

BANCA VENEZOLANA

Antecedentes, riesgo bancario y de crédito,
créditos documentarios, fideicomiso y mercado de capitales

TERCERA EDICIÓN



HUMBERTO LINARES

BANCA VENEZOLANA

Antecedentes, negocios y riesgo bancario, créditos documentarios, fideicomiso y mercado de capitales

Tercera edición

HUMBERTO LINARES
economista

Caracas 2013

EDITADO POR: Humberto Acelio Linares
San Antonio de los Altos, Estado Miranda, Venezuela.

TERCERA EDICION

Registrados los derechos de autor y hecho el depósito conforme a la Ley.
Depósito legal Nro. If25220103303686

Humberto A. Linares (+58) (0212) 3720323/8849585)
e-mail: aceliolinares@gmail.com

Contenido

<u>Prólogo a la primera edición</u>	IX
<u>Prólogo a la segunda edición</u>	X
<u>Prefacio</u>	XI
<u>Introducción</u>	XII
 <u>CAPITULO PRIMERO</u>	
 <u>ANTECEDENTES DE LA BANCA VENEZOLANA</u>	
<u>A. ANTECEDENTES NO BANCARIOS</u>	<u>1</u>
1. <u>El financiamiento público y privado durante la colonia.</u>	<u>1</u>
2. <u>La decadencia del cacao y el auge del café.</u>	<u>5</u>
<u>B. PRIMERA EPOCA (1839-1880)</u>	<u>8</u>
1. <u>Proyectos</u>	<u>8</u>
2. <u>La fundación de los primeros bancos</u>	<u>8</u>
<u>C. SEGUNDA EPOCA (1881-1915)</u>	<u>12</u>
1. <u>Los primeros pilares de la moderna banca venezolana</u>	<u>12</u>
2. <u>Auge del oro y la nueva casa de la moneda</u>	<u>16</u>
3. <u>El Banco de Venezuela como banquero del Gobierno</u>	<u>18</u>
4. <u>Los hechos de orden monetario, financiero y político más relevantes y su relación con las más importantes crisis</u>	<u>20</u>
5. <u>La primera expansión bancaria</u>	<u>23</u>
<u>D. TERCERA EPOCA (1916-1939)</u>	<u>23</u>
1. <u>Otros bancos se establecen.</u>	<u>24</u>
2. <u>Creación de las primeras entidades financieras oficiales</u>	<u>26</u>
3. <u>El impacto petrolero</u>	<u>28</u>
4. <u>Fin del modelo de desarrollo de plantación</u>	<u>29</u>
5. <u>Caída de las grandes casas comerciales extranjeras</u>	<u>30</u>
6. <u>Efectos de la gran depresión mundial (1930) en la banca</u>	<u>32</u>
<u>E. CUARTA EPOCA (1940-1960)</u>	<u>33</u>
1. <u>Restricciones al comercio durante la Segunda Guerra Mundial</u>	<u>34</u>
2. <u>La intervención del Estado a través del BAP en el comercio exterior</u>	<u>35</u>
3. <u>El Banco Central de Venezuela</u>	<u>36</u>
4. <u>Creación de la Superintendencia de Bancos y del Consejo Bancario Nacional</u>	<u>43</u>
5. <u>Principales innovaciones y cambios en la Ley de Bancos 1940</u>	<u>45</u>

6. <u>Efectos de la gran expansión petrolera. Política de sustitución de importaciones. La gran expansión de la banca comercial.</u>	46
7. <u>El estatismo financiero y la promoción de bancos por la CVF</u>	51
8. <u>Segunda expansión bancaria. Crisis financiera 1959-1960</u>	53
E. QUINTA EPOCA (1961-1994)	55
1. <u>Nuevo régimen legal y la especialización bancaria</u>	57
2. <u>Nace la banca especializada</u>	57
3. <u>Evolución de la banca después de la crisis económica 1959-60</u>	58
4. <u>Carácter protagónico de la banca comercial al cierre del primer decenio de la banca especializada</u>	62
5. <u>Política oficial para la inversión extranjera en el sector bancario. Convenios de reciprocidad (1970-79)</u>	64
6. <u>Política oficial para la apertura de bancos regionales privados</u>	66
7. <u>Gran expansión económica y financiera</u>	66
8. <u>Nuevas reformas legales</u>	70
9. <u>Agotamiento del modelo de sustitución de importaciones y el pequeño viraje hacia la exportación de productos no tradicionales</u>	73
10. <u>Otros bancos regionales privados se establecen</u>	74
11. <u>Cambios en el régimen legal</u>	75
12. <u>El inicio de la crisis económica financiera (1983)</u>	76
13. <u>Nuevas intervenciones y liquidación de bancos (1981-1986)</u>	77
14. <u>Comportamiento de la banca</u>	82
15. <u>La política del BCV ante la gran crisis bancaria de 1994</u>	85
16. <u>Lo que la banca no debe hacer ni las autoridades permitirlo</u>	86
17. <u>Intervenciones, estatificación y liquidación de bancos</u>	89
18. <u>Medidas de emergencia bancaria. Nuevos estándares de regulación.</u>	91
19. <u>Bancos comerciales creados en el último decenio del siglo XX</u>	93
G. SEXTA ÉPOCA (1995)	94
1. <u>Efectos de la crisis bancaria</u>	94
2. <u>Surge la banca universal y la concentración bancaria</u>	101
3. <u>Régimen legal hasta finales del siglo XX</u>	104
4. <u>La negociación de la deuda externa y el falso rumbo estratégico de la banca multinacional</u>	106
5. <u>Primeros años del siglo XXI</u>	108

CAPITULO SEGUNDO**NEGOCIOS Y RIESGO BANCARIO**

<u>A.- SISTEMA FINANCIERO VENEZOLANO</u>	<u>117</u>
<u>1. Clasificación de los bancos e instituciones financieras</u>	<u>117</u>
<u>2. Principales variables</u>	<u>125</u>
<u>3. La oferta del sistema bancario</u>	<u>125</u>
<u>4. Análisis estructural. Activos productivos vs pasivos onerosos</u>	<u>135</u>
<u>5. Equilibrio y brecha estructural</u>	<u>142</u>
<u>6. Índices de desarrollo del sistema financiero</u>	<u>145</u>
<u>B. – RIESGO BANCARIO. TÉCNICAS DE ANÁLISIS</u>	<u>161</u>
<u>Introducción</u>	<u>161</u>
<u>El Comité de Basilea</u>	<u>166</u>
<u>Acuerdos de Basilea I y II</u>	<u>167</u>
<u>Modelos de análisis y evaluación del riesgo bancario</u>	<u>195</u>
	<u>189</u>
<u>Modelo CAMEL</u>	<u>192</u>
<u>El sistema de garantía de depósitos</u>	<u>215</u>
<u>Clasificación y cuantificación del riesgo crediticio</u>	<u>218</u>

CAPITULO TERCERO

<u>NEGOCIOS Y GESTIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO</u>	<u>223</u>
<u>Función y propósito del crédito</u>	<u>223</u>
<u>Políticas de crédito</u>	<u>223</u>
<u>Segmentación del mercado</u>	<u>230</u>
<u>Análisis del crédito y gestión del riesgo. Personas naturales</u>	<u>239</u>
<u>La información necesaria</u>	<u>243</u>
<u>Monto y tipo de crédito</u>	<u>244</u>
<u>Plazo</u>	<u>246</u>
<u>Análisis y decisión</u>	<u>246</u>
<u>Rentabilidad en crédito al consumo</u>	<u>248</u>
<u>Factores de riesgo</u>	<u>250</u>
<u>Análisis del crédito personas jurídicas y gestión del riesgo</u>	<u>260</u>
<u>Créditos a corto plazo</u>	<u>262</u>
<u>Créditos a mediano y largo plazo</u>	<u>275</u>
<u>Estudio de las variables</u>	<u>279</u>
<u>Modelos de análisis de riesgo de crédito</u>	<u>279</u>
<u>Una metodología propia de evaluación de riesgos</u>	<u>289</u>
<u>Análisis de factores cualitativos</u>	<u>289</u>
<u>Análisis de factores cuantitativos</u>	<u>290</u>

La información necesaria	290
Información interna	291
El plazo del crédito	312
La garantía	312
Condiciones, acuerdos o convenios	319
Recaudos	321
Valoración de una empresa	322
Criterios de aprobación	324
Niveles de decisión	326
Estructura organizacional simple de un banco	329
Área análisis de riesgo de crédito	330
Estructura simple del área de riesgo de crédito	333
Área de negocios y venta. Estructura organizativa	340
Líneas de negocio. Productos y servicios	345
Portafolio de productos y servicios de la banca	347

CAPITULO CUARTO

CREDITOS DOCUMENTARIOS

I. EL CRÉDITO DOCUMENTARIO Y EL COMERCIO EXTERIOR	364
1. Introducción	364
2. Partes que intervienen en una carta de crédito	371
3. Obligaciones de las partes que intervienen	378
4. Clases de cartas de crédito y usuarios	380
5. Formas de utilización	381
6. La aprobación y apertura de una carta de crédito	383
7. Los pasos a seguir en la apertura	383
8. Modelo de solicitud e instrucciones del ordenante	388
9. Proceso operativo del banco emisor	394
10. Beneficios del comercio exterior	399
11. Resumen del proceso para la exportación de mercancías	404
12. Resumen del proceso para la importación de mercancías	405
13. Tramitación y servicios de aduana. Almacenes de depósito	409
14. Precio de los servicios	411
II. DOCUMENTOS TÍPICOS	413
1. La factura comercial	417
2. Los documentos de seguro	419
3. Los documentos de embarque y transporte	422
III. OTROS DOCUMENTOS	432
IV. TERMINOS INTERNACIONALES DE COMERCIO	441

Incoterms 2000. Incoterms 2010.	441
V. MODALIDADES DE CARTAS DE CREDITO	461
1. Créditos Rotativos / "Revolving Credits"	461
2. Créditos con Cláusula Roja / "Red Clause"	462
3. Créditos con Cláusula Verde / "Green Clause"	462
4. Crédito Subsidiario / "Back to Back Credit"	463
5. Créditos Transferibles	464
6. Garantías bancarias internacionales. L / C de garantía	469
VI. PAGOS DOCUMENTARIOS POR MEDIOS ELECTRÓNICOS. SISTEMA SWIFT	474
CAPITULO QUINTO	
FIDEICOMISOS	483
Epígrafe	483
1. Concepto	486
2. Partes que intervienen en el fideicomiso	487
3. Derechos y obligaciones de las partes	488
4. El fondo fiduciario	492
5. Restricciones para actuar en el negocio fiduciario	496
6. Causas de extinción y formalidades	497
7. Modalidades de fideicomisos	498
7.1. Fideicomiso de prestaciones sociales o indemnizaciones	499
7.2. Fideicomiso de administración	504
7.3. Fideicomiso de inversión	510
7.4. Fideicomiso de fondo de ahorros	513
7.5. Fideicomiso de garantía	514
7.6. Fideicomiso de salud; de hospitalización y de seguro de vida	516
7.7. Fideicomiso testamentario	516
7.8. Fideicomiso de educación	518
7.9. Fideicomiso de planes de pensión y jubilación	519
CAPITULO SEXTO	
MERCADO DE CAPITALES	521
Los antecedentes y evolución del mercado de capitales	521
Clasificación de los mercados financieros	529
Marco legal	533
Funciones de la Superintendencia Nacional de Valores	534
Leyes, reglamentos, normas e instructivos que rigen el mercado	536
La reglamentación del mercado primario	539

La Bolsa de Valores de Caracas, C.A.	541
Función económica de la bolsa de valores	544
Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela	544
La Caja de Valores	546
Los operadores de títulos valores autorizados	549
Los especialistas	550
Administradoras de fondos mutuales	551
Los asesores de inversión y los propios inversionistas	552
Costo de las transacciones	553
Las sociedades calificadoras de riesgo	555
El dictamen de calificación de riesgo	556
Mercado de valores	559
Emisión de acciones	561
Otros instrumentos financieros de renta variable	562
“Warrants”	564
Mercado de acciones de Venezuela	566
Indicadores de mercado de acciones. Índices bursátiles	568
Títulos valores de renta fija. Mercado de obligaciones	572
Tipos de bonos u obligaciones	573
Bonos y obligaciones emitidos por el gobierno	574
Bonos u obligaciones emitidos por empresas privadas	576
Índice de cuadros, gráficas y tablas	589
Bibliografía	592

Algunos documentos contemplan una declaración previa, mientras que otros van de inmediato a la identificación de las partes: a) *La empresa* por medio de la cual se constituye el fideicomiso; b) *los fideicomitentes-beneficiarios* que son cada uno de los trabajadores de la empresa que por intermedio de esta, constituyen el fideicomiso y los trabajadores que en el futuro se adhieran al mismo; y, c) *la institución o banco* que actuará como fiduciario.

Otro importante elemento es el relacionado con la finalidad del fideicomiso en el sentido de que el mismo es para propiciar la constitución de fideicomisos individuales para aquellos trabajadores que deseen participar, momento en el que se considerarán como fideicomitentes-beneficiarios a los efectos del fideicomiso.

Los recursos económicos para el establecimiento de los respectivos fondos fiduciarios provienen del aporte irrevocable de dinero que le hace la empresa, correspondiente a la entrega periódica de la indemnización de los trabajadores en los términos establecidos en el literal "b", párrafo primero del artículo 108 de la Ley Orgánica del Trabajo que legalmente puedan corresponderles a la terminación del contrato de trabajo con la empresa o que puedan corresponderle al cónyuge y los parientes beneficiarios señalados por el artículo 568 de la Ley Orgánica del Trabajo vigente, en caso de que el contrato termine por muerte del trabajador, todo ello según lo previsto en los artículos 567, 569 y 570 ejusdem. El día en que cada trabajador cumpla año de servicio en la empresa, ésta le efectuará otros pagos irrevocables correspondientes a la indemnización antes mencionada, destinadas a incrementar el correspondiente fondo fiduciario. Debe quedar expresamente entendido, que cualquier diferencia que pudiera surgir con respecto al fondo fiduciario correspondiente a cada trabajador y a las indemnizaciones que legalmente le correspondan, será a cargo de la empresa.

Tal como ya se indicó, el fideicomiso de prestaciones sociales cobra relevancia a partir de la reforma parcial de la Ley del Trabajo del 15 de abril de 1975 por las razones señaladas en el epígrafe. Hecha esta acotación, según la Ley Orgánica del Trabajo de junio de 1997, el trabajador tiene derecho y atendiendo a su voluntad, que se le deposite y liquide mensualmente la prestación de antigüedad, en un fideicomiso individual o en un Fondo de Prestaciones de Antigüedad. El monto acreditado a su nombre en la contabilidad de la empresa debe efectuarse en los términos previstos en el artículo 108 en lo relativo al rendimiento, tasa de interés aplicable, forma de desembolso de los rendimientos y la información detallada que debe recibir el trabajador del saldo de dicha prestación. En caso de no constituirse el fideicomiso, la empresa deberá además, satisfacer las obligaciones hasta un 75% en forma de *anticipo* (señaladas en el Parágrafo Segundo, ejusdem) para:

participación, los fondos necesarios para la construcción del conjunto residencial o el aporte inicial requerido.

En cuanto al objeto del fideicomiso, el fideicomitente entrega (en el acto) al fiduciario una determinada cantidad, que constituye el fondo fiduciario inicial, que será incrementado con los aportes entregados por los asociados al fideicomitente. Por su parte el fiduciario declara recibir a su entera satisfacción la cantidad antes mencionada, y a la vez acepta el cargo de Fiduciario que por el documento se le confiere.

En este caso, la finalidad del fideicomiso es la de administrar e invertir la(s) cantidad(es) de dinero entregada(s) por el fideicomitente al fiduciario destinadas a la ejecución del proyecto.

El fiduciario queda liberado de toda responsabilidad derivada o relacionada con la ejecución del proyecto por la falta de cumplimiento por parte de la asociación o los contratistas de los términos y condiciones convenidos para la ejecución del proyecto que no correspondan con la simple administración del fondo fiduciario.

El fiduciario se obliga en adición de lo estipulado en el documento, en la Ley de Fideicomiso y en la normativa que regule la materia, a:

- a) Realizar todos los actos necesarios para el logro del fideicomiso.
- b) Mantener los bienes fideicometidos debidamente separados de sus otros bienes.
- c) Rendir mensualmente cuenta de su gestión al fideicomitente en las oficinas del fiduciario, dentro de los primeros diez (10) días hábiles bancarios de cada mes.
- d) Ejercer cualesquiera derechos de veto con respecto a toda inversión, así como otorgar poderes para representar los mismos derechos.
- e) Cuando sea necesario, defender judicialmente el fondo fiduciario, intentar y contestar acciones y reconvenciones, transigir, comprometer en arbitraje cualquier reclamación, deudas, daños y perjuicios en tribunales u otros organismos de derecho público o privado.
- f) Realizar todos los actos de administración o disposición que considere conveniente para la mejor defensa y salvaguarda del fondo fiduciario.
- g) Tramitar las solicitudes de pago de valuaciones y/o facturas presentadas en un lapso establecido que puede ser no mayor de cinco (5) días hábiles bancarios contados a partir de la recepción de la solicitud.

El fiduciario en ejecución del fideicomiso tiene los siguientes derechos:

- a) Establecer los procedimientos y controles necesarios para garantizar el fiel cumplimiento del fideicomiso.
- b) Exigir al fideicomitente el cumplimiento de las obligaciones previas a la utilización de los fondos del fideicomiso.

7.3. Fideicomiso de inversión

En la forma más genérica de un contrato de fideicomiso de inversión, el fideicomitente transfiere una determinada cantidad de dinero al fiduciario para que éste realice inversiones que generen atractivos rendimientos, que sean seguras y de alta liquidez, a favor de un beneficiario nombrado por el fideicomitente o del mismo fideicomitente que es lo más usual. Además de las ventajas propias del fideicomiso, debe agregarse que su rendimiento siempre ha estado por encima de la tasa pasiva promedio de la banca, y debe recordarse que el fideicomitente puede reservarse el derecho a modificar las cláusulas y condiciones del contrato de fideicomiso, de tal manera que al final del primer período establecido puede comparar los resultados obtenidos con esta herramienta financiera con otros instrumentos existentes en el mercado y luego puede decidir si prorroga el contrato o por el contrario lo da por terminado y decide tomar otra alternativa que le resulte más favorable o con mayores atractivos financieros, fiscales, seguridad, etc.

Como ya se indicó, el fideicomitente puede reservarse la facultad de indicarle al fiduciario el tipo de activo o instrumento financiero a comprar, por lo general, con un perfil de bajo riesgo e instruyéndole sobre las características de las inversiones que debe realizar (cartera dirigida) o puede dejar al banco fiduciario para que escoja libremente las inversiones a realizar (cartera discrecional) con los recursos fideicometidos. Puede indicarle una forma intermedia, en el sentido de indicarle al fiduciario en que *instrumentos específicos no debe colocar el fondo y cuanto invertir*, pero dejando en libertad al fiduciario de invertir los recursos del fondo en cartera de renta fija o en renta variable con bajo perfil de riesgo de negociación.

El fideicomitente también puede reservarse el derecho de indicarle al fiduciario la oportunidad de la liquidación de determinados valores o que el fiduciario le participe previamente el tipo de compra que va a realizar o le informe sobre las características de los valores involucrados en la transacción. Por otra parte, el fideicomitente puede autorizar (al fiduciario) que el fondo se consolide con otros fondos y de esta forma lograr un rendimiento proporcional a la ganancia del fondo fiduciario consolidado o comparable con la que obtendría en caso de colocar los recursos en un fondo mutual, pero obviando los otros beneficios del fideicomiso.

Un contrato de fideicomiso de inversión dirigida o cartera dirigida, debe contener las *posibles opciones de inversión* que dará el banco al fondo fiduciario, con la finalidad de informar o prevenir al fideicomitente o beneficiario de manera clara y legible de los posibles riesgos de inversión, reinversión y de mercado que implica la operación que va a realizarse y en consecuencia, éste pueda seleccionar la opción de su preferencia y al tomar la decisión estar consciente de los riesgos correspondientes. El artículo 6 y

gestión de dicha venta y en el supuesto, de que la compañía designada no logre venderlo en el lapso fijado, da lugar a la autorización irrevocable para que el fiduciario pueda traspasarlo al beneficiario inmediatamente, a un precio ajustado que tome como referencia el precio del avalúo inicial. La metodología para realizar el ajuste puede ser mediante la aplicación del índice nacional de precios al consumidor publicada por el BCV.

En este escenario, el fideicomiso de garantía tiene sus ventajas tanto para el deudor como para el acreedor: el primero ha liquidado un activo de la empresa o de su propiedad pero ha logrado un arreglo satisfactorio (valor según avalúo) con su acreedor sin verse involucrado en un largo proceso judicial, que por lo general culmina con la adjudicación en pago del bien al acreedor por valores muy reducidos, sin contar, el tiempo empleado en el proceso por parte de personal calificado y la apreciable cantidad de dinero gastada en el proceso judicial y extrajudicial. Por su parte, el acreedor ha logrado la recuperación de un crédito de manera rápida, eficaz y ha evitado un conflicto y la posibilidad de continuar negocios con el cliente.

Otro tipo de fideicomiso de garantía es el vinculado con el financiamiento agrícola por parte del Fondo de Crédito Agropecuario (fideicomitente) a pequeños y medianos productores beneficiarios de la reforma agraria para un determinado ciclo agrícola.

Tiene su origen en un plan piloto de ese Instituto para el financiamiento agrícola mediante la transferencia de una determinada cantidad de dinero a un banco (fiduciario) con el propósito de que éste administre e invierta estos activos financieros fideicometidos y en particular se comprometa a cancelar la asistencia técnica, seguro y los costos de la fianza o aval constituidos por el fideicomitente a favor de los bancos involucrados (beneficiarios) que con sus propios recursos hayan otorgado créditos a beneficiarios del plan. Estos préstamos garantizados hasta el 90% del monto de capital e intereses son otorgados conforme a un cronograma de desembolso y son reembolsados por el fiduciario, siempre y cuando existan fondos suficientes en el fondo fiduciario, a las instituciones financieras beneficiarias cuando los créditos no sean cancelados a su vencimiento, previa presentación de una carta de notificación de ejecución de la fianza o aval dirigida al fideicomitente, acompañada del contrato de crédito o pagaré firmado por el beneficiario del plan piloto, vencido y no cancelado; el cual debe ser endosado a favor del fideicomitente, con la finalidad de que el Fondo de Crédito Agropecuario se encargue de la recuperación del crédito garantizado moroso.

En cualquiera de los casos, el fideicomitente deberá presentar al fiduciario el acta constitutiva o registro mercantil y persona autorizada que firmará por el ente o la empresa, con su poder vigente sino está debidamente autorizada por los estatutos para firmar.

CAPITULO SEXTO

MERCADO DE CAPITALES

Los antecedentes y evolución del mercado de capitales hasta la estructura actual

El antecedente de la primera casa de bolsa del mundo surgió en Ámsterdam en 1531 y, tiene el mérito de haber publicado las primeras cotizaciones oficiales de los valores como información importante para la interacción de compradores y vendedores de acciones y obligaciones. Con la creación de la Bolsa de Londres en el año 1571, conocida en sus inicios como la Royal Exchange, surge el primer mercado financiero, en el sentido que lo entendemos hoy día; lugar de encuentro de corredores públicos de valores para realizar operaciones con títulos valores y proporcionar a oferentes y demandantes —empresas o entes necesitadas de financiamiento que acuden a captar recursos financieros del público—, todos los servicios necesarios para efectuar tales operaciones de manera eficiente y confiable. La Bolsa de Londres fue fundada por el banquero inglés Thomas Gresham, célebre por la ley monetaria ⁽⁴⁴⁾ que lleva su nombre.

El comercio secundario de valores estadounidense ocurre en muchos lugares, no obstante, la New York Stock Exchange (NYSE) es la casa de bolsa de valores más grande de los Estados Unidos de Norteamérica por su volumen y valor de sus transacciones y fue establecida —en “Wall Street”, denominación popular por la cual también es conocida esta casa de bolsa— en el año 1792. Recientemente —finales del año 2005— inicia un proceso de transformación que la convertirá, además, en una poderosa red electrónica de negociación de activos financieros en el mercado de valores electrónico;

(44) “La moneda mala desplaza a la moneda de buena calidad”

continuará cotizando sus acciones en la bolsa y la negociación en la red. Actualmente es administrada por el NYSE Group Inc, que fue formado con la fusión de NYSE y el Archipiélago Holdings Inc, una bolsa de valores electrónica.

La Bolsa de Nueva York cuenta con un volumen anual de transacciones de 21 billones de dólares. En el NYSE cambian diariamente de manos 1.620 millones de acciones, cifra que es la media anual de las acciones negociadas en esta importante Bolsa. Le sigue en importancia el Nasd Automatic Quote System (NASDAQ); el cual es un mercado informatizado que cuenta con una red informática conformada por 479 Sociedades de Valores que operan en toda la geografía de los Estados Unidos de Norteamérica. La London International Stock Exchange (ISE) es la casa de bolsa de valores más importante del Reino Unido. En cuanto a la negociación en el mercado londinense; al implantarse el sistema "Stock Exchange Trading System" (SETS) en 1997, se combina la negociación por precios con la dirigida por órdenes. En Alemania, la más grande de las bolsas es la Frankfurt Stock Exchange. Las órdenes en este mercado se contratan a través de un sistema de órdenes de negociación continua denominado XETRA. La Bourse de París, es otra casa de bolsa organizada en el mercado secundario de Francia para acciones, bonos y algunos valores derivados. Este mercado se rige por un sistema continuo de negociación automatizada. En Japón, de referencia obligada para el estudio de los mercados asiáticos, es la Tokio Stock Exchange, donde se realiza un importante comercio de acciones, bonos y futuros.

La evolución del mercado de capitales en Venezuela tiene sus primeros antecedentes en la época colonial (1805) cuando se promueve y se crea una *Casa de Bolsa y Recreo* de comerciantes y agricultores con autorización de la Corona Española con el objeto de reunir en el lugar — esquina La Bolsa— a los comerciantes para celebrar sus negocios y otras actividades sociales. Posteriormente el Presidente GUZMÁN BLANCO fija como el sitio de La Ceiba en la esquina de San Francisco como lugar de reunión de los antiguos corredores y de las transacciones de valores, compraventa de inmuebles e hipotecas que realizaban y, allí permanecieron desde 1873 hasta la creación de la *Bolsa de Comercio de Caracas* en 1947.

