ***La póliza de seguro a directores:*** cubrirá el monto total de capital aportado por los inversionistas, con una finalidad de 100% de resguardo expresado en dólares. Por ejemplo, si el Fondo recibió un monto de USD 35,620 dólares se formalizará la compra de una póliza en USD que cubre el 100% del monto total invertido. El Fondo deberá pagar una prima correspondiente al 1,5% del monto total de lo invertido y que se pagará anualmente. La adquisición de la póliza se hará el primer mes y el pago correspondiente a la prima se pagará anualmente.
 - ***Ganancia cambiaria:*** variará de acuerdo a la variación del bolívar. Al ser el bolívar una moneda cuyo poder adquisitivo se ha mantenido en constante caída

en los últimos 30 años, el Fondo se protegerá colocando todo el capital invertido en dólares con la finalidad de protegerse ante cualquier variación de la moneda doméstica.

En consonancia, se procederá a la compra de dólares a tasa SICAD II una vez aportado el capital en bolívares. En este caso, si el Fondo está valorado en USD 35.620 (comprando \$ a tasa SICAD II). Ahora bien si luego de constituido el Fondo la moneda doméstica sufre una devaluación y el dólar se ubica en Bs. 60 luego del Fondo haberlo adquirido a Bs. 50; la diferencia sería registrada como una ganancia cambiaria que se incluirá en el cálculo de la utilidad neta.

- ***La amortización de pagaré:*** monto correspondiente de capital aportado por los inversionistas bajo un instrumento de deuda, es decir, dinero dedicado a la compra de cartera de créditos. Equivalentemente el Fondo asumirá la política de pagar los intereses mensuales pertenecientes a un 20% anual del monto total invertido.
- ***Compra de cartera de crédito:*** monto anual disponible para la compra de la cartera de créditos, llevándose a cabo dos veces al año según sea los instrumentos de interés disponibles en el mercado.
- ***Inversión recibida en acciones:*** la inversión será recibida antes de iniciar operaciones, sin embargo, en caso que luego de dos meses de funcionamiento u otro intervalo de tiempo, un inversionista desee comprar más acciones, será registrado como un ingreso recibido por acciones en el flujo de caja del Fondo.
- ***Nómina:*** la nómina corresponderá al pago mensual realizado a cada uno de los analistas de inversión que comprenden la compañía gestora (inversión, riesgo,

legal) y por el lado del fondo corresponderá al director de fondo encargado de tomar todas la decisiones pertenecientes a la empresa.

5.2.1 Escenario Uno

Se empleará el capital recaudado de Bs. 1.781.000 a través del estudio de mercado realizado, que arrojo la colocación de capital que estarían dispuestas a otorgar los inversionistas bajo un esquema de Fondo Privado, con lo cual se deberá cubrir la estructura mínima de costos tanto del fondo como de la compañía gestora y a su vez realizar la compra en la cartera de créditos según las preferencias de los inversionistas.

Flujo de caja del Gestor:

	Momento Cero	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
(+) INGRESOS		4.452,50	4.897,75	5.343,00	5.788,25	6.233,50	37.791,27	7.124,00	7.569,25	8.014,50	8.459,75	8.905,00	40.462,77	145.041,55
Comisión gestor	-	4.452,50	4.897,75	5.343,00	5.788,25	6.233,50	6.678,75	7.124,00	7.569,25	8.014,50	8.459,75	8.905,00	9.350,25	82.816,50
Comisión de éxito al gestor	-	-	-	-	-	-	31.112,52	-	-	-	-	-	31.112,52	62.225,05
(-) COSTOS Y GASTOS		383.134,84	233.281,61	233.432,19	233.586,69	233.745,20	233.907,83	234.074,68	234.245,88	234.421,52	234.601,72	234.786,61	334.976,30	3.058.195,05
Nómina		204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	2.452.566,67
Auditoría		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.000,00	100.000,00
Alquiler Oficina		20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00
Dieta a directores		106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	1.275,36
Otros gastos de oficina		5.648,00	5.794,77	5.945,35	6.099,85	6.258,36	6.420,99	6.587,85	6.759,04	6.934,68	7.114,89	7.299,78	7.489,47	78.353,03
Contabilidad Mensual		3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	36.000,00
Seguro de directores y oficiales		150.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.000,00
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	-	378.682,34	228.383,86	228.089,19	227.798,44	227.511,70	196.116,55	226.950,68	226.676,63	226.407,02	226.141,97	225.881,61	294.513,53	2.913.153,51
(-) I.S.L.R=34%		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad neta	-	378.682,34	228.383,86	228.089,19	227.798,44	227.511,70	196.116,55	226.950,68	226.676,63	226.407,02	226.141,97	225.881,61	294.513,53	2.913.153,51
Flujo de Caja Libre		- 378.682,34	- 228.383,86	- 228.089,19	- 227.798,44	- 227.511,70	- 196.116,55	- 226.950,68	- 226.676,63	- 226.407,02	- 226.141,97	- 225.881,61	- 294.513,53	- 2.913.153,51

Flujo de caja del Fondo:

