

# INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE CAPITALES EN VENEZUELA

Jesús A. Rojas Díaz

## RESUMEN

Esta obra ha sido concebida y desarrollada para orientar e introducir a los estudiantes universitarios de pregrado, extensión y postgrado en el maravilloso mundo del mercado de capitales, con especial énfasis en el de Venezuela. La aspiración que me anima no ha sido la elaboración de un libro enjundioso sobre la materia, sino despertar inquietudes y sentar las bases para un desarrollo posterior que pueda ser acometido por los que deseen hacer del tema una verdadera especialización.

Este libro está diseñado, fundamentalmente, como un curso introductorio al mercado de capitales. Comienza con una exposición general sobre el tema, para abordar, de seguida, ciertas generalidades del mercado de capitales en Venezuela, destacando el aporte que algunos enamorados del tema pudieron realizar, sin soslayar los problemas que surgieron y que aún están presentes en la aceptación definitiva de que él constituye una herramienta esencial para la consecución del anhelado desarrollo económico del País. Se pasea por detalles técnicos procedimentales para poder acceder a este importante motor impulsador del crecimiento empresarial y nacional por parte de los demandantes de fondos. Igualmente, se ha mencionado el importante papel desempeñado por muchos de los actores del mercado, así como algunos de los puntos que siempre han sido objeto de discusión, incluyendo el relativo al riesgo que tienen que asumir las personas que participan como oferentes o demandantes de títulos en las bolsas de valores, que es lo que le confiere vida al mercado primario o de captación directa de dinero del público para cubrir las necesidades de inversión de los demandantes originarios de recursos.

## ABSTRACT

This book has been conceived and developed to guide and introduce undergraduate, extension and postgraduate university students to the wonderful world of the capital market, with special emphasis on that of Venezuela. The aspiration that motivates me has not been the elaboration of a substantial book on the subject, but to arouse concerns and lay the foundations for further development that can be undertaken by those who wish to make the subject a true specialization.

This book is primarily intended as an introductory course on capital markets. It begins with a general presentation on the subject, to immediately address certain generalities of the capital market in Venezuela, highlighting the contribution that some lovers of the subject were able to make, without ignoring the problems that arose and that are still present in the definitive acceptance that it constitutes an essential tool for achieving the desired economic development of the Country. It goes through procedural technical details to be able to access this important driving force behind business and national growth by applicants for funds. Likewise, the important role played by many of the market players has been mentioned, as well as some of the points that have always been the subject of discussion, including the one related to the risk that the people who participate as bidders or applicants of securities have to assume. in the stock exchanges, which is what gives life to the primary market or the direct capture of money from the public to cover the investment needs of the original claimants of resources.

## **INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE CAPITALES EN VENEZUELA**

**Jesús A. Rojas Díaz**

**Caracas, julio 2007**



## **PREFACIO**

Esta obra ha sido concebida y desarrollada para orientar e introducir a los estudiantes universitarios de pregrado, extensión y postgrado en el maravilloso mundo del mercado de capitales, con especial énfasis en el de Venezuela. La aspiración que me anima no ha sido la elaboración de un libro enjundioso sobre la materia, sino despertar inquietudes y sentar las bases para un desarrollo posterior que pueda ser acometido por los que deseen hacer del tema una verdadera especialización.

En el mundo entero, la labor empresarial orientada hacia la obtención de recursos para el financiamiento de los proyectos de inversión que posibiliten el progreso de las empresas y del país donde operan está supeditado al mismo desarrollo del mercado de capitales. Las personas que de una u otra manera hemos estado ligados al proceso de toma de decisiones en relación con la obtención de los fondos que necesitan las empresas para financiarse, conocemos de cerca todas las angustias que el gerente de finanzas, así como el tesorero de la compañía, tienen que superar para complacer a la alta gerencia en el tema de la consecución del flujo monetario requerido para la mejor marcha del negocio. En la mayoría de los casos, sobre todo en Venezuela, las cosas se complican porque ha sido una práctica atávica acudir a la banca como la fuente normal de recursos, obviando la circunstancia de que, precisamente, la consecución de fondos para el financiamiento de proyectos que tienen un período de mediana o larga maduración debe estar adecuada al tiempo acordado para honrar los compromisos que sean contraídos para tales fines. Es por esta razón que el conocimiento y el desarrollo del mercado de capitales adquieren una importancia relevante para los profesionales que ocupan cargos gerenciales en el ámbito de las finanzas.

Este libro está concebido, fundamentalmente, como un curso introductorio al mercado de capitales. Comienza con una exposición general sobre el tema, para abordar, de seguida, ciertas generalidades del mercado de capitales en Venezuela, destacando el aporte que algunos enamorados del tema pudieron realizar, sin soslayar los problemas que surgieron y que aún están presentes en la aceptación definitiva de que él constituye una herramienta esencial para la consecución del

anhelado desarrollo económico del País. Se pasea por detalles técnicos procedimentales para poder acceder a este importante motor impulsador del crecimiento empresarial y nacional por parte de los demandantes de fondos. Igualmente, se ha mencionado el importante papel desempeñado por muchos de los actores del mercado, así como algunos de los puntos que siempre han sido objeto de discusión, incluyendo el relativo al riesgo que tienen que asumir las personas que participan como oferentes o demandantes de títulos en las bolsas de valores, que es lo que le confiere vida al mercado primario o de captación directa de dinero del público para cubrir las necesidades de inversión de los demandantes originarios de recursos.

Jesús A. Rojas Díaz

# INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE CAPITALES EN VENEZUELA

## CONTENIDO

<b>I. LOS MERCADOS FINANCIEROS.....</b>	<b>7</b>
<b>Características diferenciales de los mercados financieros: El mercado monetario y el mercado de capitales. El mercado primario y el mercado secundario. Características diferenciales del mercado de capitales venezolano respecto a otros países. La actividad financiera empresarial y su vinculación con los mercados financieros.</b>	
<b>II. MERCADO DE CAPITALES EN VENEZUELA.....</b>	<b>12</b>
<b>Fundamentos de su existencia. Instrumentos legales que lo regulan: La Ley de Mercado de Capitales. Otras disposiciones legales, reglamentarias y normativas.</b>	
<b>III. LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....</b>	<b>21</b>
<b>Objeto y funciones. Organización. Atribuciones y deberes. El Registro Nacional de Valores.</b>	
<b>IV. LA OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS VALORES.....</b>	<b>23</b>
<b>Requisitos. Los prospectos de emisión. Normas para la elaboración de los estados financieros de las entidades sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores. La información financiera periódica u ocasional.</b>	
<b>V. ENTIDADES QUE PARTICIPAN EN LAS COLOCACIONES Y TRASPASOS DE VALORES.....</b>	<b>32</b>
<b>Agentes de colocación y de distribución. Los agentes de traspaso. La Caja Venezolana de Valores. Los asesores de inversión. Las sociedades calificadoras de riesgo.</b>	
<b>VI. LAS BOLSAS DE VALORES EN VENEZUELA.....</b>	<b>39</b>
<b>Definición y objeto. Antecedentes históricos. Las bolsas de comercio. La Bolsa de Comercio de Caracas. La Bolsa de Comercio de Miranda. La Bolsa de Valores de Caracas. La Bolsa de Valores de Maracaibo. Evolución de las operaciones bursátiles.</b>	

**VII. INSTITUCIONES QUE OPERAN EN EL MERCADO SECUNDARIO..... 48**

**Las casas de corretaje y las casas de bolsa. El sistema electrónico de transacciones y liquidaciones bursátiles. Organización y funcionamiento de las cajas de valores.**

**VIII. OTRAS INSTITUCIONES DE INTERMEDIACIÓN..... 50**

**Ley de Entidades de Inversión Colectiva. Los fondos mutuales. Valor de las unidades de inversión. Formulario para hacer oferta pública de unidades de inversión de Entidades de Inversión Colectiva.**

**IX. LA TOMA DEL CONTROL EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS..... 53**

**Concepto de *Take over* y *tender offer*. Experiencias venezolanas. 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.**

**X. MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES..... 56**

**Operaciones de futuros; sus modalidades. Distintas clases de opciones. Operaciones con opciones. La Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela (BOLPRIAVEN).**

**XI. LOS ÍNDICES BURSÁTILES..... 66**

**Sus características. El índice de capitalización bursátil Caracas.**

**XII. VALUACIÓN DE TÍTULOS VALORES..... 71**

**Valuación de bonos. Bonos perpetuos. Bonos finitos. Bonos redimibles con sorteos. Valuación de acciones preferidas. Valuación de acciones comunes. Dividendos en acciones. Aumentos de capital social a ser colocados exclusivamente entre los accionistas en la entidad emisora. Mercados eficientes. El arbitraje.**



**XIII. ANÁLISIS DEL RIESGO EN LAS DECISIONES FINANCIERAS..... 87**

**La asunción de riesgos por parte de los inversionistas. Análisis del riesgo como fundamento de las decisiones de inversión. Teoría de la cartera. El modelo de fijación de precios de activos de capital.**

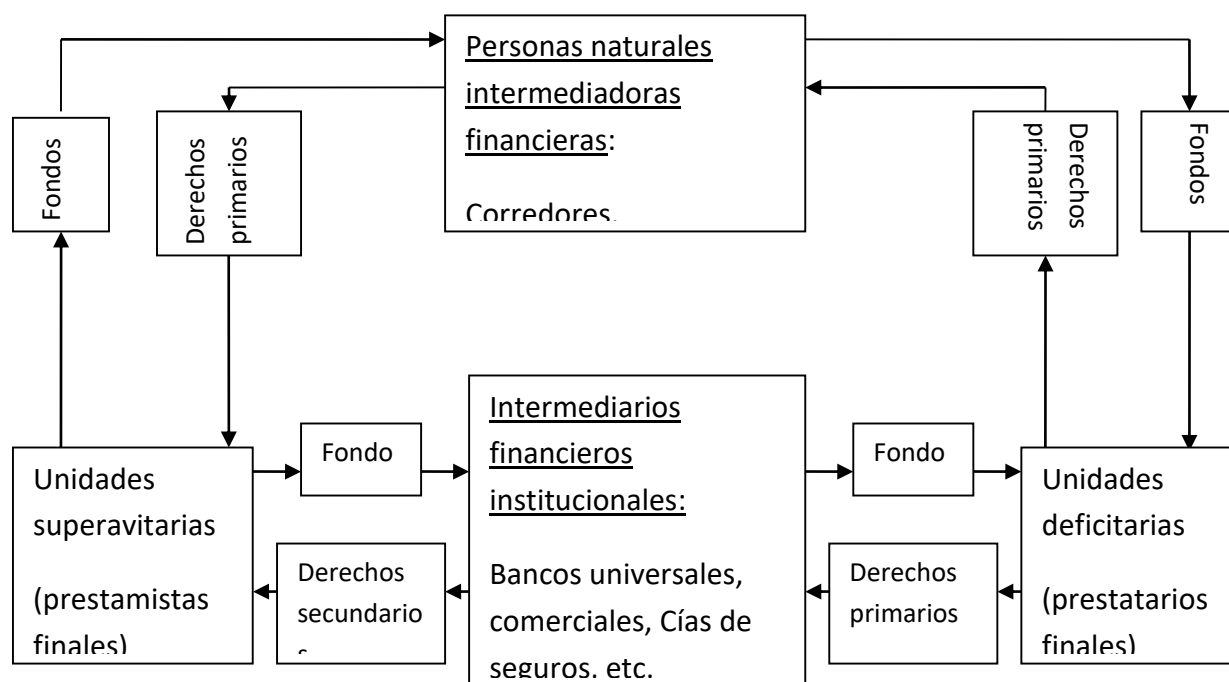
**BIBLIOGRAFÍA..... 102**

## CAPÍTULO I.

**LOS MERCADOS FINANCIEROS. Características diferenciales de los mercados financieros: El mercado monetario y el mercado de capitales. El mercado primario y el mercado secundario. Características diferenciales del mercado de capitales venezolano respecto a otros países. La actividad financiera empresarial y su vinculación con los mercados financieros.**

En cualquier economía existen unidades cuyos ingresos exceden a sus inversiones en activos reales, dando lugar a la formación de un ahorro; por otra parte, hay unidades económicas que requieren realizar inversiones que superan a sus disponibilidades. Dicho en otras palabras, existen unidades superavitarias y unidades deficitarias. Las primeras, propietarias de activos financieros, los ceden a las unidades deficitarias, quienes deben emitir pasivos financieros que revisten diversas formas y características. Es esta creación y transferencia de activos y pasivos financieros lo que da origen y conforma los mercados financieros. Pero la interrelación entre las unidades deficitarias y superavitarias de la economía difícilmente se lleva a cabo de manera directa, por cuya razón ha surgido un sector especializado que intermedia entre ambos grupos. De manera, pues, que los mercados financieros comprenden a todo aquel conjunto de transacciones que motivan la creación de derechos (activos y pasivos financieros), también denominados instrumentos financieros, y que relacionan a las unidades deficitarias y superavitarias de ahorros a través de la actuación de los intermediarios financieros.

**Diagrama del mercado financiero.**



Todo derecho lleva como contraparte la existencia de una obligación. El activo financiero más obvio es el dinero, el cual constituye un activo para su poseedor y un pasivo para el emisor. Pero, también existen otros activos y pasivos financieros, entre los cuales se encuentran los títulos de deuda y de capital, cuya negociación se realiza en los mercados financieros, tal como se representa en el diagrama anterior.

Según las operaciones crediticias realizadas, sean a corto o a mediano y largo plazo, los mercados financieros se clasifican en mercado de dinero (o monetario) y mercado de capitales. Desde el punto de vista de la más sana ortodoxia administrativa, las necesidades de capital de trabajo de carácter transitorio deben ser satisfechas por las empresas obteniendo recursos provenientes del mercado monetario; no así cuando las necesidades son ocasionadas por nuevas inversiones en activos fijos o si se necesita financiar capital de trabajo de característica igualmente permanente, ya que la fuente idónea para la captación de los recursos requeridos para tales fines debe ser el mercado de capitales. La desviación de esta norma puede ocasionar graves problemas de liquidez y solvencia en las empresas, pudiendo derivarse estados de cesación de pagos y eventuales situaciones de quiebra.

Cuando las empresas incursionan en el mercado de capitales, lo hacen mediante la emisión de instrumentos financieros que revisten la forma de títulos de deuda o de acciones (comunes o preferidas). De esta forma, acuden a la captación del ahorro público para satisfacer sus necesidades de inversión. Ahora bien, aunque las perspectivas del título ofrecido por el ente emisor pueden resultar originalmente atractivas al público ahorrador, existirá la incertidumbre respecto a la posibilidad de que en un futuro pudiese verse en la obligación de vender los títulos para atender algún tipo de necesidad personal, familiar o, simplemente, reemplazarlos por otras alternativas de inversión. Es decir, que al inversionista le preocupa, con sobrada razón, que el título que vaya a adquirir posea lo que se denomina en el argot financiero: “liquidez”. A estas alturas vale la pena hacer una pequeña digresión para distinguir lo que constituye el mercado de capitales primario y el mercado secundario: Cuando se colocan originalmente los títulos entre el público ahorrador y se opera una transferencia de fondos de éstos hacia el ente emisor, estamos en presencia de una operación de mercado primario. Por el contrario, el mercado secundario es el que se forma por las transacciones que posteriormente se realizan entre los sucesivos oferentes y demandantes de los títulos valores sin que exista un aumento de la cantidad de tales valores en el mercado.

De lo hasta aquí expuesto puede derivarse una conclusión: Un mercado de capitales desarrollado requiere la existencia de un mercado secundario ágil, que proporcione la adecuada liquidez a los títulos que sean objeto de transacciones en él. Y esta es la función que corresponde cumplir a las bolsas de valores.

### **La actividad financiera empresarial y su vinculación con los mercados financieros.**

Las actuaciones de los responsables de la conducción financiera de las empresas, dentro del ámbito de sus funciones, implican la toma de decisiones relativas a la obtención de recursos, a su inversión

y al planeamiento de la ganancia. Existe toda una teoría levantada sobre la materia, orientada hacia la minimización de los costos de los fondos requeridos para el financiamiento de las inversiones así como hacia la obtención de la mayor rentabilidad posible con el menor grado de riesgo. Asimismo, se le presta gran atención al diseño y mantenimiento de una adecuada estructura de capital y a la utilización de las fuentes de financiamiento apropiadas a las circunstancias. En relación con estos particulares, es menester hacer una consideración respecto al ciclo del capital de trabajo, también conocido como ciclo de operaciones. Para explicar el concepto, consideremos una empresa industrial que entrega efectivo a cambio de la recepción de materia prima, mano de obra y gastos de fabricación que, una vez completado el proceso productivo, son convertidos en inventario de productos terminados, el cual, cuando es vendido, se transforma en una cuenta por cobrar que, finalmente, se convierten en efectivo al efectuarse su cobro. Entonces, se entiende por ciclo de operaciones al tiempo promedio que transcurre entre la salida original del efectivo y su ulterior recepción al realizarse la cuenta por cobrar. La convención contable usada para separar los activos y pasivos circulantes se basa en el año natural de negocios o en la duración del ciclo de operaciones. De esta manera, si el ciclo de capital de trabajo no tiene una duración claramente definida o es inferior a un año, se consideran circulantes o corrientes todos los activos y pasivos cuya liquidación o exigibilidad ocurra en un plazo igual o inferior a un año; pero, si el ciclo es mayor a un año, se toma aquél para la determinación de cuáles son los activos y pasivos circulantes. Sintetizando, debe tomarse el período más largo entre el ciclo de operaciones y el año natural. Ahora bien, el activo circulante está formado por inversiones (principalmente representadas por efectivo, cuentas por cobrar e inventarios) que siempre estarán presentes en una empresa en marcha, de las cuales existe una porción que es financiada a corto plazo de manera espontánea por el pasivo circulante, como es el caso de una parte o la totalidad del inventario de materia prima, parte de los gastos de fabricación así como algunos otros gastos que se van acumulando durante el ejercicio.

Desde una óptica netamente financiera, esta delimitación es muy importante, ya que permite diferenciar cuáles son las inversiones que deben financiarse a corto plazo de aquéllas que su financiamiento debe procurarse a mediano o largo plazo, so pena de que se generen desequilibrios financieros que pongan en peligro la propia estabilidad de la empresa. Las consideraciones anteriores nos llevan a la conclusión de que las necesidades transitorias de capital de trabajo pueden ser satisfechas mediante la obtención de fondos en el mercado monetario, no ocurriendo así con las necesidades de capital de trabajo de naturaleza permanente, las cuales, conjuntamente con las relativas a las inversiones de largo plazo (activos fijos tangibles, intangibles, cargos diferidos y otros), deben ser financiadas con fuentes de mediano y largo plazo, o lo que equivale a decir: a través del mercado de capitales. De esta forma, la existencia o no de un mercado de capitales condiciona las posibilidades de desarrollo y crecimiento de las empresas y de la economía en general.

### **Riesgo de invertir en el mercado de capitales.**

En este mercado donde concurren oferentes y demandantes de títulos valores, tanto los precios como los rendimientos son fluctuantes, lo que confiere incertidumbre respecto al resultado final de las inversiones. Ello comporta un riesgo que debe asumir cada inversionista, a diferencia de lo que ocurre en el sector bancario nacional venezolano, donde los depósitos se encuentran parcialmente garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria, quien en la actualidad cubre posibles pérdidas sufridas por los depositantes hasta por un monto de diez millones de bolívares (Bs. 10.000.000), y los rendimientos se hallan exentos del impuesto sobre la renta.

## CAPÍTULO II.

### **MERCADO DE CAPITALES EN VENEZUELA. Fundamentos de su existencia.**

**Instrumentos legales que lo regulan: La Ley de Mercado de Capitales. Otras disposiciones legales, reglamentarias y normativas.**

#### **Fundamentos para la existencia de un mercado de capitales.**

La promoción y estímulo del desarrollo económico de un país implica, además de la eficiente utilización de los recursos humanos y materiales disponibles, la canalización del flujo dinerario que se origina en los ahorradores para su ulterior utilización por parte de los grupos interesados en emplearlos para financiar el proceso productivo. En esta labor de intermediación cumplen y han cumplido un papel de importancia relevante todo el conjunto de instituciones financieras que operan en el País. Sin embargo, tales instituciones están diseñadas, fundamentalmente, para suministrar financiamientos a corto plazo, y aunque algunas que, como los bancos de inversión, los bancos hipotecarios, las arrendadoras financieras y los bancos universales conceden créditos a mediano y largo plazo, la naturaleza y ámbito de sus operaciones no le han permitido una activa participación en el financiamiento del desarrollo de la Nación. Por tal motivo, y como quiera que el crecimiento de la economía de cualquier país está estrechamente vinculado a sus posibilidades reales de obtención de recursos financieros para destinarlos a sus programas de inversión a largo plazo, la dinamización del mercado de capitales como instrumento idóneo al cual puedan acudir los empresarios en procura de los fondos requeridos para financiar sus proyectos y alimentar sus necesidades de expansión operativa, ha revestido para Venezuela una importancia primordial. Así fue entendido algunos decenios atrás, cuando empezamos a tener conciencia acerca de la conveniencia de lograr una significativa tasa de inversión, basada en una eficaz movilización del ahorro nacional a través de un mercado de capitales organizado.

Sin embargo, debemos hacer referencia a las características diferenciales del mercado de capitales venezolano respecto a otros países. Así podemos mencionar que en países como Inglaterra y los Estados Unidos de Norteamérica, la etapa inicial de su industrialización estuvo basada en la captación directa de ahorros del público, por medio de la emisión de acciones y bonos, con el objeto de financiar sus grandes proyectos de inversión. Allí, el mercado de capitales fue elemento principal en la motorización del desarrollo económico, con la particularidad de que la oferta de títulos valores nació como respuesta a las propias características de la actividad económica y a ciertos factores culturales inherentes a tales sociedades. En Venezuela, por el contrario, la oferta de títulos se ha identificado con la denominada “oferta promotora”, según la cual las instituciones y

servicios financieros nacen sin que exista la demanda correspondiente, requiriéndose la incentivación de ésta a posteriori. A este respecto, aunque después de la promulgación de la primera Ley de Mercado de Capitales en 1973, el Estado realizó algunos esfuerzos para crear la demanda necesaria, los resultados no estuvieron a la altura de las expectativas. No obstante, hoy más que nunca debería procurarse la orientación del ahorro interno hacia el financiamiento de las inversiones de capital que deben realizar las empresas, como una vía efectiva para el logro de la ansiada reactivación económica venezolana.

La evolución observada en los volúmenes de operaciones realizadas en las bolsas de valores, los cambios en su composición acentuándose la preferencia hacia los títulos emitidos por empresas privadas y la necesaria dotación de un marco legal apropiado, podrían sentar las bases que aseguren un futuro halagüeño para el mercado de capitales venezolano. Sin embargo, para ello es imprescindible que el Estado le confiera el carácter prioritario que merece y logre concretar el ambiente de confianza indispensable para su desarrollo, lo cual sólo podrá alcanzarse cambiando el discurso de que “es malo ser rico” por otro que promueva el trabajo lucrativo y la búsqueda de oportunidades para la creación de riqueza.

Dentro del aspecto promocional del mercado de capitales en Venezuela es obligatorio mencionar la actuación relevante del Banco Interamericano de Desarrollo, en cuya sede se celebró una reunión de varios personeros del sector privado de América Latina en enero de 1964, evento de donde surgió la recomendación de fortalecer y mejorar el funcionamiento de los mercados de capitales de la región. Esta idea fue, igualmente, debatida por los Jefes de Estado del continente americano, en reunión celebrada en Punta del Este, Uruguay, en abril de 1967, de donde emergió una declaración donde se destacaba la necesidad de promover el fortalecimiento de los mercados de capital así como la posible formación de un mercado latinoamericano de valores. Consecuencia de tales iniciativas fue la elaboración y publicación de varias monografías relacionadas con el tema, una de las cuales, elaborada por Theodore Kiendl y Philippe Schwob y publicada por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos en 1968, versó sobre el mercado de capitales en Venezuela. En este trabajo, después de un análisis de la evolución y características de las distintas variables económicas vinculadas al mercado de capitales, fue incluido un proyecto de ley que regulara su funcionamiento. Con esta orientación, en abril de 1969, el Gobierno designó una comisión ad-honorem para que estudiara el funcionamiento del mercado de capitales venezolano, los instrumentos legales que lo regían y las instituciones que en él intervenían. Fruto del trabajo de dicha comisión fue un proyecto de Ley de Mercado de Capitales sometido a consideración del Congreso Nacional en 1971, el cual fue definitivamente aprobado el 21 de diciembre de 1972 y promulgado por el Presidente de la República el 31 de enero de 1973. Así quedó dotada Venezuela del instrumento que serviría de marco legal e institucional a las operaciones de intermediación que configuran el mercado de capitales. Esta ley fue parcialmente modificada el 22 de mayo de 1975, para ser, finalmente, sustituida por la actual y vigente Ley de Mercado de Capitales, la cual fue publicada en Gaceta Oficial del 22 de octubre de 1998.



## **La Ley de Mercado de Capitales.**

Esta ley, de conformidad con lo establecido en su artículo primero, “regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control.” Al igual que las leyes precedentes sobre la materia, exceptúa de su control los títulos de Deuda Pública Nacional, así como aquellos emitidos por instituciones reguladas por otras leyes, como es el caso de la Ley del Banco Central de Venezuela y la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras.

Una de las principales disposiciones que contiene la Ley está referida a la Comisión Nacional de Valores, a quien define como “el organismo encargado **de promover, regular, vigilar y supervisar** el mercado de capitales”, atribuyéndole un conjunto de atribuciones y deberes con el fin de asegurar la existencia y preservación de un mercado ordenado, así como a la protección de los intereses de los inversionistas y a la organización de las instituciones auxiliares requeridas para su adecuado funcionamiento.

En su intento por dotar al mercado de una organización adecuada, la Ley regula la constitución y funcionamiento de las bolsas de valores a fin de asegurarle al público el disfrute de todos los servicios necesarios para dotar de liquidez a los títulos valores objeto de negociación en el mercado. Igualmente, establece las condiciones que deben cumplir las personas naturales y jurídicas que deseen realizar operaciones de corretaje con títulos valores, así como aquellas que se dediquen al asesoramiento público sobre las inversiones en el mercado, facultando a la Comisión Nacional de Valores para prescribir las normas relativas al ejercicio de tales actividades.

### **Otras disposiciones legales, reglamentarias y normativas.**

Además de la Ley de Mercado de Capitales, han sido promulgadas otras dos leyes vinculadas con la materia, a saber: la Ley de Entidades de Inversión Colectiva y la Ley de Cajas de Valores.

Asimismo, el Ejecutivo Nacional ha dictado los siguientes reglamentos de la Ley de Mercado de Capitales:

Reglamento Parcial N° 1 sobre el Registro Nacional de Valores

Reglamento Parcial N° 2 sobre las Sociedades Anónimas de Capital Abierto (SAICA)<sup>1</sup> Reglamento Parcial N° 3 sobre Sociedades o Casas de Corretaje Títulos Valores.