En sus inicios —desde principios de siglo XX—, la mayor parte de los títulos valores negociados también se realizaban a través de los bancos comerciales, empresas de seguro y particulares, que actuaban en un mercado institucional y no institucional de hipotecas; otorgando préstamos para la construcción de viviendas con garantía hipotecaria y comprando obligaciones de la deuda pública nacional.

El 21 de abril de 1947, con su primera sesión de operaciones o primera “rueda”⁽⁴⁵⁾, inicia sus funciones la Bolsa de Comercio de Caracas después de elaborarse el documento constitutivo, dictarse los estatutos y el reglamento respectivo aprobado por la Cámara de Comercio de Caracas. Estas primeras normas, dictadas con el propósito de fijar las reglas de juego de las actividades bursátiles, en un mediano plazo dieron el traste con las informales actividades, relacionadas con el negocio de acciones, que tradicionalmente venían realizándose en la esquina de San Francisco y aún con anterioridad a la modificación del Código de Comercio de 1919. Las actividades que se desarrollaban informalmente hasta ese momento eran de muy bajo volumen, sin embargo, dentro del nuevo clima político, proceso de crecimiento e institucionalización del sector privado, al cierre (1947) del primer año de funcionamiento se transan a través de la Bolsa de Comercio de Caracas Bs. 13 millones en acciones y en bonos de la deuda pública y, diez años después el conjunto de operaciones bursátiles alcanzaba a Bs. 287 millones; de los cuales el 40,5% correspondían a operaciones de la deuda pública.

Al derogarse la Ley de Mercado de Capitales de 1973 se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV) y para ajustarse a las disposiciones de la nueva Ley, ejusdem, el 1° de julio de 1974 la referida Bolsa de Comercio reestructura su documento constitutivo y estatutos, y pasa a denominarse *Bolsa de Valores de Caracas, S.A.* En el mes de octubre de 1974 se acordó la liquidación definitiva de la Bolsa de Comercio del estado Miranda, que venía operando desde agosto de 1958, y culmina así el proceso de unificación de ambas bolsas.

Con la Ley General de Bancos, promulgada en 1961, surge la banca especializada y con ella la banca hipotecaria y las sociedades financieras —en la actualidad bajo la denominación de bancos de inversión—. Los primeros, participaron muy activamente con las operaciones en cédulas hipotecarias emitidas por los bancos hipotecarios y, los segundos, suscribiendo acciones de nuevas empresas o para aumentar el capital de las existentes o colocar obligaciones de empresas privadas.

Las obligaciones, tanto privadas como públicas (Bs. 289 millones), tenían el 83,8 % de participación en el total de valores negociados (Bs 345 millones) a través de la Bolsa de Comercio de Caracas y la Bolsa de Comercio del estado Miranda en el año 1966.

El BCV actuaba en el mercado de valores como único agente financiero del gobierno en *operaciones de mercado abierto*, lo que significa

⁽⁴⁵⁾ Esta expresión, en sentido figurado distingue a una reunión de corredores para negociar algún valor, cuyas posiciones son efectuadas en alta voz, lo que significa que es un mercado a grito o mercado de corro.

que el BCV puede comprar y vender —*de manera directa o por bolsa*— valores privados y del gobierno de renta fija (Bs. 123 millones en colocaciones y Bs. 186 millones en rescates) para reducir o moderar fluctuaciones erráticas en el mercado de valores o en el stock de papeles públicos en ese mercado o como herramienta financiera para regular la circulación monetaria. En el siguiente año (1967), la BVC cumplía 20 años y el mercado de valores continuaba incrementado el volumen de sus operaciones, debido especialmente a una mayor *institucionalización* — activa participación del IVSS y de la Central Hipotecaria Sociedad Financiera— del mercado financiero y a la continuada actuación del BCV en sus operaciones de mercado abierto.

A partir del año 1974, la Superintendencia de Bancos toma medidas, tanto normativas como de desregulación del mercado financiero: a) limita la actuación de empresas —sociedades de inversión— y personas que se dedicaban a colocar, en el país, valores emitidos por empresas foráneas y, b) como acción contrapuesta a la falta de oportunidades de inversión en el país —por la volatilidad de las tasas de interés—, era necesario incentivar o crear beneficios para los inversionistas locales e introducir nuevos instrumentos e instituciones —oferta pública de valores y formación de las sociedades anónimas inscritas de capital abierto SAICA— que desaceleraran la salida de capitales y propiciaran el desarrollo de nuestro incipiente mercado de valores y democratización del capital.

Las operaciones en cédulas emitidas por los bancos hipotecarios privados que mantenían una tendencia muy irregular desde el año 1975, presentan una fuerte alza en el año 1981 con una participación del 67,8% del volumen negociado en ese año en la Bolsa de Valores de Caracas. El inusual incremento del total de valores negociados ocurrido en el año 1981, que pasa de Bs. 863 millones en 1980 a Bs. 3.221 millones en 1981 (Ver Cuadro N° F-1), representó una variación del 273% con respecto al total del movimiento bursátil del año anterior. Este ascenso que registró el volumen de transacciones obedeció al fuerte crecimiento en las operaciones de compraventa de cédulas hipotecarias que pasaron de Bs. 60,68 millones a Bs. 2.185,38 millones. El efecto de un conjunto de medidas, relacionadas con la industria de la construcción, produce este cambio radical en las operaciones de cédulas hipotecarias; entre otras, los incentivos a la construcción de viviendas de interés social, la libre fluctuación de tasas de acuerdo a la oferta y demanda de fondos prestables, desregulación de la venta primaria de viviendas, locales comerciales y oficinas, la ampliación de la capacidad de endeudamiento de los bancos hipotecarios y, la ampliación a 30 años para el otorgamiento de préstamos hipotecarios.

Cuadro N° F-1
VOLUMENES NEGOCIADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE CARACAS
1975-1981

CLASE TÍTULO VALOR	(millones de bolívares)						
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Acciones	248	313	305	259	188	257	201
Bonos privados	127	249	202	173	94	90	62
Bonos públicos	517	749	451	567	459	451	772
Bonos financieros	71	29	35	12	7	4	0.2
Cédulas hipotecarias	107	114	135	58	127	61	2.186
TOTALES	1.070	1.454	1.128	1.069	875	863	3.221

Fuente: Bolsa de Valores de Caracas

En el año 1982, el Ejecutivo Nacional continúa reforzando el sector vivienda y, a tal fin: a) clasificó como valores de fomento de cartera a los certificados de DPF emitidos por el BANAP; b) modificó el sistema de subsidios para la adquisición de viviendas mediante la ampliación de la base del plan original y, c) autorizó a los bancos hipotecarios y sociedades financieras a otorgar préstamos hasta un límite del 95% del avalúo del inmueble, y extendió el subsidio para adquisición de viviendas en base a un mínimo de dormitorios y precio de venta, sin embargo, en la BVC se transan obligaciones públicas y privadas, en su mayor parte en cédulas emitidas por los bancos hipotecarios, por un monto de Bs. 2.821 millones; cifra aún muy importante si se compara con los resultados de años anteriores a 1981, pero que representa una variación negativa de 6.6% con respecto a la obtenida en el anterior año (Bs. 3.019 millones).

En cuanto a las obligaciones públicas, a partir del año 1983, fueron objeto de mayores negociaciones y alcanzan a Bs. 3.431 millones, cifra que representa un aumento del 281% al compararse con el monto (Bs. 900 millones) del año anterior, provocado por la alta liquidez y el alto rendimiento porcentual (14,1) de los valores públicos y de la tasa de interés (variable) nominal de hasta 15% anual. Por su parte, las obligaciones privadas inician una acelerada caída que sólo es compensada a partir del año 1986 con el fuerte incremento en el mercado de acciones. En la década de los años 80 el total de valores transados a través de BVC pasa de apenas Bs. 863 millones en el año 1980 a Bs. 12.933 millones al cierre del año 1989. Como puede observarse, en el siguiente cuadro, el sostenido ascenso que se registró en el volumen de transacciones durante ese decenio en el mercado de valores fue consecuencia de la positiva evolución en el mercado de acciones y en el mercado de obligaciones públicas. Las acciones negociadas comprenden, tanto las emisiones activamente comercializadas de compañías conocidas, como de compañías nuevas y pequeñas.

Cuadro N° F-2
BOLSA DE VALORES DE CARACAS
MOVIMIENTO BURSÁTIL
1980-1989
 (millones de bolívares)

CLASE TÍTULO VALOR	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Acciones	201	350	255	341	429	1.047	4.087	7.646	3.450
Obligaciones públicas	772	900	3.431	4.149	6.236	6.034	4.983	4.312	9.135
Obligaciones privadas	2.247	1.921	714	136	77	59	105	116	339
Total obligaciones	3.019	2.821	4.145	4.279	6.313	6.093	5.088	4.428	9.474
Derechos	1	-	-	-	-	-	5	48	0
TOTAL VALORES	3.221	3.171	4.400	4.620	6.742	7.140	9.180	12.122	12.933

Fuente: Banca Central de Venezuela

Es importante acotar, que la circulación de valores de renta fija —obligaciones— en el mercado financiero interno al final del año 1989 fue de Bs. 119.535 millones, de los cuales el 82,6% eran valores públicos, casi en su totalidad, emitidos por el Gobierno Nacional, y tan sólo el 7,9% de los valores en circulación se transaron a través de la BVC (Bs. 9.135 millones en obligaciones públicas y Bs. 339 millones en obligaciones privadas). Esto quiere decir, por una parte, que el BCV actuaba fuertemente en el mercado de valores en operaciones de mercado abierto, comprando y vendiendo valores, por cuenta propia de manera directa o por intermedio de la bolsa de valores. Por otra parte, la mayoría de los bancos participan en todo tipo de actividad financiera incluyendo la emisión y compraventa de valores públicos y privados, lo que significa, que también realizan operaciones de compra y venta de valores dentro y fuera de bolsa. *emitidos y/o negociados* de conformidad con la Ley General de Bancos. Por esta razón, los bancos son los mayores inversionistas en el mercado secundario para obligaciones públicas y privadas y, tiende a ser un mercado interbancario. Así por ejemplo, la Ley, *ejusdem*, establece que las operaciones que realicen los bancos de inversión en el mercado de capitales se efectuarán con títulos valores emitidos o avalados por la República, por el BCV, por los *bancos autorizados* y los títulos valores autorizados por la CNV (Superintendencia Nacional de Valores /SNV a partir del 5-11-2010). No obstante, el Ministerio de Industria y Comercio y SUDEBAN deben informar mensualmente al ente de control y supervisión sobre la situación de los valores de deuda pública emitidos y colocados, y sobre las emisiones autorizadas conforme a la Ley General de Bancos, respectivamente.

Los bancos universales que operan en Venezuela, mantienen en su cartera de valores y en los fondos fiduciarios que administran, la casi totalidad del mercado de valores del sistema financiero. Desde esta óptica se parecen en mucho a los bancos universales alemanes que también toman

parte en todo tipo de actividad financiera incluyendo las operaciones propias de la banca comercial, así como, el negocio de títulos valores y la suscripción, la compraventa y la inversión en acciones.

Cuadro N° F-3
BOLSA DE VALORES DE CARACAS
TRANSACCIONES EN VALORES
 1992-1995 (millones de bolívares)

	1995	1994	1993	1992
TOTAL	838.703	199.361	173.419	185.467
VALORES PUBLICOS				
Bonos deuda pública	1.150	6.416	2.855	4.770
Bonos BCV	683	24.712	77	76
Bonos Brady	741.333	-	-	-
Letras y bonos del tesoro	-	4.827	-	-
VALORES PRIVADOS				
Bonos empresas privadas	5	26	289	1.172
Cédulas hipotecarias	-	-	-	1
Derechos	-	719	1	301
Acciones	95.417	161.005	169.240	177.578
GDS's	115	1.654	952	1.421
Warrants	0,12	2	5	148

Notas: Los pagarés, GDS's y Warrants, son transacciones realizadas en moneda extranjera, convertidas a bolívares al tipo de cambio de cada período. Las transacciones en valores corresponden a las operaciones transadas, pero no materializadas en su totalidad.

Fuente: Banco Central de Venezuela

En cuanto al volumen de operaciones de compraventa de valores locales, podemos decir que durante las cuatro últimas décadas, coexisten una serie de limitantes macroeconómicas y microeconómicas que afectan su crecimiento y desarrollo. En primer lugar, por la poderosa actividad del sector público, financiada por empréstitos (endeudamiento) y los elevados ingresos de divisas; resultantes en su mayor parte de la exportación petrolera y de unos pocos productos que son de la exclusiva dominación del sector público y, en segundo lugar, porque la presencia y el imperio de la economía pública sobre la privada es cada vez mayor en cuanto al manejo de los asuntos económicos, sin embargo, la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) con motivo del 50 aniversario (1997) reporta casi 3 billones de bolívares como total transado en el año. De este total operativo, 2/3 correspondieron a acciones —valores privados— y el resto en bonos Brady y bonos de la deuda pública. A partir de este excepcional año, en la BVC no se logra superar en los siguientes lapsos ese volumen negociado de títulos valores en dicho año aniversario.

En este escenario, el ente de control y supervisión de Valores en el año 1999 dicta las normas relativas a la transparencia de los mercados de capitales con el propósito de preservar la transparencia de las operaciones y la protección de los accionistas minoritarios. Además, se reformaron las

normas relativas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales, con el fin de adaptarlas a la nueva Ley de Mercado de Valores.

Cuadro N° F-4
BOLSA DE VALORES DE CARACAS
TRANSACCIONES EN VALORES
 1996-2003 (millones de bolívares)

	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
TOTAL	1.632.500	564.763	1.059.049	1.503.000	892.166	1.733.280	2.736.441	1.487.512
VALORES PÚBLICOS								
Bonos de la pública	742.976	153.538	-	2.024	47.017	91.309	70.048	54.320
Bonos BCV	-	-	-	-	-	-	-	-
Bonos Brady	76.038	232.530	190.232	174.835	269.702	801.111	726.380	827.897
Letras y bonos del tesoro	-	-	-	-	-	-	-	-
VALORES PRIVADOS								
Bonos empresas privadas	390.889	46.125	-	-	-	-	1	90
Cédulas hipotecarias	-	-	-	-	-	-	-	-
Derechos	-	-	-	-	-	5	1.155	21
Acciones	303.854	126.570	868.817	1.527.101	575.447	840.851	1.928.516	602.477
GDS's	108.834	-	-	-	0,02	4	10.341	2.517
Warrants	-	-	-	-	-	-	-	-

Notas: Los pagarés, GDS's y Warrants, son transacciones realizadas en moneda extranjera, convertidas a bolívares al tipo de cambio de cada período. Las transacciones en valores corresponden a las operaciones transadas, pero no materializadas en su totalidad.

Fuente: Banco Central de Venezuela

Cuadro N° F-5
Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB Real (En porcentajes)	-0,3	-6,0	3,7	3,4	-8,9	-7,7	17,3
Inflación (En porcentajes)	29,9	20,5	13,4	12,3	31,2	27,1	19,2
Desempleo (En porcentajes)	11,0	14,5	13,2	12,8	16,2	16,8	13,9
Precio del petróleo (US\$/b)	10,6	16,0	25,9	20,2	21,9	21,8	31,6
Gasto público (% del PIB)	19,8	18,4	20,2	23,8	25,1	28,8	26,0
Total endeudamiento público (% PIB)	29,3	29,0	27,1	30,4	43,1	46,3	39,1
Endeudamiento interno (% PIB)	-4,2	-5,5	8,4	11,5	14,6	17,4	14,2
Endeudamiento externo (% PIB)	25,1	23,5	18,7	18,9	28,5	28,9	24,9
Deficit/superávit fiscal (% del PIB)	-3,4	-2,7	-1,4	-3,9	-4,9	-7,4	-2,8
Reservas Internacionales (MM US\$)	14.849	15.379	20.471	18.522	14.780	21.366	24.208

Fuente: BCV, INE, MinFinanzas, Ministerio de Energía y Petróleo.

En ese año el comportamiento del mercado de capitales es muy inestable y colateralmente resulta afectado por el severo y continuo desbalance de las cuentas fiscales del gobierno central, como principal resultado del deterioro progresivo del precio del petróleo —que alcanzó mínimos históricos en el año 1998— en los mercados internacionales. El crecimiento promedio interanual del PIB, en ambos períodos es negativo.

El país, nuevamente y de manera consecutiva (2002 y 2003) vuelve a reflejar decrecimiento en su actividad económica y un mayor desbalance de las cuentas fiscales del gobierno central, no obstante que el precio del

petróleo se encontraba estabilizado en un valor muy cercano a los 22 US\$ /barril en ambos años.

Con la nueva Ley de Mercado de Valores (2010) quedó derogada la Ley de Mercado de Capitales (1998). Es promulgada en un contexto económico-financiero muy desfavorable y en un momento de gran incertidumbre, inestabilidad política, económica y social y casi inexistencia de la actividad bursátil. Es evidente que el mercado de capitales está afectado de manera severa; fuertemente impactado por la cadena de expropiaciones, nacionalizaciones, estatizaciones, ocupaciones de empresas y de un sinnúmero de otras categorías de propiedades privadas, inflexible control cambiario y alto riesgo de inversión.

Visto la orientación de la nueva legislación, por razones metodológicas de uso universal, conservaremos en el presente estudio la estructura anterior del mercado de títulos valores y del negocio bursátil. Presentaremos las acotaciones que amerite cada punto tratado y de ser el caso, la relación o vinculación de la actividad regulativa con la disímil política favorable a la aparición en el *ámbito bursátil* de una *contraloría social y de empresas de propiedad social o colectiva*.

Clasificación de los mercados financieros

Para comprender el concepto de mercado de capitales debemos iniciar el punto con algunas definiciones básicas. Un *activo*, es algo —bienes y derechos— o cualquier posesión que posea un valor de mercado o tenga valor en un intercambio y que forma parte de la riqueza de su poseedor. Los activos pueden ser *productivos* o *improductivos*; según sean generadores o no de ingresos en general, así por ejemplo, el poseedor de un título valor obtendrá un beneficio o ingreso futuro (intereses), mientras que el propietario de un local donde funciona su taller sólo puede asignarle a tal inmueble un valor de uso, a menos que, decida su venta (liquidación del activo) o arrendarlo; en cuyo caso, también generará un ingreso o flujo de efectivo pero pierde su condición de bien de uso.

También pueden clasificarse los activos: 1) *tangibles* o 2) *intangibles*. Los primeros son aquellos cuyo valor depende de las características físicas propias del bien, como el caso del local del ejemplo anterior. Los activos intangibles representan obligaciones contractuales sobre algún beneficio futuro, como el caso del título valor. En este contexto, los *activos financieros* son activos intangibles y productivos —para su poseedor—. En otras palabras, los activos financieros son derechos o títulos para su poseedor y a su vez representan una obligación para el ente —usualmente una empresa— que los emite. El ente que realizará los pagos futuros de dinero se llama el *emisor* del activo financiero. El poseedor —por lo general las familias e

instituciones— del activo financiero que tiene derecho a recibir la renta es conocido como el *inversionista*. Ejemplos de activos financieros: Un préstamo de un banco a una persona para comprar un bien; un bono emitido por el BCV; un papel comercial emitido por una gran empresa o corporación; una acción común emitida por una compañía anónima.

Los activos financieros tienen, entre otras, las siguientes *funciones económicas*:

- a. Canalizar las disponibilidades o fondos de ahorro de las familias o entes que tienen un excedente —ahorradores netos—, hacia las empresas o entes que los requieren o necesitan —inversionistas o prestatarios netos— para invertirlos en activos tangibles y,
- b. la redistribución entre las partes —ahorradores e inversionistas— del riesgo asociado con el flujo generado por el activo.

Mercado de deudas y mercado de acciones. Mercado de dinero y mercado de capitales. Podemos ahora definir al mercado financiero como el mercado en donde se intercambian activos financieros. De acuerdo al tipo de obligación financiera podemos clasificarlos como *mercados de deuda* y *mercados de acciones* y, de acuerdo al vencimiento de la obligación podemos hablar de que existe un mercado financiero para instrumentos de deuda a corto plazo llamado *mercado de dinero o monetario*, y otro mercado financiero para los instrumentos financieros de largo plazo denominado *mercado de capitales*. Se acepta que los instrumentos del mercado de dinero son altamente líquidos y fácilmente negociables, sin embargo, en Venezuela la mayor parte del mercado de obligaciones cumple con esta premisa y son referidos como parte del mercado de capitales. Esta apreciación viene dada porque según la Ley de Mercado de Valores (y la anterior Ley de Mercado de Capitales) los considera una *oferta pública* de valores, es decir, oferta que se hace al público, a sectores o a grupos determinados por cualquier medio de publicidad o de difusión —independientemente de su vencimiento—, más aún, en los casos de duda acerca de la naturaleza de la oferta corresponderá calificarla al ente de control y supervisión de valores. Los instrumentos financieros reciben el nombre genérico de *valores*, porque representan un valor convertible en dinero en los términos previstos en el propio instrumento financiero o mediante su venta en operaciones bursátiles.

Es importante acotar que con la nueva Ley de Mercado de Valores (art 24) se pretende implantar una separación entre el *mercado público* y el *privado* mediante la creación de una *bolsa pública* —creada por la República sin limitaciones para negociar títulos valores públicos— y una *bolsa privada*.

Definir el mercado de capitales y requisitos para que exista. El mercado de capitales facilita la concurrencia de las empresas y otras instituciones necesitadas de financiamiento que acuden a captar recursos financieros del público o de ahorradores netos. Si las empresas acuden al *mercado de acciones* pueden obtener financiamiento en forma *directa* mediante la venta de acciones comunes al público, y/o a su vez, también pueden acudir al *mercado de deuda u obligaciones* para obtener fondos al emitir obligaciones y cualquier otros títulos emitidos en masa que posea iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase. En ambos casos estamos hablando del *mercado de valores*.

Las empresas también pueden obtener financiamiento, pero en forma *indirecta*, con un banco a través de la intermediación financiera —ampliamente comentada en el Capítulo Segundo de este libro—.

Las transacciones financieras tienen lugar en el mercado financiero, tanto en los llamados *mercados primarios* como en los denominados *mercados secundarios*. Los primeros —también denominados mercados de emisiones— son aquellos en los cuales se compra y se vende un nuevo título valor, es decir, recientemente emitidos. Los segundos son aquellos en los cuales se intercambian títulos valores ya existentes o instrumentos maduros y en circulación.

Los requisitos para que exista y se desarrolle un mercado de capitales de manera competitiva, son:

1. *Estabilidad política, económica y social:* tanto la situación política, económica y las condiciones sociales son importantes en la definición del mercado y por tanto, el riesgo en diversos escenarios de incertidumbre o inestabilidad política, económica y social ejerce una marcada influencia en el riesgo total y afectan el desarrollo del mercado. Así por ejemplo, el riesgo político puede variar desde una interferencia moderada hasta la expropiación directa de los activos. Las restricciones y las fluctuaciones en las paridades y en la convertibilidad de las divisas, así como, la inseguridad jurídica por el cambio de normas que traban las operaciones, colocan a los inversionistas ante un riesgo cambiario y un riesgo regulatorio que limitan el normal desarrollo y eficacia del mercado de capitales.
2. *Disponibilidad y demanda de capitales.* Si existen suficientes disponibilidades o fondos de ahorro de las familias o entes que tienen un excedente, y son canalizadas oportunamente hacia las empresas o entes que los requieren o necesitan para invertirlos, podemos concluir, que las cantidades ahorradas son suficientes para cubrir los planes de inversión previstos por las empresas. Todos los mercados financieros proporcionan alguna forma de liquidez cuya mayor cuantía dependerá

de que el proceso de ahorro e inversión alcance una alta tasa de crecimiento.

3. *Bolsa de valores organizada y de las otras entidades operadoras*; los corredores públicos, la caja de valores, casas de bolsa, (operadores de valores autorizados) fondos mutuales y otras entidades de inversión colectiva, agentes de traspaso, asesores de inversión, empresas calificadoras de riesgo y empresas emisoras deben cumplir con su misión, de tal manera, que aseguren la transparencia y eficacia dentro un marco apegado a los principios legales y éticos, que brinde soporte técnico y operativo a las transacciones con títulos valores, que se haga de manera ágil y segura y que den agilidad a las transacciones que se realizan en este mercado.
4. *Marco regulador*. La creación de un régimen jurídico especial para el mercado de capitales y, específicamente, de los elaborados sistemas de reglamentación para emitir papeles comerciales, obedecen en parte a que son complejos por sí mismos y, porque el acceso de las empresas para financiar su crecimiento a través de las operaciones con títulos valores —en una economía que requiere liquidez—, amerita de reglas de juego claras para su realización continua y ordenada, por otra parte, el mercado de capitales es un factor básico —como fuente de financiamiento— que facilita el proceso de crecimiento económico.
5. *Intermediarios financieros* que desempeñen el papel de transformar activos financieros y que canalicen el flujo de capitales desde las familias o entes que tienen un excedente monetario hacia las empresas o entes que lo necesita.

En cuanto al régimen legal especial, que comprende diversas normas, conjunto de reformas y medidas complementarias impuestas por el ente regulador estaban diseñadas para servir a los siguientes *propósitos*:

1. Vigilar y prevenir que los emisores de valores defrauden a los inversionistas encubriendo información relevante y/o privilegiada o suministrando información falsa sobre las operaciones o la situación financiera de la sociedad emisora.
2. Promover la competencia y la imparcialidad en el mercado de capitales.
3. Proteger a los inversionistas y preservar la transparencia de las operaciones mediante la divulgación obligatoria, por parte de las sociedades emisoras, de toda información relevante, eventos o situaciones que afecten la cotización de los valores.
4. Procurar la eficacia del mercado secundario y dictar las normas y los requisitos que deben cumplir las bolsas de valores, las sociedades calificadoras de riesgo y la caja de valores para minimizar el *riesgo*

- operacional* y aumentar la confianza del mercado de activos financieros en el país.
5. Decidir sobre las actividades —por ejemplo, oferta pública de valores en el territorio nacional— de las sociedades domiciliadas en el exterior o de organismos internacionales, que manifiesten su intención, para operar en el mercado de capitales. De ser el caso, restringir las operaciones que realicen.
 6. Controlar el nivel de actividad económica.

Marco legal

La estructura reglamentaria en Venezuela tiene como punto de partida la solicitud de dos comerciantes, ante el Gobernador y Capitán General, para el establecimiento de una casa de bolsa y recreo en el año de 1805 y luego a la “*sui generis*” actividad bursátil desarrollada por los comerciantes y corredores que participaron en el incipiente mercado existente hasta 1946. A partir del siguiente año, inicia sus funciones la *Bolsa de Comercio de Caracas* y con su participación, las formales actividades del mercado de valores.