	Momento Cero	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
(+) INGRESOS														
Ingresos Financieros (bonos)		390.625,00	429.687,50	468.750,00	507.812,50	546.875,00	585.937,50	625.000,00	664.062,50	703.125,00	742.187,50	781.250,00	820.312,50	7.265.625,00
Ganancia (pérdida) por recuperación		-	-	-	-	-	234.794,14	-	-	-	-	-	234.794,14	469.588,27
Total ingresos		390.625,00	429.687,50	468.750,00	507.812,50	546.875,00	820.731,64	625.000,00	664.062,50	703.125,00	742.187,50	781.250,00	1.055.106,64	7.735.213,27
(-) COSTOS														
Comisión de gestión otorgada al gestor		4.452,50	4.897,75	5.343,00	5.788,25	6.233,50	6.678,75	7.124,00	7.569,25	8.014,50	8.459,75	8.905,00	9.350,25	82.816,50
Comisión de éxito a inversionistas accionistas		-	-	-	-	-	124.450,10	-	-	-	-	-	124.450,10	248.900,19
Comisión de éxito al gestor		-	-	-	-	-	31.112,52	-	-	-	-	-	31.112,52	62.225,05
Total costos		4.452,50	4.897,75	5.343,00	5.788,25	6.233,50	162.241,37	7.124,00	7.569,25	8.014,50	8.459,75	8.905,00	164.912,87	393.941,74
Utilidad bruta		386.172,50	424.789,75	463.407,00	502.024,25	540.641,50	658.490,27	617.876,00	656.493,25	695.110,50	733.727,75	772.345,00	890.193,77	7.341.271,53
(-) GASTOS														
Auditoría		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.000,00	100.000,00
Alquiler Oficina		20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00
Dieta a directores		106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	1.275,36
Otros gastos de oficina		5.648,00	5.794,77	5.945,35	6.099,85	6.258,36	6.420,99	6.587,85	6.759,04	6.934,68	7.114,89	7.299,78	7.489,47	78.353,03
Contabilidad Mensual		3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	36.000,00
Seguro de directores y oficiales		150.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.000,00
Total gastos		178.754,28	28.901,05	29.051,63	29.206,13	29.364,64	29.527,27	29.694,13	29.865,32	30.040,96	30.221,17	30.406,06	130.595,75	605.628,39
Utilidad Operativa		207.418,22	395.888,70	434.355,37	472.818,12	511.276,86	628.962,99	588.181,87	626.627,93	665.069,54	703.506,58	741.938,94	759.598,02	6.735.643,14
(+) Ganancia cambiaria por activos netos en moneda extranjera		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Otros egresos (intereses de inversionistas con pagarés)		- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 10.016,67	- 120.200,05
Utilidad antes de impuesto		197.401,55	385.872,03	424.338,70	462.801,45	501.260,19	618.946,32	578.165,20	616.611,26	655.052,87	693.489,91	731.922,27	749.581,35	6.615.443,10
(-) I.S. L. R=34%		67.116,53	131.196,49	144.275,16	157.352,49	170.428,46	210.441,75	196.576,17	209.647,83	222.717,97	235.786,57	248.853,57	254.857,66	2.249.250,65
Utilidad neta		40.049,06	254.675,54	280.063,54	305.448,96	330.831,72	408.504,57	381.589,03	406.963,43	432.334,89	457.703,34	483.068,70	494.723,69	4.275.956,48
(+) Inversión en acciones del fondo		1.180.000												
(+) Inversión en pagarés del fondo		601.000												
(+) Variación de Intereses por pagar a inversionistas con pagarés al 20%		10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	10.016,67	120.200,05
(-) Inversión en bonos del gobierno		- 503.130,29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	- 503.130,29
(-) Variación de Cupón de bonos por cobrar		- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	1.953.125,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	1.953.125,00	-
(-) Inversión en compra de créditos a los bancos		-	117.397,07	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	117.397,07
(-) Compra de acciones de inversionistas que recuperan su inversión en acciones del Fondo		-	-	-	-	-	77.781,31	-	-	-	-	-	77.781,31	155.562,62
(-) Amortización de pagarés de los inversionistas que invirtieron en pagarés del fondo		-	-	-	-	-	39.615,76	-	-	-	-	-	39.615,76	79.231,52
FLUJO DE CAJA (mensual)		2.724.821,02	537.920,14	680.705,21	706.090,63	731.473,39	- 1.652.000,82	782.230,70	807.605,10	832.976,56	858.345,01	883.710,37	- 1.565.781,71	6.328.095,61

Basándonos en este escenario el monto recaudado por el fondo se torna insuficiente para cubrir la estructura de costos de la compañía gestora y a la vez no es suficiente para cubrir sus gastos; por lo que si los inversionistas estipulan mantener una rentabilidad determinada de sus fondos deberán invertir una cantidad mayor.

Con un capital de Bs. 1.781.000 la comisión por gestoría que este debe cancelar al gestor es muy baja por lo que deberá disponer de una cantidad mayor para que este pueda acceder al manejo eficaz de los fondos destinados a la compra de cartera; y de igual manera deberá realizar inversión mayor en bonos de gobierno de manera que la tasa de cupón sea suficiente para cubrir sus costos operativos a lo largo de su vigencia.

Balance General:

	Inicio	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
ACTIVO														
Efectivo en caja y bancos	1.781.000,00	2.724.821,02	3.262.741,16	3.943.446,37	4.649.537,00	5.381.010,39	3.729.009,57	4.511.240,27	5.318.845,37	6.151.821,94	7.010.166,95	7.893.877,32	6.328.095,61	6.328.095,61
Inversión en bonos	-	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29	503.130,29
Inversión en créditos comprados	-	-	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07	117.397,07
Cupón de bonos por cobrar	-	390.625,00	781.250,00	1.171.875,00	1.562.500,00	1.953.125,00	-	390.625,00	781.250,00	1.171.875,00	1.562.500,00	1.953.125,00	-	-
TOTAL ACTIVOS	1.781.000,00	1.831.065,73	2.095.757,94	2.385.838,15	2.701.303,77	3.042.152,17	3.343.276,35	3.734.882,05	4.151.862,15	4.594.213,71	5.061.933,73	5.555.019,10	5.942.362,39	5.942.362,39
PASIVOS														
Pagaré (al 20% anual)	601.000	601.000	601.000	601.000	601.000	601.000	561.384	561.384	561.384	561.384	561.384	561.384	521.769	521.768,72
Intereses por Pagar de Pagarés	-	10.017	20.033	30.050	40.067	50.083	60.100	70.117	80.133	90.150	100.167	110.183	120.200	120.200,05
TOTAL PASIVOS	601.000	611.017	621.034	631.050	641.067	651.084	621.484	631.501	641.518	651.535	661.551	671.568	641.969	641.968,76
PATRIMONIO														
Capital social (acciones comunes)	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.180.000	1.179.999,77
(-) Acciones en Tesorería	-	-	-	-	-	-	77.781	77.781	77.781	77.781	77.781	77.781	77.781	155.563
UND	-	40.049,06	294.724,60	574.788,14	880.237,09	1.211.068,82	1.619.573,39	2.001.162,42	2.408.125,85	2.840.460,75	3.298.164,09	3.781.232,79	4.275.956,48	4.275.956,48
Prima por colocación de acciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO	1.180.000	1.220.049	1.474.724	1.754.788	2.060.237	2.391.069	2.721.792	3.103.381	3.510.344	3.942.679	4.400.383	4.883.451	5.300.394	5.300.393,63
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.781.000,00	1.831.065,73	2.095.757,94	2.385.838,15	2.701.303,77	3.042.152,17	3.343.276,35	3.734.882,05	4.151.862,15	4.594.213,71	5.061.933,73	5.555.019,10	5.942.362,39	5.942.362,39

5.2.2 Escenario Dos

Se empleará un capital mínimo que requeriría la compañía gestora y el Fondo para cubrir la estructura de costos, en este caso los inversionistas para obtener una rentabilidad deseada deberán aportar un monto mayor al aportado anteriormente, ya que el Fondo deberá contar por lo menos con una cantidad aproximada de Bs. 154.000.000 para su funcionamiento eficiente.

Este comparará el monto de la cartera con la cantidad que disponga, y a la vez ir generando los rendimientos que le permitan cumplir con los objetivos que estos estipulen.