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores, en uso de sus atribuciones legales ha dictado, además de su propio reglamento interno, los atinentes al funcionamiento de las siguientes instituciones:

Bolsa de Valores de Caracas.

Bolsa de Valores de Maracaibo, SACA<sup>2</sup>

Sociedades o Casas de Corretaje de Títulos Valores

Bolsa Electrónica de Valores de Venezuela<sup>3</sup>

Caja Venezolana de Valores.

Cámara de Compensación de Opciones y Futuros de Venezuela, C.A.

Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela.

Adicionalmente, la Comisión Nacional de Valores ha tenido que ir creando toda la normativa pertinente a las necesidades de un mercado que, en la medida en que se ha ido desarrollando, ha incursionado en nuevas actividades y productos. Fruto de esta necesidad ha sido la promulgación de un conjunto de normas que persiguen asegurar la mayor transparencia del mercado y de la actuación de los que allí participan. Así, entre otras, han sido dictadas las disposiciones siguientes:

---

<sup>1</sup> Las Sociedades Anónimas Inscritas de Capital Abierto (SAICA) eran sociedades anónimas que, de conformidad con la anterior Ley de Mercado de Capitales, habían abierto sus capitales al público en un porcentaje superior al 50%, condición que les hacía acreedoras a gozar de exoneraciones del impuesto sobre la renta en función del grado de apertura de sus capitales. La ley también consagraba que el Estado preferiría a los efectos de su gestión proteccionista a este tipo de sociedades.

<sup>2</sup> La Bolsa de Valores de Maracaibo fue autorizada para actuar como tal el 30 de abril de 1987. Después de varios años de operación en un mercado escasamente desarrollado, decidió solicitar la revocatoria de su autorización, la cual fue aprobada el 24 de marzo de 1999.

<sup>3</sup> La Bolsa Electrónica de Valores de Venezuela, como su nombre lo indica, era una bolsa que funcionaba electrónicamente con capacidad para operar en gran parte del Territorio Nacional. A pesar de representar una excelente idea, estuvo condenada al fracaso debido al escaso volumen de operaciones y a su baja rentabilidad.

Normas relativas a la autorización de los corredores públicos de títulos valores y al registro de los mismos.

Normas sobre la organización y protección de los obligacionistas.

Normas relativas al proceso de suscripción pública de acciones de sociedades anónimas en promoción.

Normas relativas a la Oferta Pública y Colocación Primaria de Títulos Valores y a la Publicidad de las Emisiones.

Normas relativas a la oferta pública de acciones, obligaciones u otros valores emitidos por empresas constituidas en Venezuela, que sirven de base para la emisión de valores emitidos por un tercero en el exterior para su colocación en el territorio nacional o en el exterior

Normas que regulan la autorización e inscripción de los agentes de traspaso y el procedimiento relativo al traspaso de las acciones nominativas.

Normas relativas a la autorización de las sociedades calificadoras de riesgo.

Normas relativas a la organización y funcionamiento de las cajas de valores.

Complementariamente, la Comisión Nacional de Valores ha establecido los instructivos y formularios que regulan la forma como las personas que actúan en el mercado deben dar cumplimiento a las exigencias legales, reglamentarias y normativas, resolviendo, mediante resoluciones, cualquier asunto no contemplado en las mencionadas disposiciones.

En el anexo incluido al final de esta obra, se detalla la normativa jurídica vigente sobre el mercado de capitales al 30 de junio de 2003, publicada por la Comisión Nacional de Valores.

### **Apoyo y promoción del mercado.**

En cuanto a respaldo se refiere, el mercado de valores no ha recibido todo el que debería habersele prestado en virtud de la importancia que reviste como mecanismo de intermediación financiera que actúa movilizandando recursos internos con destino al financiamiento de las empresas, lo cual constituye una de las acciones efectivamente coadyuvantes al crecimiento de una economía. No obstante ello, sí puede señalarse el efecto vitalizador sobre el mundo bursátil venezolano que en algunas oportunidades ha llevado a cabo el Banco Central a través de la Bolsa de Valores de Caracas mediante la realización de operaciones de mercado abierto o actuando en su carácter de agente financiero del Fisco Nacional. Si nos remontamos a las décadas de los años setenta y ochenta, hallaremos participaciones más importantes del Banco Central en el mercado,

materializadas mediante sus intervenciones como oferente o demandante de títulos DPN de cédulas hipotecarias, operaciones que llegaron a representar en algunas ocasiones más del 60% de las operaciones transadas en la Bolsa de Valores.

También, debe mencionarse una experiencia que, aunque fallida, no dejó de ser interesante. Me refiero al importante esfuerzo que significó la creación de una sociedad financiera (equivalente a lo que son hoy los bancos de inversión), la cual fue promovida por la Comisión Nacional de Valores y patrocinada por la mayor parte de las instituciones financieras que operaban en Venezuela para finales del decenio de los años setenta, cuyo objetivo fundamental era la creación y mantenimiento de las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de capitales. A tales efectos, esta sociedad debía ocuparse de facilitar la negociación en el mercado secundario de los valores emitidos conforme a la Ley de Mercado de Capitales y a la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito, sustentando las cotizaciones respectivas y racionalizando los precios según las características de dichos instrumentos y la dinámica del mercado. Sin embargo, tuvo que afrontar muchos inconvenientes en su operación, la mayoría de ellos derivados de una cartera de valores de baja calidad así como de la incobrabilidad de financiamientos concedidos para la adquisición de acciones, por cuyo motivo no pudo cumplir a cabalidad con el objetivo perseguido con su creación y terminó siendo liquidada.

Sintetizando, ninguno de los gobiernos ha parecido darle al mercado de capitales la importancia estratégica que merece. Algunos de los anteriores llegaron a prestarle cierta atención; el presente aún no ha tomado conciencia de la función que ese mecanismo está llamado a desempeñar como motorizador del desarrollo nacional. Durante años estuvimos sometidos a un control de cambios surgido como respuesta autoritaria del Gobierno a un proceso de fuga de divisas que él mismo incentivó con sus desaciertos económicos. La incompetencia gubernamental para conducir la economía ha generado una gran crisis de confianza. Como puede inferir cualquier lego en la materia, el primer efecto del control cambiario es el represamiento de divisas y el mejoramiento de la posición de los activos internacionales, con lo cual, a la par que se refuerza la capacidad de pago del país, se opera un incremento en la liquidez monetaria que –de existir las condiciones apropiadas- podría ser usado como cebador para el arranque definitivo de nuestra industrialización, particularmente por la situación restriccionista que puede generarse sobre algunos de los productos de importación acostumbrada. No obstante, como no hay confianza, está presente el grave riesgo de que la conjunción de una mayor cantidad de circulante en poder del público y la menor existencia de bienes susceptibles de ser demandados, actúe como detonante para disparar la inflación a niveles preocupantes. Este problema se verá potenciado por los mayores costos de fabricación que serán generados por el alza en los insumos importados, por el desempleo que nos agobia y por la migración de mano de obra de los sectores productivos de la economía hacia el desempleo disfrazado que representa la ocupación informal.

Ante la actual coyuntura que vive Venezuela, cobra mayor importancia el mercado de capitales como mecanismo idóneo para canalizar el ahorro hacia áreas fundamentales de la economía, especialmente ahora cuando la demanda interna, sin mayores posibilidades de rebasar las fronteras patrias, estaría forzada a orientarse hacia el aparato productivo nacional. De allí la necesidad de promover y dinamizar el mercado de capitales, cuyo desarrollo vendría a fortalecer la infraestructura financiera nacional para adecuarla a las exigencias del momento histórico vivido.

En principio, debería efectuarse una campaña institucional tendente a vencer la tradicional resistencia que nuestros empresarios han presentado a la apertura de sus capitales al público, en conjunción con acciones convincentes por parte del Gobierno que insuflen a la economía el grado de confianza necesario para que tal aspiración pueda concretarse.

Como quiera que en Venezuela el Estado ha sido el gran motor de la economía y prácticamente todas las sociedades mercantiles orbitan alrededor de su acción, creemos que el condicionamiento expreso de que las medidas proteccionistas del Ejecutivo únicamente podrán ser obtenidas asumiendo el compromiso de abrir sus capitales al público, constituye el mejor camino para doblegar la atávica resistencia que han tenido nuestros empresarios para permitir la participación de terceros en las bases accionarias de sus compañías.

En este sentido, las facilidades y protecciones acordadas deberían encuadrarse dentro de regímenes diferenciales de incentivación, donde el criterio fundamental para el disfrute de los beneficios obedezca al grado de apertura del capital, tal como ocurría con las Sociedades Inscritas de Capital Abierto.

Si bien es cierto que para el desarrollo del mercado se requiere que un número mayor de empresas concurren como oferente de títulos, no es menos cierto que para asegurar el buen éxito de este proyecto debe plantearse como requisito “sine qua non” que se encuentren financieramente sanas, ya que el fracaso de cualesquiera de ellas se traduciría en una pérdida de confianza en el mercado de valores como recipiente adecuado de los ahorros del público, tal como ha ocurrido en otras épocas. Es decir, que los organismos competentes a quienes corresponda examinar las distintas solicitudes deben efectuar una evaluación completa de la sociedad peticionaria que abarque, entre otras cosas, los aspectos relativos a la capacidad de la gerencia para conducir la empresa, la estructura financiera, los planes de desarrollo, las proyecciones financieras, el flujo de fondos presupuestado, la factibilidad de los proyectos, la tecnología aplicable, etc., a fin de evitar que empresas financieramente mórbidas capten recursos a través de ofertas públicas de títulos, preservando de esa manera a las personas que acuden al mercado de capitales para colocar sus ahorros, de forma tal que no se sientan defraudadas ante el eventual fracaso que puedan sufrir algunas de las sociedades mercantiles receptoras de sus ahorros.

Otro de los elementos a ser considerado es el referente a las ventajas relativas acordadas a los instrumentos de captación de la banca, lo cual constituye indudablemente un factor obstaculizante para el desarrollo del mercado, debido a la preferencia que tales ventajas inducen en el público ahorrador. En opinión de quien esto escribe, el sacrificio fiscal representado por las exenciones impositivas a los intereses bancarios debería orientarse equilibradamente hacia la incentivación de todos los segmentos de intermediación financiera, evitando que la sobreestimulación conferida a algunos de ellos actúe en detrimento de otros. Sobre todo, si se considera que el sistema financiero venezolano está orientado básicamente hacia la satisfacción de requerimientos de fondos a corto plazo, existiendo por tanto un vacío institucional para la captación de recursos a largo plazo. En consecuencia, corresponde al mercado de capitales la asunción del rol de principal intermediador en el proceso ahorro-inversión, como la vía que puede conducirnos a la superación de las dificultades actuales. Obviamente, las medidas expuestas deben encuadrarse dentro del contexto global de acciones a ser tomadas para sortear los problemas de inflación, desempleo y estimulación del aparato productivo.

Finalmente, debe destacarse la importancia del papel que le corresponde desempeñar al contador público en esta tarea de propender al desarrollo nacional a través de un mercado de capitales ordenado. Al respecto, debo expresar que la existencia de un mercado dinámico sólo será posible si se logra un adecuado clima de confianza hacia los instrumentos financieros que le son inherentes, para lo cual es condición ineludible que los inversionistas puedan disponer de información financiera fidedigna que les permita evaluar la situación de las empresas receptoras de sus ahorros. Es decir, que para el desenvolvimiento de un mercado de capitales ordenado resulta necesario que los distintos grupos interesados en los estados financieros de las sociedades que concurran al mercado de oferta pública, conozcan con seguridad si realmente éstos presentan razonablemente la situación financiera, los resultados obtenidos en las operaciones correspondientes los ejercicios reportados y demás informaciones necesarias para el análisis y evaluación de las empresas, y es, justamente, en el delicado aspecto de la certificación de estos estados financieros donde el contador público asume su principal responsabilidad en vinculación con el mercado de capitales. En otras palabras, el dictamen del contador público es fuente de confianza en asuntos empresariales de trascendencia económica, y la aceptación de la autoridad profesional que lo respalda y avala constituye asunto de vital importancia para el futuro del mercado de capitales.

### **CAPÍTULO III.**

#### **LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. Objeto y funciones. Organización. Atribuciones y deberes. El Registro Nacional de Valores.**

##### **Objeto y funciones.**

El objeto de la Comisión Nacional de Valores está establecido en el artículo 2º de la Ley de Mercado de Capitales, donde ésta es definida como “el organismo encargado de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales; tiene personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional; está adscrita al Ministerio de Hacienda (hoy de Finanzas), a los efectos de la tutela administrativa; y gozará de las franquicias, privilegios y exenciones de orden fiscal, tributario y procesal que las leyes de la República otorgan al Fisco Nacional.” De manera general, en cumplimiento de sus funciones, la Comisión Nacional de Valores regula las actuaciones de todos los entes que de una u otra forma participan en el mercado, entre los cuales destacan las sociedades mercantiles que hacen oferta pública de valores o aquellas cuyos títulos son objeto de oferta pública, contadores públicos inscritos en el Registro Nacional de Valores, calificadoras de riesgo, entidades de inversión colectiva y sus sociedades administradoras, corredores públicos de títulos valores, sociedades de corretaje y casas de bolsa, asesores de inversión, bolsas de valores, bolsas de productos, cajas de valores, agentes de traspaso y cámaras de compensación de opciones y futuros.

##### **Organización.**

La Comisión Nacional de Valores está dirigida por un directorio integrado por un presidente y cuatro directores, los cuales son designados por el Presidente de la República y duran cuatro años en sus funciones, pudiendo ser reelectos.

La Comisión Nacional de Valores tiene un Secretario Ejecutivo, quien es designado por el Directorio de la Comisión y tiene a su cargo las funciones administrativas que le señala el Reglamento Interno. Igualmente, asiste a las sesiones de la Comisión con derecho a voz.

## **Atribuciones y deberes.**

Las principales atribuciones y deberes asignadas por la Ley al Directorio de la Comisión Nacional de Valores son:

- ✓ Autorizar la oferta pública en el territorio nacional de los valores emitidos por personas domiciliadas en Venezuela.
- ✓ Autorizar la publicidad y los prospectos de las emisiones de valores a los fines de su oferta pública.
- ✓ Inscribir en el Registro Nacional de Valores las emisiones de valores.
- ✓ Dictar las normas para el funcionamiento de las sociedades calificadoras de riesgo.
- ✓ Dictar las normas para la operación en el territorio nacional de las sociedades domiciliadas en el exterior que realicen actividades de intermediación o asesoría.
- ✓ Determinar la forma y contenido de los estados financieros de las sociedades que hagan oferta pública de valores.
- ✓ Aprobar o improbar las normas internas dictadas por las bolsas de valores, cámaras de compensación de futuros, opciones u otros derivados.
- ✓ Dictar las normas regulatorias de las ofertas públicas de adquisición.
- ✓ Requerir toda la información necesaria para la debida protección de los inversionistas.

## **El Registro Nacional de Valores.**

La Comisión Nacional de Valores lleva un registro denominado Registro Nacional de Valores, donde se asientan todos los documentos y actos vinculados con los procesos de oferta pública y con las personas a ellos vinculadas. En este registro son de libre acceso al público en general todos los datos, informes y documentos allí contenidos, salvo aquellos calificados como confidenciales.

## **Régimen económico y financiero.**

Los gastos necesarios para el funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores son cubiertos con recursos obtenidos a través de dos vías, a saber: Por una parte, como órgano de la Administración



Pública, percibe una asignación presupuestaria incorporada en la Ley de Presupuesto; por la otra, recauda tasas por los servicios prestados a las distintas personas naturales y jurídicas que participan en el mercado.

## **CAPÍTULO IV.**

**LA OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS VALORES. Concepto de valor. Información financiera requerida por la Comisión Nacional de Valores. Concepto de oferta pública. Los prospectos de emisión. Normas para la elaboración de los estados financieros de las entidades sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores. La información financiera periódica u ocasional.**

### **Concepto de valor.**

Se entienden por valores “las acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase.” En caso de duda al respecto, corresponde a la Comisión Nacional de Valores determinar cuáles son los títulos regulados por la Ley. (Art. 22 LMC.)

### **Información financiera requerida por la Comisión Nacional de Valores.**

La captación del ahorro del público por parte de los empresarios está regulada por la Ley de Mercado de Capitales y por las normas elaboradas por la Comisión Nacional de Valores, tratando de establecer un justo equilibrio entre el estímulo necesario que necesitan los ahorradores, especialmente los pequeños, y el control que debe existir para asegurarles un adecuado flujo de información, de manera tal que puedan tomar sus decisiones de inversión sobre bases bien fundamentadas.

Para cumplir con las funciones que por ley le fueron asignadas, la Comisión ejerce un control sobre todos los entes involucrado en la oferta pública de títulos valores, con el objeto de resguardar los intereses del público que invierte sus ahorros en los mismos. Este control lo inicia desde el movimiento mismo en que realiza el estudio correspondiente a los fines de conceder la respectiva autorización para la oferta pública, y lo continúa durante y después de efectuada la colocación. Para la eficiente y adecuada evaluación de las condiciones financieras de las empresas oferentes de títulos, la Comisión está facultada para requerir toda la información necesaria a tales efectos, en atención a lo cual estableció un conjunto de normas de obligatorio cumplimiento en relación con esta materia.

### **Concepto de oferta pública.**

Se considera oferta pública “la que se haga al público, a sectores o a grupos determinados, por cualquier medio de publicidad o de difusión.” (Art. 23 LMC.). En caso de dudas, también corresponde a la Comisión Nacional de Valores decidir al respecto.

### **Los prospectos de emisión.**

Para regular el proceso de oferta pública, la Comisión Nacional de Valores dictó las “Normas relativas a la oferta pública y colocación primaria de títulos valores y a la publicidad de las emisiones” y estableció el uso del “Formulario general para solicitar autorización con el objeto de hacer oferta pública de títulos valores y obtener su inscripción en el Registro Nacional de Valores”.

El objetivo perseguido con el establecimiento de estas disposiciones radica en la obtención de una información financiera suficientemente amplia, oportuna y de calidad, que sea distribuida entre los inversionistas potenciales, quienes con base en su estudio puedan tomar racionalmente su decisión en relación a si invierten sus ahorros en los títulos que le son ofrecidos.

Todos los datos financieros que requieren los inversionistas para tomar una decisión de tal naturaleza están incluidos en el prospecto de la emisión, cuyo contenido es totalmente revisado en el seno de la Comisión para asegurar que la información allí contenida sea la adecuada a los fines perseguidos.

El prospecto elaborado con motivo de cualquier emisión de valores destinada a captar recursos en el mercado de capitales contiene, en primer lugar, una portada contentiva de un resumen de la información relativa a la emisión, dispuesta de manera tal que se logre una rápida identificación de los títulos y sus características. También se incluye información referente al precio de colocación de los valores, la comisión pagadera a los distribuidores, una breve historia de la empresa e información acerca del sector económico donde se desenvuelve la entidad emisora. Además, contiene, entre otros datos, una explicación del uso que se le dará a los fondos captados mediante la emisión, descripción de las fuentes de financiamiento utilizadas, derechos de los accionistas u obligacionistas y, por supuesto, una sección donde aparecen los estados financieros auditados correspondientes a los últimos cinco años. Los prospectos vinculados a ofertas públicas encuadradas dentro del mercado monetario, tales como ofertas públicas de papeles comerciales, guardan una formalidad equivalente, pero la extensión de la información requerida es menos rigurosa.

En aquellos casos en que la empresa oferente presente estados financieros consolidados, debe suministrar, además, los estados financieros correspondientes a cada ente jurídico en particular; es decir, tanto los de la matriz como los de las filiales. Esta última condición también debe ser cumplida cuando les corresponda remitir la información periódica a que se hace referencia más adelante. Prácticamente, la información que cualquier interesado pueda requerir para analizar y juzgar acerca de la conveniencia de una inversión aparece en el texto del prospecto.

### **Normas para la elaboración de los estados financieros de las entidades sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores.**

Desde que existen las empresas, se ha sentido la necesidad de establecer estados contables para el control de su gestión y para informar a los propietarios (actuales y potenciales) de la firma, sobre la situación financiera y los resultados producidos por las operaciones realizadas en un período determinado. Por otra parte, aparecen las necesidades del poder público, manifestadas en su interés social para fijar sus políticas económica y fiscal, y de cumplimiento por parte de las respectivas entidades de sus funciones de regulación, vigilancia y fiscalización. Paralelamente a esta utilización de los estados financieros de carácter “Interno”, se ha desarrollado el concepto de una información “externa”, destinada a aquellos llamados a participar en la financiación de la empresa, bien sea por aportes al capital social o por préstamos efectuados, todo con el fin de adquirir nuevos medios de producción o de reemplazar los existentes, así como de incrementar los fondos circulantes.

Esta información se basa, esencialmente, en la publicación de los estados financieros básicos – balance general, estado de resultados, estado de cambios en las cuentas de patrimonio y estado de flujo de efectivo- acompañados de las notas correspondientes.

La citada información ha tenido por objetivo principal permitir a los inversionistas una evaluación de la calidad de la gestión con vista a los resultados obtenidos. Cada día se presta mayor interés a los estados financieros publicados para decidir si la rentabilidad presente o potencial de los capitales invertidos justifica el mantener o incrementar la parte de la financiación de la empresa o si tales capitales deben ser vendidos para ser invertidos en mejores alternativas.

En resumen, los estados financieros publicados tienen por objeto presentar la situación financiera y los resultados obtenidos por la empresa, con el fin de:

- Proporcionar la información necesaria para la toma de decisiones en el campo económico.
- Permitir a los que utilizan la información, proyectar, comparar y evaluar la capacidad de generación de beneficios por parte de la empresa.
- Proporcionar los elementos que permitan apreciar la aptitud de la dirección para utilizar el potencial de recursos puestos a su disposición a fin de lograr los objetivos de la empresa.

- Dar a los accionistas la prueba de que el valor económico de la empresa se incrementa, permitiendo un beneficio máximo en los períodos futuros.

La decisión de entrar al mercado de capitales es de gran importancia para cualquier empresa. Moverse del financiamiento privado al financiamiento público no sólo involucra un cambio estratégico importante por parte de la administración, sino que también establece un nuevo énfasis en los registros de contabilidad y en la información financiera resultante. Los directores, sean o no accionistas, deben estar dispuestos a informar a los accionistas (actuales y futuros) que no participan en la administración de la sociedad, sobre la utilización de los recursos y los resultados de las actividades. Tal información es vital, y la gerencia está llamada a responder por el empleo de los capitales invertidos así como por el futuro de la sociedad. Bajo esta premisa, es necesario que los estados financieros cumplan con el principio de revelación, es decir, que deben ser lo suficientemente informativos de manera que no induzcan a errores a quienes juzguen acerca de la situación financiera, los resultados obtenidos, los cambios en las cuentas patrimoniales y las variaciones en el flujo de efectivo de la sociedad de que se trate, dándosele un tratamiento equitativo a los intereses, a veces contrarios de todos los lectores potenciales.

A los fines de establecer la forma y contenido de los estados financieros de las empresas que hacen oferta pública de títulos valores, la Comisión Nacional de Valores dictó las normas para la elaboración de los estados financieros de las entidades sometidas a su control. Estas normas fueron promulgadas, originalmente, en septiembre de 1973. Fueron modificadas en 1994, y luego en agosto de 1997 para adecuarlas a las nuevas necesidades de información financiera que deben estar disponibles para todos los inversionistas.

### **Información periódica u ocasional.**

Después que son captados los ahorros públicos a través de una emisión de títulos, los inversionistas podrían permanecer ignorantes acerca de la manera como se ha ido desarrollando la empresa donde efectuaron su inversión. Para obviar este inconveniente y colocar a cada interesado en condiciones de poder evaluar la situación de la sociedad, a los fines de decidir si continúa con su inversión, la reduce o la aumenta, la Comisión Nacional de Valores exige a todas las empresas cuyos títulos están inscritos en el Registro Nacional de Valores, que suministren periódica u ocasionalmente cierta información financiera en los términos y condiciones que se citan más adelante. Esta información es archivada en el Registro Nacional de Valores, donde se encuentra permanentemente a disposición de las personas interesadas.

La información requerida aparece descrita en las “Normas relativas a la información financiera periódica u ocasional que deben suministrar las sociedades cuyos títulos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores”, y en los formularios CNV-FG-08, CNV-FG-09 y CNV-FG-10,

los cuales se refieren a la “Declaración sobre decreto y pago de dividendos y remisión de la información periódica u ocasional”, a la “Declaración sobre la remuneración pagada a los miembros de la junta directiva y funcionarios ejecutivos cuyos títulos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores” y el “Resumen sobre las remuneraciones pagadas a directores y ejecutivos de las sociedades cuyos títulos valores se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores”.

La información exigida se refiere al suministro de los estados financieros anuales, notificación de las remuneraciones pagadas a ejecutivos de la sociedad, dividendos decretados, asambleas realizadas, así como los aspectos más importantes de las actividades, planes y operaciones financieras realizadas o proyectadas durante el ejercicio. Adicionalmente, se pide el envío de un balance general y un estado de resultados correspondientes al primer semestre de cada ejercicio, los cuales deben ser remitidos dentro de los treinta días siguientes la finalización del mismo.

Igualmente, se dan treinta días de plazo para efectuar la notificación sobre modificaciones del acta constitutiva de la sociedad y sus estatutos, nombramientos de nuevos miembros de la junta administradora, o realización de operaciones entre la sociedad y un miembro de dicha junta o un accionista principal. Asimismo, si llega a producirse un estado de atraso, declaración de quiebra, o cualquier otro hecho, acto o acción legal, económica o financiera que sea de trascendencia para la estimación del precio de los valores emitidos o para su circulación en el mercado, la participación debe ser efectuada en un plazo perentorio de dos días. En adición, la Comisión tiene la facultad discrecional de requerir cualquier otra información sobre situaciones que puedan afectar la situación económico-financiera de la empresa.

Resulta de interés destacar que la información periódica suministrada por las sociedades, sirve de base para verificar el cumplimiento de lo pautado en los artículos 115 y 117 de la Ley de Mercado de Capitales (Artículos 125 y 127 en la ley de 1975), cuyos textos, por considerarlos de gran importancia, son transcritos a continuación:

“Artículo 115. Las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán repartir entre sus accionistas no menos del cincuenta por ciento (50%) de las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico después de apartado el impuesto sobre la renta y deducidas las reservas legales. De este porcentaje, no menos del veinticinco por ciento (25%) deberá ser repartido en efectivo. En caso de que las sociedades tengan déficit acumulado, las utilidades deberán ser destinadas a la compensación de dicho déficit y el excedente de utilidades será repartido de acuerdo a la forma antes establecida.

Parágrafo Único: Los bancos y otras instituciones financieras y las empresas de seguros y reaseguros están obligadas a cumplir con lo establecido en esta norma, salvo en aquellos casos en que la Superintendencia de Bancos o la Superintendencia de Seguros, según corresponda, determine otra cosa.”