Por otra parte, el Código de Comercio de 1904 introduce innovaciones y regula por primera vez las Cámaras de Comercio y, la Ley de Bolsa de 1917 permitía la creación de Bolsas de Comercio. Esta última Ley quedó derogada por el Código de Comercio de 1919 y, al respecto, establecía las disposiciones sobre Bolsas de Comercio. El referido Código de Comercio, después de su reforma en el año 1955, permanece vigente hasta el presente.

El actual régimen legal para el mercado de capitales permite el monitoreo, por parte del ente de control y supervisión, de las actividades de los operadores y de la oferta pública de títulos valores. La Ley de Mercado de Valores, algunas nuevas normas y reformas, es el resultado de las crisis financieras que han sucedido en el país y, desde la óptica jurídica, los legisladores han solicitado sucesivas actualizaciones de las normas y reglamentos al detectarse fallas en el régimen legal y abusos de poder de algunos administradores de las entidades operadoras y, lo benévolo que era el régimen penal para esos delitos o abusos.

El marco legal también incluye la Ley de Caja de Valores, la Ley Orgánica de Crédito Público, la Ley de Entidades de Inversión Colectiva y las normas dictadas por el órgano de control y supervisión del mercado de capitales.

No obstante, la nueva Ley (2010) establece serias limitaciones a los intermediarios del mercado bursátil —denominados como operadores de valores autorizados— al no permitirles ejercer funciones de correturía de

obligaciones de la deuda pública, ni adquirir tales títulos valores, ni tampoco intermediar en los términos previstos para el sector bancario y de seguros.

Funciones de la Superintendencia Nacional de Valores (antes CNV)

Como ya se indicó, la Superintendencia Nacional de Valores es el organismo de carácter público creado por la Ley de Mercado de Valores con el propósito de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales. Este órgano regulador para cumplir con sus *funciones* está capacitado, por dicha Ley, para dictar las siguientes normas y procedimientos:

1. *Autorizadoras*: El órgano de control y supervisión del mercado de capitales está facultado para decidir las solicitudes que le sean formuladas por el público. Entre otras, las más importantes funciones de autorización son:

- a) La oferta pública, en el territorio nacional, de los valores emitidos por personas domiciliadas en Venezuela y, por organismos internacionales, gobiernos e instituciones domiciliadas en el exterior.
- b) La oferta pública, fuera del territorio nacional, de los valores emitidos por personas domiciliadas en Venezuela.
- c) La publicidad y los prospectos de las emisiones de valores, a los fines de su oferta pública.
- d) La actuación de personas que se propongan constituir sociedades por suscripción pública, y dictar las normas que regulen ese proceso.
- e) La creación de las bolsas de valores, la negociación de productos estandarizados, sean éstos de naturaleza agrícola, financiera, mercaderías o bienes inmuebles, así como la creación de sus respectivas cámaras de compensación, y regular su funcionamiento.
- f) La actuación de los (operadores de valores) corredores públicos de valores, miembros o no de una bolsa y llevar el registro de los mismos.
- g) Aprobar o improbar las normas internas y sus modificaciones dictadas por las bolsas de valores, cámaras de compensación de futuros, opciones u otros derivados.

2. *Normativas*: El órgano de control y supervisión del mercado de capitales tiene la posibilidad para dictar normas con el objeto de regular los distintos aspectos del mercado de capitales y, en especial las normas sobre el funcionamiento de los sujetos regulados:

- a) Dictar las normas conforme a las cuales se autorizará el funcionamiento de las sociedades calificadoras de riesgo.
- b) La forma y contenido de los Estados Financieros que deban presentar los emisores de títulos valores.
- c) Dictar el Reglamento Interno del órgano regulador del mercado.

La SNV, según la Ley de Mercado de Valores, exigirá *provisiones de capital* con el propósito de resguardar el ahorro de los inversionistas de acuerdo al riesgo de inversión con los títulos valores regidos por dicha Ley (numeral 17 del art 8).

3. *Administrativas*: Se refiere a las funciones de registro, de información, de supervisión y de control que debe cumplir el órgano regulador del mercado en su propio desempeño. Es importante acotar que los datos, informes y documentos en general que el ente regulador reciba o recabe en el ejercicio de sus funciones, salvo que ella los califique de confidenciales, serán de *libre acceso* a quien los solicite. Así, por ejemplo, el expediente del ente emisor, que por lo general contiene: El prospecto de la emisión del título valor, la información financiera del emisor, relaciones financieras ajustadas por inflación y los dictámenes de las sociedades calificadoras de riesgo, puede ser solicitado por el público inversionista que acuda al ente de control y supervisión para informarse sobre los títulos valores y los entes que los emiten.

Entre las funciones administrativas más importantes que desempeña el órgano de control y supervisión del mercado de capitales citaremos:

- a) Inscribir en el *Registro Nacional de Valores* los títulos valores objeto de oferta pública.
- b) Publicar un boletín informativo mensual sobre el mercado de capitales y su comportamiento.
- c) Presentar un informe semestral de sus actividades al Ministro de Finanzas —antes Hacienda— y Asamblea Nacional y, un informe anual de las mismas al Presidente de la República.
- d) Examinar los recaudos y avalúos de inmuebles ofrecidos en garantía de las emisiones de títulos valores.

4. *Sancionatorias*: El régimen penal especial establecido por la Ley de Mercado de Valores faculta a la Superintendencia para imponer sanciones por infracción o incumplimiento de la Ley, ejusdem:

- a) Pecuniarias. Multas desde 5.000 UT hasta 10.000 UT. Estas sanciones deben ser canceladas en un plazo muy perentorio contado a partir de su notificación y, las planillas de liquidación de multas tienen el carácter de títulos ejecutivos, y al ser presentadas en juicio aparejan embargo de bienes.
- b) Privativas de libertad. Prisión de dos hasta 6 años.
- c) Revocatorias. Revocar o suspender la autorización otorgada.
- d) Inhabilitación para el ejercicio de las actividades reguladas por la Ley, ejusdem.
- e) Suspensiones temporales de la actividad profesional o como miembros de las entidades operadoras.
- f) Mixtas.

Leyes, reglamentos, normas e instructivos que rigen el mercado de capitales venezolano

La reglamentación del mercado de capitales en el país, además de la Ley de Mercado de Valores (G.O. N° 39.546 del 05/11/10) y lo que sea aplicable del Código de Comercio Venezolano, también incluye la Ley de Cajas de Valores (G.O. N° 36.020 del 13/08/96) y la Ley de Entidades de Inversión Colectiva (G.O. N° 36.027 del 22/08/96), ambas aprobadas en el año 1996, con el propósito de disminuir el riesgo de manejo físico de los títulos valores, minimizar el riesgo de fraude o falsificaciones, darle una mayor transparencia, profundidad y agilidad a los procesos administrativos en las transacciones bursátiles.

La reforma en el año 1999 de las Normas Relativas a la Emisión, Oferta Pública y Negociación de Papeles Comerciales, buscaba entre otros aspectos:

- a) Una mayor regulación de estos instrumentos financieros, al incluir la constitución de garantías reales o personales que respalden la emisión de papeles comerciales;
- b) nuevos requisitos que deben cumplir las sociedades de corretaje o casas de bolsa y las empresas inversoras que realizan oferta pública de estos valores;
- c) una parcial desregulación, al extender el plazo máximo de vencimiento de los papeles comerciales de 270 a 360 días y,
- d) los recursos obtenidos deben destinarse a capital de trabajo.

El ente de control y supervisión de valores reformó las Normas sobre las Actividades de Intermediación de las Sociedades o Casas de Corretaje a finales del año 1999 y, en entre otras regulaciones establece: a) los parámetros de control de riesgo de crédito, precio y liquidez fijados por el organismo rector; b) tipos de instrumentos financieros en los cuales estos operadores podrán invertir; c) requisitos para introducir nuevos productos al mercado financiero; d) indicadores financieros adecuados y de suficiencia patrimonial.

Reglamentos:

- ✓ Reglamento del Sistema Integrado Bursátil Electrónico (SIBE) de la Bolsa de Valores de Caracas, C.A.
- ✓ Reglamento Interno de la Bolsa de productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela (BOLPRIAVEN)
- ✓ Reglamento Interno de la Caja Venezolana de Valores, S.A. G.O. 5.760 (E) del 17 de febrero de 2005
- ✓ Reglamento Parcial N° 3 de la Ley de Mercado de Capitales sobre Sociedades o Casa de Corretaje de Títulos Valores G.O. 34.415 de 21 de febrero de 1990

Normas dictadas por la Comisión o Superintendencia Nacional de Valores:

- ✓ "Normas Relativas a la Oferta Pública y Colocación Primaria de Obligaciones, Papeles Comerciales y Títulos de Participación por parte de Entes Multilaterales" G.O. de 05 de abril de 2006
- ✓ Reforma de las "Normas Relativas a la Información Periódica u Ocasional que deben suministrar las personas sometidas al control de la CNV" G.O. N° 5.802 (E) de 08 de marzo de 2006
- ✓ Normas para la Prevención, Control y Fiscalización de las Operaciones de Legitimación de Capitales aplicables al Mercado de Capitales Venezolano. G.O. N° 38.354 de 10 de enero de 2006
- ✓ Instructivo para Solicitar Autorización para hacer Oferta Pública de Papeles Comerciales G.O. N° 38.229 de 15 de julio de 2005
- ✓ Instructivo para Solicitar Autorización para actuar como Sociedad o Casa de Corretaje de Valores y Sociedad Administradora de Entidades de Inversión Colectiva, y solicitar la Ratificación de las Referidas Autorizaciones G.O. N° 38.222 de 6 de julio de 2005
- ✓ Reforma de las Normas Relativas a las Auditorías Externas G.O. N° 37.830 de 21 de junio de 2005
- ✓ Principios de Gobierno Corporativo G.O. N° 38.129 de 17 de febrero de 2005
- ✓ Las sociedades que hagan oferta pública de valores en los términos de la Ley de Mercado de Capitales, deberán preparar y presentar sus Estados Financieros ajustados a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs) G.O. N° 38.085 de 13 de diciembre de 2004. Por resolución 177-2005 se difiere la fecha de aceptación definitiva de la resolución N° 157-2004 del 2 de diciembre de 2004 sobre las NIIF's y las NIC's G.O. N° 38.354 de 10 de enero de 2006
- ✓ Normas Relativas a la Información sobre Pago de Dividendos que deben suministrar las Empresas que hacen Oferta Pública de sus Acciones G.O. N° 38.007 de 24 de agosto de 2004
- ✓ Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos G.O. N° 37.523 de 9 de septiembre de 2002
- ✓ Reforma de las Normas Relativas a la Emisión, Oferta Pública y Negociación de Papeles Comerciales. G.O. N° 5.582 (E) de 3 de abril de 2002
- ✓ Reforma Parcial de las Normas Relativas a la Autorización de los Asesores de Inversión y al Registro de los mismos G.O. N° 37.245 de 23 de julio de 2001
- ✓ Reforma de las Normas sobre Actividades de Intermediación de Corretaje y Bolsa G.O. N° 5.525 (E) de 5 de abril de 2001

- ✓ Normas sobre Procesos de Nombramiento de Integrantes de la Junta Directiva por Accionistas Minoritarios G.O. N° 37.165 de 23 de marzo de 2001
- ✓ Reforma de las Normas sobre Ofertas Públicas de Adquisición, de Intercambio y toma de Control de Sociedades que hacen Oferta Pública de Acciones y otros Derechos sobre las mismas G.O. N° 37.039 de 19 de septiembre 2000
- ✓ Normas Relativas a la Oferta Pública de Certificados de Participación sobre bienes o productos de naturaleza o destino agropecuario G.O. N° 37.009 de 08 de agosto de 2000
- ✓ Normas Relativas a la Transparencia de los Mercados de Capitales G.O. N° 37.650 de 26 de febrero de 1999
- ✓ Normas Relativas al Establecimiento de Bolsas Agrícolas. G.O. N° 36.583 de 17 de noviembre de 1998
- ✓ Reforma de las Normas Relativas a la Inscripción en el Registro Nacional de Valores de las Sociedades o Casas de Corretaje de Títulos Valores y las Actividades de las mismas G.O. N° 36.555 de 07 de octubre de 1998
- ✓ Reforma de las Normas Relativas a la Información Periódica u Ocasional que deben Suministrar las Personas Sometidas al Control de la CNV. G.O. N° 36.502 de 23 de julio de 1998
- ✓ Reforma Parcial de las Normas para la Elaboración de los Estados Financieros de las Entidades Sometidas al Control de la Comisión Nacional de Valores G.O. N° 36.280 de 29 de agosto de 1997
- ✓ Normas Relativas a la Organización y Funcionamiento de las Cajas de Valores G.O. N° 36.083 de 11 de noviembre de 1996
- ✓ Normas Relativas a las Entidades de Inversión Colectiva y a sus Sociedades Administradoras G.O. N° 36.0216 de 30-05-1996
- ✓ Normas Relativas a la Autorización de las Sociedades Calificadoras de Riesgo G.O. N° 4.808 (E) de 2 de diciembre de 1994
- ✓ Reforma Parcial de las Normas que Regulan la Autorización e Inscripción de los Agentes de Traspasos y el Procedimiento Relativo al Traspaso de las Acciones Nominativas G.O. N° 4.729 (E) de 6 de junio de 1994
- ✓ Normas Relativas a la Información que deben suministrar al ente de control y supervisión de valores, los Bancos y Otros Institutos de Crédito que Soliciten Autorización para hacer Oferta Pública de Títulos Valores y aquellos cuyas Acciones se encuentren Inscritas en el Registro Nacional de Valores G.O. N° 33.474 de 21 de mayo 1986
- ✓ Normas Relativas a la Oferta Pública y Colocación Primaria de Títulos Valores y a la Publicidad de las Emisiones G.O. N° 31.205 de 19 de marzo de 1977

- ✓ Normas Sobre los Requisitos que deben cumplir las Entidades que deseen Retirar de la Oferta Pública sus Acciones u Otros Títulos Valores G.O. N° 30.760 de 5 de agosto de 1975
- ✓ Normas sobre la Organización y Protección de los Obligacionistas G.O. N° 30.573 de 11 de diciembre de 1974.

En la Ley de Mercado de Valores desaparecen las normas que contemplaba la anterior Ley para la emisión de obligaciones y de papeles comerciales.

La reglamentación del mercado primario

Función de los agentes de colocación. El proceso para la emisión de nuevos valores involucra a los agentes de colocación y, la colocación primaria de tales valores la podrá realizar directamente la compañía emisora o mediante dichos agentes de colocación, normalmente bancos universales, bancos comerciales y bancos de inversión, los cuales podrán actuar bajo el sistema de colocación “en base a mayores esfuerzos”, “en firme” o “garantizada”. Los agentes de colocación podrán utilizar los servicios de operadores de valores (corredores públicos de títulos valores) como agentes de distribución.

Las *casas de bolsa, los intermediarios, las sociedades de corretajes y los asesores de inversión* podrán realizar o estar involucradas en una o más de las siguientes funciones: 1) asesorar como especialista al emisor sobre los términos de la oferta, 2) la compra de los valores al emisor; de esta manera garantizan total o parcialmente la colocación de emisiones de valores, 3) realizar operaciones de reporto con los valores reportados, 4) emitir participaciones, 5) la distribución de la emisión al público y, 6) actuar como administradores —de valores— por cuenta de terceros.

Las referidas instituciones pueden cumplir todas o sólo alguna de estas funciones, y lo más usual es que actúen como distribuidor del nuevo título valor y no como suscriptor —compra de los nuevos valores al emisor—, según se estipule en el respectivo *contrato de colocación*.

El acuerdo de suscripción es aceptado como un compromiso *en firme*, es decir, el agente de colocación garantiza total o parcialmente la colocación de emisiones de valores. Los participantes en el mercado, como los bancos universales, los bancos de inversión y las casas de bolsa, que actúan como intermediarios en la distribución de *nuevos valores* al público y *garantizan* la distribución de los valores recientemente emitidos obtienen un beneficio que sería, la diferencia entre el precio que paga por el valor y el precio al cual lo vende al público. Implica un riesgo —riesgo de precio— de sufrir una pérdida en caso de vender los títulos valores a un precio más bajo que el

precio que pagó por los mismos o en el peor de los casos, que no logre colocar totalmente la suscripción. Por esta razón, es común el rechazo general de éstos intermediarios a suscribir una emisión de valores de empresas, a menos que se trate de grandes corporaciones o sociedades anónimas muy reconocidas por sus fortalezas financieras y de un bajo perfil de riesgo (categoría A1).

Por el contrario, en un contrato de colocación *a mayores esfuerzos*, los bancos y las casas de bolsa o sociedades de corretaje aceptan únicamente a utilizar su experiencia para vender los valores. En este acuerdo, sólo aceptan vender tanto valores como puedan a un precio establecido. Los bancos y las casas de bolsa no tienen responsabilidad ni asumen riesgos —riesgo de precio y riesgo de mercado— por los valores que no se vendan.

Por lo general, el precio al público de los títulos valores es a su *valor par o a descuento* y la colocación de la emisión, como ya se indicó, se puede realizar bajo cualesquiera de los sistemas: “A mayores esfuerzos”, “garantizada” o “en firme” y “colocación directa por la compañía emisora”, donde los agentes de colocación a su vez pueden utilizar los servicios de operadores de valores (corredores públicos) como agentes de distribución.

El mercado primario involucra en la distribución a los agentes de colocación, quienes a su vez pueden utilizar los servicios de operadores de valores (corredores públicos) como agentes de distribución de los valores a los inversionistas: de acciones y obligaciones recientemente emitidos por empresas o sociedades anónimas en general.

En cuanto a los valores emitidos por el gobierno nacional y entes de la administración descentralizada y por el BCV, puede éste último colocarlos directamente o a través de la bolsa pública de valores. De igual manera podrán actuar los bancos universales, bancos hipotecarios y bancos de inversión, entidades de ahorro y préstamo, arrendadoras financieras, fondos mutuales, bancos de desarrollo y los institutos y las empresas municipales, los cuales según corresponda y autorizados por la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, podrán emitir certificados de depósitos a plazo negociables o no negociables, títulos hipotecarios, bonos quirografarios y participaciones.

Es importante acotar, que solamente queda eximida de la aplicación de la Ley de Mercado de Valores la oferta pública de obligaciones emitidas por los propios bancos y otras instituciones financieras, mientras que la oferta pública de acciones derivadas de la constitución de tales instituciones queda sometida al control de la SNV, aun cuando la promoción y autorización de funcionamiento de los bancos, requiere de la actuación de la Superintendencia de Bancos y en particular en cuanto a las características de las acciones que deben ser nominativas, de una misma clase y no convertibles al portador. Por otra parte, en la Ley General de Bancos se

establece un procedimiento y un conjunto de limitaciones para el traspaso o para una nueva emisión de acciones, sin embargo, también se establece en la Ley, e*iusdem*, que la adquisición de acciones efectuada en bolsa no requerirá autorización de la Superintendencia de Bancos, pero debe ser participada a ésta por el banco.

La Bolsa de Valores de Caracas, C.A.

La Bolsa de Valores de Caracas, es una empresa privada, que según su documento constitutivo tiene como objeto la prestación al público de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con títulos valores objeto de negociación en el mercado de capitales, con la finalidad de proporcionarles adecuada liquidez y el correcto funcionamiento del mercado bursátil. Para estos fines la compañía cuenta con una moderna edificación en la ciudad de Caracas (Urb. El Rosal) en la cual funciona su sede y ofrece un recinto abierto al público y, un local como sitio de reunión periódica de los corredores públicos de títulos valores —de ahora en adelante, operadores de valores autorizados— miembros de la Institución y sus apoderados, para efectuar las “ruedas de corredores”, concertar y cumplir las operaciones mercantiles que determine su reglamento interno, respetando el principio de la libre oferta y demanda de títulos valores.

La Bolsa, como singularmente se le conoce, en cumplimiento de su objeto social debe fomentar la ampliación del mercado de capitales y la introducción de nuevos sistemas automatizados de transacciones bursátiles, con tecnología de vanguardia para la realización de un sinnúmero de transacciones diarias y para la canalización del ahorro interno hacia fines de inversión productiva.

Es así como la Bolsa ha logrado que el mercado bursátil venezolano sea confiable y ofrezca las mismas condiciones de otras plazas financieras del mundo para la realización de sus actividades y preste al público todos los servicios para que realicen las operaciones con títulos valores objeto de negociación en el mercado. La BVC cuenta con una plataforma tecnológica que la convierte en una institución automatizada con capacidad para atender estaciones remotas y acceso de los operadores desde sus propias oficinas a través de una red electrónica, que permite a los participantes en el mercado “cruzar” cualquier transacción, o lo que es lo mismo, relaciona a compradores y vendedores por medio de la computadora, es decir, un mercado electrónico de valores.

El mercado secundario venezolano es *continuo*, lo que significa que los precios —pueden variar— son determinados continuamente a través de la actividad bursátil diaria y de las órdenes que llegan al mercado, que se

prolonga durante varias horas continuas y de conformidad con las instrucciones que presenten los compradores y los vendedores de valores.

La Bolsa funciona de manera completamente electrónica desde 1992, cuando entró en operaciones el sistema electrónico de negociación denominado Sistema de Automatizado de Transacciones Bursátiles (SATB). En el año 1999 comienza a funcionar el Sistema Integrado Bursátil Electrónico (SIBE), con dos módulos: el de renta fija y el de renta variable. En el año 2006 incorporó una nueva tecnología (SIBE en ambiente Windows) en su sistema electrónico de transacciones, mediante el cual se proporciona a los inversionistas —a través de los corredores y casas de bolsa—, la oportunidad de obtener el mejor precio de compra o de venta existente en el mercado durante la jornada bursátil, esto es, durante el tiempo en que la bolsa permanece abierta para realizar operaciones de compra-venta.

El Reglamento Interno de la BVC, aprobado por el órgano de control y supervisión del mercado de capitales, regula el funcionamiento de Bolsa de Valores de Caracas, C.A. Ésta continúa siendo una institución privada que brinda soporte técnico y operativo a las transacciones de títulos valores en el mercado primario y secundario de Venezuela y, a tal fin cuenta con un sitio para la convergencia de corredores públicos de valores, en el cual puedan cumplir con su labor de intermediación.

De la anterior Ley (1998) quedaron eliminadas por la nueva Ley, una serie de normas relacionadas con las atribuciones y deberes de la junta directiva de las bolsas de valores.

La actual BVC, como centro de negocios de los operadores de valores (corredores públicos) y entidad que interviene en la oferta pública de valores, está sometida al control del ente regulador, y en este contexto, la *oferta pública de valores*, cualesquiera que éstos sean, está regulada por la Ley de Mercado de Valores, sin embargo como ya se indicó, a tal fin de dicha Ley, e*iusdem*, no aplican los títulos de la deuda pública y los de crédito, emitidos conforme a la Ley del BCV, la Ley General de Bancos y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.

Las acciones negociadas en la bolsa son las acciones registradas ante el *Registro Nacional de Valores*. Para ser registrada —acciones listadas—, la empresa debe solicitar y satisfacer los requerimientos legales establecidos y presentarlos conjuntamente con la información financiera de la misma ante la junta directiva de la bolsa a fin de oficializar su inscripción en pizarra.

En otros países, como los Estados Unidos, la empresa que venda títulos valores al público debe inscribir la emisión ante la “Stock and Exchange Commision” (SEC). Ésta revisa toda la documentación de inscripción y el prospecto para comprobar que cumple con toda la información requerida y asegurando la transparencia.

En el Cuadro N° F-6 Montos Negociados en la Bolsa de Valores de Caracas, puede observarse la gran dinámica del mercado, que solamente en los meses de noviembre y diciembre del año 2005 se negociaron títulos por un monto de Bs. 497.184 millones y Bs. 407.236 millones respectivamente; en primer lugar, los instrumentos de renta variable conformados por los ADR's que con una participación de apenas el 29,96% en noviembre pasan a 51,75% en el siguiente mes, mientras que las acciones que participaban con el 38,12% en noviembre, caen, y tan sólo participan con un 10% en diciembre. Estas últimas —las acciones comunes— representan los títulos de propiedad de las sociedades anónimas. En cuanto a los instrumentos de renta fija, los bonos u obligaciones privados que con una participación del 29,17% en noviembre pasan a 37,04% en el siguiente mes.

Como ya conocemos, los bonos privados representan deudas de las empresas o sociedades anónimas en general y, los bonos públicos —en este caso, bonos DPN— representan deudas del gobierno. En el lapso comentado, éstos últimos, escasamente promedian el 2% de los montos negociados.

CUADRO N° F-6
MONTOS NEGOCIADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE CARACAS, C.A.
(millones de Bs.)

TÍTULOS	Noviembre		Diciembre		Variación
	2005	%	2005	%	
TOTAL	497.184,47	100	407.236,48	100	-18,09%
RENTA VARIABLE	338.496,83	68,08	251.472,17	61,75	-25,71%
Acciones	189.527,61	38,12	40.705,37	10	-78,52%
ADR's	148.969,22	29,96	210.766,80	51,76	41,48%
RENTA FIJA	158.687,64	31,92	155.764,31	38,25	-1,84%
Bonos Públicos	13.635,68	2,74	4.924,17	1,21	-63,89%
Bonos DPN	13.635,68	2,74	4.924,17	1,21	-63,89%
Bonos Privados	145.051,96	29,17	150.840,14	37,04	3,99%
Papeles comerciales	112.562,74	22,64	123.902,52	30,43	10,07%
Obligaciones	17.101,26	3,44	26.436,49	6,49	54,59%
Títulos de participación	15.387,96	3,1	501,13	0,12	-96,74%

Fuente: Bolsa de Valores de Caracas, C.A.

La información histórica mensual del mercado puede consultarse en el respectivo boletín de la Bolsa —productos y servicios en la página Web de la BVC—, con su acostumbrado resumen de la actividad bursátil del mercado de renta variable; títulos que más subieron y títulos que más bajaron, y de los valores más negociados en bolívares durante el mes. También presenta el resumen de la actividad bursátil del mercado de renta fija; movimientos de cada valor, del mercado de bonos del sector público; precios de cierre del mes, tasas vigentes del cupón y el rendimiento. También contiene, entre otros, el resumen mensual sobre las colocaciones

primarias realizadas en bolsa de papeles comerciales y de obligaciones quirografarias.