Flujo de Caja del Gestor:

	Momento													
	Cero	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
(+) INGRESOS		385.000,00	423.500,00	462.000,00	500.500,00	539.000,00	3.347.767,68	616.000,00	654.500,00	693.000,00	731.500,00	770.000,00	3.578.767,68	12.701.535,36
Comisión gestor	-	385.000,00	423.500,00	462.000,00	500.500,00	539.000,00	577.500,00	616.000,00	654.500,00	693.000,00	731.500,00	770.000,00	808.500,00	7.161.000,00
Comisión de éxito al gestor		-	-	-	-	-	2.770.267,68	-	-	-	-	-	2.770.267,68	5.540.535,36
(-) COSTOS Y GASTOS		383.134,84	233.281,61	233.432,19	233.586,69	233.745,20	233.907,83	234.074,68	234.245,88	234.421,52	234.601,72	234.786,61	334.976,30	3.058.195,05
Nómina		204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	2.452.566,67
Auditoría		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.000,00	100.000,00
Alquiler Oficina		20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00
Dieta a directores		106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	1.275,36
Otros gastos de oficina		5.648,00	5.794,77	5.945,35	6.099,85	6.258,36	6.420,99	6.587,85	6.759,04	6.934,68	7.114,89	7.299,78	7.489,47	78.353,03
Contabilidad Mensual		3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	36.000,00
Seguro de directores y oficiales		150.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.000,00
Utilidad (pérdida) antes de impuesto		1.865,16	190.218,39	228.567,81	266.913,31	305.254,80	3.113.859,85	381.925,32	420.254,12	458.578,48	496.898,28	535.213,39	3.243.791,38	9.643.340,31
(-) I.S.L.R=34%		634,16	64.674,25	77.713,06	90.750,53	103.786,63	1.058.712,35	129.854,61	142.886,40	155.916,68	168.945,41	181.972,55	1.102.889,07	3.278.735,70
Utilidad neta		1.231,01	125.544,14	150.854,76	176.162,79	201.468,17	2.055.147,50	252.070,71	277.367,72	302.661,80	327.952,86	353.240,84	2.140.902,31	6.650.350,52
Flujo de Caja Libre		1.231,01	125.544,14	150.854,76	176.162,79	201.468,17	2.055.147,50	252.070,71	277.367,72	302.661,80	327.952,86	353.240,84	2.140.902,31	6.650.350,52

Flujo de Caja del Fondo:

	Momento													
	Cero	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
(+) INGRESOS														
Ingresos Financieros (bonos)		390.625,00	429.687,50	468.750,00	507.812,50	546.875,00	585.937,50	625.000,00	664.062,50	703.125,00	742.187,50	781.250,00	820.312,50	7.265.625,00
Ganancia (pérdida) por recuperación		-	-	-	-	-	20.906.134,34	-	-	-	-	-	20.906.134,34	41.812.268,67
Total ingresos		390.625,00	429.687,50	468.750,00	507.812,50	546.875,00	21.492.071,84	625.000,00	664.062,50	703.125,00	742.187,50	781.250,00	21.726.446,84	49.077.893,67
(-) COSTOS														
Comisión de gestión otorgada al gestor		385.000,00	423.500,00	462.000,00	500.500,00	539.000,00	577.500,00	616.000,00	654.500,00	693.000,00	731.500,00	770.000,00	808.500,00	7.161.000,00
Comisión de éxito a inversionistas accionistas		-	-	-	-	-	11.081.070,72	-	-	-	-	-	11.081.070,72	22.162.141,44
Comisión de éxito al gestor		-	-	-	-	-	2.770.267,68	-	-	-	-	-	2.770.267,68	5.540.535,36
Total costos		385.000,00	423.500,00	462.000,00	500.500,00	539.000,00	14.428.838,40	616.000,00	654.500,00	693.000,00	731.500,00	770.000,00	14.659.838,40	34.863.676,80
Utilidad bruta		5.625,00	6.187,50	6.750,00	7.312,50	7.875,00	7.063.233,44	9.000,00	9.562,50	10.125,00	10.687,50	11.250,00	7.066.608,44	14.214.216,88
(-) GASTOS														
Auditoría		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.000,00	100.000,00
Alquiler Oficina		20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00
Dieta a directores		106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	1.275,36
Otros gastos de oficina		5.648,00	5.794,77	5.945,35	6.099,85	6.258,36	6.420,99	6.587,85	6.759,04	6.934,68	7.114,89	7.299,78	7.489,47	78.353,03
Contabilidad Mensual		3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	36.000,00
Seguro de directores y oficiales		150.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.000,00
Total gastos		178.754,28	28.901,05	29.051,63	29.206,13	29.364,64	29.527,27	29.694,13	29.865,32	30.040,96	30.221,17	30.406,06	130.595,75	605.628,39
Utilidad Operativa		- 173.129,28	- 22.713,55	- 22.301,63	- 21.893,63	- 21.489,64	7.033.706,17	- 20.694,13	- 20.302,82	- 19.915,96	- 19.533,67	- 19.156,06	6.936.012,69	13.608.588,49
(+) Ganancia cambiaria por activos netos en moneda extranjera		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Otros egresos (intereses de inversionistas con pagarés)		- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 866.124,23	- 10.393.490,80
Utilidad antes de impuesto		- 1.039.253,51	- 888.837,78	- 888.425,87	- 888.017,86	- 887.613,87	6.167.581,93	- 886.818,36	- 886.427,05	- 886.040,20	- 885.657,90	- 885.280,29	6.069.888,46	3.215.097,69
(-) I.S. L. R=34%		-	-	-	-	-	2.096.977,86	-	-	-	-	-	2.063.762,08	1.093.133,21
Utilidad neta		- 1.039.253,51	- 888.837,78	- 888.425,87	- 888.017,86	- 887.613,87	4.070.604,08	- 886.818,36	- 886.427,05	- 886.040,20	- 885.657,90	- 885.280,29	4.006.126,38	945.642,24
(+) Inversión en acciones del fondo		102.032.546												
(+) Inversión en pagarés del fondo		51.967.454												
(+) Variación de Intereses por pagar a inversionistas con pagarés al 20%		866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	866.124,23	10.393.490,80
(-) Inversión en bonos del gobierno		- 44.798.859,29												- 44.798.859,29
(-) Variación de Cupón de bonos por cobrar		- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	- 390.625,00	1.953.125,00	- 390.625,00	1.953.125,00	-				
(-) Inversión en compra de créditos a los bancos		-	10.453.067,17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.453.067,17
(-) Compra de acciones de inversionistas que recuperan su inversión en acciones del Fondo		-	-	-	-	-	6.925.669,20	-	-	-	-	-	6.925.669,20	13.851.338,40
(-) Amortización de pagarés de los inversionistas que invirtieron en pagarés del fondo		-	-	-	-	-	3.527.397,97	-	-	-	-	-	3.527.397,97	7.054.795,94
FLUJO DE CAJA (mensual)		199.016.355,01	- 10.085.155,72	368.323,37	368.731,37	369.135,36	- 7.469.463,86	369.930,87	370.322,18	370.709,04	371.091,33	371.468,94	- 7.533.941,55	176.887.506,34

Balance General:

	Inicio	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
ACTIVO														
Efectivo en caja y bancos	154.000.000,00	199.016.355,01	188.931.199,29	189.299.522,66	189.668.254,03	190.037.389,39	182.567.925,53	182.937.856,40	183.308.178,58	183.678.887,62	184.049.978,95	184.421.447,90	176.887.506,34	176.887.506,34
Inversión en bonos	-	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29	44.798.859,29
Inversión en créditos comprados	-	-	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17	10.453.067,17
Cupón de bonos por cobrar	-	390.625,00	781.250,00	1.171.875,00	1.562.500,00	1.953.125,00	-	390.625,00	781.250,00	1.171.875,00	1.562.500,00	1.953.125,00	-	-
TOTAL ACTIVOS	154.000.000,00	153.826.870,72	153.804.157,17	153.781.855,54	153.759.961,91	153.738.472,27	148.222.133,41	148.201.439,28	148.181.136,46	148.161.220,50	148.141.686,83	148.122.530,77	142.541.714,22	142.541.714,22
PASIVOS														
Pagaré (al 20% anual)	51.967.454	51.967.454	51.967.454	51.967.454	51.967.454	51.967.454	48.440.056	48.440.056	48.440.056	48.440.056	48.440.056	48.440.056	44.912.658	44.912.658,06
Intereses por Pagar de Pagarés	-	866.124	1.732.248	2.598.373	3.464.497	4.330.621	5.196.745	6.062.870	6.928.994	7.795.118	8.661.242	9.527.367	10.393.491	10.393.490,80
TOTAL PASIVOS	51.967.454	52.833.578	53.699.702	54.565.827	55.431.951	56.298.075	53.636.801	54.502.926	55.369.050	56.235.174	57.101.298	57.967.423	55.306.149	55.306.148,86
PATRIMONIO														
Capital social (acciones comunes)	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546	102.032.546,00
(-) Acciones en Tesorería	-	-	-	-	-	-	6.925.669	6.925.669	6.925.669	6.925.669	6.925.669	6.925.669	13.851.338	13.851.338,40
UND	-	1.039.253,51	1.928.091,30	2.816.517,16	3.704.535,03	4.592.148,90	5.215.444,82	1.408.363,19	2.294.790,24	3.180.830,44	4.066.488,34	4.951.768,62	945.642,24	945.642,24
Prima por colocación de acciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO	102.032.546	100.993.292	100.104.455	99.216.029	98.328.011	97.440.397	94.585.332	93.698.514	92.812.087	91.926.046	91.040.388	90.155.108	87.235.565	87.235.565,36
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	154.000.000,00	153.826.870,72	153.804.157,17	153.781.855,54	153.759.961,91	153.738.472,27	148.222.133,41	148.201.439,28	148.181.136,46	148.161.220,50	148.141.686,83	148.122.530,77	142.541.714,22	142.541.714,22

5.2.3 Escenario Tres

A través de la verificación de los balances del Banco Mercantil y Banesco, se pudo constatar que ambos bancos tendrían una totalidad de su cartera inmovilizada de Bs. 1,061,373,483.00, como tamaño mínimo de mercado, distribuido de acuerdo a los sectores a los cuales se destinan créditos en el país (consumo, hipotecario, PyMes y grandes empresas).

Por lo que para el planteamiento de este escenario, se asumirá que el capital recaudado comprende dicho monto, lo que permitirá que el Fondo y la compañía gestora realicen sus funciones de forma óptima, obteniendo la rentabilidad reflejada en los flujos de caja.

Este capital refleja saldos positivos en cuanto al flujo de caja que permiten el cumplimiento de las obligaciones financieras tanto de la compañía gestora como del Fondo.

Flujo de caja del Gestor:

	Momento														
	Cero	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1	
(+) INGRESOS		2.653.433,71	2.918.777,08	3.184.120,45	3.449.463,82	3.714.807,19	22.846.790,32	4.245.493,93	4.510.837,30	4.776.180,67	5.041.524,04	5.306.867,42	24.438.850,54	87.087.146,47	
Comisión gestor	-	2.653.433,71	2.918.777,08	3.184.120,45	3.449.463,82	3.714.807,19	3.980.150,56	4.245.493,93	4.510.837,30	4.776.180,67	5.041.524,04	5.306.867,42	5.572.210,79	49.353.866,96	
Comisión de éxito al gestor		-	-	-	-	-	18.866.639,76	-	-	-	-	-	18.866.639,76	37.733.279,51	
(-) COSTOS Y GASTOS		150.233.134,84	233.281,61	233.432,19	233.586,69	233.745,20	233.907,83	234.074,68	234.245,88	234.421,52	234.601,72	234.786,61	334.976,30	152.908.195,05	
Nómina		204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	204.380,56	2.452.566,67	
Auditoría		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.000,00	100.000,00	
Alquiler Oficina		20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00	
Dieta a directores		106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	1.275,36	
Otros gastos de oficina		5.648,00	5.794,77	5.945,35	6.099,85	6.258,36	6.420,99	6.587,85	6.759,04	6.934,68	7.114,89	7.299,78	7.489,47	78.353,03	
Contabilidad Mensual		3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	36.000,00	
Seguro de directores y oficiales		150.000.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.000.000,00	
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	-	147.579.701,13	2.685.495,47	2.950.688,26	3.215.877,13	3.481.061,99	22.612.882,49	4.011.419,25	4.276.591,43	4.541.759,16	4.806.922,32	5.072.080,80	24.103.874,24	65.821.048,58	
(-) I.S.L.R=34%		-	913.068,46	1.003.234,01	1.093.398,23	1.183.561,08	7.688.380,05	1.363.882,54	1.454.041,09	1.544.198,11	1.634.353,59	1.724.507,47	8.195.317,24	-	
Utilidad neta	-	147.579.701,13	1.772.427,01	1.947.454,25	2.122.478,91	2.297.500,92	14.924.502,44	2.647.536,70	2.822.550,34	2.997.561,04	3.172.568,73	3.347.573,33	15.908.557,00	65.821.048,58	
Flujo de Caja Libre	-	147.579.701,13	1.772.427,01	1.947.454,25	2.122.478,91	2.297.500,92	14.924.502,44	2.647.536,70	2.822.550,34	2.997.561,04	3.172.568,73	3.347.573,33	15.908.557,00	65.821.048,58	

Flujo de Caja del Fondo:

	Momento	Cero	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
(+) INGRESOS															
Ingresos Financieros (bonos)			3.125.000,00	3.437.500,00	3.750.000,00	4.062.500,00	4.375.000,00	4.687.500,00	5.000.000,00	5.312.500,00	5.625.000,00	5.937.500,00	6.250.000,00	6.562.500,00	58.125.000,00
Ganancia (pérdida) por recuperación			-	-	-	-	-	142.379.203,33	-	-	-	-	-	142.379.203,33	284.758.406,65
Total ingresos			3.125.000,00	3.437.500,00	3.750.000,00	4.062.500,00	4.375.000,00	147.066.703,33	5.000.000,00	5.312.500,00	5.625.000,00	5.937.500,00	6.250.000,00	148.941.703,33	342.883.406,65
(-) COSTOS															
Comisión de gestión otorgada al gestor			2.653.433,71	2.918.777,08	3.184.120,45	3.449.463,82	3.714.807,19	3.980.150,56	4.245.493,93	4.510.837,30	4.776.180,67	5.041.524,04	5.306.867,42	5.572.210,79	49.353.866,96
Comisión de éxito a inversionistas accionistas			-	-	-	-	-	75.466.559,03	-	-	-	-	-	75.466.559,03	150.933.118,06
Comisión de éxito al gestor			-	-	-	-	-	18.866.639,76	-	-	-	-	-	18.866.639,76	37.733.279,51
Total costos			2.653.433,71	2.918.777,08	3.184.120,45	3.449.463,82	3.714.807,19	98.313.349,35	4.245.493,93	4.510.837,30	4.776.180,67	5.041.524,04	5.306.867,42	99.905.409,57	238.020.264,53
Utilidad bruta			471.566,29	518.722,92	565.879,55	613.036,18	660.192,81	48.753.353,98	754.506,07	801.662,70	848.819,33	895.975,96	943.132,59	49.036.293,76	104.863.142,12
(-) GASTOS															
Auditoría			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.000,00	100.000,00
Alquiler Oficina			20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	240.000,00
Dieta a directores			106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	106,28	1.275,36
Otros gastos de oficina			5.648,00	5.794,77	5.945,35	6.099,85	6.258,36	6.420,99	6.587,85	6.759,04	6.934,68	7.114,89	7.299,78	7.489,47	78.353,03
Contabilidad Mensual			3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	36.000,00
Seguro de directores y oficiales			150.000.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.000.000,00
Total gastos			150.028.754,28	28.901,05	29.051,63	29.206,13	29.364,64	29.527,27	29.694,13	29.865,32	30.040,96	30.221,17	30.406,06	130.595,75	150.455.628,39
Utilidad Operativa			- 149.557.187,99	489.821,87	536.827,92	583.830,05	630.828,17	48.723.826,71	724.811,94	771.797,38	818.778,36	865.754,79	912.726,53	48.905.698,01	- 45.592.486,26
(+) Ganancia cambiaria por activos netos en moneda extranjera			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Otros egresos (intereses de inversionistas con pagarés)			- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 5.969.359,05	- 71.632.308,64
Utilidad antes de impuesto			- 155.526.547,04	- 5.479.537,18	- 5.432.531,14	- 5.385.529,00	- 5.338.530,89	42.754.467,66	- 5.244.547,11	- 5.197.561,68	- 5.150.580,69	- 5.103.604,27	- 5.056.632,52	42.936.338,95	- 117.224.794,90
(-) I.S. L. R=34%			-	-	-	-	-	14.536.519,00	-	-	-	-	-	14.598.355,24	-
Utilidad neta			- 155.526.547,04	- 5.479.537,18	- 5.432.531,14	- 5.385.529,00	- 5.338.530,89	28.217.948,65	- 5.244.547,11	- 5.197.561,68	- 5.150.580,69	- 5.103.604,27	- 5.056.632,52	28.337.983,71	- 146.359.669,15
(+) Inversión en acciones del fondo			703.211.940												
(+) Inversión en pagarés del fondo			358.161.543												
(+) Variación de Intereses por pagar a inversionistas con pagarés al 20%			5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	5.969.359,05	71.632.308,64
(-) Inversión en bonos del gobierno			- 305.098.292,84												- 305.098.292,84
(-) Variación de Cupón de bonos por cobrar			- 3.125.000,00	- 3.125.000,00	- 3.125.000,00	- 3.125.000,00	- 3.125.000,00	15.625.000,00	- 3.125.000,00	15.625.000,00	-				
(-) Inversión en compra de créditos a los bancos			-	71.189.601,66											71.189.601,66
(-) Compra de acciones de inversionistas que recuperan su inversión en acciones del Fondo			-					47.166.599,39						47.166.599,39	94.333.198,79
(-) Amortización de pagarés de los inversionistas que invirtieron en pagarés del fondo			-					24.023.002,27						24.023.002,27	48.046.004,54
FLUJO DE CAJA (mensual)			1.220.039.587,86	- 67.574.779,79	3.661.827,92	3.708.830,05	3.755.828,17	- 52.627.293,96	3.849.811,94	3.896.797,38	3.943.778,36	3.990.754,79	4.037.726,53	- 52.507.258,90	1.078.175.610,34

Balance General:

	Inicio	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	Año 1
ACTIVO														
Efectivo en caja y bancos	1.061.373.483,00	1.220.039.587,86	1.152.464.808,06	1.156.126.635,98	1.159.835.466,03	1.163.591.294,20	1.110.964.000,24	1.114.813.812,18	1.118.710.609,56	1.122.654.387,93	1.126.645.142,71	1.130.682.869,24	1.078.175.610,34	1.078.175.610,34
Inversión en bonos	-	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84	305.098.292,84
Inversión en créditos comprados	-	-	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66	71.189.601,66
Cupón de bonos por cobrar	-	3.125.000,00	6.250.000,00	9.375.000,00	12.500.000,00	15.625.000,00	-	3.125.000,00	6.250.000,00	9.375.000,00	12.500.000,00	15.625.000,00	-	-
TOTAL ACTIVOS	1.061.373.483,00	911.816.295,01	912.306.116,88	912.842.944,80	913.426.774,85	914.057.603,02	877.055.309,06	877.780.121,00	878.551.918,38	879.370.696,75	880.236.451,53	881.149.178,06	844.266.919,16	844.266.919,16
														-
PASIVOS														
Pagaré (al 20% anual)	358.161.543	358.161.543	358.161.543	358.161.543	358.161.543	358.161.543	334.138.541	334.138.541	334.138.541	334.138.541	334.138.541	334.138.541	310.115.539	310.115.538,67
Intereses por Pagaré de Pagarés	-	5.969.359	11.938.718	17.908.077	23.877.436	29.846.795	35.816.154	41.785.513	47.754.872	53.724.231	59.693.591	65.662.950	71.632.309	71.632.308,64
TOTAL PASIVOS	358.161.543	364.130.902	370.100.261	376.069.620	382.038.979	388.008.338	369.954.695	375.924.054	381.893.413	387.862.772	393.832.131	399.801.491	381.747.847	381.747.847,31
														-
PATRIMONIO														
Capital social (acciones comunes)	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.940	703.211.939,79
(-) Acciones en Tesorería	-	-	-	-	-	-	47.166.599	47.166.599	47.166.599	47.166.599	47.166.599	47.166.599	94.333.199	94.333.198,79
UND	-	155.526.547,04	161.006.084,22	166.438.615,36	171.824.144,36	177.162.675,25	148.944.726,59	154.189.273,71	159.386.835,38	164.537.416,07	169.641.020,34	174.697.652,86	146.359.669,15	146.359.669,15
Prima por colocación de acciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO	703.211.940	547.685.393	542.205.856	536.773.324	531.387.795	526.049.265	507.100.614	501.856.067	496.658.505	491.507.924	486.404.320	481.347.688	462.519.072	462.519.071,85
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.061.373.483,00	911.816.295,01	912.306.116,88	912.842.944,80	913.426.774,85	914.057.603,02	877.055.309,06	877.780.121,00	878.551.918,38	879.370.696,75	880.236.451,53	881.149.178,06	844.266.919,16	844.266.919,16

CAPÍTULO VI

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1 Conclusiones

Primeramente, ha de señalarse que la realización de la encuesta permitió observar que algunas de las personas encuestadas y que operan en las distintas Casas de Bolsa y que conforman el mercado de capitales de Venezuela, no tienen pleno conocimiento de los nuevos instrumentos financieros, inclusive se puede determinar que no se conocen la diferencia entre un Fondo de Capital Privado y un Fondo Público de forma plena, dado que se notó una reticencia a querer invertir en este tipo de fondos de capital privado, los cuales, por su naturaleza y el conocimiento de este concepto les permitiría apreciar que sus costos son menores en relación a un fondo público ya que existe un menor costo de regulación por parte de las autoridades a pesar que sus mecanismos de levantamiento de fondos son más restringidos por no poderse promover mediante ofertas públicas sino mediante ofertas privadas las cuales no están reguladas de manera suficientemente clara en el contexto venezolano en comparación con otras jurisdicciones en cuanto al número de personas a las cuales se les pueden hacer oferta privadas y la definición de lo que se deberían considerar como “inversionistas sofisticado” apto para invertir en este tipo de inversiones de alto riesgo. Esto también se corrobora con la observación de que la diferencia entre la cantidad total a invertir entre fondos privados y públicos por los inversionistas no es importante.