“Artículo 117. Las sociedades cuyas acciones sean objeto de oferta pública, no podrán acordar ningún pago a la Junta Administradora como participación en las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico que exceda del diez por ciento (10%) de las mismas después de apartado el impuesto sobre la renta y deducidas las reservas legales. Cuando esta remuneración se acordare así se hará constar en el prospecto de la oferta pública.

En ningún caso podrá pagarse esta participación sin que antes en el mismo ejercicio se hayan decretado y pagados dividendos en dinero efectivo de los accionistas, según lo previsto en el artículo 112<sup>(\*)</sup> de esta Ley.”

<sup>(\*)</sup> Se refiere a la política de dividendos definida en los estatutos sociales.

Así, pues, la información periódica es la que permite determinar el cumplimiento de ambos artículos, sobretodo porque los mismos han sido objeto de distintas interpretaciones por parte de las empresas, lo cual ha originado incluso la introducción de recursos ante la antigua Corte Suprema de Justicia, quien estableció jurisprudencia sobre el particular.

La interpretación correcta sobre la utilidad que debe tomarse como base para el decreto de dividendos y para el pago de las bonificaciones a la junta administradora es la siguiente:

Ambas utilidades son exactamente las mismas, ya que no se permite la deducción de las participaciones de la Junta Administradora en los resultados a los efectos de la determinación de la utilidad neta. Al respecto, cabe decir que aquí el concepto de Junta Administradora es amplio e incluye no solamente a los directores de la sociedad, sino que también abarca a otros ejecutivos y empleados que participan en la administración de la empresa, puesto que de lo contrario, según reza la sentencia citada de la Corte Suprema de Justicia, “sería muy fácil burlar el propósito de evitar que por esa vía se reduzca el margen de beneficios que podrían ser destinados a robustecer la empresa, aumentar su crédito, decretar en el futuro nuevos dividendos u otras facilidades semejantes”.

De acuerdo con esto, prácticamente todas las bonificaciones que se pagan como participación en las utilidades están incluidas dentro del 10% a que se refiere el mencionado artículo 117, a excepción de las utilidades que perciben los empleados en virtud de los contratos colectivos vigentes o por mandato de la Ley del Trabajo.

Existe un problema adicional en relación con la determinación de la utilidad base para los cálculos mencionados, y es el que se presenta cuando la sociedad tiene una participación accionaria en otras empresas superior al 20% de sus respectivos capitales. En tal situación, la sociedad matriz debe registrar su inversión bajo el método denominado “de base económica” o “de participación patrimonial”. Este método exige que la inversora registre en sus libros el porcentaje que le corresponde en la utilidad o pérdida de la filial o afiliada, pero como estos resultados no pueden ser considerados utilidades líquidas y recaudadas, hay que excluirlos del cálculo de la utilidad neta en

virtud de que existen disposiciones expresas en el Código de Comercio Venezolano que exigen que el decreto de dividendos sólo puede hacerse sobre utilidades líquidas y recaudadas (Art. 307).

Por otra parte, hay que incluir los dividendos cobrados de las filiales y afiliadas durante el ejercicio, ya que estas partidas, aunque hayan sido contabilizadas como ingresos en años anteriores, es en el año en que se cobran cuando cumplen con la citada exigencia del Código de Comercio.

Como puede apreciarse, la labor contralora que ejerce la Comisión Nacional de Valores a través de la información que le exige a las empresas es de importancia primordial para la buena marcha del mercado y para la protección de los pequeños inversionistas.

Cualquier interesado puede tener acceso a toda la información aquí descrita acudiendo al Registro Nacional de Valores, donde los expedientes llevados a cada empresa están a disposición del público interesado.

### **Casos especiales.**

Existen ciertos casos especiales representados por los bancos, las compañías de seguros y las empresas en promoción.

En cuanto a los bancos y las compañías de seguros, aunque están sujetas a la Ley de Mercado de Capitales y sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores en los casos en que se hallen inscritas en el Registro Nacional de Valores, también están sometidas a las disposiciones contempladas en la “Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras” y a la “Ley de Empresas de Seguros y Reaseguros”, según el caso. Para ambos tipos de sociedades existe un tratamiento especial que les permite cumplir tanto con las exigencias de la superintendencia correspondiente como con los requisitos de información financiera pedida por la Comisión Nacional de Valores.

El mismo párrafo único del Artículo 115 de la Ley de Mercado de Capitales –ya transcrito– abre la posibilidad de un régimen especial para estas empresas. Además, existen unas “Normas relativas a la información que deben suministrar a la Comisión Nacional de Valores los Bancos y otros Institutos de Crédito que soliciten autorización para hacer oferta pública de títulos valores y aquellos cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores”, donde se adapta la información requerida por la Comisión a las características especiales que presentan estos institutos financieros.

En cuanto a las sociedades anónimas en promoción, constituye el caso en que su constitución es realizada por suscripción pública de acciones (constitución sucesiva), quedando, por ende, sometida a las disposiciones especiales establecida por la Ley de Mercado de Capitales y por la Comisión Nacional de Valores. Sobre este tópico, la Comisión Nacional de Valores dictó las “Normas relativas al proceso de suscripción pública de acciones de sociedades anónimas en promoción”, a la



vez que puso en vigencia el “Formulario para solicitar autorización con el objeto de hacer oferta pública de acciones de sociedades en promoción y obtener su inscripción en el Registro Nacional de Valores (CNV-FG-04)”.

La información requerida en estos casos está fundamentalmente dirigida, al igual que en el caso general de oferta pública ya descrito, a la presentación de un prospecto cuyo contenido sea lo suficiente amplio, como para que un inversionista racional pueda tomar una decisión bien fundamentada con relación a si coloca parte o la totalidad de sus ahorros en las acciones ofrecidas.

Principalmente, el prospecto lleva una portada descriptiva de los títulos valores que componen la emisión, su valor nominal, la cuota que debe ser pagada en el momento de la suscripción, número de títulos y otras características de importancia. El resto del prospecto contiene una descripción del porcentaje inicial exigido del valor nominal, la comisión a los distribuidores, los gastos de distribución y el monto neto a ser recibido por la sociedad. Además, se incluye la información pertinente de los promotores y de las características de la sociedad en promoción. Se hace especial hincapié en el nombre y domicilio de la nueva empresa, el tipo de operaciones que proyecta realizar, condiciones del mercado y de la competencia, proyecto de estatutos, si existirá una fuerte relación de dependencia respecto a algún proveedor o comprador (operaciones que representen más del 20% del total), inversión necesaria durante los tres primeros años de la sociedad, financiamiento previsto y resultados económicos proyectados.

También se incorpora información sobre los gastos de organización, derechos de los accionistas y los incentivos de que disfrutará la entidad emisora, si así fuese el caso.

Como puede apreciarse, esta es una situación similar a la expuesta en los casos de oferta pública de títulos valores realizada por empresas ya constituidas y actuantes en el mercado, cuyo único fin es el asegurar la disponibilidad de información adecuada que sirva de base en el proceso de toma de decisiones de inversión.

En relación con el control ejercido sobre la empresa después de finalizada la colocación de sus acciones, es el mismo ya explicado para las sociedades cuyos títulos están inscritos en el Registro Nacional de Valores. En consecuencia, este caso cae bajo la normativa general de la Comisión en cuanto a control se refiere.

## CAPÍTULO V.

**ENTIDADES QUE PARTICIPAN EN LAS COLOCACIONES Y TRASPASOS DE TÍTULOS VALORES. Agentes de colocación y de distribución. Los agentes de traspaso. La Caja Venezolana de Valores. Los asesores de inversión. Las sociedades calificadoras de riesgo.**

### **Agentes de colocación.**

Desde el momento mismo en que una empresa concibe la posibilidad de acudir al mercado de capitales en búsqueda de recursos para financiar sus necesidades de inversión, comienza la participación de un conjunto de entidades que tienen como objeto la facilitación del proceso de colocación de los títulos valores que serán objeto de oferta pública. En primer lugar, debe considerarse el mismo ente emisor, quien, después de haber realizado todos los trámites internos destinados a definir cuál es la mejor alternativa de financiamiento para el mantenimiento de su estructura óptima de capital, decide ir a un proceso de oferta pública de acciones o de títulos de deuda. De seguida, hay que mencionar a los agentes de colocación, representados principalmente por los bancos de inversión, quienes normalmente se encargan de llevar a cabo todos los estudios relacionados con la ingeniería financiera requerida para aportar la mejor solución a la situación actual o futura de la empresa, y que, además, se encargan de tramitar y coordinar todo el proceso de la oferta pública de los valores que serán puestos en circulación. Fruto de esta acción, regularmente surge un contrato de colocación suscrito entre el ente emisor y el agente (o los agentes) de colocación, el cual puede revestir tres formas, a saber:

*Colocación en base a los mayores esfuerzos:* Es el contrato mediante el cual el agente de colocación se compromete a realizar sus mayores esfuerzos con miras a colocar la totalidad de los títulos, pero sin garantizar su resultado.

*Colocación garantizada:* Es el contrato mediante el cual el agente de colocación (u otra persona natural o jurídica) garantiza la colocación de la totalidad de los títulos emitidos o de una parcialidad de ellos dentro del plazo estipulado para la oferta pública, comprometiéndose a la compra del remanente que no fuese colocado.

*Colocación en firme:* Es el contrato mediante el cual el agente de colocación suscribe o adquiere la totalidad o parte de la emisión de valores, asumiendo el compromiso de ofrecer al público en general los títulos suscritos, al precio establecido y durante el plazo predeterminado en el prospecto de emisión.

Obviamente, el grado de compromiso que asume el agente de colocación con el ente emisor tiene una influencia determinante en el costo que para éste tiene la obtención de los recursos requeridos.

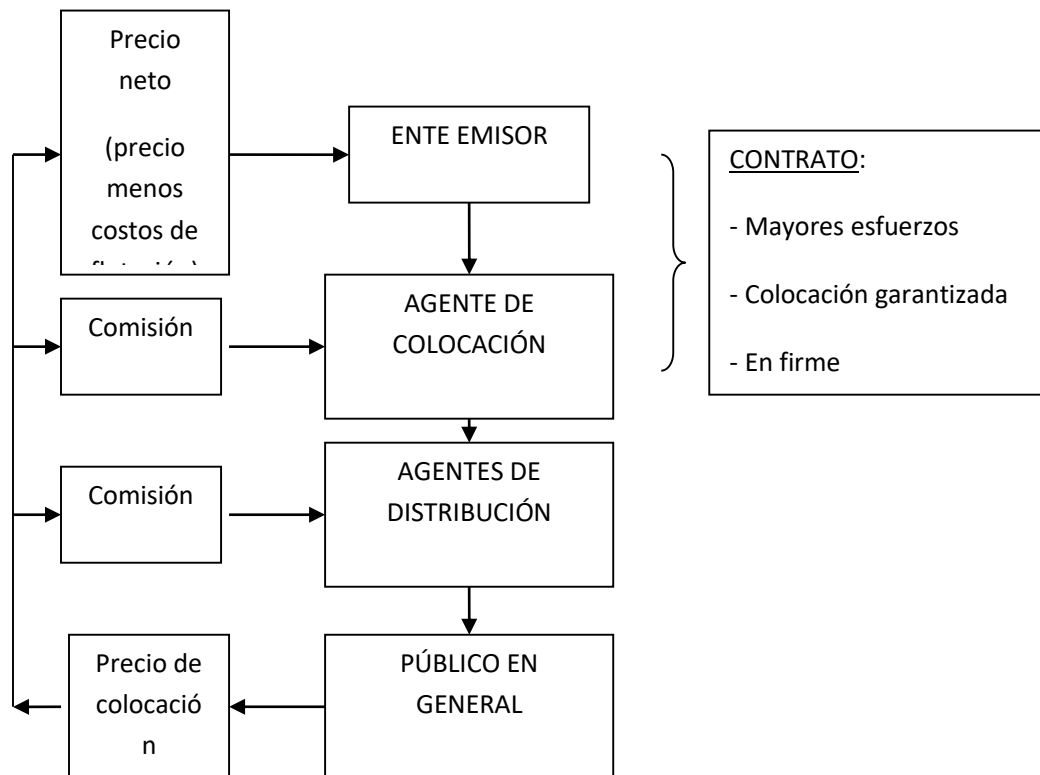
Este es un aspecto que tendrá relevancia más adelante cuando tratemos la valuación de los distintos títulos susceptibles de cotizarse en las bolsas de valores y los elementos que la determinan.

### **Agentes de distribución.**

Se consideran agentes de distribución todas aquellas personas que están facultadas para realizar operaciones de corretaje de títulos valores y que intermedian entre el agente de colocación y el público en general para facilitar que aquél pueda efectuar la colocación de los títulos valores a que se ha comprometido. Entre éstos están las personas, naturales o jurídicas, que actúan como corredores públicos de títulos valores.

El proceso de colocación de títulos en el mercado queda ilustrado en el gráfico que se inserta a continuación:

### **PROCESO DE OFERTA PÚBLICA**



## **Agentes de traspaso.**

De conformidad con el Artículo 296 del Código de Comercio Venezolano “La propiedad de las acciones se prueba con su inscripción en los libros de la empresa, y la cesión de ellas se hace por declaración en los mismos libros, firmada por el cedente y por el cesionario o por sus apoderados.” Sin embargo, con la complejidad de las operaciones del mundo moderno, esta prescripción del Código de Comercio (que data del año 1919), hoy en día, cuando es necesario conocer en tiempo real las operaciones, tal como es propio de un mercado dinámico y eficiente como el actual, la comentada disposición se ha hecho inaplicable, razón por la cual ha sido menester adecuarla a las modernas exigencias del mercado. Ello ha conducido a que la Ley de Mercado de Capitales, en su Artículo 9, autorice a la Comisión Nacional de Valores para “dictar, mediante normas de carácter general, las condiciones operativas que deberán cumplir los agentes de traspaso”, facultad ésta que ya existía en las leyes precedentes, y que actualmente está concretada en las “Normas que regulan la autorización e inscripción de los agentes de traspaso y el procedimiento relativo al traspaso de las acciones nominativas” de las sociedades mercantiles, donde sucintamente se establecen las condiciones que deben cumplir las sociedades que pretendan actuar como agentes de traspaso, especificando el contenido que debe tener la solicitud para actuar en el mercado como tales así como los recaudos que deben ser suministrados a la Comisión Nacional de Valores. Es importante destacar que la actual normativa permite el uso de registros electrónicos de accionistas en sustitución del libro a que se refiere el mencionado Artículo 296 del Código de Comercio, ya que se hace prácticamente imposible llevar el control manual de los accionistas existentes en una compañía que cotiza sus títulos públicamente, y mucho menos el relativo a la cantidad de traspasos que se realizan.

## **La Caja Venezolana de Valores.**

La Ley de Cajas de Valores, publicada en Gaceta Oficial de fecha 13 de agosto de 1996, vino a regular “los servicios prestados por aquellas sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo la prestación de servicios de depósito, custodia, transferencia, compensación y liquidación de valores objeto de oferta pública”, facultando a la Comisión Nacional de Valores para que, mediante normas de carácter general, permitiera a estas instituciones el ejercicio de “las funciones asignadas por la Ley de Mercado de Capitales a los agentes de traspaso, así como las funciones de compensación y liquidación de fondos de operaciones bursátiles.”

Dentro de las previsiones contenidas en la Ley de Cajas de Valores, el 11 de diciembre de 1996, la Comisión Nacional de Valores autorizó la creación de la Caja Venezolana de Valores. Con esta resolución de la Comisión, se dio un paso tendente a la agilización del proceso de traspaso de propiedad de los títulos valores negociados en el mercado. En la actualidad, la titularidad de los valores negociados en la Bolsa de Valores de Caracas es controlada por la Caja Venezolana de

Valores, la cual viene ejerciendo desde esa época la función de agente de traspaso así como la facultad probatoria de la propiedad de las acciones a que se refiere el artículo 296 del Código de Comercio Venezolano.

### **Los asesores de inversión.**

Los asesores de inversión son personas que realizan funciones de asesoría al público en materia de inversiones en valores, para lo cual requieren poseer el conocimiento profesional apropiado, debidamente acreditado ante la Comisión Nacional de Valores, quien les autoriza para actuar como tales previo cumplimiento de una serie de requisitos entre los que se encuentra la aprobación de una prueba de conocimientos.

### **Las sociedades calificadoras de riesgo.**

Son sociedades calificadoras de riesgo aquellas que han sido autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para analizar, evaluar y calificar el riesgo de las emisiones de títulos de deuda que realizan las empresas que hacen oferta pública de tales títulos en el mercado. Su presencia viene a reducir los costos de análisis que deberían realizar los inversionistas antes de tomar una decisión respecto a la adquisición de estos títulos.

El grado de riesgo apreciado en la evaluación practicada se expresa en una calificación que otorgan las sociedades calificadoras, la cual se ubica en alguna de las siguientes categorías:

**“Categoría ‘A’:** corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece o en la economía. Sólo en casos extremos pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.”

**“Categoría ‘B’:** corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos o plazos pactados, pero susceptible de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece o en la economía.”

**“Categoría ‘C’:** corresponde a aquellos instrumentos que no tienen buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos o plazos pactados, puesto que son vulnerables ante cambios adversos en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece o en la economía, o que podría producir retardo en el pago o pérdida de intereses.”

**“Categoría ‘D’:** corresponde a aquellos instrumentos que tienen una mínima capacidad de pago de capital o intereses con una elevada probabilidad de retardo en los pagos o pérdida de los mismos.”

“**Categoría ‘E’**: corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa.”

Las mencionadas categorías de riesgo se descomponen en las siguientes subcategorías:

**Categoría A:**

“Subcategoría A1:

Se trata de instrumentos con escaso riesgo de inversión, ya que muestran una excelente capacidad de pago del capital y de los intereses en las condiciones y plazos pactados. A criterio del calificador se considerará que no existe la posibilidad de que cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, incrementen e riesgo de instrumento bajo consideración.”

“Subcategoría A2:

Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago tanto del capital como de los intereses es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía, no se incrementaría significativamente su riesgo.”

“Subcategoría A3:

Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.”

**Categoría B:**

“Subcategoría B1:

Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.”

“Subcategoría B2:

Se trata de instrumentos que actualmente presentan un relativo bajo riesgo para la inversión. Tienen una adecuada capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar el riesgo.”

“Subcategoría B3:

Se trata de instrumentos que presentan algún riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos pactados, pero, a juicio del calificador, son susceptibles de ser afectados ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general.”

**Categoría C:**

“Subcategoría C1:

Se trata de instrumentos que presentan riesgos moderados para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, tendrían probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.”

“Subcategoría C2:

Se trata de instrumentos que presentan riesgos moderados para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en a sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, tendrían probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.”

“Subcategoría C3:

Se trata de instrumentos con un alto riesgo de incumplimiento. Su probabilidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, depende de una futura evolución más favorable de la sociedad emisora, del sector económico a que ésta pertenece y de la marcha de la economía en general.”

## CAPÍTULO VI.

### **LAS BOLSAS DE VALORES EN VENEZUELA. Definición y objeto. Antecedentes históricos. Las bolsas de comercio. La Bolsa de Comercio de Caracas. La Bolsa de Comercio de Miranda. La Bolsa de Valores de Caracas. La Bolsa de Valores de Maracaibo. Evolución de las operaciones bursátiles.**

En Venezuela, el artículo 86 (antiguo artículo 89) de la Ley de Mercado de Capitales define a tales instituciones de la forma siguiente: “Las bolsas de valores son instituciones abiertas al público que tienen por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con títulos valores objeto de negociación en el mercado de capitales, **con la finalidad de proporcionarles adecuada liquidez.**” (negritas nuestras).

Actualmente, sólo existe en Venezuela una bolsa de valores, a saber: la Bolsa de Valores de Caracas. En ella, y a tenor de lo dispuesto en el Artículo 102 de la Ley de Mercado de Capitales, sólo pueden negociarse títulos inscritos, tanto allí como en el Registro Nacional de Valores, a excepción de aquellos emitidos conforme a la Ley Orgánica de Crédito Público, la Ley del Banco Central, la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.<sup>1</sup>

En nuestro país, las bolsas de valores, como institución, tienen un origen relativamente reciente, ya que la ley que las regula fue promulgada originalmente apenas el 31 de enero de 1973 (y modificada el 29 de abril de 1975 y el 22 de octubre de 1998). Con anterioridad, las disposiciones legales aplicables eran las contenidas en el Código de Comercio para las bolsas de comercio, bajo cuyo imperio existían, para el momento de promulgación de la Ley de Mercado de Capitales, dos bolsas de comercio, a saber: La Bolsa de Comercio de Caracas y la Bolsa de Comercio del Estado Miranda, las cuales se fusionaron para dar origen a la actual Bolsa de Valores de Caracas. Posteriormente, el 23 de junio de 1986, fue autorizado el funcionamiento de la Bolsa de Valores de Maracaibo, el cual fue revocado el 24 de marzo de 1999, cuando ya la Bolsa había cesado sus operaciones debido a un mercado de muy poco movimiento.

---

<sup>1</sup> La Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo fue derogada con la promulgación de la actual Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, donde se incluyeron las disposiciones relativas a la operación de dicho sistema.



La creación de la Bolsa de Comercio de Caracas fue autorizada por la Cámara de Comercio capitalina el 11 de abril de 1946; el acta constitutiva fue presentada a consideración de la misma Cámara con fecha 28 de noviembre de 1946 y resultó aprobada el 21 de enero de 1947, pero no fue sino hasta el 21 de abril de dicho año cuando se realizó la primera rueda; en ella se efectuaron cuatro (4) operaciones por un monto de Bs. 190.050. Y si comparamos estas cifras con el volumen de transacciones que hoy en día se efectúan en la Bolsa, se hará evidente la importancia que ha adquirido tal institución en la vida económica nacional.

La Bolsa de Comercio de Caracas mantuvo la exclusividad hasta el 30 de junio de 1958, fecha en que se iniciaron las operaciones de la Bolsa de Comercio del Estado Miranda, la cual operaba en Chacao, Estado Miranda.

#### **Antecedentes históricos de las bolsas de valores.**

Un acucioso trabajo realizado por el Dr. Carlos Miguel Lollet, titulado “La Bolsa de Valores de Caracas 1805-1977 Un capítulo de la Historia Financiera de Venezuela”, el cual fue publicado por la misma Bolsa de Valores de Caracas en un libro conmemorativo de su trigésimo aniversario, recoge datos muy importantes sobre los antecedentes históricos de la actividad bursátil en Venezuela. De su lectura se ha podido conocer la existencia de un documento que se halla en el Registro Principal del Distrito Federal (hoy Distrito Capital) marcado con la letra C, N° 20, del año 1805, según el cual, con fecha 6 de noviembre de dicho año, fue aprobado el establecimiento de la Sociedad de Amigos del Comercio “...con el objeto de reunirse diariamente en las horas del día y de la noche que se tengan á bien; distraerse con alguna diversión lícita de sus tareas diarias; comunicarse las noticias adquiridas; leer los papeles públicos de Europa, que son Gazetas, Almanagues mercantiles, semanario de agricultura...”

La Sociedad de Amigos del Comercio comenzó a funcionar en un local ubicado en la esquina del Intendente, la cual, a partir de 1807, comenzó a denominarse esquina de Sociedad.

Según expresa Carlos Miguel Lollet (opus cit., pág. 15) “del contenido del documento transcrito se deduce que la Sociedad de Comercio de Caracas, al establecer una Casa de Bolsa y Recreo de Comerciantes, alojó en su seno la que podríamos llamar *avant le mot* la Cámara de Comercio, el Club de Comercio y la Bolsa de Comercio de Caracas.” Seguidamente, añade que “La Sociedad se promueve en 1805 y ya en 1807 da nombre a la esquina de su sede...” Es decir, que la antigua

esquina caraqueña del Intendente cambia su nombre por el de esquina de Sociedad, que es como se le conoce en la actualidad.

Parece que los acontecimientos de carácter político que ocurrieron en la América española durante los primeros decenios del siglo XIX atentaron contra el desarrollo de esta primera simiente de una bolsa de comercio en Venezuela. No fue sino hasta marzo de 1839, cuando un corredor de nombre Miguel A. Portillo, quien tenía una oficina en el cruce de las calles del Comercio y del Sol (hoy esquina de La Bolsa), habilitó un salón contiguo a su oficina para que se reuniesen las personas interesadas en el mercado y sus aspectos relacionados. Esta acción fue complementada con la publicación y distribución de varios folletos, donde, entre otras cosas, Portillo recordaba a la bolsa de 1805 y afirmaba que su reinstalación resultaba conveniente a los intereses de la República. Su gestión rindió pronto sus frutos y para 1840 se constituyó una bolsa de comercio, la cual, como ya se dijo, operó en la actual esquina de La Bolsa, cuya denominación para la época era la de esquina de Mercaderes.

Treinta y cinco años después, en 1875, la antigua esquina de Mercaderes había perdido su nombre por el de La Bolsa, y el nombre de Mercaderes fue aplicado a la próxima esquina ubicada en sentido sur, antes llamada de Santana.

Aunque de acuerdo con las investigaciones adelantadas sobre la materia por Carlos Miguel Lollet, los antecedentes de las bolsas de valores en Venezuela se remontan al año 1805, no fue sino hasta 1947 cuando inicia operaciones la Bolsa de Comercio de Caracas. En sus comienzos las actividades fueron muy incipientes, y sólo es a partir de 1990 cuando en la actual Bolsa de Valores de Caracas llegan a realizarse operaciones por sumas más o menos importantes. El año 1991 también marca un cambio significativo en la composición de los títulos negociados, pasando a representar la negociación con acciones un porcentaje superior al 93% de los totales transados, porcentaje que se ha ido incrementando en los años subsiguientes. La importancia de este hecho se hace evidente si se considera que en 1986 sólo el 15% de los montos negociados estuvieron constituidos por acciones. De esta manera, podría concluirse que el mercado de valores venezolano ha registrado un impulso de significación a partir de los años señalados. No obstante la veracidad de tal afirmación, lo cierto es que el mercado se halla muy poco diversificado y su movimiento está concentrado en muy pocos papeles. En efecto, en una rueda típica puede observarse que la gran mayoría de las operaciones gira alrededor de las acciones de la Electricidad de Caracas (EDC) y de la C.A. Teléfonos de Venezuela (CANTV), con muy poca participación de acciones de otras empresas. A título de ejemplo puede citarse que, durante el mes de octubre de 2003, de Bs. 36.603 millones transados en la Bolsa de Valores de Caracas, Bs. 19.401 millones correspondieron a CANTV y Bs.