Función económica de la bolsa de valores

Cuando una sociedad o el sector público desean expandir su actividad realizan de acuerdo a la Ley, ejusdem, una oferta pública para colocar sus acciones u obligaciones en el mercado a través de los operadores (corredores públicos) de valores. La bolsa es el mercado por excelencia de estos valores, por cuanto difunde la información que requiere el mercado de los mismos y facilita la intermediación de estos instrumentos financieros de manera competitiva, transparente y eficaz. Una vez concluido el proceso de colocación secundaria de los valores entre el público inversionista, puede ocurrir, que alguno(s) de los tenedores de estos títulos valores tenga necesidad de liquidez, es decir, desea venderlos. En cuyo caso, recurre a la bolsa a través de los corredores públicos de valores para que negocien dichos títulos entre nuevos o habituales compradores de los mismos que procuran obtener un rendimiento sobre su dinero.

En este contexto, podemos hablar de la función de intermediación de la bolsa, de la importancia de los mercados financieros y del poder del ahorro y su canalización hacia las inversiones —financiación directa—, en el entendido, de que la persona que compra una obligación o una acción común de una empresa industrial, comercial o de servicio, además de percibir un ingreso periódico —renta— o tener el derecho de votar en las decisiones de la empresa y participar de las ganancias, también contribuye al inicio de sus actividades o a la ampliación de sus operaciones; porque el monto aportado formará parte de un gran fondo que requiere la empresa para adquirir bienes de capital, equipos y como capital de trabajo, es decir, que utilizará de un modo productivo. A la vez queda en manos del comprador —del bono o de la acción— un instrumento crediticio que podrá negociar cuando requiera liquidez o le convenga desprenderse de ese instrumento.

Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela

La Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela SACA (BOLPRIAVEN) es una sociedad mercantil de carácter privado representativa de todos los sectores involucrados en la comercialización, transformación, almacenamiento, aseguramiento y financiamiento de los productos de origen o destino agropecuarios y cuyo propósito es el de facilitar la compraventa y el financiamiento de los productos agrícolas del país y hacer más eficientes los mercados agrícolas. Los servicios que presta a todos los sectores de las cadenas agroproductivas le permite desarrollar el

mercado y realizar de manera eficiente y en forma continua, transparente, segura y ordenada las negociaciones diarias de contratos de compraventa de diversos rubros agrícolas, por lo general, de calidad homogénea, precio volátil y lugar de origen y destino distantes.

La documentación correspondiente es a través de contratos e instrumentos financieros: Contratos físicos, certificados de depósitos, bonos de prenda, operaciones de reporto, contratos de opciones y otros valores que sean registrados, emitidos y transados en la bolsa de productos e insumos.

Las *normas relativas al establecimiento de bolsas de productos agrícolas* fueron aprobadas por la CNV mediante Resolución 439-98, publicada en la G.O. N° 36.583 de 17-11-1998 y, el *Reglamento Interno de Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela SACA* aprobado por la CNV mediante Resolución 163-99, publicada en la G.O. N° 36.752 de 28-07-1999 regula su funcionamiento; con disposiciones generales, la administración y sus atribuciones, los puestos y corredores de bolsa, de otros participantes, la inscripción de bienes, productos y títulos negociables, la rueda de negocios, las operaciones bursátiles, el sistema de negociación, los procedimientos, los márgenes y garantías y por último las sanciones.

CUADRO N° F-7
MONTOS NEGOCIADOS EN BOLPRIAVEN
Por mes del 2004 y 2005
(En millones de bolívares)

mes	2004	2005	Variación % Interanual
Enero	212.760,78	292.847,10	37,84
Febrero	181.245,96	219.792,61	38,31
Marzo	218.536,95	197.803,33	-8,65
Abril	181.815,53	247.241,07	52,79
Mayo	254.315,74	250.047,84	-1,68
Junio	318.073,67	274.244,63	-13,23
Julio	290.385,84	367.484,00	26,54
Agosto	236.269,92	347.587,09	47,12
Septiembre	233.030,19	347.126,00	48,96
Octubre	285.411,84	307.475,12	4,08
Noviembre	302.468,00	392.371,00	29,72
Diciembre	339.596,00	374.791,00	10,36

Fuente: Asociación Venezolana de Administradoras de Fondos, AVAF

Las operaciones de la Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios, presentan un crecimiento muy significativo en el lapso 1999-2005, al pasar de algo más de Bs. 14 millones negociados en el año de su fundación (1999) a Bs. 3.618.801 millones en el año 2005. En el Cuadro N° F-7 puede observarse las variaciones interanuales del total negociado, ocurridas mes a mes en el período 2004-2005, con pequeñas variaciones negativas ocurridas en sólo tres meses que resultaron ampliamente compensadas por los importantes incrementos en el resto de meses, para culminar el mes de diciembre del año 2005 con un monto de Bs. 374.791 millones, lo que

equivale a una variación de 10.36% con respecto al monto alcanzado el mismo mes del año anterior.

La bolsa de productos y los mercados mayoristas. La *bolsa de productos* ofrece, cotiza y negocia mandatos u órdenes de compra y venta de productos y servicios, representados por documentos físicos u operativos, sean éstos, certificados de depósito, bonos de prenda, reporto, contratos de intermediación y otros valores mobiliarios representativos de productos, mientras que en un *mercado mayorista* el productor lleva físicamente los productos y acude a ese lugar para ofrecer su producto a múltiples demandantes y tiene la oportunidad de escoger la demanda que le resulta más atractiva o de mejor precio. De la misma manera el demandante — detallistas e industriales— tiene la ventaja de acudir a ese mercado mayorista y puede escoger entre diferentes ofertas para el mismo producto y le permite comprar al mejor precio o a un precio representativo de las condiciones que prevalezcan en el mercado.

La bolsa de productos ofrece al intermediario —operador de valores— el lugar para transar los productos y un conjunto de importantes servicios, tales como; información de precios, de mercados y de normas de calidad, las reglas juego del mercado, la garantía de cumplimiento de los contratos, el servicio de arbitraje y la liquidación de contratos. Además, la bolsa ejerce el control y la vigilancia de tal manera que los productos que ofrezcan sus clientes en el corro cumplan con lo establecido en los certificados de inspección y calidad, emitidos por personas —laboratorios especializados— de reconocida capacidad que certifican la calidad y características del producto, bien o servicio específicamente negociado a través de la bolsa. En este contexto, el oferente debe dar la respectiva información, cantidad a entregar y costo total, el origen, el lugar y fecha de entrega y, la forma y condiciones de pago.

Las transacciones cerradas deben ser revisadas y firmadas por el corredor comprador y el corredor vendedor, así como por el director de corro, que autoriza la liquidación de la operación y garantiza su cumplimiento. Con anticipación —del cierre de posiciones— de 24 horas del vencimiento del contrato, el vendedor deberá indicar el lugar y hora de entrega del producto y el comprador depositar el valor de las mercancías en una cuenta especial indicada por la Bolsa. Cumplidos estos trámites, el comprador podrá solicitar la orden de entrega que autoriza el retiro del producto.

La Caja de Valores

La Caja Venezolana de Valores (CVV) es un ente privado que está autorizado para cumplir actividades de depósito central de valores públicos o

privados, su desmaterialización y la realización de operaciones de compensación y liquidación en forma electrónica sobre las transacciones de títulos valores de oferta pública depositados y que se realicen y estén inscritos en la bolsa de valores del país, transados bursátil y extrabursátilmente. El mercado de capitales venezolano cuenta con una caja de valores que es responsable de la custodia y transferencia —llevada a cabo de manera automatizada— de los títulos valores depositados.

Es importante acotar que en la nueva Ley de Mercado de Valores se dispone la creación de un sistema de *custodia pública de valores*, que estará exceptuado de las obligaciones instituidas en dicha Ley y se regirá por normas especiales de la SNV.

En cuanto a la actividad de depósito, la CVV centraliza el registro de títulos valores y provee servicios para la administración de valores en depósito, con la finalidad de reducir el manejo físico, minimizar el riesgo de fraude y falsificación, reducir costos al mejorar la eficiencia operativa, reducir la complejidad operativa, agilizar los procesos administrativos y proveer de información oportuna a los depositantes. En cuanto a la actividad de transferencia, compensación y liquidación, la CVV perfecciona la transferencia entre comprador y vendedor e igualmente establece mecanismos confiables y oportunos, con la finalidad de garantizar a los participantes la existencia de títulos y fondos para efectuar la transferencia, provee transparencia y confidencialidad a los participantes, verifica, ordena y transfiere títulos y fondos entre depositantes.

La Caja Venezolana de Valores está sometida al control de la SNV y la Ley de Caja de Valores (G.O. N° 36.020 de 13-08-96), a las Normas de Organización y Funcionamiento de las Cajas de Valores (G. O. N° 36.083 de 11 /11 /96) y, el Reglamento Interno de la CVV G. O. N° 5.114 de 11-12-96) que regulan las actividades de dicha caja.

Por iniciativa de la Bolsa de Valores de Caracas se crea la Caja Venezolana de Valores como empresa que tiene como objetivos:

- a) reducir el riesgo operacional —fraude y falsificaciones— en la prestación de los servicios de depósito, custodia, transferencia, compensación y liquidación de títulos valores depositados —de oferta pública—. El *riesgo operacional* es la probabilidad de daños potenciales y pérdidas debido a las fallas en la organización y la estructura de sus procesos de gestión, sistemas inadecuados, deficiencias y debilidades en los controles internos, procesamiento de operaciones, seguridad y control;
- b) reducir los costos operativos;
- c) agilizar los procesos administrativos, libres de fallas de seguridad y control;
- d) proveer información oportuna a los depositantes y participantes del mercado.

La actividad de transferencia, compensación y liquidación —por parte de la CVV— persigue: perfeccionar la transferencia entre comprador y vendedor mediante mecanismos confiables y oportunos, con la finalidad de garantizar a los participantes la existencia de los títulos y de los fondos para efectuar la transferencia con transparencia y confidencialidad, verificar, ordenar y transferir los títulos y los fondos entre depositantes (personas que se mencionan en el artículo 12 de la Ley de Cajas de Valores).

Principales servicios que presta la CVV:

- a) Depósito y custodia de los títulos valores.
- b) Administración de los títulos valores.
- c) Registro de la constitución de gravámenes sobre los valores depositados y bloqueo de los mismos.
- d) Registro de las medidas cautelares sobre los títulos valores y bloqueo de los mismos.
- e) Depósito de emisiones de títulos valores amparados por un título único, a solicitud de las entidades emisoras.
- f) Retiros de títulos valores.
- g) Transferencia, compensación y liquidación de operaciones sobre los títulos valores, bajo las modalidades de libres de pago y entrega contra pago.
- h) Confirmación y convalidación de movimientos de valores entre depositantes.
- i) Suministro de estados de cuenta a sus depositantes y subcuentistas.
- j) Suministro de reportes e información general a sus depositantes, emisores y al mercado general, con la observancia del principio de la confidencialidad bursátil.
- k) Suministro de constancias no negociables sobre los títulos valores depositados

Al contar la CVV con normas organizativas y de funcionamiento y la adopción —tecnología electrónica y computarizada— de un sistema automatizado de transacciones bursátiles ha contribuido a: 1) reducción del tiempo de liquidación y mayor dinamismo, seguridad y confianza en cuanto a la custodia, traspaso, compensación y proceso de liquidación de los títulos valores depositados; 2) un aumento sustancial en sus volúmenes de comercio; 3) mayor y oportuna información a los depositantes, agentes, corredores y a los demás participantes y actores del mercado, lo cual, contribuye a la eficiencia del comercio en la Bolsa de Valores.

Una de las consecuencias de este comercio computarizado es la aparición de los *mercados continuos*, como el resultado de la transformación de los *mercados* —tradicionales— *de convocatoria*.

Los operadores de valores autorizados

En Venezuela, los *operadores de valores autorizados* (corredores públicos de títulos valores) y otros intermediarios son personas naturales o jurídicas que realizan operaciones de corretaje con acciones u obligaciones, dentro y fuera de la bolsa de valores. Para realizar tales operaciones de compraventa el corredor público debe cumplir previamente los requisitos legales establecidos por la SNV para actuar como tal y deberá estar inscrito en Registro Nacional de Valores.

Los referidos operadores pueden ser individuales (persona natural) y actuar por cuenta propia o pueden ostentar tal cualidad como sociedades en nombre colectivo (persona jurídica), bajo la figura de *sociedad de corretaje*, la cual, al comprar una acción y ser admitida como miembro de la Bolsa de Valores de Caracas, es considerada propiamente como *casa de bolsa*. En este caso, el corredor representa la intermediación entre el demandante y el oferente y para convertirse en corredor de bolsa debe ser previamente admitido en la bolsa de valores, es decir, legalmente autorizado para realizar actividades de compraventa de valores realizadas en la bolsa.

El corredor de bolsa se distingue por ser la persona que ejecuta una *operación de confianza y cumple con un mandato* y, por lo tanto, debe ejecutar las instrucciones de su cliente —inversionista que oferta o demanda valores— en las mejores condiciones posibles. Para realizar estas operaciones de intermediación los corredores públicos de valores de oferta pública deben cumplir los requisitos y porcentajes de capital y de indicadores financieros establecidos por el ente de control y supervisión.

Según la Ley de Mercado de Valores, las sociedades de corretaje y las casas de bolsa podrán realizar *además de las operaciones de intermediación* que le son propias, *las siguientes actividades*, siempre referidas a la oferta pública de valores y autorizadas por el órgano de control y supervisión del mercado de capitales.

- ✓ Garantizar total o parcialmente la colocación de emisiones de valores y, como ya es conocido, de asumirlo garantizan la distribución de los valores recientemente emitidos y obtienen un beneficio que sería, la diferencia entre el precio que paga por el valor y el precio al cual lo vende al público.
- ✓ Manejar fondos de liquidez de valores en calidad de especialistas.
- ✓ Realizar operaciones de reporto, ya como reportados o como reportadores.
- ✓ Financiar sus operaciones a través de la emisión de valores.
- ✓ Emitir participaciones sobre valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente. Los títulos valores de oferta pública que respalden tales

participaciones deben permanecer, por lo general en un banco debidamente autorizado, quien actuará como agente de custodia.

- ✓ Actuar como administradores por cuenta de terceros de valores que sean objeto de oferta pública, en cuyo caso es obligatorio el uso de la Caja de Valores y la previa autorización del órgano de control y supervisión del mercado de capitales.

Las operaciones que lleva a cabo el operador o corredor en la Bolsa de Valores de Caracas puede ser con acciones o con bonos y otras obligaciones, siguiendo instrucciones de un inversionista que quiere comprar o vender un título valor en dicha bolsa de valores.

Durante la sesión o “rueda”, las estaciones de trabajo quedan enlazadas con el computador central, permitiendo a los corredores introducir las órdenes y que se ejecuten las transacciones. El poder de cómputo permite manejar el flujo de dinero y en sentido contrario el flujo de títulos. En los extremos se encuentran los inversionistas, en la parte interna el corredor que actúa como intermediario y en medio de todo la Bolsa que controla la operación. Posteriormente, una vez que el corredor —operador— efectúa la operación recibe del inversionista el dinero y entrega al mismo la propiedad de los títulos, a su vez, se encarga de entregar el dinero al corredor que representa a la parte vendedora —en la Bolsa se efectúa el neteo multilateral que permite la liquidación financiera en el tiempo pactado—. Cuando en una operación el operador de valores, corredor o casa de bolsa representa a la vez a ambas partes —cliente vendedor y comprador—, se conoce como “operación cruzada” o simplemente cruce y corresponde a ese corredor o casa de bolsa de la entrega de los títulos valores y del dinero o comprobantes de depósito según instrucciones y deseos de los clientes. En las operaciones cruzadas el corredor que interviene debe verificar, antes de concertarlas, que no existe comprador a un precio mayor o vendedor a un precio menor al que se propone efectuar la operación.

La custodia y traspaso de los títulos valores lo realizan los *agentes de traspaso*, sean éstos: bancos, compañías de seguros y empresas autorizadas como tales por el ente de control y supervisión, para llevar los libros de accionistas o para emitir certificados de acciones —definitivos o provisionales— de una empresa. La custodia, el traspaso, compensación y liquidación también podrá efectuarse a través de la Caja Venezolana de Valores.

Los especialistas

En cuanto a los *especialistas*, la Ley de Mercado de Capitales (1998) no definía las atribuciones que correspondía a este “especialista” y tan solo

señalaba que le permite actuar como tal —a los corredores— por su propia cuenta o como sustentador o estabilizador en el mercado secundario.

En algunas casas de bolsas de valores extranjeras que operan en un mercado continuo de acciones, el especialista que tiene autorización especial de la bolsa, puede tener la función como la adoptada por las casas de bolsa de los EEUU de América (USA), en la cual la bolsa designa un *especialista* para participaciones específicas, quien es el único agente de tales participaciones. Otra forma, utilizado en el mercado de mostrador de USA o NASDAQ es el sistema *competitivo* de agentes.

El *especialista* es raramente utilizado fuera de USA y su función en Venezuela era aparentemente con el propósito de actuar ante bruscas variaciones en la cotización de los valores que negocia el corredor, invirtiendo de ser el caso, fondos propios.

Administradoras de fondos mutuales y otras entidades de inversión colectiva

Las administradoras de fondos mutuales y otras entidades de inversión colectiva son intermediarios financieros, debido a que agrupan los fondos de los participantes en el mercado y los usan para comprar una cartera de valores. Estas entidades operadoras *de capital abierto o cerrado* del mercado de capitales canalizan los recursos captados de los inversionistas para ser invertidos en cualquier tipo de activo crediticio y financiero; cartera de títulos valores —incluido en capital de riesgo—, contratos y otros derechos o bienes tangibles. Tal inversión es efectuada con arreglo al principio de distribución de riesgo —o que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo— y, sin que las mismas representen un control accionario, económico o financiero de la sociedad en la cual se invierte.

En el caso de que estas operadoras del mercado ofrezcan a través de la oferta pública, la emisión de títulos valores o participaciones con respaldo a un patrimonio fideicometido o cuyo valor esté determinado y fijado por referencia al valor de otro activo, deberán cumplir con las normas previstas en la Ley de Mercado de Valores y de las *Normas relativas a las Entidades de Inversión Colectiva y sus Sociedades Administradoras* (1996) para un proceso de *titularización* y posterior colocación entre inversores y/o cesionarios como legítimos titulares de los derechos derivados de la inversión fiduciaria.

La sociedad administra los fondos según términos y políticas de inversión establecidos de antemano. Los inversores en un fondo mutual reciben como representación de su inversión un lote de acciones de la entidad seleccionada. Estas acciones se denominan *unidades de inversión* (UI) —según la Ley de Entidades de Inversión Colectiva—, las cuales le

confieren ciertos derechos al inversionista sobre la titularidad o rendimientos de capital en proporción a su inversión y son intransferibles. Los beneficios son representados en *unidades de inversión* y son repartidos diariamente de forma idéntica entre todos los inversionistas, en función de su participación en el fondo.

El valor de las unidades de inversión lo calcula diariamente la sociedad administradora de cada uno de los fondos mutuales del país utilizando la siguiente relación simple: Valor del activo neto total del fondo mutual / unidades de inversión de ese día = Valor Unidad de Inversión (VUI) y, el cual es publicado en la prensa nacional todos los días bursátiles. En otras palabras, el valor neto de la unidad de inversión es igual al valor de mercado de todos los títulos valores de la cartera del fondo, menos los pasivos del fondo mutual, dividido entre la cantidad de acciones en circulación de la entidad. Por ejemplo, supongamos que un fondo mutual con 10 millones de acciones en circulación tiene una cartera con un valor de mercado de bolívares 115 millones y pasivos por bolívares 15 millones. El valor neto de la unidad de inversión (por acción) es de diez bolívares (Bs. 115 millones – Bs. 15 millones / 10 millones de acciones).

Este valor fluctúa en función del precio de los títulos que componen su cartera, y es calculado diariamente al cierre del mercado.

El patrimonio de El Fondo es susceptible de aumento por aportes de nuevos inversores y de disminución por retiro parcial o total de los aportes, sin necesidad de convocar a una asamblea de accionistas. Tanto los fondos mutuales de inversión de capital abierto como sus sociedades administradoras, están regulados por la Ley de Entidades de Inversión Colectiva y supervisados por la Superintendencia Nacional de Valores.

En diciembre de 2005, el patrimonio de los fondos mutuales del país alcanzó el monto de Bs. 453.603 millones y se concentró en un 78% en seis fondos; Portafolio Mercantil Renta Fija (47%), Pro-Divisas Fondo Mutua (9%), VOI Fondo Mutua \$ (6%), Pro-Renta Fondo Mutua (6%), BOD Mixto Fondo Mutua \$ (5%), Italcambio Fondo Mutua \$ (5%).

Las unidades de inversión de las entidades de *capital cerrado* se cotizan en la bolsa de valores. En el caso de las entidades de *capital abierto*, se obliga a comprar/vender el *valor de la unidad de inversión* (VUI) que corresponda.

Los asesores de inversión y los propios inversionistas

Los *asesores de inversión* sólo pueden cumplir funciones de asesoría y, por lo tanto, no tienen otro objeto que asesorar a sus clientes inversionistas, directamente o a través de material informativo, en cuanto a la situación del mercado de capitales o para la adquisición de valores

extranjeros o la realización de contacto directo o indirecto con operadores (intermediarios financieros o corredores públicos) de valores que operen en el exterior, para cuyas actividades deben obtener autorización del ente regulador y estar inscritos en el Registro Nacional de Valores.

Las distintas normas y reglamentos que rigen el mercado no han previsto la remuneración de los servicios del asesor de inversión, a diferencia de lo establecido para los corredores de bolsa que sí están autorizados al cobro de comisiones por todas las operaciones que realicen, bien por hacerse cargo de las órdenes del inversionista para la compra o la venta de valores y, por encontrar las partes que deseen comprar o vender a buenos precios, por lo tanto, es razonable amparar al asesor de inversión con las mismas reglas previstas para el corredor de bolsa y pueda incluir como pago de sus servicios a todos los gastos reembolsables por concepto de *costos de búsqueda y costos de información*. Entre los primeros, lo gastado para anunciar *la intención* de vender o de comprar un título valor, y el precio del tiempo empleado en encontrar una contraparte o para despertar su interés. Los segundos están asociados con la evaluación o perfil económico de dicho activo financiero, fundamentalmente, la cantidad y la probabilidad del flujo de efectivo que se espera genere.

Curiosamente en la nueva Ley (art 36) se introduce el concepto de *Contraloría Social* y se estimula la conformación de una singular figura denominada *Consejos de Inversiones* integrado por *consejos comunales* u otras agrupaciones sociales o gremiales; para salvaguardar los intereses de los inversores y correcto funcionamiento de los servicios bursátiles.

Costo de las transacciones

El *costo de las transacciones* representa no sólo pagar las comisiones —costo de transacción de los mercados de valores— de los operadores de valores. Los costos de transacciones para un inversionista incluyen, además de las comisiones a los operadores (corredores), los honorarios pagados a los agentes de traspaso y custodia, a los asesores de inversión y de cualquier otra entidad operadora que participe en la operación. Así por ejemplo, luego de las transacciones, tanto el vendedor como el comprador deben cancelar los derechos de registro en la Bolsa de Valores —el costo de inscripción es de 45 *unidades bursátiles* (UB) y cada UB equivale en el año 2006 a 33.600 bolívares, la cual es ajustada anualmente de acuerdo a la variación de la inflación—, mientras que las comisiones cobradas por los corredores a los inversionistas son determinadas libremente por las casas de bolsa.

Los *derechos de registro y comisiones*, de los títulos de renta variable en el mercado primario son negociables, pero en el mercado secundario las acciones pagan además de una comisión mínima un porcentaje variable. Los

derechos de registro y comisiones, de los títulos de renta fija tanto en el mercado primario como en el secundario deben cancelar una determinada cantidad de bolívares por cada millón del valor nominal de la obligación. Además, las empresas cancelarán anualmente una cuota de mantenimiento calculada con base al tiempo —número de días que se negocia el título— de presencia en la *pizarra de cotizaciones*, la cual es equivalente a un valor comprendido entre 45 y 135 unidades bursátiles.

Entre otros cargos adicionales que un inversionista debe pagar se incluyen la custodia y los gastos cargados por la institución financiera o depositaria, por concepto de la custodia de los valores. Puede agregarse a los anteriores, los gastos de traspaso de los títulos valores y otros gastos reembolsables. En el caso de títulos de renta fija, el emisor de la obligación y/o títulos de renta fija —incluyendo a las acciones preferenciales— debe pagar los honorarios o costo de los servicios de la sociedad calificadora de riesgo.

Por otra parte, el inversionista puede estar afectado por el *impuesto a las ventas y al consumo suntuario* que estarían obligadas a cobrar las casas de bolsa para las operaciones de renta fija y renta variable.

Las operaciones en bolsa y fuera de bolsa, tanto de renta fija como de renta variable puede estar afectada por impuestos fiscales en determinados porcentajes o unidades tributarias ajustables de acuerdo al IPC; dependiendo del monto y si se trata de una persona natural o jurídica, residente o no residente o si se trata de una persona jurídica domiciliada o no domiciliada en el país.

Todos estos cargos por servicios, en opinión de algunos especialistas, pueden de manera marginal influir sobre la toma de decisión de invertir o limita a potenciales inversionistas para intervenir en el mercado de capitales del país, porque el costo de las transacciones locales son elevadas al compararlas con las estadounidenses y aún más con las existentes en las bolsas europeas o que en algunos casos las tarifas o comisiones cobradas por el servicio prestado —que requiere de poco o ningún valor agregado— por parte de las personas que en cualquier forma intervienen en la oferta pública de títulos valores es aplicado sin ningún tipo de diferenciación. No obstante, el mercado venezolano, de igual manera lo califican como un mercado lleno de potencialidades y de oportunidades.

Los bonos del sector público emitidos por el gobierno nacional, entes descentralizados y/o por el BCV pueden eventualmente estar exentos de impuestos. En Venezuela la mayoría de estos bonos no están exentos de impuestos en general y representan un ingreso no despreciable para el Fisco.

Existe el riesgo —regulatorio— de que una obligación del sector público emitido libre de impuestos pueda ser eventualmente declarada gravable. En este caso, el *riesgo regulatorio* es la probabilidad de que el

gobierno cambie las normas, leyes financieras o reglas de juego tributarias o nuevas regulaciones que hacen menos valiosas las operaciones anteriores o que afecten las posiciones del inversionista.

En cuanto a la oportunidad de liquidación de las operaciones bursátiles que se llevan a cabo, puede ser: a) de *entrega regular*, que deben ser liquidadas al tercer día hábil bursátil siguiente a su celebración y, b) *a plazo*, cuyo período de liquidación puede estar comprendido entre uno y sesenta días hábiles bursátiles, contados a partir del día de la celebración de la operación, el cual debe ser especificado al momento de ingresar la orden en el sistema.

