

## FUNDAMENTOS BÁSICOS DE INVERSIÓN

### DEFINICIÓN DE INVERSIÓN:

Para definir INVERSIÓN, primero debemos definir el AHORRO

El ahorro es la parte del ingreso (familiar o personal, empresarial o gubernamental) que no se destina al gasto (de mantenimiento o de inversión), o al pago de impuestos; y que se reserva para la satisfacción de necesidades futuras. La condición indispensable para que haya ahorro es que la unidad (familiar, empresarial o gubernamental) sea superavitaria; es decir, que sus ingresos superen a sus gastos e impuestos. En este sentido, el ahorro se obtiene restándole a los ingresos totales el gasto total más los impuestos.

### **Ahorro = Ingresos – (Gastos + Impuestos)**

El ahorro es la base fundamental del desarrollo de los países; sin ahorro no hay crecimiento y la economía está condenada al fracaso. El ahorro privado lo llevan a cabo las unidades familiares y las unidades empresariales, mientras que el ahorro público lo realiza el gobierno.

La INVERSIÓN es entonces la utilización o conversión del ahorro en bienes tangibles o intangibles que en un período dado produzcan un beneficio para el ahorrista o inversionista. Hablamos de bienes tangibles cuando el ahorro se destina a la adquisición de bienes duraderos (muebles o inmuebles); y de intangibles cuando el destino son títulos valores.

No debe confundirse la inversión en bienes tangibles con el gasto de inversión. La primera está referida a utilización del ahorro en la adquisición de un bien duradero para obtener un rendimiento fuera de la operación normal de la actividad principal del individuo o empresa; mientras que el gasto de inversión es la aplicación del ingreso en la adquisición de bienes o servicios duraderos para la actividad principal del individuo o empresa. El gasto de inversión trae como consecuencia el mantenimiento o aumento en la capacidad productiva futura de la unidad económica.

### OTRAS DEFINICIONES DE INVERSIÓN

Sentido amplio / general:

Utilización de capital con fines de ganancia. Empleo de fondos en una operación mercantil. Aumento de los bienes de capital, mediante el empleo productivo de disponibilidades líquidas.

Sentido financiero:

Entrega de capital a un tercero, con miras a obtener un rendimiento, además de la devolución posterior de la cantidad entregada (capital). Implica solo la transferencia del control y uso de capital a otros con el propósito de obtener un rendimiento (periódico), además de la devolución (eventual) del principal. En este caso, la INVERSIÓN se convierte en un método de comprar activos financieros (intangibles), con el propósito de tener un ingreso predecible a corto plazo (dividendos o intereses), y una eventual apreciación a mediano - largo plazo.

La inversión es cualquier sacrificio de recursos hoy, con la esperanza de recibir algún beneficio en el futuro.

Desde la perspectiva empresarial, se consideran como inversión, todos los gastos (gastos de inversión) que se realizan con el objeto de mejorar o mantener el funcionamiento de la empresa.

Para el sujeto individual, invertir es destinar dinero a la adquisición de títulos, bienes duraderos, etc.

La totalidad de inversiones que se efectúa en un país es la inversión global, noción que se deriva de la inversión individual de personas naturales o jurídicas.

La política de inversiones constituye una de las variables fundamentales de la planificación económica del país, ya que es un factor decisivo en los procesos de desarrollo.

### TEORÍAS DE LA INVERSIÓN

Todos los rendimientos de las inversiones, sean en activos tangibles o intangibles, dependen, en diferentes grados, de eventos presentes y futuros. Es como una lotería cuyo éxito depende en la habilidad para predecir el futuro. En este sentido, tradicionalmente se identifican dos tendencias a la valuación de los activos: la teoría de base firme o de valor intrínseco, y la teoría de los "castillos en el aire" o de valor psíquico, las cuales son mutuamente excluyentes.

### TEORÍA DE "BASE FIRME" (Valor Intrínseco)

Esta teoría parte del principio de que el valor de cada instrumento de inversión, sean en activos tangibles o intangibles, tiene un basamento muy firme en el valor que le asignemos a ciertas situaciones que lo afectan y, por lo tanto, su precio depende del Valor Presente de los flujos futuros, determinados por un cuidadoso análisis de las condiciones presentes y futuras. Así, cuando los precios de mercado caen por debajo o crecen por encima de ese valor intrínseco, es el momento comprar o vender respectivamente, porque esta fluctuación es temporal y se auto corregirá en un plazo relativamente breve.