2.829 millones a EDC, para un total de Bs. 22.230 millones, equivalentes al 61% del monto negociado.<sup>1</sup>

En agosto de 2003, de Bs. 20.119 millones transados en el mes, Bs. 14.057 millones correspondieron a CANTV y Bs. 580 millones a EDC, para un total conjunto de Bs. 14.637 millones, equivalentes al 73% del monto global negociado.<sup>2</sup>

Puede afirmarse, sin temor a equívocos, que este representa el comportamiento estándar de las operaciones de bolsa, como aleatoriamente pudo corroborarse en las operaciones pactadas el 8 de enero de 2004, día en que se efectuaron transacciones por Bs. 2.154 millones, de los cuales CANTV y EDC sumaron Bs. 1.345 millones para un 63% del total. Tal circunstancia nos lleva forzosamente a concluir que, a pesar de la evolución positiva observada en los últimos años en las operaciones bursátiles, aún no se aprecia la existencia del potencial motorizador del desarrollo económico que el mercado de valores está llamado a representar, como ha ocurrido en otros países. Los mismos gobiernos que hemos tenido no parecen haber cobrado conciencia de que el crecimiento económico no es posible si las empresas no incrementan su capacidad productiva, y que, para que esto ocurra, debe existir un mercado de capitales desarrollado que proporcione las fuentes de financiamiento adecuadas a las nuevas inversiones de carácter permanente que deben ser realizadas para alcanzar esos fines.

### **Evolución de las operaciones bursátiles.**

El 21 de abril de 1947, fecha de realización de la primera rueda, fueron transadas cuatro operaciones por Bs. 190.050. Ese año se totalizaron 898 transacciones por Bs. 13 millones. Diez años después, en 1957, se cerraron 11.940 operaciones por Bs. 288 millones. Si estas cifras son comparadas con las observadas en la actualidad, cuando en un solo día se llevan a cabo operaciones que exceden de Bs. 2.000 millones, resulta evidente la importancia de cualquier estudio que se adelante sobre la Bolsa de Valores y sobre los instrumentos financieros que allí se negocian. Esta afirmación se hace más palpable si se analiza la evolución de los montos negociados en la Bolsa de Valores de Caracas desde 1947 sobre una base de precios constantes, toda vez que así se presenta en toda su realidad el desarrollo que se ha operado en el mercado de capitales venezolano, tal como se demuestra en el cuadro insertado a continuación.

---

<sup>1</sup> Del total transado se excluyeron Bs. 10.384 millones de ADS de CANTV, por corresponder a operaciones de arbitraje para conseguir dólares en un mercado sujeto a control cambiario.

<sup>2</sup> De las cifras de este mes se excluyeron Bs. 8.877 millones de ADS de CANTV por la misma razón.

## MONTOS NEGOCIADOS EN LAS BOLSAS DE VALORES DE VENEZUELA

Período 1947-2003

(En millones de bolívares)

AÑOS	MONTOS NEGOCIADOS		MONTOS NEGOCIADOS	
	A PRECIOS NOMINALES	IPC AÑO BASE 1997	A PRECIOS CONSTANTES DE 2003	VARIACIÓN PORCENTUAL
1947	13,00	0,1921	26.103,29	
1948	19,73	0,2086	36.479,53	39,75
1949	35,55	0,2251	60.917,25	66,99
1950	26,27	0,2289	44.262,90	(27,34)
1951	41,44	0,2378	67.195,69	51,81
1952	82,89	0,2388	133.844,84	99,19
1953	63,50	0,2349	104.272,85	(22,09)
1954	97,20	0,2378	157.611,51	51,15
1955	168,65	0,2359	275.776,36	74,97
1956	188,87	0,2378	306.256,03	11,05
1957	288,48	0,2408	461.967,78	50,84
1958	176,81	0,2458	277.416,00	(39,95)
1959	241,55	0,2548	365.664,14	31,81
1960	144,49	0,2577	216.203,41	(40,87)
1961	424,47	0,2627	623.103,85	188,20
1962	312,54	0,2607	462.297,10	(25,81)
1963	265,95	0,2647	387.468,33	(16,19)
1964	268,63	0,2687	385.575,63	(0,49)
1965	220,40	0,2757	308.350,32	(20,03)
1966	274,80	0,2777	381.703,04	23,79
1967	311,98	0,2777	433.346,85	13,53

1968	246,62	0,2846	334.183,27	(22,88)
1969	247,88	0,2906	328.989,73	(1,55)
1970	392,03	0,3015	501.412,71	52,41
1971	661,57	0,3095	824.395,76	64,41
1972	645,00	0,3185	781.133,08	(5,25)
1973	826,78	0,3364	947.964,75	21,36
1974	924,60	0,3762	947.930,07	(0,00)
1975	1.070,00	0,4060	1.016.349,13	7,22
1976	1.467,20	0,4339	1.304.116,07	28,31
1977	1.125,80	0,4687	926.305,68	(28,97)
1978	1.069,00	0,5026	820.360,98	(11,44)
1979	875,00	0,6051	557.729,16	(32,01)
1980	892,40	0,7245	475.057,00	(14,82)
1981	3.221,30	0,8001	1.552.721,15	226,85
1982	3.171,40	0,8628	1.417.579,59	(8,70)
1983	4.400,20	0,9235	1.837.562,35	29,63
1984	4.619,80	1,0688	1.667.006,76	(9,28)
1985	6.741,10	1,1663	2.229.048,99	33,72
1986	7.139,60	1,3146	2.094.531,14	(6,03)
1987	9.337,30	1,8440	1.952.820,17	(6,77)
1988	12.277,20	2,4988	1.894.825,35	(2,97)
1989	13.472,80	4,5230	1.148.790,20	(39,37)
1990	273.078,80	6,1729	17.060.922,01	1385,12
1991	197.986,50	8,0876	9.441.085,82	(44,66)
1992	264.569,43	10,6641	9.568.045,72	1,34
1993	171.729,50	15,5632	4.255.516,66	(55,52)
1994	199.361,57	26,5875	2.891.812,85	(32,05)
1995	838.703,45	41,6402	7.767.872,45	168,62

1996	1.487.512,32	84,6309	6.778.575,48	(12,74)
1997	2.736.440,95	116,4598	9.061.841,45	33,68
1998	1.733.280,13	151,2882	4.418.452,43	(51,24)
1999	892.166,05	181,5887	1.894.800,70	(57,12)
2000	1.703.959,49	205,9779	3.190.400,05	68,38
2001	1.059.049,21	231,2756	1.766.008,61	(44,65)
2002	564.763,73	303,4695	717.725,50	(59,36)
2003	1.622.589,00	385,6618	1.622.589,00	126,07

**FUENTES:**

Montos negociados : Desde 1947 a 1972: Bolsa de Valores de Caracas.

Desde 1973 a 1993: Comisión Nacional de Valores

Desde 1994 a 2003: Bolsa de Valores de Caracas

Montos negociados a precios constantes: Cálculos propios.

IPC: Banco Central de Venezuela.

A los fines de tener una apreciación más fidedigna de la evolución que ha tenido el mercado bursátil, las cifras nominales transadas fueron convertidas a una misma base, tomando como tal el año 2003. Para ello, se utilizó el índice de precios al consumidor elaborado y publicado por el Banco Central de Venezuela.

En el referido cuadro se incorporaron las variaciones relativas ocurridas en toda la serie, cuyo análisis permite distinguir diversos períodos así:

- Un primer período que abarca diez años y que se extiende desde la fundación de la Bolsa de Comercio de Caracas en 1947 hasta el final del gobierno del general de división Marcos Pérez Jiménez, durante el cual, con pequeñas fluctuaciones, se observa un crecimiento sostenido del volumen de operaciones transadas. Tal crecimiento fue del 1.164% entre 1948 y 1957 (No se tomó

el año 1947 como base porque no constituyó un año completo de operaciones y porque su exclusión no afecta significativamente la evaluación del lapso).

- Un segundo período que se inicia en 1958 y se extiende hasta 1969. Con la excepción de un repunte material ocurrido en 1961 -cuando se triplicaron los montos negociados- y de dos crecimientos de menor relevancia registrados en 1966 y 1967, el período señalado representó una etapa poco favorable al desarrollo del mercado de capitales; el año 1969 fue escenario de transacciones inferiores en 24% a las registradas en 1957. Este período coincidió con el inicio de la época democrática y abarca las presidencias constitucionales de Rómulo Betancourt, Raúl Leoni y el primer año de gobierno de Rafael Caldera. Fue una etapa difícil, signada por un clima de inestabilidad política creado por la presencia de focos guerrilleros en el País.

- 1970 marca el inicio de un crecimiento importante en los volúmenes de operaciones transados en las bolsas de comercio, el cual se mantiene hasta 1976. En este septenio se operó una variación del 307% respecto al último año del período precedente y él coincidió con la aplicación, por parte del Presidente Rafael Caldera, de la denominada “política de pacificación” que marcó la casi desaparición de la actividad guerrillera, así como con la promulgación de la Ley de Mercado de Capitales y con la fusión de las dos bolsas de comercio existentes para dar origen a la Bolsa de Valores de Caracas. En el terreno económico, se produjo un sustancial incremento en los precios del petróleo que multiplicó enormemente los ingresos derivados de su exportación.

- Luego viene un período de cuatro años que se extiende desde 1977 a 1980, el cual presentó un mercado deprimido con bajas interanuales sucesivas.

- En 1981 se observó un salto grande que fue seguido por comportamientos un tanto erráticos, pero que reflejaron un mercado más o menos estable. Este período se extiende hasta 1988. El crecimiento 1980-1988 fue de 340%. Durante esos nueve años ocurrió una caída en los precios internacionales del petróleo que redujo de manera radical los ingresos originados en las exportaciones, se devaluó la moneda y se implantó un sistema de control de cambios.

- En 1989 se iniciaron cambios importantes en la política económica del Estado que provocaron conflictos sociales. Ese año, las operaciones realizadas en bolsa disminuyeron 40,5%.

- Finalmente, hallamos un último período donde la actividad bursátil, en algunas ocasiones, pasa a ocupar un lugar de primer orden en el quehacer económico venezolano. En 1990 se produce un

“boom” en la bolsa, registrándose un crecimiento sin precedentes que, en términos relativos, ascendió a la asombrosa cifra de 1.341% y, aunque los años siguientes fueron afectados por dos intentos de golpes de estado, disturbios civiles, el enjuiciamiento del Presidente de la República y el ejercicio de la elevada investidura presidencial por parte de tres personas diferentes en tan corto espacio de tiempo, los montos transados en las bolsas de valores indican un cambio de significación en el mercado, posiblemente atribuible a una mayor cultura financiera por parte de la población. Cualquiera que sea la causa, el hecho cierto y objetivo es que estamos frente a un mercado secundario que venía evolucionando de manera esperanzadora y que impele a dirigir la mirada hacia el mercado de capitales como instrumento al servicio del desarrollo económico nacional. Sin embargo, después de 1990, el comportamiento de las operaciones transadas en bolsa ha sido bastante errático. La constante ha sido una disminución progresiva del volumen de operaciones transado, observándose que sólo en los años 1995, 1997, 2000 y 2003 se aprecian tímidos repuntes, sin que en ningún momento se haya alcanzado el nivel registrado en 1990. Es posible que los eventos políticos hayan influido sobre el mercado. No obstante, los rendimientos que refleja el Índice Bursátil Caracas superan ampliamente los susceptibles de ser obtenidos en colocaciones bancarias y continúan representando una opción válida para protegerse del efecto inflacionario. Además, el mercado de capitales continúa representando un ingrediente importante en el conjunto de medidas que deberían adoptarse para motorizar el crecimiento económico venezolano, lo cual no se ha materializado por la miopía de nuestros gobernantes de ayer y de hoy.

Por otra parte, si analizamos la composición de las operaciones realizadas en las bolsas de valores, podremos evidenciar cambios cualitativos positivos. En efecto, mientras en 1973, por ejemplo, la negociación con acciones apenas representaba un 7% de las operaciones totales, recayendo sobre los bonos de la deuda pública nacional la mayor participación, tal característica fue variando a través del tiempo, y de manera particular en épocas más recientes, cuando han habido ocasiones en que la compraventa de acciones ha monopolizado casi la totalidad del mercado. Así vemos que de los montos negociados en 1993, el 98% correspondió a operaciones con acciones. No obstante, a partir de 1995 se incorporaron operaciones importantes con bonos Brady, en detrimento de las acciones, aunque la participación de éstas aún sigue teniendo un peso relativo relevante.



## **TITULOS NEGOCIADOS EN BOLSAS**

(Millones de bolívares)

<b>TÍTULO:</b>	<b>1973</b>	<b>%</b>	<b>1983</b>	<b>%</b>	<b>1993</b>	<b>%</b>
ACCIONES	73,90	7,30%	255,00	5,80%	168.436,40	98,08%
BONOS PÚBLICOS	611,80	60,43%	3.431,60	77,99%	2.927,70	1,70%
BONOS B.C.V.	0,00	0,00%	0,00	0,00%	76,55	0,04%
BONOS PRIVADOS	144,40	14,26%	14,80	0,34%	288,90	0,17%
CÉDULAS HIPOTECARIAS	182,30	18,01%	698,80	15,88%	0,00	0,00%
BONOS ORG. INTERNACIONALES	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
PAGARÉS	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
<b>TOTALES</b>	<b>1.012,40</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.400,20</b>	<b>100,00%</b>	<b>171.729,55</b>	<b>100,00%</b>

### **Notas:**

El monto de las acciones de los años 1976 y 1978 incluye derechos.

En el rubro de Bonos Públicos se incluyeron los bonos de crédito fiscal.

En el rubro de Bonos Privados se incluyeron los bonos financieros y los bonos quirografarios.

El monto de los Bonos Privados de los años 1979 y 1980 incluye vales de dividendos.

A partir del año 1987 se incluyó la Bolsa de Valores de Maracaibo.

Los Bonos B.C.V. (cero cupón) fueron negociados directamente por el ente emisor hasta agosto de 1990.

FUENTE: Informes anuales de la  
Comisión Nacional de Valores.

## **CAPÍTULO VII.**

**INSTITUCIONES QUE OPERAN EN EL MERCADO SECUNDARIO. Las casas de corretaje y las casas de bolsa. El sistema electrónico de transacciones y liquidaciones bursátiles. Organización y funcionamiento de las cajas de valores.**

### **Las casas de corretaje y las casas de bolsa.**

Las sociedades de corretaje y las casas de bolsa son sociedades mercantiles que, después de acreditar ante la Comisión Nacional de Valores que cumplen con los requisitos de ley para actuar como tales, obtienen la autorización correspondiente para realizar las operaciones de intermediación relativas a las ofertas públicas de valores debidamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores. En tal sentido, pueden:

- Actuar como garantes en las colocaciones primarias o redistribuciones masivas de títulos.
- Efectuar operaciones de reporto.
- Financiar operaciones mediante la emisión de valores.
- Emitir participaciones sobre valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente.
- Administrar carteras de clientes.

Las sociedades de corretaje y las casas de bolsa son figuras jurídicas esencialmente iguales. La única diferencia radica en que las segundas son propietarias de un puesto en alguna bolsa de valores, en tanto que las primeras no.

### **El sistema electrónico de transacciones y liquidaciones bursátiles.**

Es un sistema electrónico que permite a todas las casas de bolsa participar en las ruedas de la bolsa de valores y realizar operaciones en tiempo real desde sus propias oficinas, al mismo tiempo que faculta a la bolsa para llevar un registro de las operaciones realizadas por cada uno de sus miembros, los títulos sobre las que versaron, sus cantidades y precios a los que fueron transados.

## **Organización y funcionamiento de las cajas de valores.**

Tal como se expuso en el capítulo V, el 13 de agosto de 1996 entró en vigencia la Ley de Cajas de Valores, instrumento que regula el funcionamiento de “aquellas sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo la prestación de servicios de depósito, custodia, transferencia, compensación y liquidación de valores objeto de oferta pública”, incluyendo las funciones correspondientes a los agentes de traspaso, así como las de compensación y liquidación de fondos de operaciones bursátiles.

Cuando se efectúa la emisión de valores, éstos son depositados por los entes emisores en la caja de valores mediante el sistema de anotación en cuenta, en los términos determinados por la Comisión Nacional de Valores en las normas respectivas. Las cajas de valores también pueden realizar servicios de depósito, custodia, transferencia, compensación y liquidación sobre títulos valores emitidos conforme a la Ley de Crédito Público y la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras. En este sentido, de conformidad con el Artículo 12 de dicha ley, pueden ser depositantes en las cajas de valores las personas que se mencionan a continuación:

- a) La República de Venezuela, los Estados y los Municipios;
- b) El Banco Central de Venezuela;
- c) El Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria;
- d) Los corredores públicos de títulos valores;
- e) Las casas o sociedades de corretaje de títulos valores;
- f) Las bolsas de valores;
- g) Los bancos o instituciones financieras;
- h) Las empresas de seguros y reaseguros;
- i) Las entidades de inversión colectiva y sus sociedades administradoras;
- j) Las cajas de ahorro, asociaciones cooperativas y fondos de pensiones;
- k) Las entidades emisoras de valores; y
- l) Las personas naturales o jurídicas, señaladas en el reglamento interno de las cajas de valores promulgado por la Comisión Nacional de Valores.

## **CAPÍTULO VIII.**

### **OTRAS INSTITUCIONES DE INTERMEDIACIÓN. Ley de Entidades de Inversión Colectiva. Los fondos mutuales. Valor de las unidades de inversión. Formulario para hacer oferta pública de unidades de inversión de Entidades de Inversión Colectiva.**

#### **Ley de Entidades de Inversión Colectiva. Los fondos mutuales.**

Una de las principales instituciones que operan en el mercado de capitales son los fondos mutuales de inversión. Ellos son sociedades anónimas que tienen por objeto la inversión en títulos valores con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte ni permitan su control. Este tipo de sociedad mercantil no fue contemplado en la Ley de Mercado de Capitales de 1973, por cuanto se consideró que dada la situación del mercado internacional existente para la época y el estado en que se encontraba el sistema financiero nacional, no resultaba aconsejable su implantación en Venezuela. No fue sino hasta la reforma de la Ley en 1975 cuando pasó a formar parte de nuestro marco legal institucional, para luego, en 1998, estar regulado por la Ley de Entidades de Inversión Colectiva.

La posposición de su inclusión dentro del ordenamiento jurídico venezolano se fundamentó en la idea de que su existencia supone un mercado vigoroso y bien provisto de papeles que permita una diversificación saludable en la cartera de títulos, por lo que permitir su funcionamiento en el momento de promulgar la primera ley de mercado de capitales equivalía a exponerse a un fracaso. Posteriormente, con las variaciones operadas en las características y condiciones de comercialización de nuestro principal producto de exportación y su consecuente influencia en la economía interna del País, se consideró conveniente abrir la posibilidad de operación a esta modalidad de sociedades de inversión como un mecanismo coadyuvante a la dinamización del mercado.

No obstante, aún hoy en día, la poca presencia bursátil de empresas hacia las cuales dirigir las inversiones del público ahorrador coloca en entredicho la bondad de la actuación de tales sociedades.

### **Las sociedades administradoras.**

Los fondos mutuales poseen una forma societaria especial que no les permite administrar sus propios recursos. Para la ejecución de tales funciones se creó la figura de las sociedades administradoras, las cuales tienen como objeto exclusivo la representación y administración de los fondos mutuales de inversión, dentro de lo cual se incluyen las operaciones de captación de recursos (nuevos socios) de los fondos mutuales, su posterior manejo (inversión y liquidación de posiciones), así como la atención del retiro o desincorporación de los socios de los fondos mutuales.

### **Valor de las unidades de inversión.**

El valor de las unidades de inversión (VUI), tanto para la suscripción como para su liquidación es el resultado de dividir al activo neto (activo total menos pasivo total) entre el número de unidades de inversión (cuotas de participación o acciones) en circulación para una fecha determinada. Este es un cálculo que debe realizar y publicar diariamente la sociedad administradora con el fin de mantener adecuadamente informado al público inversionista.

El precio de suscripción y rescate de las unidades de inversión es el resultante de su cálculo conforme a los precios correspondientes al cierre del día bursátil siguiente a aquél en que se formula la respectiva solicitud.

### **Formulario para hacer oferta pública de unidades de inversión de Entidades de Inversión Colectiva.**

Este constituye un formulario establecido por la Comisión Nacional de Valores contenido de los datos relativos a los promotores, al prospecto de emisión de las unidades de inversión y otros detalles pertinentes a la oferta pública. El detalle que debe ser cumplido al tramitar la solicitud de oferta pública está dividido en las siguientes secciones:

- I Formalización de la solicitud.
- II Hoja de identificación.
- III Información sobre los promotores.

- IV Versión preliminar del Prospecto.
- V Información adicional no requerida en el Prospecto.
- VI Anexos y copias del material suplementario destinado a la difusión pública.

## CAPÍTULO IX.

### **LA TOMA DEL CONTROL EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS. Concepto de *Take over* y *tender offer*. Experiencias venezolanas. 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.**

Una innovación que contempla la vigente Ley de Mercado de Capitales en comparación con las de 1973 y 1975 está relacionada con la denominada adquisición hostil o, en lenguaje bursátil, *take over*. En efecto, la ley de 1998 contempla todo un título (Título IV) a la regulación “De la Oferta Pública de Adquisición”, conceptuando como tal al “procedimiento mediante el cual una o varias personas vinculadas entre sí o no vinculadas, pretendan adquirir en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones inscritas en una bolsa de valores, u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad.” Esto se refiere a la compra masiva de acciones de una determinada compañía, emprendida por un inversionista con miras a obtener su control.

Íntimamente vinculado al *take over* está el concepto del *tender offer*, que no es otra cosa más que la demanda pública de títulos o, como algunos lo han denominado, la oferta pública de compra o de adquisición (OPA). Para que un *take over* sea exitoso se requiere que el comprador actúe inicialmente con absoluta discreción, para así acumular la mayor cantidad de acciones antes de que los directivos de la sociedad cuyo control pretende alcanzar se percaten de la maniobra. Pero, una vez develadas las intenciones del comprador, éste inicia una segunda fase de mayor agresividad donde aplica el *tender offer* a través de diversos medios de comunicación (radio, prensa y T.V., entre otros). En Venezuela no habíamos vivido experiencias similares hasta comienzos de la década de los 90, cuando se presentaron como casos emblemáticos la adquisición de acciones del Banco Occidental de Descuento por parte de Bancor; la compra de acciones de Cervecera Nacional por el Grupo Confinanzas; y, quizás, el de mayor publicidad para la época dadas sus peculiares características, fue el protagonizado por el Grupo Latinoamericana con el Banco de Venezuela. Sin embargo, las ventajas y riesgos para los inversionistas en estos casos quizás queden mejor expresados si se considera el caso de Confinanzas-Cervecera, en el cual, desde agosto de 1990, se pudo observar que Confinanzas comenzó a comprar acciones de Cervecera Nacional, en un momento en que tales títulos se cotizaban alrededor de Bs. 68. El precio se mantuvo en alza continua hasta ubicarse en Bs. 550 el 9 de diciembre del mismo año. El día siguiente, el líder del grupo comprador ofreció públicamente (*tender offer*) hasta un millón de acciones pagando Bs. 650 por acción (Bs. 100 por encima del precio de bolsa del día anterior). La reacción del grupo contrario (Polar-Banco Provincial) no se hizo esperar y la puja consiguiente elevó el precio en la Bolsa de Valores de Caracas (el día 12) hasta Bs. 1.155. No obstante, la demanda se restringió y al



día siguiente ya el precio había bajado a Bs. 880, para luego disminuir a Bs. 850 y a Bs. 800, respectivamente, en las dos siguientes sesiones del corro capitalino. El día 17, Confinanzas vendió al Grupo Polar-Banco Provincial el lote acumulado de 6,2 millones de acciones en Bs. 3.150 millones, a un promedio de Bs. 508 por acción. Ese mismo día hubo tal afluencia de vendedores a la rueda bursátil que el precio cayó hasta Bs. 200 por acción.

El comportamiento descrito es el normal en casos como éste, cuando una vez cumplido el proceso, el precio de mercado se despoja de la prima correspondiente al control con que se había estado negociando, para ubicarse en parámetros cercanos a su valor intrínseco de mercado. Sin embargo, el proceso lógico descrito no siempre ocurre así. Veamos por qué: Cuando los administradores de una compañía tratan de bloquear el *take over* adquiriendo, directa o indirectamente, acciones adicionales en el mercado, la competencia entre ambas partes ocasiona un alza desmesurada en el precio, de forma tal que, con posterioridad a la consecución del objetivo o a la cesación de su control, el valor bursátil del título tenderá a bajar, lo cual implica una pérdida en la cartera de las compañías interpuestas para competir con el “intruso”, hecho de gran peligrosidad por las derivaciones posibles, sobre todo si se trata de sociedades inversionistas puras que recibieron préstamos sin garantía, vale decir que su garantía, de carácter quirografario, estaba constituida exclusivamente por el paquete accionario adquirido, ya que una baja sustancial en el valor de mercado de las acciones también pone en evidencia su incapacidad para honrar los compromisos financieros adquiridos.

Afortunadamente, la Ley de Mercado de Capitales de 1988 vino a llenar el vacío existente sobre la materia en las anteriores legislaciones, y hoy en día existen reglas claras que norman estas operaciones, entre las cuales está la nulidad de las compras de acciones con el fin de alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad si no se cumple con la condición de hacer la notificación pertinente a la Comisión Nacional de Valores y de dar cumplimiento a las normas que ésta ha establecido sobre el particular.

Una disposición novedosa estrechamente relacionada con el tema de las OPA, contenida en la ley de 1998, es la relativa a la regulación de las acciones en tesorería. En ella se amplía el concepto de acciones en tesorería de manera de evitar que una sociedad mercantil recompre sus propias acciones mediante el expediente de adquirirlas a través de empresas filiales o afiliadas, tal como ha ocurrido en el pasado. Para ello, la ley establece que una sociedad podrá adquirir sus propias acciones o las emitidas por su sociedad matriz sólo si cumple con un conjunto de requisitos como es que la adquisición:

- ✓ Esté autorizada por la asamblea de la sociedad adquirente.

- ✓ Esté referida a acciones totalmente pagadas.
- ✓ No supere el monto de las utilidades no distribuidas libres de aplicación de la empresa matriz.
- ✓ No coloque al grupo en posesión de un porcentaje mayor al 15% del capital social pagado de la compañía matriz.
- ✓ Sea transada a través de una bolsa de valores.

Estas disposiciones tienden al mantenimiento de un mercado de capitales más sano y transparente.

## CAPÍTULO X.

**MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES. Operaciones de futuros; sus modalidades. Distintas clases de opciones. Operaciones con opciones. La Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela (BOLPRIAVEN).**

### **Mercados de futuros.**

En finanzas el elemento riesgo siempre está presente, toda vez que todas las decisiones que son tomadas en las empresas apuntan hacia un futuro que está dotado de incertidumbre. De allí que la tarea del administrador financiero esté siempre vinculada a la adopción de decisiones donde debe tratar de eliminar o reducir el grado de riesgo. Existen diversas formas de disminuir la exposición al riesgo y el uso de instrumentos financieros compensatorios es uno de ellos. Esta es una práctica que consiste en la asunción de ciertos riesgos adicionales que proporcionan cobertura a la operación principal. Los instrumentos financieros empleados son denominados *instrumentos derivados*, siendo los contratos de futuros y las opciones los principales de ellos, aunque no los exclusivos.