Las sociedades calificadoras de riesgo

Según disposición del ente de control y supervisión, las sociedades calificadoras de riesgo como entidades operadoras del mercado de capitales, entre otras actividades, como la publicación de índices y estudios del mercado de capitales, tienen como *objeto social exclusivo* la calificación de títulos valores o derechos y son las únicas responsables por los juicios de valor —dictámenes— emitido a propósito de las mismas.

En este contexto, las sociedades calificadoras de riesgo son las encargadas de identificar el riesgo y las variables relevantes de los activos financieros que se negocian en el mercado de capitales. Debe en primer lugar, determinar el grado de seguridad del *flujo de efectivo esperado*. Por ejemplo, el flujo de efectivo de valores del BCV es conocido con certeza porque el BCV no ha dejado de pagar a su vencimiento o nunca ha fallado en la cancelación de los intereses y el capital de los bonos que ha emitido. Visto desde esta óptica, debe identificar el *riesgo de crédito o riesgo por incumplimiento* por parte del emisor, es decir, que éste no cumpla sus obligaciones, o no cancele oportunamente sus cuotas crediticias. También existe el riesgo de *tipo de cambio* en el caso de los activos financieros, cuyo flujo de efectivo no está nominado en dólares estadounidenses o en cualesquiera de las otras diez (10) divisas reconocidas universalmente como *divisas convertibles*, varíe en forma adversa, dando como resultado menos dólares o divisas convertibles respectivas a su vencimiento. Este *riesgo cambiario*, desde la óptica del emisor residente local, es aquel derivado de las fluctuaciones de las paridades en las divisas al que se expone este emisor local cuando fija las obligaciones emitidas en monedas diferentes al bolívar.

La certificación del ente de control no significa que los títulos valores tengan mérito de inversión o estén evaluados apropiadamente por las empresas calificadoras de riesgo o que la información sea confiable. Es importante acotar, que el ente de control y supervisión en ningún caso certifica la calidad de la inversión de un determinado tipo de título valor y

sólo está interesada que la empresa presente la información completa y exacta de todos los hechos relevantes relacionados con la empresa y el título valor a emitir, incluyendo el prospecto de la oferta pública y, en el caso de la emisión de obligaciones, el dictamen de dos sociedades calificadoras de riesgo. Una vez emitido, puede ser que el título valor sea en el corto plazo de una baja calificación y de alto riesgo o riesgo moderado o simplemente existe la probabilidad de que los rendimientos reales futuros estén por debajo de los rendimientos esperados.

Cuanto más baja sea la calidad de la inversión y más alto sea el riesgo crediticio, mayor será el rendimiento —porque el inversionista lo percibe como el único atractivo y así lo exige para asumir un mayor riesgo— y viceversa. Los inversionistas tienen que tomar sus propias decisiones y medir el riesgo sobre la base de esa información. Al respecto, las sociedades calificadoras de riesgo al emitir el dictamen de calificación de papeles comerciales y otras obligaciones, destacan al pie de página del mismo que la calificación (por categoría desde “A” hasta “E”), no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, sino una *evaluación sobre la probabilidad* de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.

El dictamen de calificación de riesgo

Una vez efectuada la inscripción del título valor en el Registro Nacional de Valores, la sociedad mercantil que pretenda obtener la autorización del ente de control y supervisión para hacer oferta pública para una emisión de obligaciones; papeles comerciales o valores representativos de deuda destinados a la oferta pública, tiene que solicitar un *dictamen a dos empresas*, diferentes e independientes, que presten el servicio de calificación de riesgo. Al respecto, el emisor debe realizar un contrato con tales sociedades calificadoras de riesgo que evaluarán la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente y, calificarán la emisión por *categorías* en cuanto a su calidad, así como su revisión semestral o de acuerdo a la periodicidad indicada en el dictamen de calificación y durante la vida del instrumento financiero.

En el mercado nacional las sociedades calificadoras de riesgo locales sólo pueden dar la calificación de un título valor de acuerdo al procedimiento técnico que previamente habían remitido al órgano de control y supervisión del mercado de capitales. En el caso de un título valor emitido en el exterior —mercado extranjero— fuese ofertado en el país previa autorización del ente de control y supervisión, esta podrá —a su juicio— considerar válida la calificación de la sociedad calificadora de riesgo foránea, de reconocido prestigio, tales como, la “Moody’s Investors Service” y “Standard Poor’s”.

Según el procedimiento de calificación, el dictamen de calificación motivado debe indicar de manera destacada que no implica recomendación para la compra o vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título valor, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. Al efecto calificarán la emisión de acuerdo a la probabilidad que presenten de incumplimiento de pago, es decir, tomando en consideración la solvencia del emisor, la capacidad potencial de pago de capital e intereses, las características del instrumento y la información disponible para su calificación.

La calificación de obligaciones, según el órgano de control y supervisión, incluye:

- La *categoría "A"* asignable a instrumentos financieros con muy buena capacidad de pago de capital e intereses de manera oportuna. No debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que este pertenece o en la economía, es decir, no le afectan las crisis.
- La *categoría "B"* corresponde a los instrumentos con adecuada capacidad de pago, pero susceptible por ser afectado ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a la que pertenece en la economía, es decir, sólo le pueden afectar las crisis fuertes.
- En la *categoría "C"* aun cuando actualmente tengan capacidad de pago son vulnerables ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a la que pertenece en la economía, lo que podría producir retardo en el pago o pérdida de intereses, es decir, le pueden afectar las crisis.
- La *categoría "D"* corresponde a los instrumentos con inadecuada capacidad de pago de capital e intereses con alta probabilidad de retardo en el pago o pérdida de los mismos. Le afectan las crisis. Por último,
- La *categoría "E"* corresponde a instrumentos de cuyo emisor no se posee información suficiente o representativa. Presenta muchas dificultades y capacidad de pago negativa.

Las sociedades calificadoras de riesgo interesadas en el uso de *subcategorías* y la correspondiente modificación al procedimiento de calificación deberán solicitarlas ante el órgano de control y supervisión del mercado de capitales.

Las primeras cuatro subcategorías de valoración son aplicables a emisiones de valores de óptima o buena calidad, mientras que los otros valores clasificados como aceptables, deficiente o malos se consideran de especulación.

De seguidas, un modelo de calificación por subcategorías:

DESCRIPCIÓN. Riesgo y capacidad de pago	SUBCATEGORÍAS
ESCASO RIESGO. Muy buena capacidad de pago. Muy amplia	A1
MÍNIMO RIESGO. Buena capacidad de pago. Amplia	A2
MUY BAJO RIESGO. Aceptable capacidad de pago	A3
BAJO RIESGO. Adecuada capacidad de pago. Holgada	B1
RELATIVO BAJO RIESGO. Menos vulnerable ante cambios	B2
ALGÚN RIESGO. Vulnerable ante cambios	B3
RIESGO MODERADO. Más vulnerable. Ajustada capacidad de pago	C1
RIESGO. Solvencia corta y le afectan las crisis	C2
ALTO RIESGO. Solvencia sin consistencia. Muchas dificultades	C3
MUY ALTO RIESGO. Inadecuada capacidad de pago. Insuficiente	D
IRRECUPERABLE. No se posee información relevante. Impago.	E

Fundamentos de calificación. Antes de asignar una categoría, las sociedades clasificadoras de riesgo evalúan el entorno económico, político y social del país, al igual que el sector donde se desempeña la empresa, así como de las características específicas relacionadas con el instrumento que se está emitiendo y, además revisan: el tipo de garantía, las tendencias en las razones o ratios de solvencia y liquidez, evolución del ciclo de caja, velocidad de salida de los inventarios, comportamiento de pago a proveedores, nivel de endeudamiento total, manejo del servicio de la deuda, posición pasiva neta en moneda extranjera y riesgo cambiario, rentabilidad medido a través del ROA y ROE, necesidades y situación del capital de trabajo, cobertura promedio de gastos financieros, rentabilidad y cobertura de la deuda y la capacidad de flujo de efectivo para cumplir con el pago del principal y los intereses.

En cuanto a la calificación de acciones, las sociedades calificadoras de riesgo deberán pedir autorización al órgano de control y supervisión del mercado de capitales para poder utilizarlas.

Las calificaciones de títulos valores realizadas por Moody's Investors Service y Standard Poor's (calificadoras de riesgo) son ampliamente respetadas por oficinas reguladoras de gobiernos e inversionistas que las reconocen como medidas de retorno sobre activos financieros y medidas de riesgo de crédito o riesgo por incumplimiento.

La importancia de estas calificadoras queda expresada en el alto nivel de actividad operacional, así por ejemplo, Moody's Investors Service califica más de 30 trillones de dólares en el mercado de deuda (bonos) de los Estados Unidos e internacional y cerca del 40% de participación en el mercado de calificación crediticia en más de 100 países. Mantiene relaciones con más de seis mil instituciones financieras y cubre más de un centenar de miles de emisiones de bonos corporativos y gubernamentales, más de tres mil instituciones afiliadas y cuenta con más de treinta mil suscriptores. Las importantes clasificadoras como Moody's Investors Service y su principal

rival Standard Poor's presentan las siguientes categorías de calificación de títulos representativos de deuda y de acciones preferidas. Para cada subcategoría, por lo general, utilizan un modificador numérico.

DESCRIPCIÓN	Standard Poor's	MOODY'S
	CATEGORÍAS	
EXTREMADAMENTE FUERTE. Mejor calidad	AAA	Aaa
MUY FUERTE. Alta calidad	AA	Aa2
FUERTE. Mediana calidad superior	A	A1
ADECUADA. Mediana calidad	BBB	Baa1
MENOS VULNERABLE. Posee elementos especulativos	BB	Ba1
VULNERABLE. Muy especulativa. Inversión no deseable	B	B1
MÁS VULNERABLE. Completamente especulativa. Desempeño deficiente; puede fallar	CCC-CC	Caa
MUY VULNERABLE. Falla a menudo. Reservada para bonos que no pagan intereses.	C	Ca
IMPAGO (default). Falla. Nivel más bajo. Su límite indica valor de salvamento relativo	D	D

En Venezuela, algunos inversionistas particulares acuden a un operador de valores (corredor de bolsa) para que se haga cargo de sus órdenes de compra o venta de valores, porque desean comprar o vender a buenos precios y de manera transparente, pero otros inversionistas prefieren efectuar sus propias investigaciones y cálculos —a propio riesgo pueden operar en el mercado virtual “online trading” o “day trading” vía Internet—, sin embargo, los más importantes inversionistas son institucionales y éstos prefieren celebrar un contrato de fideicomiso de inversión con un banco porque confían más en el banco en cuanto al análisis de crédito y en la administración del fondo fiduciario; representado por inversiones en títulos valores negociados en el mercado de capitales: obligaciones de la deuda pública o emitidas por el BCV, depósitos a plazo y obligaciones emitidas por bancos del país y del exterior, papeles comerciales y participaciones en empresas privadas no financieras del país, entre otros. El resto de inversionistas independientes y moderados, confían en el análisis que realizan las sociedades calificadoras de riesgo que expresan el *dictamen de calificación de riesgo*, bajo el sistema de calificación antes visto, y acuden a un corredor para que cumpla —una función fiduciaria— sus instrucciones en las mejores condiciones posibles.

Mercado de valores

La parte del mercado financiero para los instrumentos financieros de largo plazo, como mencionamos en el inicio de este capítulo, es conocida como mercado de capitales, y éste, podemos clasificarlo de acuerdo al tipo de obligación financiera en dos tipos: mercado de deuda u obligaciones y mercado de acciones.

También mencionamos, que el mercado de capitales facilita la concurrencia de las empresas necesitadas de financiamiento que acuden a captar recursos financieros del público. Si las empresas acuden al mercado de acciones obtienen financiamiento en forma directa mediante la emisión y venta de acciones al público, y/o a su vez, también pueden acudir al mercado de deuda para obtener fondos al emitir obligaciones. En ambos casos estamos hablando del *mercado de valores*.

Para comprender el mercado de valores debemos iniciar el punto con algunas definiciones básicas. Una *acción* es un título valor que una vez puesto en circulación es representativo de las partes alícuota en que ha sido dividido —para facilitar la suscripción— el capital de una compañía anónima, es decir, es un título valor que otorga a quien es titular la condición de socio —accionista— capitalista de tal compañía. La persona que compra una *acción común* de una compañía anónima, además de tener el derecho de votar en las decisiones de la empresa y participar de las ganancias, también contribuye al inicio de sus actividades o a la ampliación de sus operaciones.

Por su parte, los *instrumentos de deuda u obligaciones* son documentos que representan la participación sobre una parte de una deuda —título de crédito— o sobre una fracción de valores respaldados por hipoteca —como las cédulas y bonos hipotecarios— o sobre cualquier otro instrumento de deuda legalmente autorizado.

Las operaciones bursátiles, tanto de acciones como de obligaciones representan la canalización del ahorro hacia las inversiones, en el entendido, de que la persona que compra una obligación o una acción contribuye de igual manera al desarrollo de las actividades productivas o planes de inversión de la empresa emisora del título valor.

Características de los títulos valores de renta fija y de renta variable. En el mercado de capitales se negocian; 1) las obligaciones del tesoro o los títulos valores públicos representativos de la deuda pública regulado por la Ley Orgánica de Crédito Público, 2) las obligaciones o los instrumentos financieros emitidos por los bancos y otros institutos financieros sometidos al régimen de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, 3) las obligaciones —papeles comerciales, bonos— y acciones emitidas por compañías anónimas sometidas al régimen de la Ley de Mercado de Valores. Las obligaciones, antes mencionadas, tanto públicas como privadas son títulos valores de *renta fija* mientras que las acciones comunes son valores de *renta variable*.

Así pues, para un inversionista que no quiera correr mayor riesgo de inversión puede hacerlo en obligaciones; bonos, papeles comerciales, etc. de mediana o buena calidad; que le generen anualmente intereses que siempre serán los mismos, es decir, de renta fija o invariables, independientemente del mayor o menor éxito que tenga la empresa emisora, pero si desea tener el

derecho de votar en las decisiones de la empresa y a su vez obtener mejores resultados o un probable buen rendimiento, debe hacerlo en títulos de renta variable —acciones comunes—, en cuyo caso también se asocia a los múltiples riesgos que corra la empresa emisora. Visto así, el titular de acciones comunes de una empresa no tiene la seguridad ni el monto y tampoco el momento en que percibirá los dividendos, cuyo pago dependerá de las ganancias y del flujo de efectivo esperado por los administradores de la empresa. Además, en el caso de la liquidación y disolución definitiva de la sociedad anónima y, sólo cuando esté liquidado el haber social y extinguidas todas las obligaciones se repartirá el remanente entre los accionistas, es decir, en nuestro caso, las obligaciones son pagadas antes de las acciones.

Emisión de acciones

Existen dos importantes tipos de acciones: las *acciones comunes* y las *acciones preferidas o privilegiadas*. La principal diferencia entre las dos tipos de acciones es que las acciones preferidas tienen derecho a un dividendo fijo o con preferencia o antes que los poseedores de acciones comunes, es decir, tienen derecho a una renta fija al igual que las obligaciones y de hecho son consideradas como valores de renta fija. En otras palabras, las acciones preferidas son un tipo de acciones y no un instrumento de deuda, pero comparten características tanto de las acciones comunes como de los instrumentos de deuda u obligaciones. Si la compañía emisora de las acciones preferentes —con la prioridad en la distribución de dividendos— no puede efectuar el pago de dividendos de manera oportuna y debe acumular su pago hasta que sea totalmente liquidado, tales acciones preferidas con esta ventaja son llamadas *acciones preferidas acumulativas*, pero en caso contrario, si el dividendo no es decretado y el tenedor de valores debe renunciar al pago en efectivo, la acción preferida es llamada una *acción preferida no acumulativa*.

Algunas acciones preferidas al igual que algunas obligaciones, siguiendo determinadas condiciones, pueden ser libremente *convertibles* en acciones comunes de la propia sociedad emisora.

Las acciones de las sociedades reguladas por la Ley de Mercado de Valores deben ser todas comunes. Sus titulares tienen dos formas de ganar dinero como accionistas de las empresas. La primera con las ganancias de la compañía anónima cuando son distribuidas en forma de dividendos y la segunda, por el incremento del precio de la acción en el mercado. Además tienen el derecho de voto en las asambleas generales de accionistas y también lo hacen acreedor a la designación de los altos directivos y en otras decisiones importantes, tales como la modificación de los estatutos y derecho preferente en la suscripción de nuevas acciones.

Según la forma de circulación pueden ser: 1) *acciones nominativas*, 2) *acciones a la orden* y, 3) *acciones al portador*. Las primeras son emitidas a nombre de una persona determinada. La sola transmisión del título no es suficiente para transmitir la propiedad de las mismas, siendo necesario para ello la declaración hecha en el libro de accionistas de la compañía por parte de los representantes autorizados de ésta, del titular y del adquirente. La propiedad de las acciones nominativas se prueba con la inscripción en el libro de accionista de la compañía. Las segundas son transmisibles mediante la entrega del título debidamente endosado por su titular, pero no son usuales en nuestro sistema jurídico. Las terceras son las suscritas de manera innominada —sin indicar el nombre— y se transmiten por la simple entrega del título. En Venezuela no está permitido emitir acciones al portador, al menos desde la entrada en vigencia de la Decisión 24 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, artículo 45 y, por ser Venezuela miembro del Pacto Andino según lo establecido por el artículo 45 de la Decisión 25.

En cuanto a las *acciones en tesorería*, la Ley de Mercado de Valores establece que las sociedades cuyos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores, sólo podrán adquirir a título oneroso sus propias acciones o las emitidas por su sociedad dominante u otros valores que confieran derechos sobre las mismas, cuando se cumplan entre otras condiciones las siguientes: que las *acciones* estén totalmente *pagadas* y que la adquisición se efectúe a través de una bolsa de valores. Con esta acotación podemos concluir, que las acciones en general pueden estar *total o parcialmente pagadas*.

Otros instrumentos financieros de renta variable

Entre otros instrumentos financieros de renta variable, es relevante la participación de los denominados ADR's, GDS's y Warrants.

Los primeros —American Depositary Receipts, ADR's—, son certificados negociables que están denominados en dólares norteamericanos y se cotizan en uno o más mercados accionarios y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. El banco estadounidense es responsable por todos los servicios de emisión y transferencia de acciones y además, es el responsable y debe prestar a los accionistas todo el servicio relacionado con el registro, control y el pago de dividendos en US \$ dólares. Los ADR,s fueron creados por el Morgan Bank (1927) con el fin de incentivar la colocación de títulos valores extranjeros en los Estados Unidos de Norteamérica (EE UU).

En los segundos —Global Depositary Shares, GDS's—, cada unidad de este título representa un número determinado de acciones de la empresa. Se transan en US \$ dólares a nivel internacional. Son emitidos por un banco

extranjero, sin embargo, las acciones que representan están listadas en la bolsa de valores (NYSE) o en la bolsa del país de origen de la compañía.

Ambos, son recibos de depósitos de empresas que buscan tener sus acciones negociadas en los EE UU, pero los primeros —American Deposit Receipts, ADR'S— sólo pueden ser emitidos por bancos con sede en los EE UU, mientras que los segundos —Global Deposit Receipts- GDS's— son por lo general, emitidos por otros bancos extranjeros, y representan cierto número de acciones de alguna compañía no estadounidense, que han sido depositadas en custodia en un banco local. Son certificados negociables emitidos por el banco extranjero —el depositario— al momento en el que el banco local —el custodio— recibe las acciones de esta compañía. Pueden ser negociados en el mercado de EE UU —mercado *over-the-counter*, o bajo ciertos requisitos, en las bolsas norteamericanas. Pueden ser cancelados o canjeados a su vez, a petición del inversionista extranjero, momento en el que se libera la acción representada, y ésta puede ser negociada de nuevo en el mercado local.

Los ADR,s pueden ser creados por uno o más bancos estadounidenses (EE UU) que pueden aceptar un gran bloque de las participaciones de una gran empresa extranjera que busca tener sus acciones negociadas en EE UU y emiten los ADR,s. Existe sólo un banco depositario que emite los ADR,s. El banco patrocinador ADR,s es comúnmente mencionado como un American Depositary Share (ADS), de tal manera que, un ADS es un ADR,s patrocinado por una gran empresa extranjera que busca atraer inversionistas estadounidenses sin listar la acción en el mercado de EE UU. Los ADS pueden ser negociados en la New York Stock Exchange y/o en la American Stock Exchange, o negociadas en el mercado de mostrador; siempre que cumpla con la *capitalización mínima* exigida. Un ADR,s no patrocinado es negociado en el mercado de mostrador.

Así por ejemplo, las acciones de la Electricidad de Caracas se cotizaban en LATIBEX (mercado internacional de valores latinoamericanos en euros) bajo el "ticker" XEDC; en la Bolsa de Valores de Caracas bajo el "ticker" EDC; mientras que las acciones ADR eran negociadas en el mercado "Over-the-counter" (OTC) bajo el "ticker" ELDAY.PK.; la US Securities and Exchange Comision (SEC) autorizó el programa de American Depositary Receipt (ADR) para el grupo EDC. Un ADR representaba cincuenta (50) acciones ordinarias de la EDC, que podían ser adquiridos a través de corredores o instituciones financieras. El banco depositario del programa de ADR de la EDC era el Bank of New York y el banco custodio local —designado por la SEC— era el Banco de Venezuela. La EDC no presentaba información financiera directamente ante la SEC.

En el caso de las acciones ordinarias clase D de la CANTV se cotizaban en la BVC bajo el "ticker" TDV.d, mientras que las acciones

ADR (acciones clase D) se cotizaban en la Bolsa de Nueva York (NYSE) bajo el "ticker" VNT. Un ADR representaba siete acciones ordinarias Clase D de la CANTV.

Por lo general, los precios en dólares de los ADR's no se corresponden con el precio en moneda extranjera de los títulos, ya que suelen estar constituidos por grupos acciones. Así, como ya indicamos, un ADR de la EDC equivalía a 50 acciones de la EDC, mientras que un ADR de la CANTV equivalía a 7 acciones clase D de la CANTV.

El objetivo perseguido con estos certificados es aprovechar la mayor liquidez de los mercados extranjeros, especialmente el mercado de EE UU. Para las empresas venezolanas constituye un excelente precedente en cuanto a la colocación de títulos valores en condiciones estables en cuanto a precio. También aumentan la liquidez del título que representan, por la percepción de la capacidad de pago del emisor —"rating" crediticio—. Tiene la desventaja, relativa a la pérdida de control sobre el mercado de los títulos valores de la compañía, al ampliar las fronteras y límites de dicho mercado. Así mismo, requieren la participación de un banco inversor con experiencia, y de abogados norteamericanos (caso ADR's).

"Warrants"

Los "*warrants*" son instrumentos financieros que se engloban dentro de la categoría de *productos derivados*, y dentro de estos, en la categoría de *opciones*, cuya contratación se puede realizar en la bolsa de valores. Es por lo tanto, una opción para comprar un título o acciones en una *fecha futura* a un *determinado precio*. El "warrant" confiere al titular o poseedor el derecho, pero no la obligación, a comprar "call" o a vender "put" un número determinado de títulos sobre un activo subyacente en las condiciones preestablecidas, a un precio especificado —"strike"— al final de un período determinado, en una fecha prefijada —de expiración— de antemano.

La posibilidad de utilizar el "warrant" es un derecho del titular, en ningún caso es una obligación. El emisor del "warrant" es el obligado, ya que es el vendedor del instrumento financiero. El inversionista ante un precio del subyacente —a vencimiento— inferior al precio especificado no estará interesado en ejercer el "warrant call". En todo caso, el inversionista debe utilizar un *sistema de valoración de "warrants"* que le permita calcular hoy el valor actual esperado de los beneficios futuros que tal instrumento financiero puede proporcionar.

Así por ejemplo, si el inversionista espera una revalorización o asume la posibilidad de que el precio de una acción de una empresa XX suba en los próximos 8 meses, en el entendido de que la acción se cotiza actualmente a 1.200 bolívares, lo que implica que para adquirir una acción tendría que

pagar 1.200 bolívares. Sin embargo, en vez de comprar el título al valor actual de la acción de la empresa XX, puede *adquirir un derecho a comprar* el título —“warrant call” de la empresa XX con el precio actual de 1.200 bolívares al que cotiza en bolsa— que le permite ejercer el derecho a comprar las acciones de la empresa XX a 1.200 bolívares en 8 meses, independiente de lo que valga la acción al término de dicho tiempo. Aun cuando su precio dentro de 8 meses llegara a 3.000 bolívares, el inversionista utilizaría ese “warrants”, para comprarlas a 1.200 bolívares, excluyendo el desembolso por concepto de la prima del “warrant”.

Si pasados los 8 meses una acción de la empresa XX se cotiza a 1.600 bolívares, el inversionista en acciones habrá ganado 400 bolívares, lo que supone una rentabilidad del +40%. En este caso, el inversionista ha comprado en 400 bolívares más barata la acción, y teniendo en cuenta que el derecho —“warrant”— le costó 100 bolívares, la rentabilidad real de la operación será del 30% .

En el peor de los casos, si al final de los 8 meses la acción de la empresa XX se cotizara a 1.000 bolívares, el inversionista en acciones perdería 200 bolívares por cada acción —ya que las compró a 1.200 bolívares—, y por lo tanto se presume que el inversionista en “warrants” no ejercerá su derecho, porque no le interesa comprar la acción a 1.200 bolívares cuando ésta se cotiza a 1.000 bolívares en el mercado de valores, y por lo tanto perderá su inversión de 100 bolívares, es decir, el equivalente al derecho o prima del “warrant”.

De igual manera, el inversionista o titular ante un *precio superior* —a vencimiento— no estará interesado en ejercer el “*warrant put*”, a menos que le resulte fiscalmente rentable.

Es más usual el “warrant” tipo americano, que se puede utilizar en cualquier momento desde la fecha de su adquisición hasta la fecha de vencimiento mientras que el “warrant” tipo europeo sólo se puede utilizar en la fecha de vencimiento. Los “warrants” son emitidos por una entidad financiera y casas de bolsa, con un tiempo de expiración, de tal manera que mientras más largo sea el tiempo de expiración del “warrant”, mayor será el precio del “warrant”. En la medida que el tiempo de la expiración disminuye, el lapso será menor para que el precio del activo subyacente se eleve o caiga, y por lo tanto, la probabilidad de un movimiento favorable de precios se reduce en el “warrant” tipo americano.