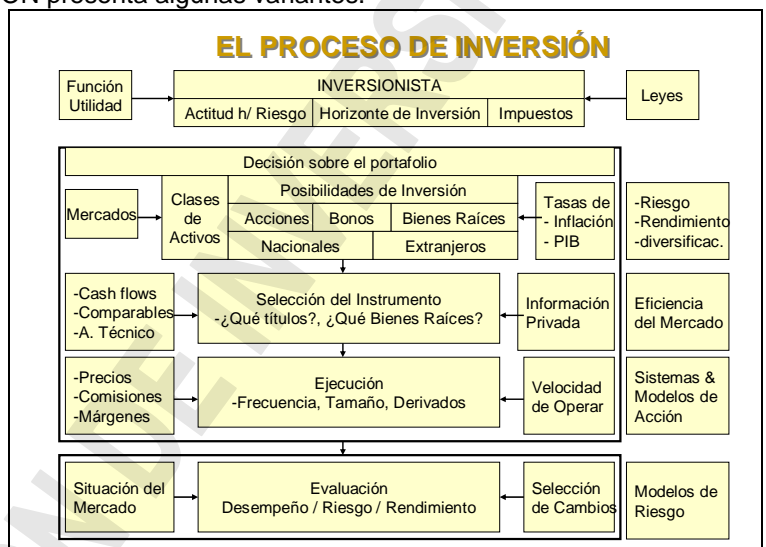
## TEORÍA “CASTILLOS EN EL AIRE” (Valor psíquico)

Esta teoría, esbozada originalmente por John Maynard Keynes, en 1936, señala que en vez de invertir tiempo en determinar el valor intrínseco de las inversiones, es mejor dedicarlo a analizar el comportamiento de los inversionistas ante diferentes situaciones. Teniendo en cuenta que los inversionistas tienden a moverse como un rebaño de ovejas, el valor de la inversión dependerá precisamente del comportamiento futuro de los inversionistas, por lo que hay que actuar antes que “el rebaño”. Keynes practicaba lo que decía, y eso lo convirtió en un exitoso inversionista.

## EL PROCESO DE INVERSIÓN

Un proceso es un conjunto de actividades o eventos que se realizan o suceden con un determinado fin. Aunque estas actividades se agrupan entrada, ejecución y salida, para llegar a ellas se requiere un proceso administrativo previo, conformado a su vez por 4 funciones fundamentales: planeación, organización, ejecución, y control. Sin embargo, el esquema del PROCESO DE INVERSIÓN presenta algunas variantes.

- **Análisis del Inversionista:** el primer paso de un proceso de inversión es la identificación del inversionista, para conocer sus expectativas, necesidades y objetivo de su inversión. El análisis incluye entonces su actitud hacia el riesgo o su grado de tolerancia; cual es horizonte de tiempo necesario para satisfacer esas expectativas y necesidades, y lograr los objetivos de su inversión. Para esta fase del proceso hay que contar con herramientas muy claras, que permitan “medir” los elementos analizados. Esta actividad debe suministrar suficiente información que permita elaborar el perfil del inversionista. Hay que tener en cuenta que cada inversionista tiene características de necesidades, actitud hacia el riesgo y horizonte de inversión únicas; por lo tanto, es difícil establecer perfiles prefabricados.



- **Decisión sobre el Portafolio:** una vez conocido el perfil del inversionista se le presentan las posibilidades de inversión, tanto nacionales como internacionales. Como ya se ha mencionado anteriormente, podemos escoger entre activos intangibles (acciones, bonos y otros instrumentos derivados), y/o activos reales (bienes raíces en general). Cada activo debe estar acompañado de su correspondiente análisis, para evaluar la adecuación a los intereses particulares del inversionista. Esta actividad concluye con la selección de los instrumentos que deben conformar el portafolio.
- **Ejecución de la orden:** en función a los instrumentos acordados, se debe proceder a armar el portafolio. En esta etapa hay tener muy presente el asunto de los montos y volúmenes envueltos, porque de ello puede depender el costo de juntar todos los elementos deseados.
- **Evaluación de resultados:** las premisas establecidas para seleccionar los instrumentos pueden cambiar con mas frecuencia de lo que pensamos. Por eso es sumamente importante diseñar un programa de monitoreo continuo de resultados (performance), que nos permita evaluar si el comportamiento está dentro de los parámetros que se establecieron para su selección. De no ser así, debe evaluarse su sustitución, para evitar pérdidas indeseadas.