En la revisión de los aspectos legales que permitirían la factibilidad de crear este Fondo se notó que la legislación venezolana no se define por cuantos accionistas debería estar conformado un Fondo de Capital Privado, a pesar de que en el Decreto Ley de Sociedades y Fondos de Capital de Riesgo (2001) se indica cómo puede estar conformado un Fondo de Capital de Riesgo, no obstante, tampoco se menciona cuántos accionistas deberían tener, lo que de acuerdo a estándares internacionales deberían estar conformados con un máximo de 35

personas. Inclusive en las leyes que norman este tipo de sociedades y fondos no se definen correctamente oferta pública de títulos-valores ni la oferta privada de títulos-valores.

Los bancos que vendan su cartera al Fondo podrán tener una opción de cobertura en cuanto a lo que conforma su cartera inmovilizada, esto les permitirá tener una nueva alternativa para poder deshacerse de créditos morosos, permitiéndole a los accionistas del Fondo una oportunidad de generar rentabilidad a través de activos que se consideraban perdidos por el banco.

Un Fondo Público incurriría en mayores gastos al realizar la colocación mediante oferta pública, además están limitados en cuanto al uso de su capital por la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL), ente que debe autorizar a este tipo de Fondos para operar, por lo que para este tipo de activos que usaría el Fondo de Capital Privado, no es factible que se realice mediante oferta pública, debiendo destinarse a inversionistas sofisticados que conocen los riesgos que asumen, lo cual no se evidenció claramente entre las personas encuestadas.

En cuanto a la demostración de nuestra hipótesis se pudo observar que la banca nacional ofrece una importante cantidad de créditos en situación de vencidos y en litigios. La cantidad de esta oferta sería suficiente para que un fondo destinado a su compra pueda mantener activos que permitan su sostenibilidad según la estructura que se propuso en este trabajo de grado para la sostenibilidad del fondo y su gestor, ceteris paribus, la rentabilidad final que puedan tener los créditos que se adquieran. El punto a resolver es que la demanda por este tipo de fondos sea lo suficiente para cubrir una importante cantidad de la oferta disponible y esto se podría determinar con mayor precisión en la medida que se aclaren los mecanismos de oferta privada de inversiones para los llamados inversionistas sofisticados.

Por último, se pudo constatar que es factible crear un Fondo de este tipo en Venezuela si se amplía el mercado y las leyes por las cuales se regiría, en cuanto

al cumplimiento de los objetivos específicos establecidos en este trabajo de investigación se cumplió de forma parcial dados los siguientes aspectos:

- La revisión del marco legal se realizó observando gran limitación en la misma para constituir este Fondo, destacado en los aspectos anteriormente mencionados.
- En cuanto la determinación de la cobertura que obtendrían los bancos locales no se logró a plenitud dada la falta de información de los balances y la publicación de las probabilidades de recuperación lo que permitiría al Fondo y a los inversionistas futuros determinar la rentabilidad de inversión basándose en las evaluaciones que los mismos realizarían. Tampoco se pudo obtener esta información de fuentes tales como la Asociación Bancaria Venezolana, SUDEBAN y FOGADE, los cuales deberían llevar este tipo de estadísticas.
- Se efectuó la comparación de entre la estructura de ingresos y costos para la determinación del flujo de caja del fondo y del gestor (para efectos de este trabajo mes a mes) y se concluye que los ingresos netos obtenidos permitirían la sostenibilidad del fondo y su gestor si se recauda el capital necesario para la cobertura plena de los mismos.
- Basándose en los riesgos que podría tener el Fondo, se puede determinar que los riesgos estarían determinados por la incobrabilidad de la cartera porque se tiene pleno conocimiento que es altamente riesgosa, por ende el Fondo no destinará la totalidad del monto para compra de cartera un mismo año sino que lo realizará durante un plazo de 5 años que permitirán diversificar el portafolio y poder protegerse de los riesgos de iliquidez que tiene la banca. Aunado a esto, la estructura de un Fondo de Capital Privado disminuiría los riesgos relacionados al mercado y la constitución de un Fondo Público.
- En relación a la ventaja que tendría la banca se relaciona a que tendría la opción de vender esa cartera que quizá tenga estimado no recuperar, haciendo que la protección por provisión de la cartera sea menor, y no apoyarse únicamente en otros métodos para protegerse del impago,

como por ejemplo los colaterales cuya liquidación puede tomar mucho tiempo frente a las necesidades de liquidez a corto plazo de los bancos.

- Siguiendo a la idea del objetivo planteado para determinar las ventajas y desventajas competitivas que tendrían el sector bancario y el inversionista, se destaca el fondo como una alternativa diferente de recuperación de créditos para el banco con la cual puede contar para vender esa cartera a un ente (el fondo) que estaría dispuesto a comprarla de manera regular y asumiendo su liquidación a más largo plazo de lo que podría permitirse el banco. Respecto al inversionista, el mismo podrá ampliar sus oportunidades de inversión (en relación a inversionistas especializados) e incrementar sus ingresos.

6.2 Recomendaciones

En la actualidad, los bancos presentan información suficiente de sus actividades financieras, no obstante, aún se necesita ampliar esa información disponible para que los revisores de sus estados financieros puedan encontrar toda la información requerida. En los balances no se define cuál es la probabilidad de recuperación de sus créditos (vencidos y en litigio), información que permitiría actuar al fondo de forma más eficaz en cuanto sus cálculos para la determinación de su cantidad monetaria a ofrecer por la compra de los créditos y para que inversionistas potenciales en el fondo puedan hacer dicha evaluación con el fin de considerar su inversión en un fondo del tipo propuesto en el presente trabajo.

La legislación venezolana actualmente no cuenta con las herramientas necesarias para permitir la constitución de un Fondo de estas características, el Decreto Ley de Sociedades y Fondos de Capital de Riesgo (2001), restringe el funcionamiento de los mismos haciéndose que su obtención de capital sea mucho más limitado a pesar de que permiten un capital de Bs. 5.000.000.000, por lo que se sugiere a fines de esta investigación que la misma (ley) debería ser modificada para permitir la constitución de un Fondo como este especialmente dirigidos a

inversionistas sofisticados que conocen los riesgos que asumen con sus decisiones de inversión.