No obstante, debe recordarse que estamos hablando de valores a vencimiento. Visto así, se puede potenciar la capacidad de inversión mediante la *compra y posterior venta* de la prima del “warrant” en el mercado y de esta forma obtener, los resultados en función del horizonte temporal de cada uno de los inversionistas. Esto es posible gracias a la elasticidad del “warrant” y porque el emisor dota de liquidez a este título

valor en el mercado de valores; visto así, siempre existirán posiciones en bolsa para poder comprar y/o vender un determinado "warrant" al precio de mercado. A partir de la fecha de vencimiento el "warrant" no puede ser utilizado, porque como ya se indicó, el plazo máximo para ejercer el derecho es el día de vencimiento.

Los "warrants" se caracterizan porque son títulos valores a la orden agrupados en emisiones y representados mediante anotaciones en cuenta que cotizan en un mercado organizado tradicional. Cada emisión de "warrants" es diferente, y por lo tanto existe una gran variedad de activos subyacentes, precios de ejercicio y plazos de vencimiento. En este contexto, su precio está vinculado a la cotización de otros activos financieros sobre los que se emiten, denominados activos subyacentes. Entendiéndose por *activo subyacente o sustentante* de un "warrant", el activo —entre otros, acciones, cesta de acciones, obligaciones, divisas, materias primas y futuros sobre materias primas— al que va referenciado el "warrant".

Los expertos recomiendan, tomar posiciones con "warrants-call/put" solamente en el momento que existe *tendencia* —dirección alcista o bajista— y *movimiento* —volatilidad— o velocidad en las variaciones del activo subyacente. Cuando un activo no marca tendencia alguna y ésta no es acompañada por movimiento no deben tomarse posiciones en "warrants". De igual manera, si un activo pasa a una fase de no movimiento —después una fuerte caída o alza— deben cerrarse dichas posiciones. En razón de que las mismas son conocidas por todos los lectores y resultará afectada con el paso del tiempo y un posible ajuste de volatilidad a la baja en caso de mantenerse esa situación de no movimiento.

Mercado de acciones de Venezuela

En el mercado de acciones de Venezuela son negociadas las acciones comunes de empresas nacionales a través de la Bolsa de Valores de Caracas. Este mercado presenta en la actualidad un interesante desarrollo (Ver Cuadro N° F-4 Transacciones en Valores) y una creciente importancia de los inversionistas institucionales como resultado de:

- a. Un cambio de pequeños inversionistas tradicionales a grandes inversionistas institucionales,
- b. los cambios en la reglamentación y eliminación de políticas proteccionistas gubernamentales,
- c. la oferta de las mismas condiciones y confiabilidad en las transacciones —por medio de la tecnología de la computación— a la par de las mayores plazas del mundo al incorporar un sistema automatizado de transacciones bursátiles que relaciona a compradores y vendedores por medio de la computadora y,

- d. por los nuevos modelos de gestión de riesgo que procuran evitar la concentración de las inversiones en una industria o un mercado (riesgo de concentración), y
- e. recientemente, por la apertura de “tickers bursátiles” y de “sites financieros” en la ciudad de Caracas. Mediante el “ticker” — pantalla electrónica con información bursátil—, colocado en sitios estratégicos de la ciudad se pretende crear una cultura de inversión en los venezolanos que les permita conocer y acceder al mercado de capitales como alternativa de inversión.

¿Cómo se negocia? El inversionista debe ponerse en contacto con su corredor cuando desea comprar o vender una participación o montos de acciones comunes, el precio y las condiciones bajo las cuales la orden va a ser ejecutada y, el posterior registro de las mismas en los correspondientes libros de accionistas. El interesado que acude a una sociedad o miembro de la bolsa para definir la operación bursátil de compraventa sólo debe esperar el inicio de las *sesiones de mercado* para que las estaciones de trabajo queden enlazadas entre sí y con el computador central, de tal manera que los corredores introduzcan las órdenes —*orden de mercado*— de sus representados y que de manera totalmente automatizada se ejecuten las transacciones. El “corro virtual” se cumple mediante la utilización del Sistema Integrado Bursátil Integrado (SIBE).

Previo a las sesiones de mercado existe un lapso de 45 minutos denominado “pre-apertura” durante el cual el corredor puede introducir órdenes y el sistema automatizado de transacciones las acepta y las muestra al mercado. Al momento de abrir la sesión de mercado, el sistema de comercio electrónico informa de manera automática al mercado sobre dividendos, convocatorias de asambleas, cambios e información relevante para el mercado o que pudiese afectar el precio de las acciones de las empresas emisoras. De inmediato el sistema comienza el apareamiento de las operaciones en orden de tiempo y precio. Así por ejemplo, cuando llega al mercado más de una orden al mismo tiempo, a los compradores que ofrecen el precio más alto se les da prioridad sobre aquellos que ofrecen un precio más bajo, y a los vendedores que piden precios más bajos se les da preferencia sobre aquellos que piden precios más altos. Una vez terminado el tiempo útil de la rueda, el sistema automatizado realiza los procesos de cierre y elaboración de reportes de resultados, listas y presentación de la información producida durante la rueda, la cual queda disponible en tiempo real para el público, directamente o en forma remota.

Otra forma de invertir en la bolsa de valores es acudiendo a los fondos mutuales y otras entidades de inversión colectiva que canalizan los recursos captados de los inversionistas para ser invertidos en cualquier tipo de activo

crediticio y financiero. Los fondos mutuales manejan portafolios de valores que suelen incluir títulos que se cotizan en el mercado bursátil.

Indicadores de mercado de acciones. Índices bursátiles

En el país la negociación de acciones tiene lugar en la Bolsa de Valores de Caracas, que introdujo tres índices, uno de carácter general, el Índice Bursátil de Capitalización (IBC), y dos sectoriales, el Índice Financiero y el Índice Industrial. El IBC incluye las 16 acciones más líquidas y de mayor capitalización del mercado negociadas en la BVC y que representan los títulos de 14 importantes empresas. Este índice o indicador de mercado de acciones es el promedio aritmético de la capitalización de cada uno de los referidos 16 títulos y mide las *variaciones de precio* de este grupo de acciones representativas del mercado.

El IBC se calcula tomando en cuenta tres parámetros:

- 1) Precio de los títulos: Se toma como base el precio de cierre de cada título que conforman el índice al finalizar la sesión de mercado en la bolsa.
- 2) Acciones en circulación: Se refiere al número de acciones que conforman el capital social común de la empresa y que se encuentra a disposición de los inversionistas en la bolsa. Las acciones preferidas no son tomadas en cuenta en este número de acciones. La empresa con mayor cantidad de acciones tendrá un mayor peso sobre el índice bursátil, porque los movimientos de precios de los títulos más grandes originan movimientos grandes en el índice bursátil.
- 3) Capitalización bursátil: La capitalización bursátil es el resultado de multiplicar el número de acciones en circulación de una empresa por su último precio negociado en una fecha determinada. Representa el precio que tendría que pagar un inversionista si quisiera adquirir estas acciones en el mercado bursátil.

El nivel del indicador equivale a la suma de las capitalizaciones de todos los títulos incluidos en la respectiva canasta, donde el peso de cada componente es su capitalización de mercado —número de acciones multiplicado por el precio—. Entre otras fórmulas de cálculo, se utiliza la siguiente relación simple:

$$\text{Índice IBC} = \text{capitalización de hoy} / \text{Capitalización base} \times 1.000.$$

El IBC sólo incluye las empresas más importantes del mercado las cuales son identificadas por el símbolo SIBE —ticker—, así por ejemplo, las acciones de EDC se cotizaban en la Bolsa de Valores de Caracas bajo el "ticker" EDC. De seguidas, una canasta del IBC: Banco Provincial -BPV, Banco Venezolano de Crédito -BVE, Banesco Banco Universal -BBC, Cantv clase D -TDV.D, Cemex tipo I -VCM.1, Cemex tipo II -VCM.2, Corimon A -CRM.A, Electricidad de Caracas -EDC, Envases Venezolanos -ENV, Fondo

de Valores Inmobiliarios clase B -FVIB, H.L. Boulton -HLB, Manpa -MPA, Mantex -MTX, Mercantil Servicios Financieros A -MVZA, Mercantil Servicios Financieros B -MVZB, Sivensa -SVS.

En cuanto a los sectoriales, el Índice Financiero y el Índice Industrial: el primero estaba constituido por 5 títulos representativos del sector financiero. Los títulos son los siguientes: Banco Provincial -BPV, Banco Venezolano de Crédito -BVE, Banesco Banco Universal -BBC, Mercantil Servicios Financieros A -MVZA, Mercantil Servicios Financieros B -MVZB. El segundo índice está constituido por 12 títulos representativos del sector industrial. Los títulos son los siguientes: Canty clase D -TDV.D, Cemex tipo I -VCM.I, Cemex tipo II -VCM.2, Corimon A -CRMA, Electricidad de Caracas -EDC, Fondo de Valores Inmobiliarios clase B -FVIB, H.L. Boulton -HLB, Manpa -MPA, Mantex -MTX, Sivensa -SVS, Venepal clase B -VNPB.

CUADRO N° F-8
BOLSA DE VALORES DE CARACAS

INDICADORES 1992-2003

	General	Financiero	Industrial
2003	22.203,95	36.939,28	19.512,55
2002	8.015,17	13.384,17	7.068,10
2001	6.570,25	11.644,32	5.628,01
2000	6.825,25	11.097,57	6.187,47
1999	5.418,01	9.098,01	4.846,63
1998	4.788,68	9.681,93	4.049,62
1997	8.656,04	10.867,91	8.015,15
1996	6.690,06	9.568,61	5.837,88
1995	2.019,39	1.814,16	2.080,14
1994	1.348,83	1.216,20	1.388,09
1993	21.903,36	28.357,02	18.428,32
1992	19.847,07	33.495,49	12.539,46

Nota: Período 1992-1994, Base 1971=100. Período 1995-1999, Base 1993=100 Fuente:BCV

En las grandes urbes comerciales como New York, Tokio y Londres, consideradas como importantes centros financieros, sedes de los mayores y mejor establecidos mercados de acciones cuentan con más de una bolsa de valores, y es usual que cada una posea su propio índice bursátil. Así por ejemplo, en los Estados Unidos, las casas de bolsa "New York Stock Exchange" (NYSE) y la "American Stock Exchange" (ASE o AMEX) poseen los índices "NYSE Composite Index" y el "AMEX Composite Index" respectivamente, que reflejan el valor de mercado de todas las acciones negociadas en dichas bolsas de valores; aunque existen índices elaborados por empresas que no pertenecen a las bolsas, entre las cuales se

encuentran el "Standard & Poor's 500 Common Stock Index" (S&P 500) y el "Dow Jones Industrial Average" (DJIA).

El "Dow Jones Industrial Average" (DJIA) es el índice bursátil más citado en la TV y en la prensa financiera, y es calculado a partir de las 30 más grandes compañías industriales de acciones de primera clase negociadas en la NYSE. Lo relevante que debe ser tomado en cuenta en este índice o en cualquier otro es su variación, tal como se muestra en el Cuadro N° F-9.

El DJIA es un promedio muy representativo de la economía de los Estados Unidos de Norteamérica porque en las 30 compañías que conforman el índice están representados todos los sectores industriales de ese país. Estas 30 empresas movilizan inmensos capitales, por ejemplo, las ventas anuales de la General Motors —la corporación más grande de USA, componente de este índice— conjuntamente con las de Ford y Chrysler (sector automotriz) son superiores al 4% del PIB de EEUU y conforman el 10% del valor de la producción industrial y emplea a uno de cada diez trabajadores en ese país.

CUADRO N° F-9
DOW JONES el día 01-09-2006 (22,02)

Nombre	último	Variación	volumen (tit)	Más/Mín
General Motors	30,27	1,09 (3,73%)	7.992.600	30,36 / 29,10
Mc Donald's	36,76	0,86 (2,39%)	6.926.700	36,80 / 36,01
Wal-mart	45,45	0,73 (1,63%)	10.555.100	45,80 / 44,02
Intel	19,88	0,31 (1,58%)	65.968.100	19,95 / 19,54
Sbc	25,3	0,39 (1,56%)	13.152.700	25,52 / 25,06
Aleco	29,01	0,42 (1,47%)	4.071.400	29,28 / 28,49
Pfizer	27,96	0,40 (1,45%)	22.103.800	27,97 / 27,58
Caterpillar	67,27	0,92 (1,39%)	5.563.700	67,80 / 65,95
Dupon	40,48	0,51 (1,27%)	3.493.500	40,77 / 40,00
Verizon Com.	35,57	0,39 (1,11%)	6.652.200	35,75 / 35,33
Home Depot	34,64	0,35 (1,02%)	8.739.700	34,87 / 34,18
United Technologies	63,26	0,55 (0,88%)	2.213.800	63,48 / 62,69
Merck	36,97	0,31 (0,84%)	9.768.300	37,00 / 36,34
Walt Disney	29,89	0,24 (0,81%)	5.670.100	30,00 / 29,65
Boeing	75,43	0,53 (0,71%)	3.184.700	75,91 / 74,46
Exxon	68,1	0,43 (0,63%)	17.421.700	68,44 / 67,37
Coca-cola	45,07	0,26 (0,58%)	3.919.400	45,13 / 44,87
Ibm	81,41	0,44 (0,54%)	3.294.000	81,57 / 80,81
Microsoft	25,83	0,13 (0,50%)	30.521.510	25,97 / 25,64
Am Int'l Grp	64,13	0,31 (0,48%)	3.411.400	64,44 / 63,82
Atria	83,81	0,28 (0,33%)	3.493.200	84,17 / 83,60
General Electric	34,14	0,08 (0,23%)	17.831.500	34,27 / 34,02
Jp Morgan	45,73	0,07 (0,15%)	6.691.700	45,90 / 45,32
Honeywell	38,77	0,05 (0,13%)	2.033.300	38,90 / 38,61
Johson & Johson	64,72	0,06 (0,09%)	4.340.700	64,89 / 64,58
Citigroup	49,37	0,02 (0,04%)	7.430.500	49,71 / 49,21
3m	71,72	0,02 (0,03%)	2.474.400	72,32 / 71,65
American Express	52,55	0,01 (0,02%)	2.830.400	52,73 / 52,47
Procter And Gamble	61,91	0,01 (0,02%)	4.066.100	62,09 / 61,75
Hp	36,53	-0,03 (-0,08%)	7.217.100	36,73 / 36,41

Nota: ordenado de mejores a peores —variación— hoy

Según fuentes del sector, en el supuesto de un colapso (por la crisis del 2008) de GM y Chrysler significaría la pérdida de 2,5 millones de empleos y de 150.000 millones de dólares en impuestos.

En 2005 y 2007, más de 9.200.000 vehículos fueron comercializados en todo el mundo bajo distintas marcas que pertenecen al grupo GM: Chevrolet, Buick, Cadillac, GMC, GM Daewo, Holden, Hummer, Opel, Pontiac, Saab, Saturn y Vauxhall, entre otras.

El S&P 500 representa las acciones escogidas de las dos casas de bolsa más importantes (NYSE y AMEX) y el mercado de mostrador (OTC). El Standard & Poor's 500 está conformado por 400 acciones industriales, 20 del sector transporte, 40 de servicios públicos y 40 financieras. Cada uno tiene su propia metodología de composición.

Entre otros indicadores muy conocidos de éste importante mercado de acciones están el "Americam Stock Exchange Market Value Index", y el "Nasdaq Composite Index". Este último mide el valor de mercado de todas las acciones americanas y extranjeras que se cotizan en el Mercado de Valores Nasdaq —primer mercado de valores electrónico—. El Nasdaq Composite Index está compuesto por 8 índices sectoriales correspondientes a sectores específicos: Banca, biotecnología, informática, finanzas, empresas industriales, seguros, telecomunicaciones y transportes. Muchas de las empresas incluidas en el Nasdaq pertenecen al sector tecnológico.

En la ciudad de Tokio, el índice "Tokio Stock Price Index" (TOPIX) es generado por la casa de bolsa "Tokio Stock Exchange". El índice TOPIX mide el promedio de las acciones de las grandes compañías, las cuales mueven el rumbo de la economía en Japón. El TOPIX es calculado con base al promedio de las acciones de 1.250 compañías más grandes cuyas acciones son las más negociadas y estables de la "First Section del Tokio Market". Cuenta con 33 índices sectoriales. No obstante, el más importante indicador de mercado de acciones del Japón es calculado por la empresa de información financiera "Nihon Keizai Shimbun Inc.", que publica el índice selectivo "Nikkei 225 Stock Average" de los 225 principales valores.

En la ciudad de Londres, la casa de bolsa "London Stock Exchange" produce indicadores de mercado de acciones muy conocidos. El índice "Financial Times Industrial Ordinary Index" (FT-30) que se basa en los precios de acciones de 30 compañías líderes. Un índice de mayor amplitud es el "Financial Times-Stock Exchange 100" (FTSE 100) que se basa en las acciones de las 100 empresas más grandes del Reino Unido, y cuyo valor de mercado agrupa la mayoría de los valores de mercado de todas las acciones de dicho país.

Títulos valores de renta fija. Mercado de obligaciones

En el mercado de títulos valores de renta fija, la empresa de propiedad privada que desee emitir y hacer oferta pública de obligaciones debe ajustarse a los límites que fije al respecto el ente de control y supervisión y, una vez cumplidas todas las disposiciones de las normas relativas a dicha emisión podrá obtener la aprobación respectiva.

Como ya antes se indicó, la certificación del ente de control y supervisión de las obligaciones en general que están siendo emitidos no significa que estos instrumentos de deuda u obligaciones tengan mérito de inversión o estén evaluados apropiadamente por las empresas calificadoras de riesgo o que la información sea confiable y no represente la emisión de valores riesgosos. La única motivación en este aspecto es la protección de los inversionistas y en este sentido, le exige a los emisores que suministren la información necesaria para la valoración de la empresa y una buena evaluación de los valores emitidos por ella.

Los valores emitidos o avalados por la República —entre otros, Letras del Tesoro y bonos de la Deuda Pública Nacional—, que por lo general son obligaciones de corto y mediano plazo, *libres de riesgo de crédito* porque están emitidas de conformidad a la Ley Orgánica de Crédito Público y existe la percepción de la *capacidad de pago* del emisor. A diferencia, las obligaciones de deuda corporativas —entre otros, papeles comerciales y obligaciones en general— exponen al inversionista al riesgo crediticio. Este es el riesgo de que el emisor del título valor deje de pagar el interés y/o el capital a su vencimiento, es decir, falla en el cumplimiento de pago o de sus obligaciones con el inversionista. Este riesgo puede ser cubierto satisfactoriamente, sólo si los títulos valores tienen como colateral una *carta de crédito de garantía* o “*stand-by letter of credit*” (*L/C*) emitida por un banco a favor de los tenedores de las obligaciones o de los papeles comerciales. En este sentido, el banco emisor de la *L/C* se obliga a pagar al beneficiario el interés y/o el capital a su vencimiento si el ordenante (emisor de la obligación) ha incumplido tales obligaciones a favor del tenedor o portadores (beneficiarios) de los títulos valores.

Por su parte, entre las más usuales de las obligaciones bancarias tenemos el certificado de depósito a plazo caracterizado por ser un documento negociable que certifica un depósito de dinero en una institución financiera, normalmente pactados o establecidos a un plazo, al término del cual es exigible y con una tasa de interés previamente negociada. Puede ser cobrado sólo al vencimiento y es libremente negociable.

La banca venezolana oferta el denominado “plazo fijo flexible” dirigido a personas naturales y jurídicas de los estratos A, B y C. Es un depósito a plazo, desde 7 a 365 días, con un monto mínimo de apertura, por

ejemplo, Bs. 1.000.000. Pago de intereses mensualmente o al vencimiento del plazo convenido. Permite instrucción de renovación automática de la inversión al vencimiento del período. El inversionista debe abrir una cuenta de ahorro o cuenta corriente donde puedan ser abonados los intereses o el capital más los intereses, según elección del cliente. El banco entrega un certificado de inversión al momento de recibir el depósito de dinero.

La banca europea tiene su propio "depósito flexible" basado en un contrato de depósito en euros con liquidez total, plazo indefinido y disponible para personas naturales y jurídicas donde el abono de intereses se hará en la cuenta corriente del cliente mensualmente.

El sector público emite y coloca obligaciones en masa que dan origen a la deuda pública (empréstito). El uso del ahorro público por parte del Estado venezolano, le permite cubrir sus compromisos de pago y financiar actividades de inversión en el sector público, mientras que la emisión de obligaciones por parte del sector privado, como el papel comercial, representa una alternativa de financiamiento para la compañía que los emite porque necesita fondos para llevar a cabo sus actividades operativas.

Tipos de bonos u obligaciones

En el mercado de valores de renta fija ha cobrado relevancia el bono. Esta obligación es un título valor puesto a la venta por empresas, bancos y el propio gobierno central o entes descentralizados para captar del público —mercado— dinero efectivo. Son obligaciones caracterizadas por ser emitidas, por lo general a plazos mayores de un año con pago mensual, trimestral o semestral de intereses y pago del valor nominal —capital— en la fecha en la que deja de tener vigor.

Los bonos u obligaciones emitidos el gobierno nacional o sus entes descentralizados: Banco Central de Venezuela, ministerios, gobernaciones, concejos municipales, institutos autónomos y otros, son instrumentos de deuda susceptibles de ser negociados antes de la fecha de vencimiento; entre estos tenemos los Bonos de la Deuda Pública Externa Nacional. Otros, como los denominados Bonos Brady, fueron emitidos en moneda extranjera por el Estado venezolano, dentro de un programa multinacional, para pagar deuda externa o interna. Estos títulos pueden estar listados en los mercados financieros nacionales e internacionales, y pueden ser adquiridos por cualquier inversionista, local o del exterior, puesto que están globalizados.

En cuanto a los bonos de la Deuda Pública Nacional, como ya se indicó, son instrumentos financieros de largo plazo emitidos por el Estado venezolano para atender sus compromisos de pago o de proyectos específicos o cubrir deficiencias temporales de liquidez en la tesorería. La

oferta de instrumentos financieros electrónicos negociables y al portador de uso muy específico, como el caso de los VEBONOS —es poco común—, los cuales fueron emitidos para pagar la deuda contraída con los profesores, personal administrativo y obreros universitarios, por la homologación de sueldos y salarios realizada durante los años 1998 y 1999. Esta sui géneris emisión de bonos de la Deuda Pública Nacional (DPNs) fue realizada en dos series (2005 y 2006), correspondiente a empréstitos internos por un monto de 300 mil millones de bolívares y pagaderos en tres años y medio.

Algunos bonos pueden ser *canjeables* y son emitidos —como bonos— con una *rentabilidad fija*, y se establece la opción de convertirlos en acciones nuevas de *renta variable*. El canje puede tener un descuento respecto al precio de las acciones en el mercado. A diferencia, los bonos *convertibles* se cambian por acciones en circulación con todos los derechos económicos. En el bono convertible se establece el número de acciones por las cuales resulta convertible el bono y estas acciones permanecen sin emitirse hasta que se haga efectiva la conversión.

Bonos y obligaciones emitidos por el gobierno nacional o sus entes descentralizados

En los últimos diez años, los títulos valores que emite con mayor frecuencia el Estado son:

1. Los *Bonos de la Deuda Pública Nacional (DPNs)* emitidos por el Gobierno Nacional y garantizados por la República. Son títulos valores emitidos bajo la modalidad de títulos al portador, a plazos que usualmente van de 18 meses a 4 años, y siendo los cupones —intereses— generados libres del impuesto sobre la renta. El capital tiene amortizaciones trimestrales, semestrales o al vencimiento.

2. Las *Letras del Tesoro* que emite el Ministerio de Finanzas destinados a mantener la regularidad de los pagos de la Tesorería Nacional son colocados en el mercado por intermedio del BCV y garantizan a los inversionistas un rendimiento atractivo a corto plazo libre de impuestos. Pueden ser negociados en el mercado secundario donde son calificados como de gran liquidez. Su tasa de rendimiento anual se determina a través de una subasta donde se fija la tasa de acuerdo al juego de la oferta y la demanda entre el BCV y los participantes en la subasta, es decir, con las tasas de mercado del día de colocación de las mismas. Las Letras del Tesoro generalmente son valores *cero cupón* y con vencimientos menores a un año.

3. En cuanto a los *bonos cero cupón*, estamos refiriéndonos a títulos valores al portador, emitidos por el BCV, con el objetivo de limitar liquidez monetaria y el crecimiento monetario de la economía. Este instrumento de política monetaria fue sustituido por los denominados Títulos de

Estabilización Monetaria (1995-1999). El BCV introdujo posteriormente (2001) el uso de los denominados bonos REPO con igual propósito de política monetaria. Estos bonos no devengan intereses, obteniéndose el rendimiento mediante la colocación a descuento, es decir, remuneran a su comprador con un descuento sustancial sobre el valor (facial) nominal de reembolso.

4. Los *Títulos de crédito* son obligaciones en moneda extranjera emitidos por el BCV para el pago de saldos insolutos de la deuda externa.

5. En el caso de los denominados *Bonos Brady*, estamos hablando de bonos de la deuda pública externa denominados en dólares y emitidos por el país dentro de una emisión destinada al refinanciamiento —reestructuración y reducción— de la deuda pública externa, como resultado de los acuerdos multilaterales y al programa propuesto por el entonces Secretario del Tesoro de los EE.UU, Nicholas Brady. En el caso de Venezuela los Bonos Bradys se emitieron a largo plazo hasta por un monto de un mil millones de dólares y, las modalidades de refinanciamiento planteadas por el país a sus acreedores incluyeron la emisión de una serie de bonos tales como, los Bonos Par (Par Bond) y los Bonos de Conversión de Deuda (DCB's) que se cotizaron a descuento, esto quiere decir, que el precio es menor a 100% del valor nominal del bono.

6. Entre otros títulos valores del sector público, menos usuales y de poca demanda en el mercado tenemos: a) *Los bonos de exportación* emitidos a través del Ministerio de Finanzas a un plazo de dos años contados a partir de su fecha de emisión, equivalen al 10% del monto de las divisas percibidas por la operación de exportación que se cancela mediante títulos libremente negociables. Visto así, es un incentivo de crédito fiscal que otorga el Estado venezolano a los exportadores agropecuarios. De esta manera se estimula al sector agropecuario a la producción de bienes de origen animal y vegetal dirigidos a la exportación. Estos títulos son al portador y no generan intereses, sin embargo, pueden ser utilizados para cancelar impuestos nacionales. b) *Los bonos de expropiación* son emitidos por el gobierno a través del Ministerio de Finanzas para financiar la adquisición de bienes inmuebles, por vía ordinaria o de expropiación, afectados por la ejecución de obras de interés público o social, a cargo del Ministerio de Infraestructura (MINFRA). Los bonos de expropiación tienen una duración de hasta 10 años y tasa de interés fija o ajustable. Los rendimientos también están exonerados del impuesto sobre la renta.