#### Futuros de mercancías (*commodities*).

En los mercados de futuros se negocian productos como el trigo, la soya y el algodón, al igual que metales como el oro y la plata. De la misma forma, se efectúan operaciones con instrumentos financieros como los índices de las bolsas de valores y las divisas.

En primer lugar, es conveniente dejar por sentado que la mayoría de los contratos de futuros son llevados a cabo con miras a reducir el riesgo empresarial y no para obtener un lucro con ellos, sin que el objetivo especulativo quede excluido.

La lógica subyacente detrás de un contrato de futuro resulta evidente si consideramos el caso de un agricultor que tiene un cultivo de trigo y está preocupado por el precio que recibirá cuando recoja y pueda vender su cosecha. Su incertidumbre puede ser reducida realizando un contrato mediante el cual se obliga a entregar una cierta cantidad de *bushels* (35,24 Lts.) de trigo en el futuro por un precio que se fija el día de hoy. Por otro lado, la persona que se ocupa de moler y procesar el trigo, también tiene inseguridad respecto al precio a que podrá adquirir el trigo en el futuro, pero puede asumir el compromiso de adquirir el trigo a un precio determinado hoy para esa operación que se va a concretar en una fecha futura. El resultado es que ambas personas, al firmar el contrato, tienen un riesgo inferior al original. Es una operación ganar-ganar.

En el mercado también se realizan operaciones para entrega en el mes en curso. Estas transacciones son realizadas al contado, también denominado *precio spot*. Esto nos lleva igualmente a diferenciar aquellos contratos que no vencen dentro del mes actual como contratos de futuro y aquellos contratos donde la entrega de la mercancía debe realizarse dentro del mes actual como contratos *spot*.

Lógicamente, en la medida en que se acerca la fecha de vencimiento del contrato de futuro, el precio pactado se va acercando al precio *spot* hasta igualarlo el día pactado para la ejecución.

Si se realiza la entrega tal como se estableció en el contrato, las partes han logrado sus objetivos. Sin embargo, supongamos que el contrato de venta a futuro es efectuado por una persona que no tiene ningún cultivo de trigo, pero aun así vendió 5.000 *bushels* al precio de \$3,50 cada uno, para ser entregados en mayo. Supongamos, igualmente, que, a la fecha de vencimiento, la cotización del trigo se encuentra en \$3,00 por bushel, entonces el inversionista (especulador) puede comprar en el mercado los 5.000 *bushels* de trigo por \$15.000 ( $\$3,00 \times 5.000$ ) y entregarlos al molinero al precio de \$17.500 establecido en el contrato de futuro ( $\$3,50 \times 5.000$ ), realizando una ganancia de \$2.500. Obviamente, el propio agricultor podría actuar en sentido similar e, igualmente, el comportamiento del precio podría estar por encima del pactado en el contrato de futuro, en cuyo caso en lugar de utilidad para el vendedor a futuro existiría una pérdida.

Es importante poner de relieve que para asegurar el cabal cumplimiento del contrato, ambos signatarios del mismo deben colocar cierta cantidad en garantía, la cual se va ajustando diariamente de conformidad con la variación de los precios, que es lo denominado *market to market*, lo que en esencia equivale a una liquidación y renovación diaria del contrato, tanto para quien vende como para quien compra.

En los Estados Unidos de Norteamérica, donde, como todos sabemos, existen cuatro estaciones, las fechas de entrega son fijadas en función de la disponibilidad de los cultivos. En el caso del trigo, los meses de entrega son marzo, mayo, julio, septiembre y diciembre.

#### Bolsas de productos.

Los contratos de futuro se comercian en bolsas de productos tales como *the Chicago Board of Trade*, *Chicago Mercantile Exchange* y *the New York Mercantile Exchange*. Los productos reales se comercian en el denominado mercado de dinero en efectivo o mercado físico.

Los contratos de futuro están estandarizados. Por ejemplo, en *the Chicago Board of Trade (CBT)* un contrato de futuro con *T-bond* versa sobre un bono de la tesorería que tiene un valor nominal de \$100,000 y un cupón de interés del 8%. Por su parte, los contratos de futuro del maíz, el trigo y la soya se especifican en 5,000 *bushels* como la unidad comercial.

#### Posiciones cortas y largas.

En contratos de futuro, un *trader* puede decir a un corredor que asuma una posición corta (lo que implica efectuar una venta a futuro) o que tome una posición larga, (que significa que contrate una compra a futuro). El *trader* también dará el número de unidades de la operación y quizá el precio ofertado y el mes de entrega deseado. El inversionista, debe pagar el contrato en dinero efectivo o puede operar **con margen** en cuyo caso debe pagar la garantía o cobertura inicial requerida, la cual oscila entre 3% y 15% cuando la orden es colocada. Los comerciantes que operan **con margen** no tienen que pagar el resto adeudado hasta que tomen la entrega. Sin embargo, la mayoría de las personas que operan con margen raramente toman la entrega porque normalmente salen del contrato antes de la fecha fijada. Por ejemplo, pueden comprar un contrato a futuro y después vender otro contrato similar de forma tal que para ellos la posición es neutra.

### Hedging (cobertura) y especulación con *commodities*.

Como ya fue expuesto, uno de los mayores usos de los contratos a futuro está relacionado con la disminución del riesgo mediante el *hedging* o cobertura. Ésta es creada combinando una posición larga y una corta al mismo tiempo con el fin de eliminar el riesgo de fluctuaciones de precios. Un *hedging* de compra se diseña para proteger a un comprador contra una subida de precio. Por otro lado, un *hedging* de venta protegerá a un vendedor contra una baja de precio.

Sin embargo, en lugar de eludir el riesgo asumiendo posiciones cortas o largas en negociaciones con *commodities*, un inversionista podría preferir comprometerse en una especulación de precio. Como ya se dijo, con el *hedging*, un inversionista estaría intentando minimizar el riesgo del precio. No obstante, en el caso de la especulación, el inversionista desea asumir el riesgo de fluctuación de precios con miras a tener oportunidad de alcanzar una ganancia importante. Estas ganancias (y pérdidas, en muchas ocasiones) pueden ser magnificadas usando el margen, es decir, la utilización del apalancamiento financiero.

### Forwards.

Los contratos regulares de futuros se encuentran estandarizados y su vencimiento está referido a fechas del año ya determinadas. Sin embargo, es posible, y de hecho así ocurre, que algunas necesidades a futuro sólo puedan satisfacerse mediante contratos hechos a la medida, donde las fechas y las unidades del mismo no estén previamente definidas. Estos contratos se denominan *forwards*. De ellos se mencionan a continuación los de mayor uso.

**Futuros de tasas de interés:** Los futuros de tasas de interés existen en instrumentos como los bonos del Tesoro (*T-bonds*), letras del Tesoro (*T-bills*), pagarés del Tesoro (*T-notes*) y depósitos en Eurodólar a tres meses. Cada contrato de futuro de tasas de interés especifica el tipo de instrumento financiero que debe entregarse cuando el contrato expire. Por ejemplo, tanto los *T-bonds* como los *T-notes* vienen en denominaciones de \$100,000 y ambos requieren un cupón de interés efectivo a la

fecha de maduración. Sin embargo, los *T-bonds* y *T-notes* pueden tener cupones que difieran de dicha tasa, si son objeto del ajuste correspondiente.

**Futuros de índices de acciones:** Los futuros de índices son contratos de futuros sobre índices de bolsas de valores. Actualmente, existen futuros sobre índices accionarios tales como el promedio compuesto del valor lineal (*Value Line Composite Average*), Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), S&P500, S&P100, y el Índice del Mercado Mayor (*Major Market Index*). Los primeros tres índices arriba mencionados tiene un tamaño igual de contrato equivalente a \$500 por unidad negociada del índice.

**Futuros de divisas:** Las divisas son simplemente otra mercancía. Los futuros de divisas están disponibles en dinero de diversos países. Un inversionista puede especular con futuros en divisas o puede usarlos para cubrir el riesgo de una posición cambiaria.

#### Contratos *swaps*.

Este es un tipo de contrato que se utiliza para proporcionar cobertura al riesgo cambiario y de tasas de interés. El efecto perseguido es convertir un préstamo a plazos denominado en una moneda en otro préstamo en una divisa diferente. Por ejemplo, una empresa necesita financiar sus operaciones en Japón, pero piensa que puede obtener un financiamiento con tasas de interés más bajas y condiciones más favorables mediante un préstamo en libras esterlinas. En tal circunstancia, la empresa solicita un préstamo en Londres y, al mismo tiempo, para honrar ese compromiso, puede contratar con un banco una compra futura de libras esterlinas, pero pagadera en yenes. Así las cosas, al inicio de la operación, la empresa recibe las libras esterlinas necesarias y paga de contado su compromiso en yenes, luego, durante la vigencia del préstamo obtenido, va erogando yenes para la adquisición de las libras que requiere para pagar el financiamiento obtenido en Londres. Este tipo de contrato se traduce como *permuta financiera*.

En Venezuela, en algunas épocas de incertidumbre respecto a la posibilidad de que se realizara una fuerte devaluación de la moneda, El Banco Central de Venezuela llegó a firmar este tipo de contrato para darles seguridad a los empresarios que se financiaban con préstamos obtenidos en el exterior que, en el momento de adquirir las divisas para honrar sus compromisos, las mismas iban a estar disponibles y a los tipos de cambio existentes en el momento de la obtención del financiamiento original, mediante el pago de una pequeña comisión.

**Mercados de opciones.** Una opción es un contrato que proporciona a su tenedor el derecho, **pero no la obligación**, de comprar o de vender un activo a un precio predeterminado y dentro de un lapso específico de tiempo. Cuando la opción sólo puede ser ejercida en una fecha determinada

(*fecha de ejercicio*) se le conoce como *opción europea* y cuando puede ejercerse con anterioridad a dicha fecha es conocida como *opción americana*. Los activos sobre los cuales más comúnmente recaen las operaciones con opciones son las acciones, índices, bonos, mercancías (commodities) y divisas.

#### Situación del comprador de la opción.

Ilustraremos la forma de operar de las opciones mediante ejemplos. Imaginemos, primero, la situación del comprador de la opción. Supongamos que éste decide adquirir una **opción para comprar** una acción a un *precio de ejercicio* de Bs. 1.000. Si el valor de mercado de la acción en la fecha de ejercicio es superior al precio pactado (Bs. 1.000 en este caso), el valor de la opción será la diferencia entre el valor de mercado de la acción y los Bs. 1.000 que hay que pagar para ejercerla. En caso de que la acción se esté negociando por debajo de Bs. 1.000, la opción de compra no tendrá ningún valor y nadie estaría interesado en ejercerla ni en pagar por un activo una suma superior a su precio de mercado. Pero si la acción se está cotizando a Bs. 1.200, por ejemplo, el tenedor de la opción ejercería su derecho y adquiriría la acción por Bs. 1.000, cuando su valor de mercado, como ya se dijo es de Bs. 1.200, con lo cual logra una utilidad de Bs. 200 que representa el valor de la opción para la fecha de ejercicio.

$$\text{Valor de la opción} = \text{Precio de mercado} - \text{Precio de ejercicio}$$

Cuando se adquiere una **opción de venta**, la cual representa la posición contraria a la de la opción de compra, la misma confiere a su tenedor el derecho a vender la acción por Bs. 1.000, por lo tanto, si el valor de mercado de la acción es superior a Bs. 1.000, no existiría interés en ejercer la opción de venta y ésta no tendría ningún valor, pero si el mercado refleja para la acción un precio inferior a Bs. 1.000, por ejemplo Bs. 800, entonces sí habría interés en venderla al precio pactado en la opción. En esta situación, si el tenedor de la opción no posee la acción, estará dispuesto a comprarla en el mercado y realizar la ganancia implícita al ejercer la opción de venta en Bs. 1.000, de manera que el valor de la opción a la fecha de expiración o ejercicio sería Bs. 1.000 – Bs. 800 = Bs. 200.

$$\text{Valor de la opción} = \text{Precio de ejercicio} - \text{Precio de mercado de la acción}$$

#### Situación del vendedor de la opción.

La *situación del vendedor* de la opción representa el reverso de la moneda de la posición anteriormente ilustrada para el comprador de la misma. Supongamos que se trata de la **venta de**

**una opción de compra** mediante la cual el vendedor asume el compromiso de entregar la acción objeto del contrato por un precio de Bs. 1.000 si así se lo requiere el comprador de la opción. Si en la fecha de expiración el precio de mercado de la acción es superior al precio de ejercicio, el comprador ejercerá la opción y el vendedor hará entrega de la acción. En tal situación, el vendedor perderá la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio pagado por el comprador. Si suponemos que la acción se está cotizando en esa oportunidad a Bs. 1.200, el vendedor tendría que entregar por Bs. 1.000 un activo valorado en Bs. 1.200, con lo cual vendría a materializarse una pérdida de Bs. 200, equivalente al valor de la opción a la fecha de expiración.

Valor de la opción

(Pérdida para el vendedor y

ganancia para el comprador) = Precio de mercado de la acción – precio de ejercicio

De la misma manera, si a la fecha de expiración el precio de mercado es inferior al precio de ejercicio, el tenedor de la opción no tendría interés alguno en ejercerla y, en consecuencia, la opción no tendría ningún valor.

Si el emisor vende una **opción de venta**, se está comprometiendo a pagar Bs. 1.000 por la acción si así se lo exige el tenedor de la opción en la fecha de ejercicio. Por supuesto que mientras el precio de mercado sea superior al precio de ejercicio, el vendedor no tiene ningún riesgo pues nadie va a querer ejercer una opción para venderle en Bs. 1.000 una acción que puede ser vendida en el mercado por un precio mayor. Sin embargo, si el valor de mercado de la acción se ubica por debajo del precio de ejercicio, la opción cobra un valor equivalente a la pérdida del vendedor.

Continuando con nuestro ejemplo, si el precio de mercado de la acción se ubica en Bs. 800, el emisor de la opción estará obligado a adquirir la acción por Bs. 1.000, perdiendo en la operación Bs. 200, suma que constituiría a su vez la ganancia del tenedor de la opción, pues, incluso sin tener la acción, podría adquirirla a su valor de mercado de Bs. 800 y ejercer su opción de venta a Bs. 1.000.

#### Determinación del valor de una opción.

Resulta muy evidente el valor de una opción a su fecha de expiración. Si se trata de una opción de compra y el precio de la acción es inferior al precio de ejercicio, la opción carecerá de valor alguno, y si el precio de la acción es mayor al precio de ejercicio, el valor de la opción será igual al valor de mercado de la acción menos el precio de ejercicio. Tomemos como ejemplo una opción para comprar una acción en Bs. 500. Si a la fecha de ejercicio la acción se cotiza a Bs. 480, la opción no



tendrá ningún valor; pero si su valor de mercado se encuentra en Bs. 560 el valor de la opción será de Bs. 60 (Bs. 560 – Bs. 500). Este razonamiento es muy importante porque permite determinar los límites donde puede ubicarse el precio de la opción. Dicho en otras palabras, el precio de la opción se ubicará entre cero y la diferencia entre el valor de la acción y el precio de ejercicio.

### Posiciones combinadas.

Una persona puede combinar la tenencia de dos inversiones. Podría mantener una cartera formada por una acción y una *opción de venta* que le permita vender su acción a un precio determinado de Bs. 1.000. Si el valor de mercado de la acción sobrepasa el precio pactado, la opción de venta no valdría nada y el valor de la cartera sería igual al de la acción. Si se diese el caso de que el valor de mercado de la acción se ubicase por debajo de Bs. 1.000, la opción comenzaría a tener un valor igual a la caída del precio de la acción que tendría un efecto compensador en el valor de la cartera. Expuesto en otras palabras, el valor final de la cartera estará entre un mínimo de Bs. 1.000 y un máximo determinado por la cotización de la acción en la fecha de ejercicio.

La situación ilustrada con el anterior ejemplo es equivalente a la de una persona que adquiere una *opción de compra* y deposita en un banco el precio de ejercicio de Bs. 1.000 con la de otra persona que compra la acción y adquiere una *opción para vender* a Bs. 1.000. Las dos situaciones dan la posibilidad al inversionista de elegir entre Bs. 1.000 en efectivo o la propiedad de la acción, de manera que existe una igualdad entre el valor de la opción de compra más el valor actual del precio de ejercicio con el valor de la opción de venta más el precio de la acción.

Quizás lo expuesto pueda comprenderse mejor si consideramos que alguien que espera recibir Bs. 1.000 dentro de 3 meses, desea adquirir hoy una acción pero no tiene la disponibilidad necesaria. Sin embargo, como espera cobrar Bs. 1.000 dentro de 3 meses, decide pedir un préstamo al valor actual de Bs. 1.000 descontados a la tasa libre de riesgo, suma suficiente para la adquisición de la acción. Después de los 3 meses, su posición será la del precio de la acción menos los Bs. 1.000 que está adeudando.

Una estrategia alternativa sería la de **comprar** una *opción de compra* a 3 meses con un precio de ejercicio de Bs. 1.000 y **vender** una *opción de venta* a los mismos 3 meses y por idéntico precio de ejercicio. De esta forma, si el precio de la acción sube, el inversionista ejerce la *opción de compra* por Bs. 1.000 y vende la acción en el mercado al precio cotizado. Si el precio de la acción baja, la contraparte de la operación ejerce su *opción de venta* y vendería la acción al inversionista por Bs. 1.000. En ambos casos, el inversionista pagaría Bs. 1.000 y adquiriría la acción, o sea que su posición siempre estará definida por el valor de mercado de la acción menos Bs. 1.000. De aquí podemos establecer la siguiente relación básica:

$$\text{Valor de la opción de compra} + \text{Valor actual del precio de ejercicio} = \text{Valor de la opción de venta} + \text{Precio de la acción}$$

Haciendo transposición de términos podemos determinar los valores de las opciones de compra y de venta, así:

$$\text{Valor de la opción de compra} = \text{Valor de la opción de venta} + \text{Valor actual del precio de ejercicio} - \text{Precio de la acción}$$

$$\text{Valor de la opción de venta} = \text{Valor de la opción de compra} - \text{Precio de la acción} + \text{Valor actual del precio de ejercicio}$$

De estas dos últimas igualdades se deduce que:

1. Comprar una *opción de compra* equivale a comprar una opción de venta, tomar un préstamo al valor actual del precio de ejercicio y vender la acción.
2. Comprar una *opción de venta* equivale a comprar una opción de compra, vender la acción e invertir al valor actual del precio de ejercicio.

### **La Bolsa de Valores de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela (BOLPRIAVEN).**

En esta bolsa son objeto de negociación, como su nombre lo indica, bienes, servicios o productos de origen o destino agropecuario, y los valores o documentos que les sean representativos. Su Reglamento Interno fue dictado por la Comisión Nacional de Valores y publicado en Gaceta Oficial el 28 de julio de 1999. Le son aplicables las disposiciones contenidas en las Normas Relativas a la

Oferta Pública de Certificados de Participación sobre Bienes o Productos de Naturaleza o Destino Agropecuario emitidas por el mismo Organismo. Para estas operaciones, son establecidas normas de calidad que la Directiva de la Bolsa debe determinar en cada caso para los productos negociables en ella. Tales transacciones se llevan a cabo mediante ruedas de negocios durante las cuales son subastados los Acuerdos de Negociación y Cruces que hayan sido registrados en la Bolsa.

En cuanto a tipos de mercados se refiere, se distinguen dos, a saber:

a) Mercado de Físicos, donde las transacciones se liquidan con la entrega del objeto de la transacción. En general, se trata de una especie de mercado “spot”, ya que la mayoría de las operaciones concertadas son liquidadas entre los cinco y nueve días hábiles posteriores a su aceptación, aunque también pueden acordarse operaciones para entrega futura, las cuales son liquidadas en un plazo máximo de 180 días; y

b) Mercado de Opciones y Futuros, en el cual las transacciones se liquidan a través de un contrato con una Cámara de Compensación de Opciones y Futuros debidamente aprobada por la Comisión Nacional de Valores.

El precio es el acordado por las partes en el momento de la negociación, pudiendo, no obstante, acordar modalidades para su determinación en una fecha posterior, especialmente cuando se trata de mercados de futuro. Como es lógico suponer, si el precio no queda definitivamente fijado sino que se difiere hacia el futuro, los participantes deben constituir garantías para asegurar el cumplimiento del respectivo contrato, las cuales se irán ajustando a las fluctuaciones del mercado empleando como referencia el precio básico establecido por la Bolsa en la semana de registro.

Abundando en detalles, tal como lo define la misma Bolpriaven en su página web, existen operaciones denominadas: “Disponible Entrega Inmediata”, que comprende aquellas transacciones acordadas a plazos entre 0 y 5 días; “Disponible Entrega a Plazos”, las que se refieren a las que, aunque el producto también se encuentra en poder del vendedor, el plazo de entrega del mismo se halla en el rango comprendido entre 0 y 120 días; “Disponible Entrega Futura (forward)”, cuando el producto no se encuentra en poder del vendedor pero existe la intención de venta, elaboración o siembra; y, finalmente, “Entrega Anticipada”, que son las relativas a los casos en los que el producto ya fue recibido o consumido por el comprador antes de la firma del contrato, pero aún no ha sido pagado.

A las operaciones descritas le son aplicables las normas establecidas por la C.N.V. sobre la materia en las “Normas Relativas a la Oferta Pública de Certificados de Participación sobre Bienes o

Productos de Naturaleza o Destino Agropecuario” publicadas en mayo de 1997 y modificadas parcialmente en agosto del año 2000.

**Montos negociados en la Bolsa de Productos e Insumos Agrícolas durante los años 1999-2005.**

**MONTOS NEGOCIADOS EN BOLPRIAVEN**

(En millones de bolívares)

<b><u>AÑOS:</u></b>	<b><u>Bs. (MM)</u></b>	<b><u>IPC Base 1997</u></b>	<b><u>MONTOS AJUSTADOS</u></b>	<b><u>VARIACIÓN PORCENTUAL</u></b>
1999	14.239,00	181,58866	41.217,97	
2000	57.674,00	205,97793	147.182,16	257,08%
2001	127.890,00	231,27564	290.671,52	97,49%
2002	381.025,00	303,46946	659.985,30	127,06%
2003	1.553.430,00	385,66175	2.117.292,72	220,81%
2004	3.019.910,00	459,65073	3.453.518,85	63,11%
2005	3.618.801,00	525,64893	3.618.801,00	4,79%

Fuentes:

Montos negociados: Comisión Nacional de Valores

IPC: Banco Central de Venezuela

## **CAPÍTULO XI.**

### **LOS ÍNDICES BURSÁTILES. Sus características. El índice bursátil Caracas.**

#### **Los índices bursátiles.**

Los índices bursátiles son indicadores del comportamiento de los mercados de valores. Existen básicamente dos tipos, a saber: los averages o promedios y los índices propiamente dichos. Un average es simplemente un promedio ponderado de los precios de un conjunto de acciones. Por su parte, los índices emplean normalmente procedimientos más refinados para medir el comportamiento de los niveles de precios de las acciones.

Los números índices están desprovistos de valores monetarios como unidades de medida. Normalmente, se calculan como razones de los valores monetarios de las acciones. Se tratan de simples números que son usados para la realización de comparaciones entre otros índices, averages u otros números. Usualmente, un índice es una razón promedio ponderada calculada agrupando un número considerable de acciones diferentes. Típicamente, un número índice es una serie de tiempo construida sobre una misma base numérica, que, normalmente, es 100 o 1.000. Algún año pasado es seleccionado como año base con miras a dotar al índice de una perspectiva temporal.

En las distintas bolsas del mundo existen diferentes averages e índices. En las publicaciones especializadas o en las secciones económicas de los diferentes diarios, puede obtenerse información respecto a estas unidades de medidas. En los Estados Unidos, por ejemplo, existe una gran profusión de índices, entre los cuales pueden mencionarse los siguientes:

- Promedio Industrial Dow Jones.
- Promedio Dow Jones de Transporte.
- Promedio Dow Jones de Empresas de Servicios.
- Promedio Industrial Moody.
- Promedio Moody de Ferrocarriles.
- Promedio Moody de Acciones de Servicios.

- Promedio de precios Standard & Poor de 90 diferentes industrias.
- Promedio Standard & Poor de 400 acciones industriales.
- Promedio Standard & Poor de 20 acciones de transporte.
- Promedio Standard & Poor de 40 acciones de servicios.
- Promedio Standard & Poor de acciones financieras.
- Promedio Compuesto Standard & Poor sobre 500 acciones (S&P500).
- Índice New York Times.
- Índice Línea de Valores.
- Índice patrimonial Wilshire 5000.
- Índice de la Bolsa de Valores de New York.
- Índice de precios de acciones del Center for Research.
- Índice de acciones sobre el mostrador del National Quotation Board.
- Promedio de precios NASDAQ.
- Índice de la Bolsa Americana de Valores.
- Promedio de acciones Barron`s 50.

También existen algunos índices para medir el comportamiento de los bonos, como son:

- Índice de bonos Dow Jones 40.
- Índice de bonos corporativos Salomon Brothers.
- Índice de bonos municipales Standard & Poor.
- Índice de bonos gubernamentales Standard & Poor.

Igualmente, son calculados índices sobre los mercados de commodities, tales como:

- Índices Dow Jones sobre precios en el mercado spot de commodities.
- Índice Dow Jones sobre Mercado de futuros.

- Índice de futuros del Buró de Investigaciones de Commodities

Los índices más conocidos de los utilizados en otras partes del mundo son:

- Índice Nikkei de Tokio.
- Índice Financial Times de Londres.
- Índice Dax 30 de Francfort.
- Índice CAC 40 de París.
- Índice Ibex de Madrid.
- Índice Latibex, que agrupa las acciones de empresas latinoamericanas que cotizan en la Bolsa de Madrid.
- Índice Ibovespa de Sao Paulo.
- Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (BVL).
- Índice General de la Bolsa de Colombia.
- Índice Bursátil Caracas.
- Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México.
- Índice Swiss Market de Zurich.
- Índices Mibtel y Numtel de Milán.

Para finalizar, podemos mencionar que Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI) calcula un índice de mercado para el mundo entero, iniciativa que fue respondida por Dow Jones Inc. con su propio índice mundial.

### **Características de los índices.**

Cada índice de mercado es elaborado de forma diferente. Un índice bien construido debe estar en condiciones de suministrar información relativa a los precios de todos los ítemes de la población

bajo consideración. Un índice pobremente concebido sólo indicará una errada información del comportamiento de una muestra no representativa.