## TIPOS DE GERENCIA

Cada inversionista adopta un modo de gerenciar su portafolio. Los tipos de gerencia mas usuales son:

- **Gerencia Pasiva:** el inversionista espera que su asesor o su corredor haga todos los movimientos y solamente lo mantenga informado. Normalmente este es un inversionista adverso al riesgo que prefiere no involucrarse mucho en el manejo de su inversión, dando total independencia al ejecutor.
- **Gerencia Activa:** este es el inversionista que quiere participar en todas o en la mayoría de las decisiones de inversión. Tiende a ser un inversionista muy bien informado, con expectativas muy altas, y que lo hacen ser muy agresivo, en cuanto a toma de riesgos se refiere. Su participación puede estar orientada hacia el mercado en general (renta fija, renta variable, etc.) o hacia un instrumento en particular.

## EN UNA ECONOMÍA DE MERCADO EXISTEN DOS (2) FORMAS BÁSICAS DE INVERSIÓN:

- Inducida: es aquella que se rige por la demanda y proviene el análisis minucioso y conservador de las oportunidades de inversión. Se fundamenta en los resultados obtenidos en el período económico anterior.
- Autónoma: es aquella que especula con las probabilidades de evolución del mercado y se efectúa después de un análisis menos conservador de las oportunidades de inversión. Comprende la inversión en productos que no poseen una extensa demanda en el momento de su lanzamiento.

## RAZONES O PRINCIPIOS DE LAS INVERSIONES:

Básicamente, existen dos razones para que haya inversiones:

1. Acumulación de capital por personas u organizaciones incapaces o no deseosas de comprometerlo, personal o directamente, en empresas lucrativas.
2. El deseo y la necesidad de capital "ajeno", por aquellos que dirigen empresas mercantiles o con fines de lucro.

Como puede verse, estas razones o principios se definen meramente a título ilustrativo, por cuanto no es posible la existencia de una sin la otra.

## DOCUMENTOS REPRESENTATIVOS:

Toda inversión (financiera) está representada por un instrumento escrito o certificado (derechos financieros), usualmente denominado "título de crédito", aun cuando es preferible llamarlo "valor", que es un concepto más amplio y que admite la clasificación que se establece a continuación:

- Título de crédito: representan una obligación o compromiso de pago de dinero. Pueden a su vez ser cambiarios, si están destinados a circular, y no cambiarios, si son intransmisibles.
- Títulos de participación: representan derechos económicos y/o societarios.
- Títulos de tradición: representan un derecho de posesión y/o prenda sobre un bien específico y/o sus rendimientos.

Los títulos pueden ser a corto o a largo plazo, aun cuando legalmente no hay distinción. Usualmente, los títulos de crédito son de uso "temporal", mientras que aquellos que representan una inversión de capital son, generalmente, de uso "permanente".

## CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Se admite que los títulos son:

- \* Incorporados: porque en si mismos representan títulos o derechos.
- \* Literales: porque representan un compromiso escrito.
- \* Autónomos: porque transfieren los derechos que representan.
- \* Legítimos: porque facultan el ejercicio de los derechos.
- \* Abstractos: porque no dependen de la causa que los origina.

## FUENTES DE INVERSIÓN:

La fuente básica y fundamental de la inversión es el ahorro. Sin él la inversión no sería posible. Sin embargo, se pueden citar otras fuentes o intermediarios financieros:

- 1.- Depósitos de ahorros en Instituciones Financieras
- 2.- Depósitos comerciales en Instituciones Financieras
- 3.- Compañías de Seguros
- 4.- Instituciones educativas / científicas / benéficas, etc.
- 5.- Fideicomisos o fondos fiduciarios
- 6.- Fondos de corporaciones
- 7.- Fondos de pensiones / de retiros, etc.
- 8.- Cajas de ahorros, fondos de ahorros y similares
- 9.- Reinversión de beneficios

## METAS DE LA INVERSIÓN (lo que buscamos en una inversión)

1. SEGURIDAD
2. LIQUIDEZ
3. TASA DE RENDIMIENTO
4. GANANCIAS DE CAPITAL
5. EFECTOS FISCALES

**SEGURIDAD:** Esta es una importante consideración para todo tipo de inversores; algunos más que otros. A la mayoría de inversores les interesa primordialmente la seguridad del capital y en segundo término, la seguridad de los intereses. Es por ello que la seguridad se considera el factor básico de las inversiones.

La seguridad es un término relativo, y se refiere a los diferentes grados y números de riesgos que afectan a diferentes tipos de valores o a emisiones particulares de valores de cierto tipo.

**LIQUIDEZ:** Una sana política de portafolio requiere que cierta parte de las inversiones estén representadas en valores fácilmente convertibles en "dinero", sin pérdida de capital. Este principio es válido tanto para inversionistas individuales como para empresas.