Los bonos de la deuda interna venezolana sólo se podrán transar en el denominado *mercado secundario de renta fija pública* de la *Bolsa Pública de Valores* y en el Banco Central de Venezuela. Antes de la aprobación de la nueva Ley, estas operaciones se pactaban y formalizaban a través del sistema electrónico de negociación de valores (SIBE) y se liquidaban en el BCV.

Estas facilidades de conexión, permitían al tenedor de un bono del sector público que quería venderlo, conocer por medio del sistema los precios de referencia que tenía ese instrumento financiero y luego notificaba al intermediario —casa de bolsa, banco o entidad de ahorro— su decisión con la orden de mercado respectiva.

Bonos u obligaciones emitidos por empresas privadas

Los bonos u obligaciones emitidos por empresas privadas son títulos valores que representan una deuda contraída por las empresas a los cuales en el momento de emitirlos, al igual que los valores del sector público, se les definen características como valor, vida del título, fecha de emisión y de vencimiento, cupones para el cobro de los intereses y destino que se dará al dinero captado con tales valores. Entre estos títulos existen los bonos emitidos por bancos y otras instituciones financieras conforme a lo dispuesto en la Ley que los rige y los bonos emitidos por las empresas, que necesariamente deben estar conforme con lo establecido por la Ley de Mercado de Valores, sin embargo, en ambos casos estamos hablando de deuda privada. Tanto las obligaciones y bonos, del sector público como del sector privado, son valores de renta fija porque desde el mismo momento de adquisición se le garantiza al inversionista un rendimiento fijo o interés.

Los intereses o rendimiento nominal proporcionado por lo general son variables —con reajustes periódicos— pagaderos según lapsos vencidos mensuales, trimestrales o semanales, y determinados mediante la aplicación de una tasa de interés que se calcula como un porcentaje de la tasa de interés anual promedio ponderada en el mercado nacional de las operaciones activas pactadas por los seis principales bancos universales y comerciales con mayor volumen de depósitos suministrada por el BCV en su boletín de indicadores semanales relativo a la *tasa activa de mercado*. Los intereses también pueden ser pagaderos por trimestres vencidos y determinados mediante la aplicación de una tasa de interés que se calcula como el promedio simple del rendimiento promedio ponderado semanal de las tres semanas inmediatamente anteriores a la semana de inicio del período de intereses respectivo, en las cuales se adjudican Letras del Tesoro de corto plazo, a través de subastas más un prima. En condiciones normales de mercado, en lugar de una tasa fija de interés durante la vida del instrumento de deuda, la tasa de interés puede flotar libremente.

No obstante, que los bonos u obligaciones emitidos por empresas privadas son valores de renta fija, no están exentos de riesgos debido a factores que pueden afectar el precio de los bonos por cambios en la calificación crediticia del emisor, cambios en la moneda de emisión o por una nueva percepción de riesgo del mercado. Visto así, existe un riesgo de

crédito o riesgo por incumplimiento y la probabilidad de que las empresas emisoras presenten un riesgo de insolvencia, de tal manera que no cumplan con sus obligaciones o que los rendimientos reales futuros de los títulos estén por debajo de los rendimientos esperados, y por esta razón las emisiones de bonos —por lo general— están respaldadas mediante garantía real o una carta de crédito de garantía, en otros casos, las obligaciones presentan sólo una garantía quirografaria. En cualquier caso, en los dictámenes de las empresas calificadoras de riesgo puede resultar que califiquen un determinado título como de mayor riesgo y que necesariamente tendrá una mayor rentabilidad en comparación con otros que califiquen como de bajo riesgo pero que reportarán una menor rentabilidad o beneficio económico al portador o tenedor del bono u obligación.

Es usual que los bancos los adquieran para posteriormente negociar los o con la intención firme de mantenerlos hasta que venza el plazo y, por su parte, las casas de bolsa los distribuyen e intermedian entre sus clientes, aunque en escala menor.

Tradicionalmente, la moneda principal usada en las ofertas de bonos en el país ha sido el bolívar, sin embargo, se pueden emitir series *indexadas* al US dólar o cualquier otra divisa fuerte, en cuyo caso la serie emitida denominada en bolívares cuyo rendimiento fue establecido al inicio de la oferta pública puede cubrir el *riesgo de devaluación* del bolívar frente al US dólar en el período de vigencia, de tal manera que el inversionista podrá recibir un rendimiento que estará dado por el porcentaje de devaluación del bolívar más el rendimiento que se determinó al inicio del lapso. También es posible emitir series en US dólares con opción —cambiaría— por parte del inversionista de recuperar el monto de su inversión —capital más intereses— en bolívares, a su vencimiento, cuando los instrumentos de deuda emitidos a la par o el valor nominal cuando se emitan a descuento. El tipo de cambio al cual podrán recuperar su inversión —en caso de ejercer la opción— será el que establezca la empresa emisora al inicio de la oferta pública. De esta manera el inversionista puede cubrir el *riesgo de tipo de cambio*. Este riesgo se sustancia en que las variaciones del tipo de cambio con el dólar estadounidense pueden reducir la rentabilidad del título valor. Puede ocurrir por decisión del BCV de reducir el valor de la moneda nacional respecto del valor del dólar estadounidense u otra divisa de similar fortaleza. Se manifiesta como un aumento en el tipo de cambio nominal, y por lo tanto se requiere mayor cantidad de bolívares para adquirir una misma cantidad de dólares estadounidense u otra moneda extranjera “dura”.

Existen numerosos productos que son puestos a disposición de los inversionistas por los bancos y otras instituciones financieras, por la Bolsa de Valores de Caracas y por las casas de corretaje. Dentro de los productos

que emite con mayor frecuencia la empresa privada, podemos nombrar los siguientes:

1. Papeles Comerciales. Constituyen fracciones de endeudamiento de una sociedad anónima, emitidos al portador o en forma nominativa y destinada a la oferta pública. Es usual que se emitan al portador y que su transferencia se realice por simple entrega. No se permite emitirlos a la orden. Son títulos valores con validez que oscila entre 15 días hasta un año y, pueden ser colocados a su valor par —cuando se cotiza igual al valor nominal—, a descuento —el precio es menor a 100%— o con prima —se cotiza por encima del 100%—. Siendo el valor nominal el que se encuentra inscrito en el bono (100%). En la práctica, el papel comercial es un pagaré a corto plazo emitido en el marco del mercado de capitales, que representa la obligación de la empresa emisora.

Para la empresa emisora del título valor es fuente de financiamiento a corto plazo; para cubrir un déficit transitorio de tesorería, como complemento de los préstamos bancarios o para sustituir créditos bancarios existentes u otros pasivos financieros. Es común que las grandes corporaciones utilicen una emisión de valores para financiar necesidades de corto plazo, como es el capital de trabajo, y no para financiar la adquisición de bienes de capital y financiamiento de proyectos a largo plazo.

Visto desde la óptica del inversionista; éste tiene la opción de colocar sus recursos disponibles en valores rentables y en caso de requerir liquidez, puede negociarlos en el mercado financiero organizado, por ejemplo la Bolsa de Valores de Caracas. A los fines de la valoración de la empresa que emite los títulos debe seleccionar la metodología de evaluación apropiada o por lo menos, examinar cuidadosamente el *prospecto* respectivo, ya certificado por el órgano de control y supervisión del mercado de capitales, en el entendido de que se han cumplido todas las disposiciones de las normas relativas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales. Esto quiere decir, que la empresa emisora de papeles comerciales ha suministrado suficiente y relevante información financiera a los inversionistas actuales y potenciales, sin embargo, no significa —ni certifican— que los títulos valores tengan mérito de inversión o estén libres de riesgo.

En el prospecto el inversionista puede consultar y examinar, no sólo las características de la emisión, sino también podrá examinar la información básica sobre la empresa emisora y de la entidad fiadora, información financiera y estados financieros históricos auditados del emisor, informe de las calificadoras de riesgo y la información complementaria relacionada con la autorización para hacer la oferta pública. Visto así, el inversionista y/o asesores pueden medir la naturaleza de los riesgos de inversión asociados con el título valor y los antecedentes de la gestión administrativa de la empresa.

La empresa emisora por su parte debe determinar las opciones existentes y otras alternativas en el mercado —por ejemplo, el financiamiento bancario— antes de solicitar la certificación por parte del ente de control y de inscribir los papeles comerciales en la bolsa de valores.

Para una colocación exitosa, la empresa debe contar con una estructura organizativa capaz de rendir cuenta a los inversionistas y de suministrarles información financiera de manera periódica y contar con un presupuesto de ingresos y egresos de efectivo para cumplir sus obligaciones oportunamente. En este contexto, debe elaborar el contenido del facsímil de los títulos que se utilizará para documentar los papeles comerciales. Debe también, celebrar un contrato de colocación y designar el agente de colocación, y presentar el documento mediante el cual se designa el banco depositario y agente de pago. Es importante acotar que éste último no garantiza en modo alguno a los inversionistas el pago de los capitales o de los intereses correspondientes a los respectivos papeles comerciales, a menos que la emisión esté respaldada con carta de crédito documentaria irrevocable de garantía — “stand-by letter of credit”— emitida por un banco de primera categoría a favor de los tenedores de los papeles comerciales, en cuyo caso el banco emisor de la carta de crédito procederá al pago de manera inmediata en la oportunidad en la cual el emisor del título no suministre oportunamente al agente de pago las cantidades que deba pagar a los inversionistas. Los papeles comerciales que cuenten con este tipo de garantía siempre presentan un dictamen de calificación de riesgo A1 (cero riesgo), es decir, instrumentos financieros con muy buena capacidad de pago de capital e intereses de manera oportuna.

En cada caso, la emisión podrá contar con un colateral o garantía específica de pago, sean reales o personales para garantizar a los inversionistas el retorno del capital e intereses, por insolvencia de la empresa emisora.

En cuanto al rendimiento y disponibilidad, el papel comercial es un título valor emitido por empresas domiciliadas en el país que pagan una tasa de interés, generalmente superior a lo pagado por los productos del mercado de dinero (bancario). Es por esta razón que los papeles comerciales los adquieren tanto las instituciones financieras como los fondos de pensiones y algunas empresas que desean invertir a corto plazo sus recursos temporales excedentes y de esta manera obtener un rendimiento al colocar estas disponibilidades excedentarias y mantener un mejor índice de liquidez y solvencia, es decir, le permite al inversionista obtener una rentabilidad razonable y disponer de los fondos al vencimiento del título valor o de manera inmediata a través del mercado secundario.

El rendimiento efectivo y/o la tasa de interés que devengarán los títulos y su esquema de fijación son determinados en el momento de la

colocación inicial de cada serie. La empresa emisora de los títulos puede establecer al inicio de cada serie la tasa de interés fija anual a aplicar o un esquema de tasa variable introducido ante el ente regulador. También puede establecer al inicio de cada serie la tasa de interés equivalente sobre el monto inicial invertido en bolívares o su contravalor en dólares de los EEUU de América producto de la diferencia entre el valor nominal o monto final recibido por el inversionista y el monto inicial invertido por este.

En el caso de establecerse una tasa de interés indexada sin cobertura: La empresa emisora de los títulos puede fijar al inicio de cada serie las siguientes tasas de interés: a) Tasa de interés anual en bolívares, que puede fijar al inicio de cada serie y es aplicada al monto inicial invertido en bolívares. b) Tasa de interés anual en dólares de los EEUU de América que la empresa emisora puede fijar al inicio de cada serie y es aplicada al contravalor en dólares de los EEUU de América del monto inicial invertido en bolívares al tipo de cambio oficial inicial.

El tenedor del certificado de custodia negociable tiene la opción de escoger el día anterior al vencimiento del título, cualesquiera de las dos siguientes formas de pago: 1) La cantidad invertida en bolívares, a la tasa de interés anual en bolívares, por el plazo de la serie. 2) El monto en bolívares equivalente, al contravalor en dólares de los EEUU de América del monto inicial invertido en bolívares, calculado al tipo de cambio oficial final, a la tasa de interés anual en dólares de los EEUU de América, por el plazo de la serie. El inversionista debe notificar por escrito, en dicha fecha la opción escogida al agente de colocación, quién a su vez informa al agente de pago correspondiente. El inversionista que no manifieste su voluntad de ejercer dentro del lapso previsto cualquiera de las dos opciones, recibirá la modalidad de pago indicada en la primera opción. A los fines del cálculo para determinar las equivalencias bolívar/dólar es preciso definir previamente las tasas de cambio a utilizar.

El emisor podrá decidir al inicio de la colocación de cualesquiera de las series que conforman las emisiones de los papeles comerciales el sistema de subasta. Este podrá ser a través de la bolsa de valores, con el objetivo de brindar la oportunidad al pequeño, mediano y gran inversionista de competir en iguales condiciones. En la colocación es usual el procedimiento utilizado por el BCV para la colocación de los bonos de la Deuda Pública Nacional y Letras del Tesoro, utilizando un período definido para la aceptación de ofertas de compra y un período definido para la adjudicación de los respectivos valores.

La colocación primaria de las emisiones, puede ser realizada por agentes de colocación primaria de títulos valores o en la bolsa de valores del país y/o en bolsas de valores extranjeras. Los agentes de colocación podrán utilizar los servicios de personas naturales y/o jurídicas autorizadas por la

SNV para realizar operaciones de corretaje de títulos valores, los cuales actuarían como agentes de distribución. Los detalles relativos al proceso de colocación, por lo general, se explican en un aviso de oferta pública correspondiente a cada una de las series, publicado en la prensa nacional. En el caso de que el agente de colocación sea miembro de la Bolsa de Valores de Caracas, podrá efectuar la colocación a través de ésta.

La empresa emisora de los títulos, de acuerdo a los instructivos y otras normas relativas a la emisión, para hacer oferta pública, inscripción y negociación tiene que realizar numerosos pasos burocráticos y cumplir los requisitos exigidos por el ente de control y supervisión, entre estos tiene relevancia la elaboración y presentación del denominado *prospecto*, el cual debe contener, como mínimo, la siguiente información (portada): Identificación completa de la empresa emisora y del tipo de título valor —papel comercial—, la certificación del órgano de control y supervisión del mercado, la fecha de inscripción en el Registro Nacional de Valores y la del vencimiento de la autorización. De seguidas, la *información sobre la emisión*; tipo de título, monto autorizado que podrá estar en circulación, número de series, plazos, precio al público —colocados a descuento, a su valor nominal o con prima— e indicación del sistema de colocación, bien sea “a mayores esfuerzos”, “garantizada” o “en firme”, fecha de inscripción en la bolsa de valores, agente de pago y oportunidad de pago de los títulos, régimen fiscal y uso de los fondos. En lo relativo a la *información básica de la empresa emisora*, debe aparecer el nombre, domicilio y duración, dirección completa, datos del acta constitutiva y estatutos sociales, personas relacionadas y grado de control. En cuanto a la *información financiera*, debe incluir además de los estados financieros auditados correspondiente a tres ejercicios económicos, los indicadores financieros, el estado de flujo de caja y de movimiento de las cuentas de patrimonio.

También debe incluir los dictámenes de las sociedades calificadoras de riesgo —categoría de calificación y sustento de la misma— y de la información adicional sobre la emisión que pueden obtener los inversionistas en la sede de la empresa.

La negociación de los papeles comerciales —en la bolsa de valores— puede ser afectada, entre otros factores, por los movimientos de las tasas de interés, por la imagen, prestigio y solidez de la empresa emisora, por las características del papel comercial —rendimiento, periodo de vida— y por las garantías de la emisión. Estas últimas, sirven de apoyo a las calificadoras de riesgo para emitir su dictamen de calificación y permiten mantener un aceptable grado de confiabilidad del inversionista ante una duda razonable o debilidad de cualquier índole de la capacidad de pago de la empresa emisora.

2. Obligaciones quirografarias. Son partes iguales de un instrumento de deuda emitido por una empresa pública o privada. Cada serie de la emisión tiene un vencimiento, por lo general, de corto plazo. La colocación de las emisiones puede efectuarse a la par, con prima o descuento, más los intereses acumulados y no pagados según el día de la venta. Las obligaciones pueden ser no convertibles en acciones y emitidas al portador. Las mismas no se encuentran garantizadas por activos específicos de la empresa emisora. En consecuencia, los montos del principal y los intereses generados, así como los de las demás obligaciones quirografarias de la empresa emisora tienen el respaldo de todos los activos que ésta posea para el momento de su redención, liquidación o si es el caso de cesación de pagos, a excepción de aquellos sobre los cuales existan acreedores con preferencias legítimas.

Es usual que la empresa emisora designe a la Caja Venezolana de Valores (CVV) como agente de custodia de las emisiones de obligaciones. La colocación de las series que integren la emisión podrá ser realizada directamente por los agentes de colocación o a través de la Bolsa de Valores de Caracas.

Los inversionistas que no posean o no deseen abrir sub-cuentas en la CVV podrán adquirir obligaciones a través de un banco, para lo cual el banco abrirá una cuenta de depósito especial en la CVV, en la que depositará los montos colocados a dichos inversionistas. En el caso de que los inversionistas desean intervenir en el mercado secundario de las obligaciones deberán dar instrucciones al banco sobre la sub-cuenta de valores en la CVV en la que mantendrán la custodia de los títulos para su posterior venta.

La empresa emisora designa un banco como *agente de pago* de las emisiones y de obligaciones quirografarias. En este sentido, tanto los intereses, como el capital, serán pagados en las fechas establecidas a través del banco designado como agente de pago, mediante abonos en cuenta o transferencias electrónicas a las cuentas bancarias que los inversionistas hayan indicado con anterioridad a la CVV o al banco (clientes sin sub-cuenta en la CVV).

La empresa emisora puede comprar o vender directamente en el mercado secundario las obligaciones que se encuentren en circulación y que formen parte de las emisiones. De igual manera, puede redimir total o parcialmente una o varias series, a partir del final del primer año de la fecha de emisión de cada serie, y en la fecha de pago de los intereses.

Al igual que los papeles comerciales, las emisiones de obligaciones quirografarias deben ser debidamente calificadas por dos sociedades calificadoras de riesgo, diferentes e independientes entre sí, las cuales deben sustentar y emitir el respectivo dictamen de calificación.

3. Títulos de participación. Como ya se indicó en el capítulo relativo al fideicomiso, los bancos pueden ofrecer a través de la oferta pública, la emisión de títulos valores o *participaciones* con respaldo a un patrimonio fideicometido o cuyo valor esté determinado y fijado por referencia al valor de otro activo, pero deberán cumplir con las normas previstas en la Ley de Mercado de Valores y la Resolución N° 129-2002 por la cual se dictan las normas relativas a la oferta pública sobre *la titularización de activos* emitida por el ente regulador para un proceso de titularización y posterior colocación entre inversores y/o cesionarios como legítimos titulares de los derechos derivados de la inversión fiduciaria.

La titularización de activos —también conocida como *securitización*— es un mecanismo financiero que consiste principalmente en transformar activos de lenta rotación, cuyo ingreso o flujo de caja esperado es razonablemente predecible matemáticamente, convirtiéndolos en efectivo a través de la emisión y colocación en el mercado financiero de valores —títulos de participación— respaldados o garantizados con los activos mencionados.

En otras palabras, la titularización consiste en reunir y reagrupar un conjunto de activos crediticios y financieros —títulos, valores o contratos— o bienes tangibles con el propósito de que sirvan de respaldo a la emisión de *participaciones* a colocarse entre inversionistas. Los créditos de estos activos quedan incorporados a los títulos valores, los cuales a su vez, están respaldados por los *activos subyacentes* —conjunto de bienes tangibles o evidenciados por instrumentos, que son aportados— destinados a respaldar la oferta pública de los títulos de participación. Obsérvese, que esta herramienta financiera permite la sustitución de activos inmovilizados o ilíquidos por activos líquidos o disponibles; mejorando la situación financiera de la empresa que arma el paquete al darle un valor de mercado a créditos que antes carecían del mismo y/o permitiendo que activos no endosables sean transmisibles o negociables en el mercado secundario.

Otra forma de armar el paquete, tiene relación con la *tercerización* de la facturación por parte de la empresa que origina el proceso al ceder los activos —créditos y otros activos financieros ya mencionados— al ente o sociedad titularizadora como un elemento más del proceso comercial de importantes empresas que, bajo las normas del órgano de control y supervisión del mercado de capitales —persona jurídica conocida como *Vehículo de Propósito Especializado* — empresa creada con el fin de recibir el activo subyacente, la cual opera bajo la figura de un fideicomiso o de una sociedad y que a su vez podrá emitir los títulos de participación o bonos respaldados por tales activos, que luego serán adquiridos por los inversionistas. Como *custodio*, será designado la entidad o banco responsable de vigilar la conservación de los derechos patrimoniales

inherentes a las inversiones de los títulos de participación. De esta manera la empresa creada para estos fines podrá ofrecer al inversionista títulos de participación sobre una cartera de créditos conformada por un portafolio de cuentas por cobrar a cargo de corporaciones de reconocida solvencia y “rating” crediticio muy fuerte, originadas en sus operaciones de “factoring”. En este caso, la titularización de activos es empleada como una herramienta financiera que permite separar la propiedad de un conjunto de bienes tangibles —facturas, recibos, letras u otros títulos por cobrar—, cuya función, como ya se indicó, es de respaldar la emisión de títulos de participación a ser ofrecidos al público.

De acuerdo a disposiciones del ente de control y supervisión, los títulos de participación objeto de oferta pública pueden representarse mediante anotaciones en cuenta o por certificados. La oferta pública de los títulos de participación nacional o extranjeros, deben estar *desmaterializadas*⁽⁴⁶⁾ a través de la Caja Venezolana de Valores.

El monto de la emisión de los títulos de participación, no podrá ser superior al 80% de los derechos patrimoniales que se deriven del activo subyacente. En este contexto, el monto del activo subyacente excederá al valor de los títulos emitidos, en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, según los parámetros fijados por el ente de control. Visto así, el flujo de fondos generado por el activo subyacente será superior a los derechos reconocidos en los títulos emitidos, en un monto que en ningún caso será inferior al 20% del monto total de la emisión, a fin de que ese diferencial se destine a un depósito de garantía.

En el caso de que uno o más activos hayan producido desviaciones o distorsiones en el flujo, deberán sustituirse a los fines de incorporar al activo subyacente, otros activos de iguales o mejores características.

La colocación primaria de los títulos de participación, pueda ser realizada directamente por el ente emisor o a través de agentes de colocación, los cuales podrán actuar en firme, garantizando la colocación o en base a mayores esfuerzos, según se estipule en el correspondiente contrato de colocación.

Los títulos de participación a la orden son los que señalan como beneficiario a una persona determinada o cualquier otra que ésta indique. La

⁽⁴⁶⁾ *Sustituir títulos valores físicos por “anotaciones en cuenta” —anotaciones electrónicas en cuenta en la Caja Venezolana de Valores— para dar mayor transparencia a su presencia y para prevenir fraudes y hacer más seguro su traspaso a otro beneficiario cuando se ha cumplido una negociación. Estas anotaciones en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen los títulos físicos. A dichos valores desmaterializados se le puede reconocer como “valores representados por medio de anotaciones en cuenta”*

transmisión de los títulos de participación a la orden se verifica por medio del endoso y por la entrega del documento. Este puede ser objeto de negociación por medio distinto al endoso.

Titularización de créditos industriales e hipotecarios: Las instituciones y bancos de *segundo piso* —entre otros, el BANAP—, por sus limitaciones patrimoniales y de aportes de organismos nacionales y multilaterales, pueden incrementar los recursos disponibles que requieren para sus programas especiales de crédito mediante la titularización de activos (créditos).

El proceso lo pueden iniciar —estos entes— cediendo los derechos de cobro de los créditos otorgados u obligaciones de pago de los bancos participantes en los programas sujetos a titularización. Este aporte de los créditos otorgados a un fondo fiduciario —al ente o banco designado— es en calidad de activo subyacente. El ente o banco fiduciario emite los títulos de participación, como papel representativo que cuenta con el respaldo del activo subyacente, en las condiciones del mercado y diferenciado de acuerdo a las características de cada ente originario. Los operadores de valores autorizados (casa de bolsa u otro agente de colocación) a través de un contrato distribuyen y colocan los títulos bajo la modalidad de oferta pública, preferiblemente emitidos al portador y de colocación garantizada. La entidad colocadora debe tener un conocimiento especializado que le permita realizar una ingeniería financiera a partir de un estudio de mercado que sea favorable para la colocación de los títulos de participación. De esta manera, se cumple el proceso por el cual un pago o flujo futuro —cartera de créditos industriales e hipotecarios— se convierte en un título valor transable en el mercado de capitales (muy relacionado con el riesgo de los flujos de caja de los créditos), obteniendo el ente originario una mayor liquidez, que puede resultar adecuada, para sus programas especiales y el financiamiento de grandes proyectos de inversión, es decir, ha logrado la transformación de activos de menor liquidez, como son los créditos a cobrar a largo plazo, en disponibilidades.

En el caso específico de la titularización de hipotecas, la emisión de títulos valores es a través de un vehículo de propósito especializado o ente emisor, que luego se colocan en el mercado de capitales por las vías ya indicadas, y cuyo respaldo —activos financieros que están asociados con los valores— está conformado por una cartera de préstamos con garantía hipotecaria de características similares.

El pago del capital y los intereses a los inversionistas dependerá en gran medida de los pagos de los deudores de los créditos otorgados —cedidos o que forman parte del activo subyacente— que se presume asegurarán un adecuado flujo de caja, para pagar en primer lugar los servicios de intereses (mensual) y luego la amortización de los títulos de

participación, gastos operativos y de administración, pero dado el caso de impago o evidente atraso de un crédito deberá sustituirse por otro crédito de iguales o mejores características a los fines de incorporarlos al activo subyacente y así garantizar un adecuado flujo de caja.

Certificado ganadero. La titularización de activos —ganado bovino de engorde— es una nueva alternativa de financiamiento para el sector agropecuario. La titularización —del ganado— se inscribe en el objetivo de acercar el mercado de capitales al campo y de esa forma ampliar las fuentes de financiamiento para la ganadería. Este proceso de titularización opera a través de la emisión de obligaciones, ya sean bonos o títulos de participación, a partir de los flujos futuros de un activo —el ganado— que debe ser constituido como un activo subyacente. En esta operación se titulariza un subyacente agrícola, en este caso ganado bovino, y sobre esa titularización se emiten certificados ganaderos —que presentan un rendimiento producto de la ganancia obtenida por el subyacente titularizado—. Los certificados así emitidos son colocados entre inversores, sin embargo, estos valores pueden ser liquidados o negociados antes de su vencimiento a través del mercado secundario o mantenidos hasta su vencimiento.