Este tipo de Fondos permiten dinamizar la economía de los países, por lo que en Venezuela podría incrementar el menú de opciones que existen, haciendo que las personas que deseen invertir puedan hacerlo de una forma diferente y no enmarcado dentro de las pocas opciones que existen. Dicho Fondo se convertiría en un vehículo de inversión, añadiendo mayor valor al mercado. Siendo inclusive una solución alternativa de los bancos para recuperar esos activos a través de esta opción que da el Fondo versus opciones tradicionales como colaterales sobre activos reales, garantías financieras, etc.

Se recomienda la estructura de fondo propuesto en este trabajo que implica su sostenibilidad operativa a partir de ingresos provenientes de colocaciones en renta fija versus la tradicionalmente empleadas en países con mercados de capitales más desarrollados en los cuales todos los fondos levantados son consumidos en gastos operativos e inversiones para la constitución de sus portafolio y donde es más fácil levantar nuevos recursos para reiniciar el ciclo de inversión con mayores facilidades para la ejecución de la estrategia de salida de las inversiones realizadas a través de mercados de capitales más líquidos que en el contexto venezolano..

Dadas las restricciones legales locales en cuanto al uso de las expresiones “fondo”, “sociedad de capital de riesgo”, etc., los cuales requieren la supervisión de la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Valores, se recomienda la constitución del fondo como una S.A. o C.A. Inversora.

BIBLIOGRAFÍA

- ALIANZA KONFIGURA. *Informe de Alianza KONFIGURA I*. Colombia.
- ARANA, Alfredo; RESTREPO, Mariela.(2006) . *Fondos de Capital de Riesgo: El caso del Fondo COOMEVA*. Cali, Colombia.
- ARIAS, Fidias. (2006). *El Proyecto de Investigación: Guía para su Elaboración*. Caracas: Episteme, C.A.
- BOLÍVAR, María; CARDONA, Argelio; MALDONADO, Adriana. (2007). *Creación de un Fondo de Capital de Riesgo para apalancar proyectos presentado por estudiantes, profesores y egresados de la Universidad del Norte*. Universidad del Norte. Programa de Administración de Empresas. Barranquilla, Colombia.
- CALVO, Antonio; PAREJO, José; RODRÍGUEZ, Luis; CUERVO, Álvaro. (2010). *Manual del Sistema Financiero Español*. Ediciones Ariel, 22va edición. Barcelona, España.
- CASTRO WEY, Alejandra. (2008). *Implicaciones de la entrada de los Fondos de Capital de Riesgo y Equity Funds de las Empresas Colombianas*. Colombia.
- CÓDIGO DE COMERCIO. (1955). Decretada por el Congreso de la República de Venezuela. Gaceta N° 475 Extraordinaria del 21 de diciembre de 1955.
- CORREDOR, Julio. (2001). *La planificación Estratégica. Perspectivas para su Aplicación en Venezuela*. Valencia, Venezuela: Vadell Hermanos Editores.
- Decreto Ley de Fondos y Sociedades de Capital de Riesgo. GACETA OFICIAL DE LA REPUBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA N° 5554 DEL 13 DE NOVIEMBRE DE 2001.
- FERNÁNDEZ, María Inés. (2013). *Tema 4: Análisis de Inversiones*. Láminas de clase. UCAB, Escuela de Economía. Caracas, Venezuela.
- GITMAN, Lawrence; JOEHNK, Michael. (2009). *Fundamentos de Inversiones*. Editorial Pearson, décima edición. México.
- HOTCHKISS, Edith, MOORADIAN, Robert. (1996). *Vulture investors and the market for control of distressed firms*. Boston, EE.UU.
- KOOMEN, Yorrick. (2012). *Investigating distressed debt: The effect of vulture fund investments on distressed firm stock returns*. Universidad de Amsterdam. Amsterdam, Holanda.

KPMG. (2011). *Informe de la KPMG, México sobre Fondo de Capital Privado*. México.

Ley de Entidades de Inversión Colectiva. DECRETA POR EL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DE VENEZUELA. Gaceta Oficial de la República de Venezuela. N° 36.027 - 22 de Agosto de 1.996. Actualizada diciembre de 2001.

MATUS, Carlos. (1977). *Planificación de Situaciones*. Fondo de Cultura Económica. Chile.

MORLES, Víctor. (1994). *Planeamiento y análisis de investigaciones*. El dorado Ediciones. Caracas. Venezuela.

MOSQUEIRA, Miguel Ángel. (2009). *Fideicomiso Financiero: una alternativa de financiamiento no tradicional, Argentina 2001-2008*. Universidad Nacional de Mar del Plata. Argentina.

PALENCIA SANDOVAL, Sergio. (2011). *Mercado de Capitales y Administración de Portafolio*.

PÉREZ ARAUJO, Víctor. (2003). *Formas de medir el riesgo para los Fondos mutuales de Renta Variable venezolanos*. Año N°2, Volumen 1. Venezuela.

PEZELLA, Silvana. (2008). *La banca venezolana y la crisis financiera global*. VenEconomía, volumen 26, N° 3. Venezuela.

SAAVEDRA, María; SAAVEDRA, Máximo. (2010). *Modelos para medir el Riesgo de Crédito de la Banca*. Modelos para medir el Riesgo de Crédito de la Banca. Universidad La Salle, Dirección de Postgrado e Investigación. México.

SABINO, Carlos. (1999). *El Proceso de la Investigación*. Panapo. Caracas.

SILVA ATACHO, Lulu. (2005). *Modelo Financiero para la evaluación del rendimiento de los fondos de inversión comercializados en el Mercado Nacional de Capitales*. Barquisimeto, Venezuela.

Fuentes digitales:

EL ECONOMISTA AMÉRICA. (2014). *¿Qué son los fondos buitres y por qué planen sobre Argentina?*. Consultado el: 10 de agosto de 2014. Disponible en: <http://goo.gl/Zpqszz>. Argentina.

HUERTA, José. *Emisiones de Bonos Públicos*. Consultado el: 02 de septiembre de 2014. Disponible en: <http://www.josebhuerta.com/bonos.htm#brady>.

INVESTOPEDIA. (2013). *Financial Dictionary*. Consultado el: 19 de noviembre de 2013. Disponible en: <http://www.investopedia.com/dictionary/>.

LAVANDA, Diana. (2013). *Swaps*. Consultado el: 19 de noviembre de 2013. Disponible en: <http://www.monografias.com/trabajos40/contrato-swap/contrato-swap.shtml>. Monografías.

SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE VALORES. (2014). *Glosario de Términos Bursátiles y Financieros*. Consultado el: 02 de septiembre de 2014. Disponible en: http://www.snv.gob.ve/snv/site/glosario_terminos.php. Caracas, Venezuela.

WIKIPEDIA. *Fondo Buitre*. Consultado el: 10 de agosto de 2014. Disponible en: http://es.wikipedia.org/wiki/Fondo_buitre.