En la concepción o selección de un índice de mercado existen cinco factores que deben ser considerados:

1. *Tamaño de la muestra.* La muestra debe representar una fracción significativa de la población objeto de estudio, porque muestras grandes tienden a producir indicaciones más precisas acerca del comportamiento de la población total. Por ejemplo, el conocido Promedio Industrial Dow Jones está formado por una diminuta muestra de sólo 30 acciones de aproximadamente 1.700 acciones inscritas en la Bolsa de Valores de New York. En el extremo opuesto, si una muestra es demasiado grande podría resultar dificultosa su compilación, aunque con los modernos avances en materia computacional tal dificultad se reduce considerablemente.
2. *Representatividad.* La muestra debe contener elementos heterogéneos que representen a todos los segmentos de la población. Por ejemplo, el Dow Jones Industrial está construido por una muestra no representativa de las acciones de la Bolsa de Valores de New York, ya que solamente considera acciones de compañías grandes, estables y con muchos años de permanencia en el mercado (acciones conocidas como blue-chips). Por lo tanto este average proporciona una pobre información acerca de la actuación de la gran cantidad de acciones emitidas por empresas más pequeñas y que son cotizadas en esa bolsa. En su favor, puede apuntarse que constituye el ejemplo de un intento serio para cuantificar el comportamiento del mercado, lo cual se hace evidente si se considera que su cálculo se efectuó por primera vez en 1896. En cambio, el S&P500 está construido con las 500 empresas más grandes ponderadas en función del número de acciones emitidas y comprenden aproximadamente el 70% del valor total de las acciones negociadas en las bolsas.
3. *Ponderación.* Los distintos elementos que participan en la muestra deben ser ponderados con pesos equivalentes a la proporción que representa su volumen de operaciones dentro del total de oportunidades de inversión en la población bajo estudio.
  - a. La ponderación de un índice puede ser equivalente al valor de mercado de todas las acciones claramente identificadas como una fracción del valor bursátil total de todos los títulos valores negociados en ese mercado. Tal valor ponderado del índice es hecho para reflejar las oportunidades de inversión existentes en cualquier momento. El S&P500 Composite es un ejemplo de un índice ponderado. Otro ejemplo lo constituye el índice de capitalización bursátil Caracas.



- b. Una ponderación igual puede ser usada para representar la probabilidad de seleccionar cualquier título dado en una muestra aleatoria. Un índice elaborado de esta manera no representa una estrategia hábil para tomar decisiones en materia bursátil, más bien se considera como un enfoque ingenuo del mercado. El Índice de precios de acciones del Center for Research es calculado tanto como un índice aleatorio como un índice ponderado.
- 
- 4. *Unidades apropiadas.* Un índice debe estar expresado en unidades que sean fácilmente comprendidas y que resulten adecuadas para dar respuesta a las interrogantes. El Dow Jones Industrial proporciona un ejemplo de un índice definido en términos de unidades económicas inconvenientes y poco convincentes.
  
  - 5. *Cómputo de la media.* La mayoría de los indicadores de valores del mercado son calculados como algún tipo de promedio aritmético. El promedio geométrico es un procedimiento de cálculo alternativo que produce un valor similar, aunque algo menor, pero que presenta la ventaja de ser menos volátil que la media aritmética de la misma muestra de títulos valores.

### **El Índice Bursátil Caracas.**

El actual índice empleado por la Bolsa de Valores de Caracas está en vigencia desde el 1º de enero de 1995 y utiliza como base la capitalización bursátil existente al cierre del año 1993, entendiéndose como capitalización bursátil al producto del número de acciones en circulación de cada una de las empresas componentes del índice multiplicado por el precio de cierre de cada una de ellas al final del período. El índice fue concebido de manera de resolver el problema que venía arrastrando la Bolsa en el sentido de que los índices anteriores perdían su cualidad representativa del mercado por la falta de presencia bursátil en el corro capitalino de algunas de las acciones que los integraban, debido circunstancias de carácter coyuntural o definitivo.

El índice actual está conformado por una serie de acciones de alta presencia bursátil que deben representar más del 60% de la capitalización del mercado. Esta condición confiere al índice suficiente flexibilidad, ya que si alguna de las acciones pierde vigencia en el mercado puede ser sustituida por alguna otra cuya capitalización, sumada al resto de los títulos componentes de la muestra, cumpla con el requisito de superar el 60% de la capitalización bursátil total del mercado. Este índice comprende 19 títulos, de los cuales 5 pertenecen al sector financiero y 14 al sector industrial.

El valor inicial del índice fue de 1.000 puntos, equivalente a la capitalización bursátil existente para el 31 de diciembre de 1993. Los cálculos posteriores se efectúan dividiendo la capitalización bursátil a una fecha determinada entre la correspondiente al año base y multiplicada por 1.000, tanto para los componentes financiero e industrial como para el total de las acciones integrantes del índice.

Al cierre del año 2003, el Índice Bursátil Caracas presentó un valor superior a los 22.000 puntos, para un crecimiento de 21 veces en 10 años.

## CAPÍTULO XII.

**VALUACIÓN DE TÍTULOS VALORES. Valuación de bonos. Bonos perpetuos. Bonos finitos. Bonos redimibles con sorteos. Valuación de acciones preferidas. Valuación de acciones comunes. Dividendos en acciones. Aumentos de capital social a ser colocados exclusivamente entre los accionistas en la entidad emisora. El arbitraje.**

Existen diversos criterios sobre el valor. Se puede hablar del valor en libros de una acción; también se puede hacer referencia al valor de la misma acción en caso de que la empresa emisora fuese liquidada (valor de liquidación). Igualmente, puede aludirse al valor en caso de que la compañía tuviese que reponer sus activos. Pero el criterio aceptado en el ambiente bursátil es el que asimila el valor de cualquier título al **valor actual de los flujos futuros de efectivo descontados a la tasa de rendimiento requerida por el inversionista**. Este criterio es el aplicable tanto a los títulos de deuda como a los títulos de capital, donde la consideración de la inflación esperada no es ajena a los cálculos. Es decir, que si una persona está previendo una inflación del 30%, por ejemplo, debería utilizar una tasa de descuento superior, de forma tal que alcance rendimientos positivos en términos reales. Este también sería el camino para decidir si acepta o rechaza el precio a que se cotiza el título que está siendo objeto de negociación. En este caso, todo se concretaría a, conociendo el precio, hallar el rendimiento implícito y compararlo con el exigido.

### **Valuación de bonos.**

#### **Bonos perpetuos.**

Entre las distintas modalidades de bonos, hay algunos que no tienen vencimiento. Estos bonos se denominan bonos perpetuos y, aunque no existen en Venezuela, bien vale la pena exponer su forma de valuación. En el Siglo IX, Inglaterra realizó una emisión de bonos cuyo producto destinó a la liquidación de una gran cantidad de deudas anteriores, razón por la cual recibieron la denominación de bonos de consolidación.

Supongamos, por ejemplo, un bono que, en vez de estar denominado en libras esterlinas lo estuviese en bolívares y pagase intereses anuales de Bs. 1.000. El precio de mercado de este bono estaría determinado por el valor presente de los cupones de interés futuros, cuyo cálculo se haría de la forma siguiente:

$$B = [c / (1+k)] + [c / (1+k)^2] + [c / (1+k)^3] + \dots + [c / (1+k)^n]$$

Sacando a “c” como factor común, tenemos:

$$B = c [1 / (1+k)] + [1 / (1+k)^2] + [1 / (1+k)^3] + \dots + [1 / (1+k)^n] \quad (1)$$

Multiplcando ambos miembros por (1+k), se obtiene:

$$B (1+k) = c \{ 1 + [1 / (1+k)] + [1 / (1+k)^2] + [1 / (1+k)^3] + \dots + [1 / (1+k)^{n-1}] \} \quad (2)$$

Restando la ecuación (1) de la (2), se tiene:

$$B (1+k) - B = c - [c / (1+k)^n]$$

Sacando a “B” como factor común de la primera ecuación y a “c” de la segunda, tenemos:

$$B (1+k-1) = c - [1 / (1+k)^n]$$

Como  $n \rightarrow \infty$  tenemos que:  $[1 / (1+k)^n] \rightarrow 0$

Por lo tanto,

$$B \cdot k = c ; \text{ de donde: } B = c / k$$

En consecuencia, en el ejemplo dado, con un cupón de interés de Bs. 1.000 anuales, para calcular el precio del bono sólo faltaría el rendimiento (k) exigido por el inversionista. Suponiendo que éste fuese de 20%, tendríamos que el valor del bono sería:

$$B = 1.000 / 0,20 = \text{Bs. } 5.000$$

### **Bonos finitos con vida determinada.**

Cuando se trata de bonos u obligaciones finitos, habría que descontar hasta el presente todos los intereses futuros al igual que su valor de maduración (valor nominal o facial del bono). Cuando se trata de emisiones con intereses fijos, en el fondo esto viene a representar la búsqueda del valor actual de una anualidad ordinaria o serie uniforme de pagos y sumarle el valor presente del valor nominal del bono. Esto puede aclararse con el siguiente ejemplo:

Supongamos que un bono para intereses semestrales de Bs. 60, tiene un valor facial o nominal de Bs. 1.000 y una vida restante de 2 años (4 semestres). Para un inversionista que aspire un rendimiento mínimos del 20% anual (10% semestral), el precio máximo a pagar sería:

$$\text{Precio} = (60/1,10) + (60/1,10^2) + (60/1,10^3) + (60/1,10^4) + (1.000/1,10^4) = 873$$

Otra vía alternativa, que conduce al mismo resultado, es la utilización de tablas de factores de interés de valores presentes de anualidades ( $PVIFA_{i,n}$ ) y de valores presentes de sumas futuras ( $PVIF_{i,n}$ ), obtenibles en cualquier libro de matemáticas financieras. En este caso, la determinación del precio surgiría de la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Precio} = 60 \times PVIFA_{10\%,4} + 1.000 \times PVIF_{10\%,4}$$

$$\text{Precio} = 60 \times 3,1699 + 1.000 \times 0,6830 = 873$$

**Bonos finitos con vida indeterminada.**

No obstante, en el caso de los bonos existe el problema de que prácticamente la totalidad de ellos no tienen una vida fija como la del ejemplo, sino que son objeto de sorteos, de manera que no se conoce con precisión su vida restante, ya que bien podría salir favorecido en el primero de los sorteos, en el segundo de ellos, en cualquier otro o habría que esperar el rescate final. Afortunadamente, existe el recurso metodológico de calcular la vida probable del título mediante procedimientos estadísticos. Esto lo podemos aclarar mediante el ejemplo siguiente:

Tomemos por caso la 39ª. Emisión de Deuda Pública Nacional (DPN 39ª.), la cual pagaba el 12% de interés fijo (6% semestral), fue emitida el 27-7-85, su amortización se había establecido en 8 sorteos semestrales a partir del 27-7-91 más un último pago de intereses conjuntamente con el rescate final al vencimiento. Una persona que hubiera adquirido un bono de esta emisión el 28-1-91, para determinar la vida útil probable del título, habría tenido necesidad de realizar el siguiente cálculo:

Sorteo	Proporción	Días de	
<u>Nº:</u>	<u>amortizada:</u>	<u>vida:</u>	<u>Ponderación:</u>
1	1/9	180	20,00
2	1/9	364	40,44
3	1/9	546	60,67
4	1/9	730	81,11
5	1/9	911	101,22
6	1/9	1.095	121,67
7	1/9	1.276	141,78
8	1/9	1.460	162,22
9	1/9	1.641	<u>182,33</u>

Vida esperada..... 911,44 días

2,49 años

Se expuso el cálculo detallado de la vida útil restante del título a los fines de que el lector apreciara la lógica que lo sustenta. Sin embargo, puede arribarse directamente a la cifra indicativa de la vida probable mediante la aplicación de la fórmula que se copia a continuación (publicada por el autor en artículo titulado “Valor de los bonos” en el N° 35 de la revista Investigación y Gerencia, correspondiente a los meses marzo-abril de 1991):

$$VE = (DPS / 365) + [(SR-1) / (2xSPA)]$$

Siendo:

VE = Vida esperada

DPS = N° de días para próximo sorteo

SR = N° de sorteos restantes

SPA = Cantidad de sorteos por año

En el ejemplo utilizado, faltarían 180 días para el próximo sorteo (que en este caso es el primero, pero que podría ser cualquiera). Faltaban exactamente 9 sorteos y eran de carácter semestral, lo que equivale a decir que anualmente se realizarían dos. Con tales datos, se aplica la fórmula y se obtiene:

$$VE = (180 / 365) + [(9-1) / (2 \times 2)] = 0,4932 + 2 = 2,49 \text{ años (que es el mismo}$$

resultado obtenido por el método largo ilustrado anteriormente)

Con esta información, ya podemos realizar los cálculos pertinentes, bien sea utilizando la fórmula anteriormente expuesta o la que se presenta a continuación, la cual, a pesar de ser menos exacta, es de más fácil aplicación, y sobretodo si se considera que la vida útil del título es sólo una estimación, puede afirmarse que se sacrifica precisión en aras de una mayor rapidez en el cálculo. En resumen, sería recomendable la aplicación de la fórmula siguiente:

$$\text{Rendimiento} = [I + (D / A)] / [(100 + P) / 2]$$

Siendo:

I = Tasa de interés anual.

D = Porcentaje de descuento

A = Años de vida restante

P = Precio en términos porcentuales

En nuestro ejemplo, si el título se vendiese al 70% de su valor nominal, el rendimiento estimado sería:

$$\begin{aligned}\text{Rendimiento} &= [12 + (30 / 2,49)] / [(100 + 70) / 2] = (12 + 12,05) / (170 / 2) = \\ &= 24,05 / 85 = 0,2829 = \mathbf{28,29\%}\end{aligned}$$

De haberse empleado la primera de las fórmulas dadas, se hubiese obtenido una rentabilidad del **29,87%**. Como vemos, a los fines de sustentar decisiones bursátiles la diferencia no es significativa.

Pero, ¿es ésta la forma como se efectúan las operaciones en la Bolsa de Valores?; la respuesta es NO. Veamos, en la rueda del 15-4-91 se negociaron bonos de la deuda pública nacional Exprop. 27<sup>a</sup> (Exp. 27<sup>a</sup>) al 70% de su valor nominal. Esta fue una emisión de interés variable que para la fecha remuneraba los títulos al 18% de su valor facial. Ese mismo día se negociaron bonos de la emisión 44<sup>a</sup> de la deuda pública nacional regular (DPN 44<sup>a</sup>) al 72%. La diferencia de precio podría lucir natural dada la circunstancia de que la segunda de las nombradas tiene un interés fijo del 12%. Pues bien, como las operaciones aparentemente no se fundamentaron en cálculos apropiados sino que las personas actuantes sólo consideraron los últimos precios pactados y la circunstancia de si las tasas de interés eran fijas o variables, el resultado fue que la operación con la Exp. 27<sup>a</sup> representó un rendimiento del 30,4%, en tanto que la realizada con la DPN 44<sup>a</sup> apenas alcanzó el 23,8%.

Abundando en estos ejemplos, también encontramos que el 9-1-91 se había negociado otra emisión de interés fijo del 12% al mismo precio del 72%. En esa ocasión se trató de la DPN 34<sup>a</sup>, pero como no se tomó en cuenta la vida útil restante del título, el rendimiento para el comprador en esa operación fue del 41,2%, ganancia muy distinta a la obtenida por la persona que adquirió la DPN 44<sup>a</sup> el 15-4-91 (23,8%) a pesar de haber pagado un precio idéntico.



Posteriormente, el 24-4-91 se negociaron bonos DPN de las emisiones 45<sup>a</sup> y 54<sup>a</sup>, ambas con tasas de interés del 12% anual, al mismo precio del 72%. Allí, mientras el rendimiento de la primera de las nombradas fue del 23,8%, la de la segunda fue del 21,8%.

Como puede apreciarse, los inversionistas no deberían aventurarse exponiendo sus ahorros en operaciones de bolsa sin contar con un asesoramiento calificado, ya que hay riesgos presentes que sólo pueden ser sorteados con la sabia orientación de un profesional capacitado.

### **Valuación de acciones preferidas.**

Las acciones preferidas constituyen una fuente de financiamiento intermedia los bonos u obligaciones y las acciones comunes. En el fondo poseen características de ambos tipos de títulos. Por una parte, los dividendos preferentes son generalmente fijos y deben pagarse antes de cualquier pago a los accionistas comunes, sin embargo, no constituyen un gasto para la empresa emisora y, por tanto, no representa un desembolso deducible para efectos impositivos. Si, como es lo común, las acciones preferidas no tienen un vencimiento pautado, su valuación se hace como cualquier renta perpetua, cuyo valor se determina de la manera siguiente:

$$V_p = D_p / K_p$$

Siendo:

$V_p$  = Valor de la acción preferida

$D_p$  = Dividendo preferente

$K_p$  = Tasa de rendimiento requerida por el inversionista

Ejemplo: Si una empresa tiene acciones preferidas en circulación que pagan un dividendo de Bs. 50 anual por acción, y la tasa de rendimiento requerida por un inversionista potencial es del 20%, su valor de mercado será el siguiente:

$$V_p = 50 / 0,20 = 250$$

Igualmente, si se conoce el precio actual de una acción preferida así como el dividendo pagado, la tasa de rendimiento implícita se determinaría así:

$$K_p = D_p / V_p$$

$$K_p = 50 / 250 = 0,20 = 20\%$$

Como puede apreciarse, los cálculos son similares a los realizados con los bonos perpetuos y con cualquier otra renta de características similares.

### **Valuación de acciones comunes.**

Se pueden distinguir, al menos, tres tipos de valores para las acciones comunes, a saber: valor en libros, valor de liquidación y valor de mercado. El *valor en libros* se obtiene dividiendo el capital contable de la empresa (activo menos pasivo) entre el número de acciones en circulación. Representa todo el dinero que la compañía ha obtenido de cada accionista más las utilidades acumuladas por acción.

El *valor de liquidación* parte del supuesto de que la empresa vende todos sus activos y paga la totalidad de sus pasivos, y la suma así obtenida se distribuye equitativamente entre las acciones emitidas.

Por su parte, el *valor de mercado* de las acciones comunes está representado por el precio que un comprador y un vendedor bien informados están dispuestos a aceptar para realizar una operación de compra-venta de tales acciones. Normalmente, este precio es superior al valor en libros y al valor de liquidación, dada la circunstancia de que, tratándose de una empresa en marcha, está dotada de un poder adicional de generar beneficios que se deriva de la posesión del crédito mercantil que ha ido creando a través de sus operaciones y de otros activos intangibles, así como del producto de inversiones futuras potenciales.

Para la determinación del valor de mercado de las acciones comunes se sigue un procedimiento similar al ya explicado para los otros títulos, es decir, el fundamento será el valor presente de los rendimientos futuros, descontados a la tasa de rendimiento exigido por el inversionista. A este respecto, debe mencionarse que la rentabilidad derivada de la tenencia de una acción común proviene de los dividendos recibidos y del mayor o menor valor de la acción en el mercado. Dicho en otras palabras, el rendimiento total es la sumatoria del rendimiento por dividendos y el rendimiento de capital.

Rendimiento = Rendimiento por dividendos + rendimiento de capital

Si hacemos  $D_1$  igual al dividendo esperado en el primer año,  $P_0$  al precio de la acción en el momento de su adquisición y  $P_1$  al precio de mercado al final del primer año, podemos expresar el rendimiento para ese primer período como:

$$\text{Rendimiento} = (D_1 / P_0) + [(P_1 - P_0) / P_0]$$

Lo cual también puede expresarse:

$$\text{Rendimiento} = [D_1 + (P_1 - P_0)] / P_0$$

Esta es la misma cuenta que saca un inversionista conciente cuando considera la posibilidad y conveniencia de adquirir la acción de una compañía, con la diferencia de que la información respecto al dividendo y al precio futuro son sólo estimaciones. Y las mismas son pronósticos que se llevan a cabo con fundamento en análisis históricos del comportamiento de las utilidades obtenidas y los dividendos pagados por la empresa en ejercicios económicos anteriores.

Esta rentabilidad esperada ( $K^*$ ) es la que compara el inversionista con la que él exige ( $K$ ) de conformidad con el riesgo asociado a la inversión, para determinar si realiza o no la compra de la acción. Tal adquisición se hará siempre y cuando el rendimiento esperado sea igual al rendimiento exigido; en símbolos, cuando  $K^* = K$ .

En este orden de ideas, el precio que un inversionista potencial estaría dispuesto a pagar por la acción será igual el valor presente de los rendimientos futuros esperados, los cuales, como ya se dijo, estarán conformados por los rendimientos por dividendos y los rendimientos de capital, descontados a la tasa de rendimiento exigida.

Crecimiento constante. En esta materia, los aportes de Myron Gordon han contribuido sustancialmente a un avance importante. Este profesor y autor norteamericano diseñó una fórmula

para determinar el valor actual de los rendimientos futuros de una acción, la cual derivó del razonamiento siguiente:

Sean:

$P_0$  = Valor presente de los flujos futuros asociados a la compra de la acción.

$D_0$  = Último dividendo pagado por acción.

$D_1$  = Dividendo esperado para el primer año.

$K$  = Tasa de rendimiento exigida.

$g$  = Tasa de crecimiento de las utilidades y los dividendos.

El valor presente de los flujos quedaría expresado así:

$$P_0 = [D_1 / (1+k)] + [D_2 / (1+k)^2] + [D_3 / (1+k)^3] + \dots + [D_n / (1+k)^n]$$

Como  $D_1 = D_0 (1+g)$ , podemos escribir la igualdad de la siguiente forma:

$$P_0 = [D_0 (1+g) / (1+k)] + [D_0 (1+g)^2 / (1+k)^2] + [D_0 (1+g)^3 / (1+k)^3] + \dots + [D_0 (1+g)^n / (1+k)^n] \quad (1)$$

Multiplicando ambos miembros de la igualdad por  $[(1+k) / (1+g)]$ , tenemos:

$$P_0 [(1+k) / (1+g)] = [(1+k) / (1+g)] \{ [D_0 (1+g) / (1+k)] + [D_0 (1+g)^2 / (1+k)^2] + [D_0 (1+g)^3 / (1+k)^3] + \dots + [D_0 (1+g)^n / (1+k)^n] \}$$

Resolviendo hallamos que:

$$P_0 \left[ \frac{(1+k)}{(1+g)} \right] = D_0 + \left[ \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} \right] + \left[ \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} \right] + \dots + \left[ \frac{D_0(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}} \right] \quad (2)$$

Restando la ecuación (1) de la (2) obtenemos que:

$$P_0 \left[ \frac{(1+k)}{(1+g)} \right] - P_0 = D_0 - \left[ \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n} \right]$$

Factorizando:

$$P_0 \left\{ \left[ \frac{(1+k)}{(1+g)} \right] - 1 \right\} = D_0 \left\{ 1 - \left[ \frac{(1+g)^n}{(1+k)^n} \right] \right\}$$

$$P_0 \left[ \frac{(k-g)}{(1+g)} \right] = D_0 \left\{ 1 - \left[ \frac{(1+g)^n}{(1+k)^n} \right] \right\}$$

→

$$\boxed{\text{Si } k > g}$$

→

$$\boxed{\text{y si } n \rightarrow \infty}$$

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{(1+g)^n}{(1+k)^n} = 0$$

$$n \rightarrow \infty$$

De donde:

$$P_0 \left[ \frac{(k-g)}{(1+g)} \right] = D_0$$

Por transposición de términos:

$$P_0 = D_0(1+g) / (k - g) =$$

De donde  $P_0 = D_1 / k - g$

De manera que la fórmula generalmente empleada para determinar el valor justo de mercado de una acción común es la establecida por Myron Gordon, y consiste en dividir el dividendo esperado por acción entre la diferencia entre la tasa de rendimiento exigida por el inversionista y la tasa de crecimiento de los dividendos y las utilidades.

Por despeje, de esta fórmula se deriva la correspondiente al rendimiento (k), obteniéndose que:

$$K = (D_1 / P_0) + g$$

#### Crecimiento nulo o crecimiento negativo.

La fórmula desarrollada anteriormente resulta apropiada cuando existe un crecimiento constante; sin embargo, esto no siempre es así. Es posible que no exista ningún crecimiento, en cuyo caso el precio de una acción con crecimiento cero será igual al valor de una renta perpetua, donde:

$$P_0 = \text{Dividendo} / \text{Tasa de rendimiento exigida}$$

$$P_0 = D_1 / k$$

Esta es la misma fórmula de Myron Gordon, donde  $P_0 = D_1 / (k - g)$ , y como  $g = 0$  la fórmula se reduce a la ya expuesta.

Igual razonamiento es válido cuando el crecimiento es negativo, ya que sólo habría que sumar, en términos absolutos, la tasa K con la tasa de decrecimiento:  $P_0 = D_1 / (k + g)$ .

#### Crecimiento supernormal.

También es posible que una empresa atraviese un ciclo de vida donde su crecimiento esté por encima del presentado por la economía en general, debido a condiciones especiales como podría ser un nuevo descubrimiento sobre el cual tenga la exclusividad que le confiera una patente durante un

período determinado de años. En tal situación, el precio de la acción sería igual al valor presente de los dividendos proyectados para el período de crecimiento supernormal, más el valor de la acción al final de ese período, descontado a su valor presente.

En otras palabras, si hacemos:

$g_s$  = tasa supernormal de crecimiento

$g$  = tasa normal de crecimiento

$n$  = períodos de crecimiento supernormal

tenemos que:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n [ D_0 (1 + g_s)^t / (1 + K)^t ] + [ D^{n+1} / (k - g) ] (1 / (1 + k)^n)$$

### **Partición de acciones.**

La partición de acciones consiste en la decisión tomada por una compañía de reducir el valor nominal de sus acciones y, en consecuencia, recoger todas las acciones emitidas y sustituirlas por títulos nuevos. Lógicamente, una decisión de esta naturaleza afectará el valor de mercado al que se negocian las acciones. Tomemos por ejemplo una acción cuyo valor nominal es de Bs. 400 y se está negociando en el mercado a Bs. 500. La empresa decide hacer una partición de 4 acciones nuevas por cada acción vieja. El nuevo valor nominal será de Bs. 100 por acción. Así las cosas, el valor ajustado de mercado de las acciones nuevas será Bs. 125, suma que resulta de dividir los Bs. 500 a que se cotizaba cada acción vieja entre su equivalente de cuatro acciones nuevas.

### **Dividendos en acciones.**

El caso de los dividendos en acciones también tiene un efecto de dilución del precio de mercado de las acciones. Ilustremos esto con otro ejemplo: Supongamos que una acción se cotiza a Bs. 200 en el mercado, y que la empresa decreta un dividendo de una nueva acción por cada cuatro poseídas.

La situación original de un accionista calificado para percibir el dividendo era que requería la tenencia de cuatro acciones, lo cual le representaba la posesión de un patrimonio de:

$$4 \text{ acciones} \times \text{Bs. } 200 \text{ c/u} = \text{Bs. } 800$$

Con la recepción del dividendo en acciones, su situación real no cambia porque el valor de la compañía no se ha incrementado, por lo tanto su nueva posición será:

$$4 \text{ acciones} \times \text{Bs. } 200 \text{ c/u} = \text{Bs. } 800$$

$$\text{Más: } \frac{1 \text{ acción} \times \text{valor cero}}{\quad} = \quad 0$$

$$5 \text{ acciones} \quad \quad \quad \text{Bs. } 800$$

De esta forma, el nuevo valor de mercado de cada acción será de Bs. 800 entre 5 = Bs. 160.