Al obtener financiamiento por esta vía, el productor logra una serie de ventajas, entre otras: a) no es necesario que hipoteque el capital fundiario, el capital de explotación y otras propiedades; b) permite una adecuación entre las condiciones del proceso productivo y los plazos de las obligaciones financieras; c) se financia eficientemente el crecimiento de la granja de bovinos.

El proceso requiere de la implementación de buenas prácticas en la ganadería de bovino de engorde, la identificación individual del ganado y la participación de: a) los ganaderos, que transfieren los novillos de engorde y el compromiso de suministro de áreas sembradas con pastos introducidos que permita desarrollar —con experiencia técnica y operacional—, potreros con condiciones para su fase de ceba o engorde; b) de la sociedad titularizadora, persona jurídica conocida como vehículo de propósito especializado creada con el fin de recibir el activo subyacente, quien se encarga del diseño técnico, jurídico y financiero del proceso de emisión de obligaciones; c) del administrador —custodio— de los activos que se responsabiliza de la custodia del ganado y que generalmente contrata a un operador quien presta asesoría técnica a los ganaderos para que la tarea de engorde sea exitosa; d) del corro agrícola y de los corredores de bolsa de productos agrícolas; e) de los inversionistas, generalmente institucionales, quienes invierten en los certificados ganaderos que se ofrecen en el mercado de capitales.

4. Obligaciones de la banca por captaciones del público. Entre las funciones principales de la banca tenemos, las de recibir depósitos bancarios y de otorgar créditos bancarios. Estas operaciones son la base en que descansa el negocio bancario y el desarrollo de la banca. Los depósitos remunerados o no, representan el más importante pasivo y son la fuente primordial de recursos externos de la banca. Según su origen los depósitos bancarios (captaciones del público) pueden clasificarse en: depósitos privados y depósitos oficiales.

Según su movilidad y exigibilidad, los recursos captados del público se pueden agrupar en las siguientes modalidades: a) a la vista; depósitos en cuentas corrientes y depósitos de ahorro; b) a cierto plazo: depósitos a plazo.

Un hecho fortuito o una situación especial pueden afectar a los depósitos del público, que obliga a los bancos a clasificarlos como *captaciones del público restringidas*. Entre otros hechos tenemos; las cuentas —captaciones del público— que se encuentran inactivas, las afectadas por embargo de los fondos, saldo cedido en garantía de un crédito, por fallecimiento del cliente o por cualquier otra razón que implique inmovilización o no disponibilidad inmediata.

En este contexto, las obligaciones de la banca comprende las obligaciones derivadas de la captación de recursos del público por parte de la banca universal, comercial y otras instituciones financieras mediante las diferentes modalidades, incluidos los fondos captados de entidades del sector público, así como los del BCV y los de FOGADE. En el caso de captaciones del público *en cuenta corriente*, remuneradas o no remuneradas; estamos hablando de depósitos transferibles mediante cheques, cajero automático, sistema de cobro de cheques electrónicos, etc., sin previo aviso a la entidad depositaria. En el caso de los depósitos en cuenta corriente remunerados, por convenio especial con los cuentacorrentistas, los bancos pagan una tasa de interés sobre los saldos acreedores en forma periódica —diaria, semanal o mensual—. El banco cancela intereses más elevados por los *depósitos a plazo fijo* que los pagados por depósito de ahorro tradicionales y de cuenta corriente remunerada, ya que estos últimos son a la vista. Es usual que el banco establezca una penalización si el depositante decide retirar los fondos antes de la fecha acordada. En cuanto a los *certificados de ahorro*; pueden ser emitidos por una institución financiera a un tipo de interés y por un determinado plazo.

Entre otras disposiciones legales relacionadas con los depósitos en cuentas corrientes y el cheque podemos enunciar los siguientes:

Código de Comercio. "Artículo 492.- El poseedor del cheque debe presentarlo al librado en los ocho días siguientes al de la fecha de la emisión, si el cheque es pagadero en el mismo lugar en que fue girado, y en los quince días siguientes, si es pagadero en un lugar distinto. El día de la emisión del

cheque no está comprendido en estos términos". En otras palabras, *el poseedor de un cheque que no lo presente al banco girado en los lapsos antes fijados pierde la acción cambiaria* (verificada por un acto auténtico o protesto) contra el librador y los endosantes, es decir, a tal fin el poseedor o tenedor de este título valor dispone de un *plazo perentorio muy corto* para que sea viable la acción cambiaria; mediante la cual goza para exigir el cumplimiento de los derechos incorporados en el cheque.

Código de Comercio. "Artículo 494.- El que emita un cheque sin provisión de fondos y no proveyere al librado de los fondos necesarios antes de la presentación del cheque o que después de emitido éste, frustrare su pago, *será penado por denuncia de parte interesada con prisión de uno a doce meses, siempre que no concurran las circunstancias previstas en el Código Penal para el delito de estafa*. El que haya recibido un cheque a sabiendas de que fue emitido sin provisión de fondos no tendrá acción penal contra el librador y será castigado con multa hasta de un quinto del valor del cheque o arresto proporcional. A los efectos de este artículo, el librado, a requerimiento del presentante estará obligado a expresar al dorso del cheque o en hoja adjunta la razón por la cual no hace el pago".

6. **Otros títulos valores emitidos por la banca.** Comprende parte de los recursos captados del público por los bancos mediante la emisión de títulos valores no convertibles en capital. El mayor o menor valor de los títulos valores que sean colocados con prima o descuento, deben amortizarse en el plazo de los títulos valores. Entre otros, los *títulos y bonos hipotecarios* que tienen una garantía hipotecaria. Los *bonos financieros* del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo. Los *bonos quirografarios* y los *títulos de capitalización*. Los títulos de capitalización quedaron fuera del mercado al desaparecer la última sociedad de capitalización.

INDICE DE CUADROS, GRÁFICAS Y TABLAS

Cuadro	NOMBRE	Página
CAPITULO PRIMERO		
<u>A-1</u>	Producción y exportación de petróleo (1924-1939)	<u>32</u>
<u>A-2</u>	Bancos de emisión y de depósito. Depósitos y créditos (1891-1939)	<u>33</u>
<u>A-3</u>	Exportadores de café (1939-1942)	<u>35</u>
<u>A-4</u>	Bancos emisores al <u>31/12/1940</u>	<u>39</u>
<u>A-5</u>	Distribución por bancos de los depósitos al <u>31/12/1940</u>	<u>40</u>
<u>A-6</u>	Bancos extranjeros al <u>31/12/1940</u>	<u>41</u>
<u>A-7</u>	Banca comercial. Depósitos del público, (1940-1949)	<u>47</u>
<u>A-8</u>	Banca comercial. Evolución de las colocaciones e invers. (1940-1949)	<u>47</u>
<u>A-9</u>	Producción y exportación de petróleo (1940-1949)	<u>48</u>
<u>A-10</u>	Ingresos del Gobierno y U. N. de la industria petrolera (1943-1949)	<u>49</u>
<u>A-11</u>	Banca comercial. Depósitos del público. (1950-1960)	<u>50</u>
<u>A-12</u>	Banca comercial. Evolución de las colocaciones (1950-1960)	<u>51</u>
<u>A-13</u>	Banca comercial. Evolución de los depósitos (1961-1969)	<u>61</u>
<u>A-14</u>	Banca comercial. Evolución de las colocaciones (1961-1969)	<u>61</u>
<u>A-15</u>	Sistema financiero venezolano. Principales variables. 1969	<u>63</u>
<u>A-16</u>	Banca hipotecaria. Evolución de los depósitos y cédulas h. (1959-69)	<u>64</u>
<u>A-17</u>	Banca comercial. Evolución de las colocaciones e invers. (1970-1979)	<u>68</u>
<u>A-18</u>	Banca comercial. Evolución de los depósitos (1970-1979)	<u>69</u>
<u>A-19</u>	Banca comercial. Evol. de las colocaciones y depósitos. (1970-1979)	<u>70</u>
<u>A-20</u>	Balanza comercial.(1987-1992)	<u>79</u>
<u>A-21</u>	Balanza comercial.(1989)	<u>80</u>
<u>A-22</u>	Banca comercial. Evolución de las colocaciones e invers. (1980-1989)	<u>83</u>
<u>A-23</u>	Banca comercial. Evolución de los depósitos (1980-1989)	<u>84</u>
<u>A-24</u>	Banca universal y comercial. Evol. de la cartera de créd. (1990-1999)	<u>95</u>
<u>A-25</u>	Banca universal y comercial. Evolución de las invers. V. (1990-1999)	<u>95</u>
<u>A-26</u>	Banca universal. Evolución de los depósitos (1996-1999)	<u>97</u>
<u>A-27</u>	Banca comercial. Evolución de los depósitos (1990-1999)	<u>98</u>
<u>A-28</u>	Sistema financiero venezolano. Evolución de oficinas. (1993-1999)	<u>103</u>
<u>A-29</u>	B.U. y comercial. Cartera de créditos por destino 2000-2006	<u>116</u>
CAPITULO SEGUNDO		
<u>B-1</u>	Sistema bancario. Estructura de las captaciones del público 2003-06	<u>128</u>
<u>B-2</u>	Indicadores macroeconómicos. Gestión financiera pública 2003-2006	<u>129</u>
<u>B-3</u>	Principales agregados monetarios 2003-2006	<u>129</u>
<u>B-4</u>	Sistema bancario. Recursos disponibles para colocar 2003-2006	<u>132</u>
<u>B-5</u>	Sistema bancario. Cartera de inversiones por cuenta 2003-2006	<u>133</u>
<u>B-6</u>	Sistema bancario. Cartera de créditos por cuenta 2003-2006	<u>134</u>
<u>B-7</u>	Sistema bancario. Colocaciones totales 2003-2006	<u>134</u>
<u>B-8</u>	Banca universal y comercial. Evolución del pasivo oneroso	<u>137</u>

B-9	Banca universal y comercial. Evolución activo productivo 2000-2006	139
B-10	Banca universal y comercial. Estructura del activo (%) 1996-2006	141
B-11	Banca universal y comercial. Evolución del act. Rentable 1996-2006	141
B-12	Banca universal y comercial. Evolución del AR y PO 1996-2006	143
B-13	Banca universal y comercial. Índice de intermediación 1987-2006	146
B-14	Banca universal y comercial. Índice de intermediación regiones 2006	152
CAPITULO TERCERO		
C-1	Costo de producción por hectárea de maíz. 2007	268
C-2	Índice del precio al consumidor. Área metropolitana Caracas 2000-06	297
CAPITULO QUINTO		
E-1	Sistema financiero. Activos de los fideicomisos. 1999/2006	484
CAPITULO SEXTO		
F-1	Volúmenes negociados en la Bolsa de Valores de Caracas 1975-1981	525
F-2	Bolsa de Valores de Caracas. Movimiento bursátil 1980-1989	526
F-3	Bolsa de Valores de Caracas. Transacciones en valores 1992-1995	527
F-4	Bolsa de Valores de Caracas. Transacciones en valores 1996-2003	528
F-5	Principales indicadores macroeconómicos 1998-2004	528
F-6	Montos negociados en la Bolsa de Valores de Caracas. Nov Dic 2005	543
F-7	Montos negociados en BOLPRIAVEN, por mes 2004 y 2005	545
F-8	Bolsa de Valores de Caracas. Indicadores 1992-2003	569
F-9	Dow Jones el día 01-09-2006 (22,02)	570
Gráfica	NOMBRE	Página
CAPITULO SEGUNDO		
B-1	Intermediación financiera	138
B-2	Brecha estructural positiva. AP>PO	144
B-3	Brecha estructural negativa. AP<PO	145
B-4	Banca latinoamericana. Indicadores de solvencia patrimonial 2001	170
B-5	Rentabilidad ajustada a riesgo (RORAC)	176
B-6	Resumen del sistema de clasificación del riesgo de créditos	220
CAPITULO TERCERO		
C-1	Funcionalidad y esquema integrado del "Core Bancario"	226
C-2	Segmentación del mercado	230
C-3	Estructura organizacional de un banco	329
C-4	Estructura organizativa del área de riesgos de crédito	340
C-5	Estructura organizativa del área de negocios y venta	345
CAPITULO CUARTO		
D-1	Carta de crédito. Flujo de documentos y pago	372
D-2	Proceso de cesión del producto del crédito	468
CAPITULO QUINTO		

E-1	Fideicomiso. Esquema operativo	488
-----	--------------------------------	-----

Tabla	NOMBRE	Página
<hr/>		
CAPITULO CUARTO		
<hr/>		
D-1	Comisiones cobradas al importador	412
D-2	Comisiones cobradas por cartas de crédito Stand by	412
D-3	Comisiones cobradas al exportador	412
D-4a	Incoterms 2000	456
D-4b	Incoterms 2010	460

BIBLIOGRAFIA

Administración financiera

James C. Van Home (9ª edición)

José Tomás Pérez. Litografía Senefalder S.A. México 1993

Banco de Maracaibo, 100 años

Belloso David y Villalobos Horacio G.

Editorial Arte, Caracas 1984

Banco de Venezuela, sede central

Alcántara Tomás P. y Méndez Alvaro

Producción Editorial Banco de Venezuela, Caracas 1990

Compilación de leyes de bancos y otros institutos de crédito. I y II

Peláez Luis A.

Publicación BCV, Caracas 1991

Contratos bancarios

Rodríguez Azuero Sergio (4ª edición)

Editorial ABC, Felaban, Bogotá, Colombia 1990

DPC 10 y sus enmiendas integradas

Espiñeira, Sheldon y Asociados

Gráficas Acea, Caracas 1994

El Banco Central de Venezuela

Crazut Rafael J.

Cromotip, Caracas 1991

Estados financieros semestrales auditados de los bancos y otras
instituciones financieras (junio 97 – Diciembre 2006)

Asociación Bancaria de Venezuela.

Estrategia global bancaria

Channon Derek

Ediciones Díaz de Santos S.A. . Madrid, España. 1987

Guía del inversionista
Superintendencia de Inversiones Extranjeras
Talleres gráficos de la Superintendencia de Inversiones Extranjeras, 2003

Hacienda y comercio de Venezuela en el siglo XVI
Arcila Farías Eduardo
Editorial Arte, Caracas 1983

Hacienda y comercio de Venezuela en el siglo XVII
Arcila Farías Eduardo
Editorial Arte, Caracas 1986

Historia de las finanzas públicas en Venezuela. Tomos XII-A, B, C.
Carrillo B. Tomás
Italgráfica, Caracas 1987-88

Los comerciantes de Caracas
González D. María
Cromotip. Caracas 1994

La guerra del siglo XXI ("Head to head")
Thurow Lester
Editorial Vergara, 1994

La política comercial de Venezuela
Ortiz Ramírez Eduardo
Grafisistem, Caracas 1992

Libros de la Hacienda Pública en Nueva Segovia
Arcila Farías Eduardo
Editorial Arte, Caracas 1983

Los cien millones del Banco de Venezuela
Tipografía Vargas, Venezuela 1956

Moneda y banca

Roger Le Roy Miller / Robert W. Pulsinelli (2ª edición)

Mc Graw-Hill, Impreandes Presencia S.A. Colombia, 1996

Monedas venezolanas. I y II

Pardo de, Mercedes C.

Gráficas La Bodoniana, Caracas 1989

SWIFT. Cartera de productos. Ediciones SWIFT.

New York, 1994

OTRAS REFERENCIAS Y EDICIONES DIGITALES

Bancarización en América Latina

Heller Carlos.

Felabañ. Brasil, Sao Paulo. 2005

Desempeño de la rentabilidad de los bancos fusionados en Venezuela entre los años 1998 y 2002

Medina Yeny J., Borgucci Emmanuel, Universidad del Zulia

Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura, Caracas, 2005.

Deuda Pública Nacional Venezuela, 2006

Informe de Análisis

Asamblea Nacional. Dirección de investigación y asesoría económica y financiera, 2007.

Desarrollo o sustitución del cheque y las cámaras de compensación.

Perspectiva Venezuela

Publicaciones BCV, Caracas, Venezuela, 2000.

Del Grameen Bank a los bancomunales. Revolución y evolución de los microcréditos.

Soler Castelló Marc

Barcelona, Venezuela, 2004.

El crédito documentario

Vila Andreu

Publicación del Banco Sabadell, España, 2003.

El riesgo en la industria bancaria

Joaquín del Águila, Cortés Francisco, Fernández Irene, García Francisca
Caja Rural Intermediterránea, Cajamar. Barcelona, España, 2002.

El leasing en la práctica mercantil. Aspectos generales

García Solé, Fernando

Revista de cuadernos de derecho y comercio. Universidad Complutense de
Madrid, España, 1995.

Evolución de la economía venezolana 2006. Perspectivas 2007
Propuestas. (presentación PowerPoint)

Plaja Colmenares Juan.

Factoring. Contratos de cesión de créditos (facturas con responsabilidad,
facturas sin responsabilidad), compras de efectos de comercio (con
responsabilidad), solicitud de crédito.

Corp Banca

Caracas, Venezuela, 2006.

Guía para su incorporación al derecho interno, 1998

Publicación de las Naciones Unidas, Nueva York, 1999.

Incoterms 2000

Fabio Bortolotti (Italia) y su equipo de trabajo

Publicación de la CCI, 2000.

INCOTERMS®2010

Publicación 715E de la CCI, 2010

ISBP 645 (200 artículos que son complemento de la UCP500 y se refieren
a la Práctica Bancaria Internacional Estándar relativa al Examen de
Documentos al Amparo de Créditos Documentarios, en vigor desde el
2002.

La estrategia de la industria es Venezuela

Directorio industrial 2004 (2005)

Estadísticas económicas e industriales (2006 y 2007)

Conindustria, Caracas, Venezuela.

La consolidación de la banca latinoamericana
Salvatierra Palacios Ignacio
Felaban, 2003.

La banca de desarrollo en México
Anaya Mora Miguel Luis
CEPAL, División de Desarrollo Económico, Chile, mayo 2007.

Las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
Poveda Anadón Raimundo
Banco de España, 2001

La valoración crediticia de las empresas a la luz de Basilea II
Soley Jorge y Rahnema Ahmad
Madrid, España, 2004.

Ley modelo de la CNUDMI sobre comercio electrónico y
Incoterms 2000, su importancia en el comercio internacional
Publicación de la ICC, México.

Los acuerdos bancarios de Basilea en perspectiva
Avella Mauricio, Muñoz Santiago y Piñeros Hernán
Bogotá, Colombia, 2004.

Nuevos enfoques de riesgo de crédito
Romero Marta Galicia
Publicación del Instituto de Riesgo Financiero, México, DF. 2003.

Presentación electrónica de documentos en créditos documentarios
Uniform Customs and Practice for Documentary Credits for Electronic
Presentation ("eUCP"), 2002
supplements the Uniform Customs and Practice for Documentary Credits
Revisión 2007, Publication No. 600

Presente y futuro de las garantías reales y personales
Drobnig Ulrich
Revista Latinoamericana de Derecho, 2004.

Quiebras bancarias en Venezuela: una perspectiva macroeconómica
Vera Leonardo y González Raúl

- Publicaciones BCV, Caracas, Venezuela, 1999.
Reglamento ADR de la CCI, vigente a partir del 1° de julio de 2001.
(medio alternativo de solución de desavenencias).
Publicación N° 809 de la CCI, Francia, París.
- Reglamento de Arbitraje de la Cámara de Comercio Internacional (CCI),
en vigor desde el 1 de enero de 1998.
CCI Francia, París
- Reglas y Usos Uniformes para Créditos Documentarios
Revisión 2007, vigente desde el 1 de julio de 2007
Publicación 600 de la CCI, Francia, París.
- Reglas y Usos Uniformes relativos a Créditos Documentarios
Revisión 1993
Publicación 500 de la CCI. Francia, París.
- Reglas Uniformes para Reembolsos Interbancarios (URR 525)
Revisión 1996
Publicación 525 de la CCI. Francia, París.
- Reglas Uniformes relativas a las Cobranzas (URC 522)
Revisión 1995 en vigor desde el 1 de enero de 1996
Publicación 522 de la CCI. Francia, París.
- Reglas Uniformes relativas a las Garantías a Primer Requerimiento
(URDG 458)
Publicación 458 de la CCI. Francia, París.
- Revista de difusión de tecnología agrícola y pesquera del FONAIAP
Romero Alfredo (coordinación editorial)
FONAIAP divulga (versión digital)
Contenido por tipo de artículo, autor, revista, número.
Centro Nacional de Investigaciones Agropecuarias, Venezuela
Unidad de Apoyo de Información y Documentación (UAID).
- Sistema uniforme de calificación de instituciones financieras utilizado en
los Estados Unidos de América.
Jaik Roberto, Morell C. Antonio y González A. Luís, Costa Rica, 2000.

Servicios para la solución de controversias
Corte Internacional de Arbitraje de la CCI
CCI Publicación N° 810. Francia, París.

Titularización: Experiencia en el sector agropecuario
Asociación Bancaria de Venezuela, 2004
congresos@expo-eventos.com / info@expo-eventos.com

Usos internacionales relativos a los créditos contingentes. ISP 98
International Standby Practice
Publicación 98 de la CCI. Francia, París, 1998.

Venezuela y su nuevo modelo de desarrollo: limitaciones y
contradicciones
Vera Leonardo
Universidad Central de Venezuela, Caracas, 2006.

OTRAS FUENTES

Anuario petrolero y minero de Venezuela, 1950-1956
Boletín informativo del Ministerio de Hacienda, 1940.
Banco Antioqueño. Informe del segundo semestre de 1940.
BCV. Series estadísticas de Venezuela de los últimos 50 años, I al V, 1992
BCV. Informe económico, desde 1987 hasta 2006.
Código de Comercio Venezolano, 1955.
Exposición de motivos de la Ley de Bancos, 1939.
FONCREI. Manual para la formulación y evaluación de proyectos, 2000.
Ley de supresión y liquidación de FONCREI, 2008.
Ley general de bancos y otras instituciones financieras, 1993.
Ley general de bancos y otras instituciones financieras, 2001.
Ley general de bancos y otras instituciones financieras, 2008.
Ley de almacenes generales de depósito y su reglamento, 1936
Ley de fideicomisos, 1956.
Ley de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión, 1973.
Ley de incentivo a la exportación, 1975.
Ley orgánica del trabajo, 1997.
Ley orgánica de aduanas y su reglamento, 1998.
Ley de mercado de capitales, 1998.
Ley de mercado de valores, 2010
Ley de regulación financiera, 1999.

Ley de reforma parcial del Código Civil, 1982
Ley del sistema nacional de ahorro y préstamo, 1993.
Ley de zonas francas de Venezuela, 1991.
Ley de crédito para el sector agrícola, 2002.
Ley de los fondos y las sociedades de capital de riesgo, 2001.
Ley del Banco Agrícola de Venezuela, 2008.
Ley que regula el subsistema de vivienda y política habitacional, 2000.
Ley orgánica de la administración financiera del sector público, 2000.
Memorando y exposición de motivos de la Ley del BCV, 1939.
Manual de contabilidad para bancos y otras instituciones financieras, 2005.
Nuevo PGC y normas internacionales de contabilidad aplicables desde 2008. La NIC 1 (revisada en 1997) viene a sustituir a las siguientes normas:
NIC 1, Revelación de políticas contables; NIC 5, Información a revelar en los estados financieros; NIC 13, Presentación de activos y pasivos corrientes.
Reglamento de la ley orgánica del trabajo, 1999.
Superintendencia de Bancos. Informe anual, desde 1941 hasta 2006.
Superintendencia de Bancos. Boletín trimestral, 1993 hasta 2006.
Superintendencia de Bancos. Normas relativas a la clasificación del riesgo en la cartera de créditos y cálculo de sus provisiones (1997).
Superintendencia de Bancos. Normas para una adecuada administración integral de riesgos (2003).
Superintendencia de Bancos. Resolución 179.00 Fideicomisos, 2000.
Superintendencia de Bancos. Resolución 090.95. Cálculo del índice de patrimonio de riesgo, 1995.
Superintendencia de Bancos. Circular aporte a Sudeban. N° SBIF-DSB-II-GGTE-GNP-14627 del 19-08-2005.

Resumen Curricular

Humberto A. Linares

Economista (UCV, 1969). Reconocida trayectoria profesional. Su experiencia incluye altas posiciones ejecutivas en la banca y en la docencia de postgrado en la Universidad Santa María dentro de la especialización en Finanzas en las materias de análisis de instituciones financieras y, de productos y servicios financieros. Consultor financiero; especializado en la prestación de servicios de consultoría en los campos de administración financiera y bancaria, desarrollo local, economía internacional y proyectos de desarrollo agropecuario. Los últimos proyectos, están relacionados con oportunidades de inversión y de negocios en el país para empresas financieras — Estudio económico, incluyendo el Plan de Negocio y Plan Operacional para la promoción de Bancos Universales— y no financieras y para una agrupación industrial del Brasil.

Amplia y extensa experiencia profesional en el área bancaria, iniciada en el año 1968. Se ha desempeñado como Examinador de Bancos en la Superintendencia de Bancos (1968-74); Gerente de Inversiones del Banco Nacional de Descuento (1974-79), coordinador del proyecto para la creación y puesta en marcha del Banco Suramericano de Desarrollo en la ciudad de Panamá. Asistente de la Vicepresidencia de Relaciones Técnicas del Banco Mercantil en el desarrollo de proyectos para la apertura de nuevas oficinas (1980-83); Gerente de Capital de Trabajo del Fondo de Crédito Industrial (1984); Vicepresidente de Crédito del Banco República (1984-87); Gerente de Administración y Finanzas de Corpoindustria (1992); Gerente de Recuperación de Créditos del Banco del Caribe (1994) y asesor externo de esta Institución (1990-93), desde esta segunda posición desarrolla proyectos dentro de los planes de extensión geográfica del Banco.

Autor de cuatro obras, todas referidas a la materia bancaria: a) "Operaciones de Banca Comercial", 1983; b) "Banca Comercial Venezolana", 1989; c) "Créditos Documentarios", 1996 y d) "Banca Venezolana", 1998. A finales del año 2001 entró en circulación la segunda edición de esta última obra, en la cual se incluyó los más importantes cambios ocurridos en el mundo financiero venezolano y, la adición de un nuevo capítulo sobre las operaciones de Fideicomiso. Con igual propósito, en la tercera edición, se agregan dos nuevos capítulos: uno, referido al plan de negocios y riesgo bancario y el otro, sobre el mercado de capitales.