ANEXOS

- **Anexo 1: Encuesta**

Descripción: esta encuesta está realizada con el fin de explorar su disposición a invertir en nuevas alternativas de inversión, en este caso en un fondo que invierte de manera selectiva en la compra de la *cartera de crédito inmovilizada* del sector bancario venezolano con la finalidad generar rendimientos posteriores sobre la base de las recuperaciones que se obtengan de dicha cartera a corto y mediano plazo, por lo que nos gustaría saber su opinión.

Sexo: F ____ M ____

Edad: 18-24 ____ 25-44 ____ 45-55 ____ 55-65 ____

Cargo: _____

1. ¿Qué tipo de inversor se considera?

Inversionista no Profesional ____

Inversionista Profesional (tiene conocimiento de todos los instrumentos financieros) ____

2. ¿Estaría dispuesto a invertir en este tipo de fondo como nueva alternativa de inversión?

Si ____

No ____

3. ¿Cómo preferiría aportar su dinero al fondo?

A través de una oferta pública de títulos-valores del fondo ____

A través de una oferta privada de títulos-valores del fondo ____

NOTA:

Oferta Pública: Colocaciones de títulos-valores (acciones, bonos, etc) en mercados de capitales tales como bolsa de valores, etc., para su adquisición por el público en general y que se pueden promover mediante medios de comunicación masivos.

Oferta privada: colocaciones de títulos-valores (acciones, bonos, etc) dirigidas a un grupo limitado de personas, sin efectuar ofertas de los mismos a través de medios de comunicación masivos (prensa, radio, tv, etc).

- a. Con base en su experiencia como inversor, ¿qué monto estaría dispuesto a invertir en este fondo?

Indique: _____

NOTA: es importante que indique un monto, para contestar las siguientes preguntas.

- b. En caso de que prefiera invertir en una oferta pública de títulos-valores del fondo y de acuerdo a la pregunta anterior. Del monto invertido, ¿cómo lo distribuiría en cada una de las siguientes alternativas? **La respuesta de esta pregunta NO es excluyente, puede seleccionar una (1) o más alternativas.**

- 1) Un bono del fondo con un cupón variable según la tasa activa del mercado _____
- 2) Un bono del fondo con un cupón fijo _____
- 3) Una acción común del fondo con derecho a elegir directores _____
- 4) Una acción preferente del fondo, con preferencia en cuanto a su liquidación y sin derecho a elegir directores _____
- 5) Otro instrumento, indique _____

Ejemplo 1: monto invertido en el fondo Bs. 100.000

Un bono del fondo con un cupón variable según la tasa activa del mercado: Bs. 10.000

Un bono del fondo con un cupón fijo: Bs 10.000

Una acción común del fondo con derecho a elegir directores: Bs. 50 000

Una acción preferente del fondo, con preferencia en cuanto a su liquidación y sin derecho a elegir directores: Bs. 30.000

Otro instrumento, indique:

c. En caso de que prefiera invertir en una oferta privada de títulos-valores del fondo y de acuerdo a lo indicado en la pregunta anterior, ¿cómo distribuiría su gasto en cada una de las siguientes alternativas? **La respuesta de esta pregunta NO es excluyente, por lo que puede seleccionar una (1) o más alternativas.**

- 1) Como un pagaré del fondo y que éste repondrá en un plazo determinado pagando tasas de interés del mercado_____
- 2) Como un pagaré del fondo y que éste repondrá en un plazo determinado pagando tasas de interés fijas _____
- 3) Como una acción común del fondo con derecho a elegir directores_____
- 4) Como una acción preferente del fondo, con preferencia en cuanto a su liquidación y sin derecho a elegir directores_____
- 5) Otro instrumento, indique_____

Ejemplo 2: monto invertido en el fondo Bs. 100.000

Como un pagaré del fondo y que éste repondrá en un plazo determinado pagando tasas de interés del mercado: Bs.15.000

Como un pagaré del fondo y que éste repondrá en un plazo determinado pagando tasas de interés fijas: Bs. 15.000

Como una acción común del fondo con derecho a elegir directores: Bs 50.000

Como una acción preferente del fondo, con preferencia en cuanto a su liquidación y sin derecho a elegir directores: Bs. 20.000

Otro instrumento, indique:

4. ¿Qué beneficios adicionales requeriría usted para participar como inversor en un fondo como el planteado?

- a. Participación directa en las decisiones de inversión_____
- b. Participación directa en las decisiones de administración _____
- c. Información acerca de cuáles son las alternativas de inversión____
- d. Garantía financiera para el capital invertido_____
- e. Otro_____, en caso de haber colocado esta opción, favor indicar cuál:

5. ¿Qué porcentaje de inversión considera que el fondo debería destinar a los siguientes créditos del sector bancario venezolano?

- a. Crédito al consumo (carros, etc.) _____
- b. Crédito hipotecario _____
- c. Créditos otorgados a PyMEs/Micro y grandes empresas _____
- d. Otros (favor indicar) _____

Ejemplo 3:

Crédito al consumo (carros, etc.): 5%

Crédito hipotecario: 15%

Créditos otorgados a PyMEs/Micro y grandes empresas: 80%

Otros (favor indicar):

6. En una economía como la nuestra indique, ¿qué valor de tasa de rendimiento anual equivalente mínima esperaría de su inversión en el fondo según el instrumento de inversión de su preferencia (EN PORCENTAJE)?

- a. A través de una acción preferente en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta pública: _____
- b. A través de una acción preferente en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta privada: _____
- c. A través de una acción común en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta pública: _____
- d. A través de una acción común en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta privada: _____
- e. A través de un bono que cotice públicamente: _____
- f. A través de un pagaré del fondo para la compra de instrumentos privado _____
- g. A través de otro instrumento _____, indique _____

Nota: en esta pregunta por favor indique la tasa de rendimiento en TODAS las alternativa, de acuerdo a el grado de preferencia para usted, como indica el siguiente ejemplo:

Ejemplo 4:

A través de una acción preferente en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta pública: 10%

A través de una acción preferente en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta privada: 50%

A través de una acción común en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta pública: 10%

A través de una acción común en cuanto a la liquidación del portafolio y con oferta privada: 20%

A través de un bono que cotice públicamente: 10%

A través de un pagaré del fondo para la compra de instrumentos privado

A través de otro instrumento, indique: _____

7. Del monto que invierta: ¿Cuál sería el porcentaje máximo que estaría dispuesto a perder?

1. 10-30% del monto invertido _____
2. 30-50% del monto invertido _____
3. 50-70%% del monto invertido _____
4. Otro: _____

Ejemplo 5:

10-30% del monto invertido: x

30-50% del monto invertido:

50-70%% del monto invertido:

Otro: 5% (solo en el caso de que prefiera otra tasa)

8. ¿Qué requisitos solicitaría del equipo gestor del fondo?

Ejemplo 6:

Experiencia certificada en gestión y administración de este tipo de fondos, conocimiento pleno de los instrumentos que se tranzan en el mercado, tipos de reportes, participación activa en la gestión del portafolio (como asesorar a las empresas en las cuales se invierte, etc.)