### **Derechos de suscripción y fracciones.**

El razonamiento precedente nos lleva a considerar qué ocurre con un accionista que sólo posee 3 acciones y, por tanto, no tiene derecho a percibir el dividendo. El valor de mercado de sus acciones es de Bs. 600 (3 x 200), pero después del dividendo tendrá las mismas 3 acciones pero con un valor de mercado de Bs. 160 cada una (3 x 160 = Bs. 480), o sea que está sujeto a sufrir una pérdida. Para evitarlo, él tendría que comprar en el mercado otra acción para completar las cuatro necesarias, o también podría adquirir la *fracción* que le falta para tener el *derecho* de percepción del dividendo.

Ya hemos dicho que el nuevo precio ajustado de mercado sería de Bs. 160 por acción. En consecuencia, la diferencia entre la posición original de Bs. 800, correspondiente a la tenencia de 4 acciones con valor de Bs. 200, y la nueva representada por Bs. 640, equivalente a las mismas 4 acciones con un precio ajustado de Bs. 160, representará el *valor del derecho de suscripción* o del derecho a recibir el dividendo; por lo tanto, como quiera que ese derecho corresponde a la tenencia de cuatro acciones, el valor de la fracción que representa cada acción es de Bs. 160 dividido entre el número de acciones requerido, o sea de Bs. 40 (Bs. 160 / 4).

### **Aumentos de capital social a ser colocados exclusivamente entre los accionistas en la entidad emisora.**



Además del caso de los dividendos en acciones, es posible que la compañía decida una nueva emisión de acciones a ser colocadas entre sus propios accionistas a un precio inferior al valor de mercado, el cual puede ser el valor nominal o un precio intermedio entre ambos. Por ejemplo, supongamos que en el caso planteado, el valor nominal de las acciones es de Bs. 120 y su valor de mercado es de Bs. 200. Se emiten nuevas acciones a ser suscritas a su valor nominal a razón de una nueva acción por cada acción poseída.

La situación original del accionista, como ya se dijo, es la siguiente:

$$4 \text{ acciones} \times \text{Bs. } 200 \text{ c/u} = \text{Bs. } 800$$

Con la suscripción de la nueva acción, su situación real esta vez sí cambia porque el valor de la compañía se ha incrementado, por lo tanto su nueva posición será:

$$4 \text{ acciones} \times \text{Bs. } 200 \text{ c/u} = \text{Bs. } 800$$

$$\text{Más: } \frac{1 \text{ acción} \times \text{Bs. } 120}{5 \text{ acciones}} = \text{Bs. } 24$$

$$5 \text{ acciones} \qquad \qquad \qquad \text{Bs. } 920$$

Ahora el accionista está en posesión de 5 acciones que promedian un valor total de Bs. 920, lo que resulta en un valor esperado de mercado por acción de Bs. 184 (Bs. 920 / 5).

Si el accionista decide no suscribir la nueva acción, puede vender su *derecho*

El razonamiento para la determinación del valor de los derechos y de las fracciones será idéntico al planteado. Su resultado será:

$$200 \times 4 = 800 \text{ (valor antes de la suscripción)}$$

$$184 \times 4 = 736 \text{ (valor después de la suscripción)}$$

$$\text{Valor del derecho} = \text{Bs. } 800 \text{ menos Bs. } 736 = \text{Bs. } 64$$

$$\text{Valor de la fracción} = \text{Bs. } 64 \text{ entre } 4 = \text{Bs. } 16$$

### **Readquisición de acciones.**

Algunos autores consideran que a los inversionistas les interesa la obtención de un rendimiento sin importarles el origen del mismo. Dicho en otras palabras, los accionistas son indiferentes entre recibir una ganancia proveniente de dividendos o la que se deriva de un mayor precio de mercado de sus acciones. Quienes así opinan, sostienen, para fundamentar su posición, que el valor de mercado de las acciones puede incrementarse para compensar un dividendo dejado de percibir, si la empresa destina a la readquisición de acciones el dinero que tiene disponible para el pago del dividendo. Veamos este caso con un ejemplo:

Una empresa obtiene utilidades de Bs. 1.000 millones y tiene como política pagar el 45% a sus accionistas en calidad de dividendos (Bs. 450 millones). Las acciones emitidas y en circulación son 200.000, de manera que el dividendo por acción sería de Bs. 2.250 (Bs. 45 millones entre 200.000 acciones).

El precio de mercado de las acciones = Bs. 25.000.

La utilidad por acción (UPA) = Bs. 5.000 (Bs. 1.000 millones entre 200.000 acciones).

La relación precio-utilidad (P/U) = 5 veces (Bs. 25.000 entre Bs.5.000).

Si en lugar de pagar el dividendo, la empresa destina los Bs. 450 millones que tiene disponibles para ello a la readquisición de 16.514 acciones a Bs. 27.250 cada una, quedan en circulación 183.486 acciones. Con esta decisión, la nueva utilidad por acción será de Bs. 5.450 (Bs. 1.000 millones entre 183.486 acciones) y el nuevo precio será de Bs. 27.250 (Bs. 5.450 x 5).

Como puede apreciarse, el efecto ganancial en el precio de mercado es de Bs. 2.250, cifra igual a la que el accionista hubiese recibido como dividendo por cada una de sus acciones, de manera que si en realidad el inversionista es indiferente al origen de su ganancia, se mantendrá en igual situación recibiendo el dividendo o disfrutando del mayor valor de mercado que se operaría en la acción como consecuencia del rescate parcial de los títulos en circulación.

### **Mercados eficientes. El arbitraje.**

Los mercados tienden a mantenerse en equilibrio, lo que lleva implícita la idea de eficiencia del mercado. Un mercado se considera eficiente si:

1. No hay barreras para el ingreso de participantes en el mercado como oferentes o demandantes.
2. Ninguno de los participantes en el mercado es lo suficientemente grande como para que su actuación afecte significativamente los precios.

3. Los activos financieros que se negocian son infinitamente divisibles.
4. No existen costos de operación ni costos de quiebras.
5. No existe información privilegiada; es decir, que toda la información existente está disponible para todos los participantes en el mercado.

No obstante, aun cuando estén presentes estas condiciones, es posible que transitoriamente en algún mercado el precio de un título difiera de la cotización que tiene en otro mercado. Supongamos que en un mercado hay un título que se está cotizando por encima del valor a que se está transando en otro mercado; en tal situación un inversionista podría adquirir el título valor en el segundo de los mercados para venderlo inmediatamente a un precio superior en el primero de ellos, realizando así una ganancia equivalente al diferencial de precio multiplicado por la cantidad de títulos valores negociados. Esto es lo que se conoce como *arbitraje*, y constituye una fuente de ganancia totalmente libre de riesgo. Sin embargo, como quiera que estas oportunidades son captadas por muchos inversionistas, es difícil aprovecharse de manera regular del arbitraje.

El paso siguiente a una operación de arbitraje está representado por el nuevo equilibrio que se establece en los mercados al generalizarse la información respecto a la nueva situación del título.

En Venezuela hemos tenido experiencias de arbitraje que han tenido efectos como el descrito. Por ejemplo, las acciones de la C.A. Nacional Teléfonos de Venezuela (CANTV), títulos inscritos en la Bolsa de Valores de Caracas, fueron agrupadas en American Depositary Shares (ADS) de siete acciones por cada ADS, los cuales se cotizan en la NYSE. Antes de implantarse el actual control de cambios en el País, la cotización en dólares de un ADS en la Bolsa de New York era dividida entre las siete acciones que lo conforman, obteniéndose así el precio unitario en dólares, el cual era multiplicado por el tipo de cambio vigente para calcular el equivalente en bolívares del valor de mercado en la NYSE, cifra que servía para ajustar inmediatamente el precio de cotización en la Bolsa de Valores de Caracas.

En esencia, el principal activo financiero es el dinero, el cual es objeto de oferta y demanda en los mercados financieros. Las distintas monedas se intercambian unas por otras a un cierto precio que constituye el tipo de cambio. En Venezuela, desde febrero de 2003, cuando se implantó el actual control de cambio y se fijó una paridad de Bs. 1.600 por dólar americano, el arbitraje mencionado se ha utilizado, ya no para calcular el precio de mercado de una acción sino para estimar el valor de mercado de la divisa americana, lo que equivale a decir que podemos comprar dólares pagándolos con acciones de cotización internacional. En efecto, eso es lo que se ha hecho cuando vemos que se adquieren ADS en la Bolsa de Valores de Caracas para venderlos (comprar dólares) en la Bolsa de Valores de New York, lo que constituye un arbitraje de divisas que permite determinar el valor de mercado del dólar americano que, como se dijo anteriormente, se encontraba anclado oficialmente en Bs. 1.600. Para ello, el precio por acción en la Bolsa de Valores de Caracas se multiplicaba por 7 y se dividía entre la cotización de cada ADS en la NYSE. Por ejemplo, al cierre de diciembre de 2003, los ADS se cotizaban a US\$ 15,10 y las acciones cerraron en la Bolsa de Valores de Caracas a

Bs. 6.200 (Bs. 43.400 por ADS), lo cual daba un tipo de cambio de Bs. 2.874 por dólar americano, superior en Bs. 1.274 al tipo de cambio oficial que, como se dijo, se mantenía en Bs. 1.600. Para el año 2004, el tipo de cambio quedó fijado en Bs. 1.920 por dólar, el cual fue modificado en el año 2005 a Bs. 2.150 y ha continuado en esa cifra hasta el año 2007.

### **Inflación.**

Un aspecto importante de ser resaltado es el derivado de un trabajo empírico realizado en la Bolsa de Valores de Caracas por el autor, consistente en el análisis del comportamiento de los precios de las acciones allí transadas durante 16 años, en el cual se arribó a la conclusión de que al comparar el deterioro de los precios, medido mediante la variación porcentual anual del índice de precios al consumidor para el Área Metropolitana de Caracas (IPC), con el rendimiento asociado a cualesquiera de las carteras eficientes susceptibles de haber sido objeto de inversión en el mismo lapso, la opción de colocar dinero en el mercado de valores a largo plazo constituye una excelente protección contra el efecto inflacionario.

## **CAPÍTULO XIII.**

### **ANÁLISIS DEL RIESGO EN LAS DECISIONES FINANCIERAS.**

**La asunción de riesgos por parte de los inversionistas. Análisis del riesgo como fundamento de las decisiones de inversión. Teoría de la cartera. El modelo de fijación de precios de activos de capital.**

#### **La asunción de riesgos por parte de los inversionistas.**

La idea de “normalidad” atribuida a las personas implica que ellas sienten aversión por la asunción de riesgos innecesarios. Aunque ésta es una característica común a todos, existen diferencias particulares entre los distintos sujetos que les condicionan a ofrecer un mayor o menor grado de aversión al riesgo. Además, también está presente la denominada “teoría de la utilidad marginal del dinero”, la cual contribuye a explicar las distintas conductas susceptibles de ser observadas en las personas ante la obtención o pérdida de cantidades adicionales de dinero.

La conducta racional de cualquier inversionista está inclinada hacia la maximización de la utilidad esperada y la minimización del riesgo; no obstante, ésta resulta una generalización que ofrece diferentes matices, toda vez que la actitud de las personas hacia el riesgo presenta, en la mayoría de las ocasiones, diferencias substanciales que van desde una aversión extrema hasta una notable inclinación para asumir situaciones riesgosas. Para ilustrar esto basta con pensar en la cantidad de personas que acuden a los casinos a “tentar la suerte” con unas posibilidades muy remotas de ganar. Por supuesto que las personas conceptuadas como “normales” manifiestan aversión a las situaciones riesgosas; expresado de otra manera, confieren un mayor valor a las primeras sumas de dinero recibidas que a las subsiguientes.

Lo antes expresado puede ser mejor ilustrado mediante la teoría de las utilidades esperadas, según la cual cada inversionista posee una función particular de utilidad que le guía en la toma de decisiones en situaciones de incertidumbre. Como ejemplo, consideremos que a una persona se le ofrece la oportunidad de recibir Bs. 0 ó Bs. 1.000.000 con una probabilidad de 0,5 para cada una de las

opciones. Asignemos arbitrariamente a cada uno de esos valores un equivalente en “unidades subjetivas de utilidad” de 0 y 20 respectivamente. Supongamos, adicionalmente, que el individuo paga Bs. 300.000 para participar en la rifa o lotería descrita; ese sería el equivalente de certidumbre ante el cual sería indiferente entre tener Bs. 300.000 totalmente seguros o una probabilidad de 0,5 de ganar Bs. 1.000.000, que, matemáticamente, podría ser expresado así:

$$300.000 = 0,5U(0) + 0,5U(1.000.000)$$

$$300.000 = 0,5(0) + 0,5(20) = 10 \text{ unidades de utilidad}$$

Consideremos ahora la situación de que exista una probabilidad de 0,4 de ganar Bs. 300.000 y otra de 0,6 de recibir Bs. 1.000.000; el individuo paga Bs. 550.000 por participar en el juego. Entonces:

$$550.000 = 0,4U(300.000) + 0,6U(1.000.000)$$

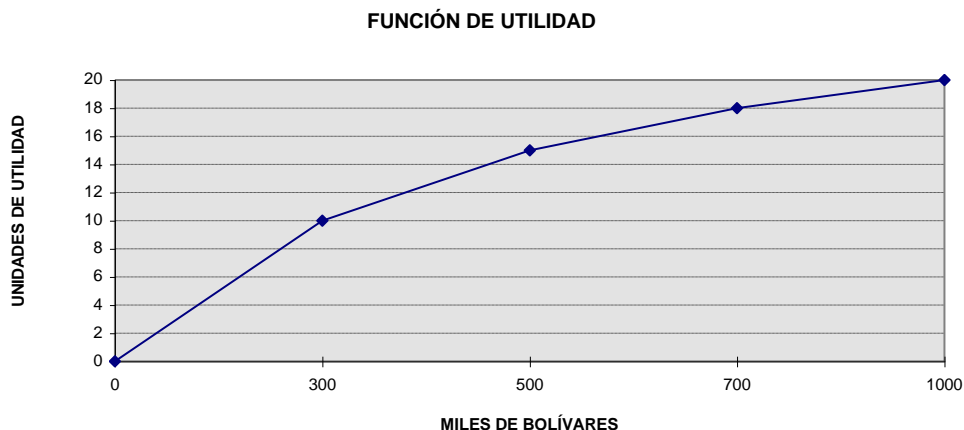
$$550.000 = 0,4(10) + 0,6(20) = 16 \text{ unidades de utilidad}$$

Asignemos ahora una probabilidad de 0,3 de no recibir ningún dinero, contra una probabilidad de 0,7 de recibir Bs. 300.000; el individuo paga en esa ocasión Bs. 180.000:

$$180.000 = 0,3U(0) + 0,7U(300.000)$$

$$180.000 = 0,3(0) + 0,7(10) = 7 \text{ unidades de utilidad}$$

Con el razonamiento expuesto podemos extendernos haciendo sucesivas consideraciones hasta reunir un número suficientemente amplio de puntos que nos permita trazar una curva representativa de la función de utilidad de la persona. La curva obtenida tendría la forma que presenta la figura que se inserta a continuación, la cual ha sido elaborada con las cifras obtenidas en nuestra lotería imaginaria:



Nótese que la persona que tenga una función de utilidad como la descrita, si se halla en posesión de Bs. 500.000 no aceptaría una apuesta de Bs. 200.000 lanzando una moneda al aire, ya que si bien el rendimiento esperado sería nulo ( $0,5 \times -200.000 + 0,5 \times 200.000 = 0$ ), en términos de unidades de utilidad subjetiva tendría una pérdida esperada aproximada de -0,8, según se demuestra a continuación:

<u>Alternativas:</u>	<u>Probabilidad:</u>	<u>Unidades de utilidad:</u>	<u>Rendimiento:</u>
Ganar	0,5	3,2	1,6
Perder	0,5	4,8	<u>-2,4</u>
Resultado esperado.....			-0,8
			===

De todo lo expuesto podemos concluir que, para los individuos que tienen aversión al riesgo, la utilidad del dinero se incrementa a una tasa decreciente, por cuya razón sólo aceptarían juegos de envite y azar si el precio a pagar es inferior a su “valor esperado”.

Existen, además, otros dos tipos de personas que asumen posiciones diferentes ante situaciones de riesgo: ellas son las amantes o buscadoras de riesgo y las que son indiferentes ante él. Los amantes del riesgo tienen una función de utilidad creciente y están ganados por la idea de pagar en un juego de azar un valor monetario superior a su valor esperado. Por su parte, los que son indiferentes tienen una utilidad marginal constante y constituyen el tipo de personas que aceptan pagar en un juego de azar una suma equivalente a su valor esperado, toda vez que la satisfacción que sienten por cada bolívar adicional ganado es comparable a la insatisfacción o dolor que le reporta cada bolívar

perdido. Su función de utilidad es una línea recta equidistante de la ordenada y de la abscisa, en cambio la de los amantes del riesgo se inclina hacia la izquierda en tanto que la de los que le tienen aversión se inclina hacia la derecha.

Aunque en la práctica –y sobretodo cuando se trata de sumas pequeñas cuya pérdida no desequilibra ningún presupuesto familiar– en ocasiones todos hemos arriesgado alguna suma de dinero a la lotería o a los caballos, lo cierto es que la gran mayoría de las personas se eximirían de tal conducta si ello compromete una parte esencial de su capital o pone en peligro su futuro económico o el de su familia. La teoría que se ha desarrollado sobre las decisiones financieras tomadas en situaciones de incertidumbre descansan sobre la premisa de que los responsables de las decisiones son personas con aversión al riesgo, y esto implica un cierto “vacío teórico”, pues en la realidad las personas se ubican allí y en otros grupos (tomadores de riesgo e indiferentes) según, también, las expectativas que se formen.

### **Análisis del riesgo como fundamento de las decisiones de inversión.**

Muchos de los corredores de valores han actuado tradicionalmente como corredores “de piso y techo”, lo cual significa que los clientes les señalan los precios máximos a que pueden comprar un título y el precio mínimo a que pueden venderlo, según se trate de una orden de compra o de venta. Esta actuación no involucra el dominio de ningún conocimiento especial. Algunos corredores que prestan algún tipo de asesoría a sus clientes, normalmente se guían por su “olfato” sobre las acciones que pueden iniciar un período de alza o de baja en sus precios para actuar en consecuencia. Otros, más sofisticados, emplean el método de la “escuela fundamentalista”, según el cual se calcula el valor justo de mercado de una acción determinada y si los precios a que se cotiza es inferior a dicho valor, entonces recomiendan su adquisición, con la percepción de que cuando el mercado alcance un equilibrio el precio arribará a su nivel teórico. Tampoco faltan los que, con un espíritu más práctico, realizan el denominado “análisis técnico”, y hacen el seguimiento de los precios de una acción estableciendo dos promedios móviles integrados con cantidades de días diferentes. Por ejemplo, calculan los precios promedios para los últimos diez y treinta días, respectivamente, los cuales van variando con la incorporación del precio más reciente a la serie y la exclusión del precio más antiguo. Ambas series son llevadas a una gráfica de decisión, y cuando la línea correspondiente al promedio móvil de diez días cruza hacia arriba a la de treinta días, se considera que es el momento de vender y viceversa. Aun cuando pueden observarse estos refinamientos, no parece que se realizaran análisis de riesgo y rendimiento a través de carteras.

Quienes, definitivamente, deberían emplear técnicas como la mencionada son las casas de bolsa o corretaje que prestan el servicio de carteras administradas, y, principalmente, los fondos mutuales. En la actualidad, estas instituciones están regulados por la Ley de Entidades de Inversión Colectiva, la cual, en su artículo 29, textualmente expresa que: “Son fondos mutuales de inversión aquellas



entidades de inversión colectiva que tengan por objeto la inversión en títulos valores, con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico o financiero.” (subrayado nuestro). Este texto es similar al del artículo 65 de la Ley de Mercado de Capitales de 1975, instrumento legal que reguló a los fondos mutuales de inversión hasta el 22 de agosto de 1996, fecha en que fue publicada la Ley de Entidades de Inversión Colectiva. De esta manera, los fondos mutuales, para cumplir con su propio objeto, deberían fundamentar sus decisiones en estudios de riesgo y rendimiento, mediante la aplicación de un modelo de optimización. Valdría la pena llevar a cabo un trabajo de campo para determinar si este tipo de herramienta es utilizada por dichas instituciones.

### **Teoría de la cartera.**

En las decisiones financieras de inversión, el riesgo puede definirse como la variabilidad probable de los rendimientos futuros que se derivarían de la inversión que se halla bajo estudio. Con esta afirmación lo que se pretende decir es que la gran mayoría de las decisiones de inversión son realizadas bajo condiciones de incertidumbre, y que el o los responsables de la decisión sólo pueden realizar suposiciones acerca de cuáles serán los flujos de efectivo que van a ser generados. Aquí entra en juego una importante herramienta de general aplicación en todos los campos de la investigación científica: la estadística; y, de manera especial, la parte relativa al cálculo de probabilidades, ya que el inversionista, planteándose los distintos resultados alternativos que pueden obtenerse con una inversión y asignándole a cada uno de tales escenarios una determinada probabilidad de ocurrencia, puede calcular un valor esperado o esperanza matemática que sirva de fundamento a su toma de decisión. Tal valor esperado no viene a ser otra cosa más que la media aritmética de los valores posibles, debidamente ponderados por las probabilidades de ocurrencia asignadas. Este método, hoy en día de general aceptación y aplicación, fue propuesto por Frederick S. Hillier en 1963 (Hillier, Frederick S. “The Derivation of Probabilistic Information for Evaluation of Risk Investments”. Abr. 1963. citado por Mao, James C.T. “Análisis Financiero”. Editorial El Ateneo. Buenos Aires. 1974. pág. 8). De conformidad con este enfoque, el riesgo estaría medido por la varianza o por la desviación estándar de la distribución de probabilidades.

Tal como lo expresan Robichek y Myers, “Conviene destacar que los factores importantes son las perspectivas y esperanzas que tengan realmente los inversionistas. En primer lugar, estas perspectivas pueden variar debido a que: a) la información de que dispongan los distintos inversionistas varía en cantidad o calidad; o b) los inversionistas valoran de un modo distinto una misma información, llegando a distintas probabilidades subjetivas referidas a diversos desenlaces posibles.” (Robichek, Alexander A. y Stewart C. Myers. “Decisiones Optimas Financieras”. Herrero Hermanos Sucesores, S.A., Editores. México. Primera edición en español, abril de 1968. pág. 22).

Esta idea de utilizar la varianza y los rendimientos esperados para fundamentar decisiones de inversión, ya había sido planteada por el profesor estadounidense Harry Markowitz, quien realizó estudios en materia de riesgo y rendimiento referidos a inversiones, desarrollando su conocida “Teoría de la cartera”, aporte científico que le hizo merecedor del Premio Nóbel de Economía. Su trabajo consistió en la aplicación de un modelo de optimización no lineal (cuadrático), con miras a determinar el conjunto de carteras de inversión susceptibles de ser adquiridas en un mercado, las cuales deben permitir acceder las mayores tasas de rendimiento con los menores grados de riesgo posibles. Este modelo fue formulado originalmente por Markowitz en 1952 en un artículo titulado “Portfolio Selection”, publicado en el “Journal of Finance”; sin embargo, no fue sino hasta 1959, cuando amplió la formulación inicial en otro artículo titulado “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”, cuando vino a conferírsele importancia a sus planteamientos. En febrero de 1958, Tobin publicó un trabajo titulado “Liquidity Preference as Behavior Toward Risk”, en la “Review of Economic Studies”, cuyos lineamientos estaban en sintonía con el modelo diseñado por Markowitz, por cuya razón también se le conoce como el modelo “Markowitz-Tobin”.

Específicamente, el modelo de Markowitz plantea que el rendimiento derivado de un valor mobiliario (acciones u obligaciones) es siempre una variable aleatoria que tiene una esperanza matemática y una varianza, y, mediante su aplicación, puede maximizarse la esperanza matemática de los rendimientos esperados y minimizar su varianza, lo que implica maximizar la utilidad y minimizar el riesgo. El comportamiento racional de cualquier inversionista le inclinará a preferir las alternativas de inversión que le proporcionen los mayores rendimientos con el menor grado de riesgo, y si se trata de combinar distintos valores para formar una cartera, el inversionista procurará obtener la máxima utilidad para una varianza determinada, o la varianza mínima para un rendimiento esperado determinado. Las carteras que respondan a tales condiciones se denominan carteras eficientes, dado que en el mercado no habrá disponible ninguna otra que ofrezca el mismo rendimiento con menor riesgo ni que permita asumir el mismo grado de riesgo con un mayor rendimiento esperado. Entre ese conjunto de carteras eficientes, cada inversionista elegirá la cartera que se ajuste mejor a la posición asumida ante el riesgo; así, aquellos inversionistas que tienen una gran aversión al riesgo, optarán por carteras con bajo riesgo y rendimientos moderados, en tanto que los que poseen menor aversión al riesgo escogerán carteras de elevado riesgo pero que les dan la posibilidad de obtener altos rendimientos.

Específicamente, la rentabilidad generada por cada uno de los títulos susceptibles de conformar una cartera de inversiones tiene su origen en los dividendos pagados por las empresas a sus accionistas y en las ganancias de capital que se derivan de la diferencia entre el valor de mercado al final y comienzos del año considerado. De esta forma, el rendimiento de una acción cualquiera podría expresarse así:

$R_i = \text{Rendimiento de dividendos} + \text{rendimiento de capital}$

$$R_i = D/P_o + (P_1 - P_o)/P_o$$

donde  $R_i = \text{Rendimiento de la acción } i$ .

$D = \text{Dividendos percibidos durante el período.}$

$P_o = \text{Precio de la acción al comienzo del período.}$

$P_1 = \text{Precio de la acción al final del período.}$

La variable aleatoria  $R_i$  tiene una esperanza matemática representada por el rendimiento promedio obtenido en la serie de años abarcada por el estudio. Asimismo, existen dispersiones de los valores individuales alrededor de la esperanza matemática que son medidas a través de la desviación estándar de los rendimientos. Siendo la desviación estándar una medida de riesgo, los inversionistas preferirán colocar su dinero en títulos con una elevada esperanza matemática y reducida desviación estándar. Ahora bien, cuando se combinan diversos valores formando una cartera, el rendimiento de ésta es una función lineal de los rendimientos de los títulos que la conforman, pero no ocurre lo mismo con la desviación estándar, la cual puede ser inferior al promedio de las desviaciones estándar de los valores integrantes de la cartera. Dicho en otras palabras, el riesgo contiene dos elementos, a saber: un primer elemento que puede ser reducido mediante la diversificación de la inversión a través de una cartera de valores; y otro inherente al sistema que no puede ser eliminado. El primero es el riesgo diversificable y el segundo es el riesgo sistemático. De esta forma, una cartera bien diversificada tenderá a eliminar el riesgo diversificable y subsistirá solamente el riesgo sistemático, o sea el riesgo inherente al propio mercado. Por esta razón, los inversionistas preferirán invertir en carteras antes que en títulos aislados, dado el efecto reductor del riesgo. Así las cosas, el problema a resolver está referido a la determinación del conjunto de carteras que ofrezca el mayor rendimiento con el menor grado de riesgo. De ese conjunto eficiente de carteras, el inversionista escogerá aquella que se ajuste mejor a sus preferencias de acuerdo con la posición individual que asuma ante el riesgo.

Como ya se dijo, el problema es resuelto por el modelo de Markowitz. Su desarrollo consiste en maximizar la función:

$$\text{Max } R = \sum R_i \times W_i \quad (\text{donde } R_i \text{ es la rentabilidad del valor y } W_i \text{ representa la fracción de su presupuesto que el inversionista destina al valor } i)$$

La desviación estándar de la cartera estará determinada por la raíz cuadrada de una matriz de covarianzas ( $\sigma$ ) de orden n. En el caso de una cartera de tres activos, por ejemplo, las diferentes combinaciones posibles serían las contenidas en la siguiente matriz:

$$\begin{matrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \sigma_{13} \\ \sigma_{21} & \sigma_{22} & \sigma_{23} \\ \sigma_{31} & \sigma_{32} & \sigma_{33} \end{matrix}$$

Las distintas covarianzas estarían ponderadas por la fracción que representa cada valor de la inversión total ( $w$ ); ahora bien, estando constituida la diagonal principal por varianzas y siendo los valores ubicados a la derecha y por encima de dicha diagonal iguales a los ubicados a la izquierda y por debajo de ella, la fórmula de la desviación estándar de la cartera puede expresarse de la manera siguiente:

$$\sigma_p = \left[ \sigma_1^2 w_1^2 + \sigma_2^2 w_2^2 + \sigma_3^2 w_3^2 + 2(w_1 w_2 \sigma_{21} + w_1 w_3 \sigma_{31} + w_2 w_3 \sigma_{32}) \right]^{1/2}$$

Generalizando:

$$\sigma_p = \left[ \sum_i \sum_j w_i w_j \sigma_{ij} \right]^{1/2} \quad (1)$$

Dentro de su campo de variabilidad, la desviación estándar de la cartera puede tomar cualquier valor. El problema se reduce a la optimización de la combinación de valores conformantes de una cartera que permita obtener la máxima utilidad con la restricción paramétrica de riesgo predeterminada:

$$\sigma_p = D^*$$

Por otra parte, hay otras restricciones al modelo representadas por la inversión total del presupuesto disponible y una condición de no negatividad; es decir que la sumatoria de las fracciones invertidas es igual a la unidad ( $\sum w_i = 1$ ) y que el inversionista puede invertir algo o nada en un valor, pero jamás podrá efectuar una inversión negativa ( $w_i \geq 0$ ).

En síntesis, el planteamiento del modelo consistirá en:

$$\text{Max } R_p = \sum R_i w_i$$

sujeto a:

$$\sigma_p = \left[ \sum_i \sum_j w_i w_j \sigma_{ij} \right]^{1/2} = D^*$$

$$w_1 + w_2 + w_3 + \dots + w_n = 1$$

$$w_i \geq 0; (i = 1, 2, 3, \dots, n)$$

<sup>1</sup> En algunos casos es conveniente descomponer la covarianza en el producto de las desviaciones estándares por el coeficiente de correlación:  $\sigma_{ij} = \text{COV}_{ij} = \sigma_i \sigma_j \gamma_{ij}$

A idéntico resultado se arriba si se trabaja con el dual del modelo, en cuyo caso se busca:

$$1/2$$

$$\text{Min } \sigma_p = \left[ \sum_i \sum_j w_i w_j \sigma_{ij} \right] = D^*$$

Sujeto a:

$$R_p = \sum R_i w_i = E^*$$

$$\sum w_i = 1$$

$$w_i \geq 0$$

Para cada rendimiento  $E^*$  se obtiene una combinación de valores que permite alcanzar la rentabilidad deseada con la desviación estándar mínima posible.

### **El modelo de fijación de precios de activos de capital.**

El trabajo de Markowitz fue ampliado por el profesor William Sharpe, quien incorporó la idea de la existencia en las economías de un rendimiento libre de riesgo, cuya combinación con la teoría de la cartera de Markowitz le permitió desarrollar un modelo matemático de decisión financiera denominado “Capital Assets Pricing Model (CAPM)”, con el cual también se hizo acreedor al Premio Nóbel de Economía. La aplicación de este último modelo en Venezuela presenta, de entrada, un problema derivado de las características propias de nuestra economía. A diferencia de los Estados Unidos de Norteamérica, donde se considera que las letras y bonos del Tesoro representan rendimientos libres de riesgo para el corto y el largo plazo respectivamente, a partir de los cuales se van adicionando primas por los riesgos adicionales implícitos en las inversiones, de manera que para las colocaciones más riesgosas se exijan rentabilidades compensatorias mayores, en Venezuela se presenta el fenómeno de que las letras del Tesoro y los Bonos DPN no ofrecen el mismo grado de seguridad en cuanto al pago oportuno del principal y de los intereses. Además, aunque en la actualidad esos títulos pagan intereses, no siempre ha sido así, ya que anteriormente las letras del Tesoro eran colocadas en el sector bancario sin pagarle rendimiento alguno -por lo que no existía una tasa referencial que pudiese utilizarse para el desarrollo del CAPM- siendo empleados dichos títulos para depositarlos en el Banco Central y así cumplir con los requerimientos del encaje legal; este uso de las letras hacía que su carencia de rendimiento generara sustancial oposición. Adicionalmente, habría que considerar que si se toma como rendimiento libre de riesgo

al derivado de los títulos emitidos por el Banco Central de Venezuela en aplicación de su política de mercado abierto (bonos cero-cupón, títulos de estabilización monetaria, certificados de depósito), nos vamos a encontrar que la rentabilidad que ofrecen es superior a la que puede derivarse de colocaciones en títulos de mayor riesgo, como serían cualesquiera de los instrumentos de captación usados por la banca nacional. Las anteriores consideraciones llevan al autor, si no a desistir de la aplicación del CAPM al mercado venezolano, si a ajustarlo empleando como tasa libre de riesgo a los títulos emitidos por la Federal Reserve (U.S.A.), y tomando el riesgo-país de Venezuela como un elemento adicional en el cálculo de la tasa de rendimiento exigida para cualquier inversión, con lo cual la misma quedaría determinada por la tasa libre de riesgo de la Federal Reserve, más una prima por el riesgo-país, así como otras adicionales que compensen los riesgos de iliquidez, falta de pago de intereses o del capital (default).

El modelo en cuestión puede comprenderse con facilidad si se compara la evolución de los rendimientos de un título con los ofrecidos por el mercado en los mismos períodos. El conjunto de pares de valores representados por el título analizado y los rendimientos del mercado se grafican en un diagrama cartesiano, colocando en el eje de las ordenadas las rentabilidades presentadas por el valor analizado y en el eje de las abscisas las correspondientes al mercado. Tratándose de una acción, sus rentabilidades son calculadas –como ya se explicó– como la sumatoria de los rendimientos por dividendos y rendimientos de capital, en tanto que los del mercado son estimados a través de las variaciones de un índice que le sea representativo (El Índice Bursátil Caracas, en el caso de Venezuela; o el Índice Dow Jones Industrials en U.S.A., por ejemplo). Cuando se grafica el conjunto de pares de valores y se le ajusta una recta de regresión, se obtiene una línea denominada “línea característica del valor”, cuya pendiente es el coeficiente beta (B), elemento de gran importancia en el modelo para medir el grado de riesgo de cualquier título respecto al comportamiento del mercado, ya que, en esencia, representa su tendencia de desplazamiento con relación a éste y, consecuentemente, refleja su grado de volatilidad o riesgo relevante.

Por ejemplo, una acción que se desplace hacia arriba o hacia abajo proporcionalmente igual al mercado, tendrá un coeficiente beta (B) igual a 1 y sus rendimientos estarán ubicados sobre la línea característica del valor y estaría catalogada como una acción de riesgo promedio.

Ejemplo:

Supongamos una acción  $j$  que ha presentado rendimientos respecto al mercado como se muestra en los datos copiados a continuación:

<b>j</b>	<b>m</b>
<b>(Y)</b>	<b>(X)</b>
13,00	10,00
13,20	11,00
12,20	10,50
12,10	12,00
12,00	11,90
12,10	9,00
12,40	9,50
12,50	11,00
14,00	13,00
13,00	12,30

Ajustando a estos datos una recta de regresión, se obtiene una función lineal donde el intercepto es de 10,17 y el coeficiente beta de 0,22. Es decir, que

$$K_j = 10,17 + 0,22 m + e_i$$

Pero, como se sabe, la esperanza matemática de la  $\sum e_i = 0$ , por lo que éste elemento puede excluirse de la función, quedando como riesgo relevante sólo el coeficiente beta 0,22.

Ahora bien, si en otra gráfica se colocan en el eje de las ordenadas la tasa de rendimiento libre de riesgo ( $K_{rf}$ ), la cual, como se explicó anteriormente, está representada por los títulos emitidos por la Federal Reserve, y se identifica en el mismo eje la tasa de rendimiento representativa del mercado ( $K_{rm}$ ). Y, por otro lado, en el eje de las abscisas se determinan grados de riesgo medidos a través de coeficientes betas, al hacer coincidir un beta igual a 1 con una perpendicular trazada hasta el punto que coincida con  $K_{rm}$ , y se une el punto así determinado con la tasa  $K_{rf}$  en el eje de las ordenadas, queda definida una línea llamada “línea del mercado de valores” (LMV), la cual sirve para calcular la tasa de rendimiento exigida para cualquier título en función de su coeficiente beta. Lo dicho queda expresado mediante la siguiente fórmula:



$$K_j = K_{rf} + (K_{rf} - K_{rm}) B_j$$

Donde:

**K<sub>j</sub>** = Rendimiento requerido para el activo **j**.

**K<sub>rf</sub>** = Rendimiento libre de riesgo.

**K<sub>rm</sub>** = Rendimiento del mercado.

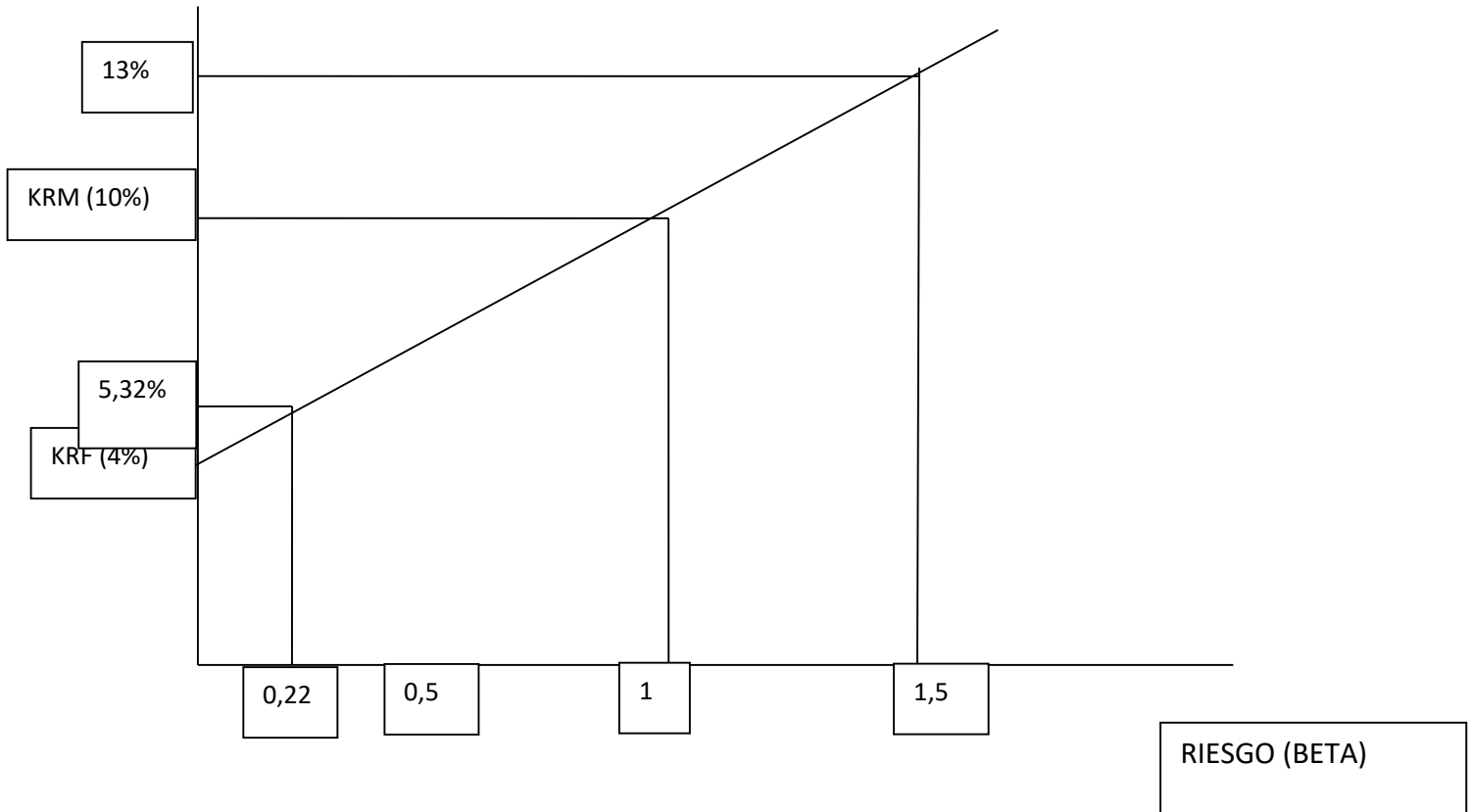
**B<sub>j</sub>** = Coeficiente beta del activo **j**.

De manera que si una acción, como en el ejemplo expuesto, tiene un coeficiente beta de 0,22, la tasa libre de riesgo es del 4% y el rendimiento del mercado es del 10%, el rendimiento requerido para la acción será:

$$4\% + (10\% - 4\%) 0,22 = 4\% + 1,32\% = 5,32\%$$

## LÍNEA DEL MERCADO DE VALORES

RENDIMIENTOS



Nótese que la diferencia entre  $K_{rm}$  y  $K_{rf}$  representa la prima de riesgo del mercado (en el ejemplo,  $10\% - 4\% = 6\%$ ), la cual corresponde a un coeficiente beta de 1. Por lo tanto, un riesgo de beta = 0,22, tendrá sólo una prima de riesgo de cerca de la cuarta parte de la del mercado; en este caso de 1,32%, lo que da, como ya vimos, una tasa exigida de 5,32%. Caso distinto se presentaría si el beta fuese superior a 1; por ejemplo 1,5, en cuyo caso la prima de riesgo del activo considerado sería igual a la prima de riesgo del mercado multiplicada por 1,5, lo que da 9%, determinando, en consecuencia, un rendimiento exigido de 13%.

$$4\% + (10\% - 4\%) 1,5 = 4\% + 9\% = 13\%$$

La línea del mercado de valores (LMV) también puede expresarse mediante el riesgo del mercado normalizado mediante su división entre la varianza del mercado y multiplicado luego por la covarianza del activo analizado respecto al mismo mercado. Así las cosas, la LMV podría expresarse así:

$$R_j = KRF + \frac{(KRM - KRF) \text{Cov}_{mj}}{\sigma^2 m}$$

Pero, hay que recordar que  $\text{Cov}_{mj} = \rho_{mj} \sigma_m \sigma_j$  (coeficiente de correlación multiplicado por las desviaciones estandar del mercado y del activo considerado)

Por lo tanto, la fórmula quedaría expresada:

$$R_j = KRF + \frac{(KRM - KRF) \rho_{mj} \sigma_m \sigma_j}{\sigma^2 m}$$

Al solucionar la expresión, encontramos que la desviación estandar del mercado elimina la expresión cuadrática de la varianza del mercado en el denominador; por lo tanto, quedaría expresada así:

$$R_j = KRF + \frac{(KRM - KRF) \rho_{mj} \sigma_j}{\sigma_m}$$

Y si consideramos que el activo j representa una cartera **eficiente**, entonces el coeficiente de correlación será igual a 1, quedando, en consecuencia, la fórmula reducida a:

$$R_j = KRF + \frac{(KRM - KRF) \sigma_j}{\sigma_m}$$

que sería la correspondiente a la línea de mercado de capitales (LMC), cuya expresión sería la misma anteriormente expuesta, con la sola sustitución de la referencia al activo j por la correspondiente a la cartera o portafolio (**p**):

$$R_p = KRF + \frac{(KRM - KRF)}{\sigma_m} \sigma_p$$

De esta manera podemos apreciar que la LMV aplicada a activos individuales, así como la LMC para las carteras, constituyen elementos equivalentes.

Adicionalmente a lo ya expresado, hay que agregar que cuando se trata de empresas –que, en esencia representan un conjunto de carteras- su coeficiente beta variará en proporción al peso relativo que represente el coeficiente beta de cada nuevo activo o proyecto de inversión que se vaya a incorporar respecto al total poseído, es decir que el beta global es una función lineal de sus elementos componentes. Esta última expresión constituye la reafirmación de que, en materia financiera, el riesgo disminuye en la medida en que la inversión se distribuye entre una mayor cantidad de activos. Obviamente, dichos activos no deberían estar correlacionados de forma positiva cercana a la unidad. Si la correlación es negativa o hay ausencia de la misma sería preferible. No obstante, aun cuando sean positivas, lo importante es que exista una diversificación adecuada.

## **BIBLIOGRAFÍA.**

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. “El mercado de capitales en Venezuela”. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. México 1968.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. “Series estadísticas de Venezuela de los últimos cincuenta años”. Coordinador y recopilador: Ignacio Antivero. Colección Cincuentenaria, N° 8, tomo V. B.C.V. 1990.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. “Índices de precios al consumidor para el Área Metropolitana de Caracas. Serie desde 1950” . (Página Web en línea). Disponible: [www.bcv.org.ve](http://www.bcv.org.ve) (Consulta 2007, septiembre 10).

BOLSA DE PRODUCTOS E INSUMOS AGROPECUARIOS DE VENEZUELA, C.A. (Pág.Web en línea) Disponible: [www.bolpriaven.com](http://www.bolpriaven.com) (Consulta 2007, septiembre 16).

BOLSA DE VALORES DE CARACAS. “30 años de la Bolsa de Valores de Caracas”. Caracas. 1977.

BOLSA DE VALORES DE CARACAS. Anuarios Bursátiles 1978-1993.

BREALEY, Myers Allen. “Principios de Finanzas Corporativas”. Traducción de la octava edición en inglés. Título original: Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Interamericana de España S.A.U. Madrid. 2006.

DIARIO EL NACIONAL. “Tres economistas de EUA recibieron premio Nóbel. 17 de octubre de 1990.

EL DIARIO DE CARACAS. “Nobel de economía a 3 profesores de USA”. 17 de octubre de 1990.

GOULD, F. J., G. D. Eppen y C. P. Schmidt. “Investigación de Operaciones en la Ciencia Administrativa”. Traducción de la tercera edición en inglés. Título original: Introductory Management Science. Prentice-Hall Hispanoamericana. México. 1992.

LOLLET, Carlos Miguel. “La Bolsa de Valores de Caracas 1805-1977. Un Capítulo de la Historia Financiera de Venezuela”, en “30 años de la Bolsa de Valores de Caracas”. Editado por la Bolsa de Valores de Caracas. 1977.

MAO, James C.T. “Análisis Financiero”. Editorial “El Ateneo”, Buenos Aires. 1974.

ROBICHEK, Alexander A. y Stewart C. Myers. “Decisiones Óptimas Financieras”. Herrero Hermanos Sucesores, S.A., Editores. México. Abril 1968. Traducido de la obra en inglés “Optimal Financing Decisions”. Edit. Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs. N.J., E.U.A. 1965.

SHARPE, William F. “Portfolio Theory and Capital Markets”. McGraw-Hill. 1970.

SUÁREZ SUÁREZ, Andrés S. “Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa”. Ediciones Pirámide. España. 1976.

VAN HORNE, James C. “Fundamentos de Administración Financiera”. Traducción de la 6a. edición en inglés. Título original: Fundamentals of Financial Management. Prentice-Hall Hispanoamericana. México. 1988.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. (Pág. Web en línea) Disponible: [www.cnv.gob.ve](http://www.cnv.gob.ve) (Consulta 2007, septiembre 16).

VENEZUELA. “Ley de Mercado de Capitales”. Decreto N° 882 del 29 Abr. 1975. Gaceta Oficial N° 1.744 E del 22 May. 1975.

VENEZUELA. “Ley de Mercado de Capitales”. Gaceta Oficial N° 36.565 del 22 Oct. 1998.

VENEZUELA. “Ley de Entidades de Inversión Colectiva”. Gaceta Oficial N° 36.027 del 22 Ago. 1998.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Reglamento Interno de la Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela”. Resolución N° 163-99 del 30 Jun. 1999. Gaceta Oficial N° 36.752 del 28 Jul. 1999.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Normas relativas a la Oferta Pública y Colocación Primaria de Títulos Valores y a la Publicidad de las Emisiones”. Gaceta Oficial N° 36.502 del 23 Jul. 1998.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Normas relativas a la información financiera periódica u ocasional que deben suministrar las sociedades cuyos títulos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores”. Gaceta Oficial N° 36.502 del 23 Jul. 1998.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Normas relativas al proceso de suscripción pública de acciones de sociedades anónimas en promoción”. Gaceta Oficial N° 30.624 del 17 Feb. 1975.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Normas que regulan la autorización e inscripción de los agentes de traspaso y el procedimiento relativo al traspaso de las acciones nominativas” Gaceta Oficial N° 4.729 (E) del 06 Jun. 1994.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Normas Relativas a la Oferta Pública de Certificados de Participación sobre Bienes o Productos de Naturaleza o Destino Agropecuario”. Gaceta Oficial N° 37.009 del 08 Ago. 2000.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Formulario para solicitar autorización con el objeto de hacer oferta pública de acciones de sociedades en promoción y obtener su inscripción en el Registro Nacional de Valores (CNV-FG-04)”. Gaceta Oficial N° 30.624 del 17 Feb. 1975.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. “Formulario para hacer oferta pública de unidades de inversión de Entidades de Inversión Colectiva.” Gaceta Oficial N° 36.233 del 23 Jun. 1997.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. Formulario CNV-FG-08 “Declaración sobre decreto y pago de dividendos y remisión de la información periódica u ocasional”. Gaceta Oficial N° 30.921 del 14 Feb. 1976.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. Formulario CNV-FG-09 “Declaración sobre la remuneración pagada a los miembros de la junta directiva y funcionarios ejecutivos cuyos títulos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores”. Gaceta Oficial N° 30.958 del 07 Abr. 1976.

VENEZUELA. Comisión Nacional de Valores. Formulario CNV-FG-10 “Resumen sobre las remuneraciones pagadas a directores y ejecutivos de las sociedades cuyos títulos valores se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores”. Gaceta Oficial N° 30.960 del 09 Abr. 1976.

WESTON, J. F. y E. F. Brigham. “Finanzas en Administración”. 2da. edición en español. Traducción de la 7a. edición en inglés. Título original: Managerial Finance. Nueva Editorial Interamericana. México. 1987. Dos tomos.

WESTON, J. Fred y Eugene F. Brigham. “Fundamentos de Administración Financiera”. Cuarta edición en español. Traducción de la décima edición en inglés. Título original: Essential of Managerial Finance. McGraw-Hill. México. 1994.

WESTON, J. Fred y Thomas E. Copeland. “Finanzas en Administración”. 2da. edición en español. Traducción de la 8a. edición en inglés. Título original: Managerial Finance. McGraw-Hill Interamericana de México. 1988. Dos tomos.





## RESUMEN CURRICULAR DEL AUTOR.

El profesor Jesús A. Rojas Díaz posee una amplia formación profesional en el área financiera. Es egresado de la Universidad Central de Venezuela con los títulos de licenciado en Administración Comercial y licenciado en Contaduría Pública, los cuales le fueron conferidos en los años 1967 y 1970 respectivamente. Es posgraduado en Ciencias Administrativas, con mención en Finanzas, de la misma universidad. Desde 1972 ejerce la docencia en la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de esta casa de estudios. Actualmente, es profesor del Centro de Extensión Profesional de dicha Facultad. Ha desempeñado actividades como ejecutivo financiero en diversas sociedades de carácter bancario, comercial, de servicios e industrial; y comisario de empresas de seguros y de servicios. Ha trabajado como corredor público de títulos valores y como asesor de inversiones. Fue Gerente de Finanzas del Banco Central de Venezuela, así como Presidente y Director de CALIFIN Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A., de la cual fue fundador. Fue miembro principal del Directorio de la Comisión Nacional de Valores. En el postgrado en Ciencias Administrativas dictado por la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad Central de Venezuela, se ha desempeñado como profesor de las asignaturas: "Sistema Financiero", "Mercado de Capitales", "Administración Financiera" y "Análisis de Instituciones Financieras". Igualmente, se desempeñó como profesor y Jefe de la Cátedra de "Administración Financiera" de la Escuela de Administración y Contaduría de la misma universidad, donde también fue profesor y Jefe de la Cátedra de "Análisis de Estados Financieros". Asimismo, se ha desempeñado como profesor de Finanzas en el Curso de Comando y Estado Mayor de la Escuela Superior de Guerra Naval y como profesor de postgrado en las universidades "Simón Bolívar" y "Santa María"; también fue conferencista contratado por el Instituto Interamericano de Mercados de Capital para promover el desarrollo del mercado de capitales en varias ciudades del interior de Venezuela.

EVENTOS INTERNACIONALES: Delegado de Venezuela ante la IV, V, VI y VII Reuniones sobre Aspectos Contables y Presupuestales de Banca Central, promovidas por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, las cuales se llevaron a cabo en Cartagena, Colombia; en Ciudad de México, México; en Port of Spain, Trinidad & Tobago; y en Lima, Perú, en los años 1997, 1998, 1999 y 2000, respectivamente. Conferencia patrocinada por el B.I.D. sobre Revelación de la Información Financiera y el Desarrollo de los Mercados Financieros (Washington, Sep. 97). Delegado ante la VI y VIII Conferencias Interamericanas de Comisiones de Valores y Organismos Similares (Ottawa, Canadá, Ago. 80; y Quito, Ecuador, Abr. 83), así como miembro del Grupo de Expertos de los países signatarios del Acuerdo de Cartagena que discutió las bases para la modificación del régimen de las empresas multinacionales andinas (Lima, Perú, Nov. 81).

DISTINCIONES RECIBIDAS: Condecoración "Orden Francisco de Miranda" en su Segunda Clase; Condecoración "Orden Andrés Bello" en su Segunda Clase (Corbata); Condecoración "Orden al Mérito en el Trabajo" en su Primera Clase; Condecoración "Cruz del Ejército" en su Segunda Clase; Condecoración "Cruz de las Fuerzas Terrestres Venezolanas" en su Tercera Clase; Medalla de "Honor al Mérito" de la Guardia Nacional en su Única Clase; Condecoración "ASOPREDI" en su Única Clase; Distintivo de Antigüedad del Ejército en su Tercera Clase; Botón al "Mérito Deportivo" de la Federación Deportiva de las FF.AA. y Botón correspondiente a 35 años como profesor de la U.C.V.