Activos de alta liquidez pueden ser necesarios para llevar a cabo negocios regulares, para cubrir emergencias o para aprovechar alguna oportunidad favorable. Lo más líquido es por supuesto el efectivo, pero como éste normalmente no produce beneficios, lo saludable es tener saldos mínimos, asociados a inversiones altamente líquidas.

No debe confundirse "liquidez" con "mercadeabilidad" ya que los términos no son sinónimos:

Liquidez se refiere a la posibilidad de vender o liquidar cualquier inversión, rápidamente y con la mínima pérdida de capital.

Mercadeabilidad se refiere a la cualidad del título valor de poder ser comprado o vendido, en forma rápida, en bandas de precios que no tienen mucha variación.

Valores que son altamente líquidos son usualmente muy mercadeables, pero valores altamente mercadeables no son necesariamente muy líquidos.

**TASA DE RENDIMIENTO:** Todo inversor busca obtener la más alta tasa de rendimiento, acorde con el riesgo que esté dispuesto a asumir. La regla es que a mayor riesgo mayor debe ser el rendimiento. De ahí, que cada inversor aspira una prima, que debe reflejar el riesgo asumido.

**GANANCIAS DE CAPITAL:** La posibilidad de obtener ganancias de capital debe ser un importante objetivo. En este sentido, una ganancia de capital es otra forma de rendimiento, algunas veces más alta que los ingresos normales. No obstante, hay que tener cuidado para no entrar en lo especulativo, que puede ser legalmente penado, o puede tener efectos fiscales importantes.

**EFFECTOS FISCALES:** Con las altas tasas impositivas para las personas jurídicas y algunas veces también para las personas naturales, el inversionista debe darle cierto peso al aspecto fiscal. En consecuencia, el portafolio tiene necesariamente que incluir valores o inversiones, cuyo rendimiento esté exento de impuesto. De cualquier manera debe evaluarse el efecto de los valores gravables versus los valores exentos, considerando la utilidad total y la tasa de impuesto aplicable.

## EL RIESGO EN LA INVERSIÓN

No hay *free lunch* (*almuerzo gratis*); es decir, no hay inversión sin riesgo. El inversor debe reconocer que está expuesto por lo menos a cuatro (4) distintas clases de riesgo:

1. RIESGO DEL NEGOCIO
2. RIESGO DEL MERCADO
3. RIESGO DE LAS TASAS DE INTERES
4. RIESGO DEL NIVEL DE PRECIOS

- **RIESGO DEL NEGOCIO:** este tipo de riesgo, conocido también como riesgo de crédito, está relacionado principalmente con los ingresos del emisor del título, ya que de ello dependerá la recuperación del principal y rendimientos de la inversión. En el caso de las acciones, es obvio que los dividendos dependen de las utilidades que la empresa pueda tener. Por otro lado, si la empresa cae en bancarrota, la inversión se pierde. En cuanto a las obligaciones, bonos y cualquier otro tipo de instrumento de deuda similar, es lógico que el pago de intereses dependerá de la corriente de ingresos del deudor y la devolución del principal del éxito del negocio. Un detenido análisis de los prospectos o contratos de emisión, los deberes del deudor frente a los acreedores, los índices financieros, etc., pueden dar una idea del riesgo envuelto y por ende de los rendimientos que deben esperarse. Adicionalmente, la diversificación de la cartera minimiza los efectos negativos de situaciones anormales.
- **RIESGO DEL MERCADO:** se relaciona con las eventuales fluctuaciones de los precios de las inversiones en el mercado. Tales fluctuaciones pueden reflejar cambios en la posición financiera del emisor o cambios en la situación del mercado, pero también pueden deberse a factores psicológicos de los inversionistas y en el peor de los casos, a factores artificiales. Debido a estas consideraciones, el inversor debe planificar cuidadosamente, no solo los tipos de inversiones a realizar, sino la época o tiempo en que puede comprar o vender.
- **RIESGO DE LAS TASAS DE INTERES:** se refiere al cambio en las tasas de interés y está relacionado con instrumentos de inversión a tasa fija, como algunos bonos u obligaciones y las acciones preferidas. En estas

inversiones, es usual que si los intereses caen, el precio del título sube y viceversa. Aún en instrumentos de tasa variable, los cambios en los intereses afectan el precio de ellos, debido a que los ajustes de sus tasas no engranan perfectamente con las fechas en que los cambios se producen en el mercado. Es por ello que lo recomendable es invertir en instrumentos de tasa variable, y si por alguna razón sea necesario invertir en instrumentos de tasa fija, debe hacerse por plazos muy cortos, que permita su liquidación oportunamente.

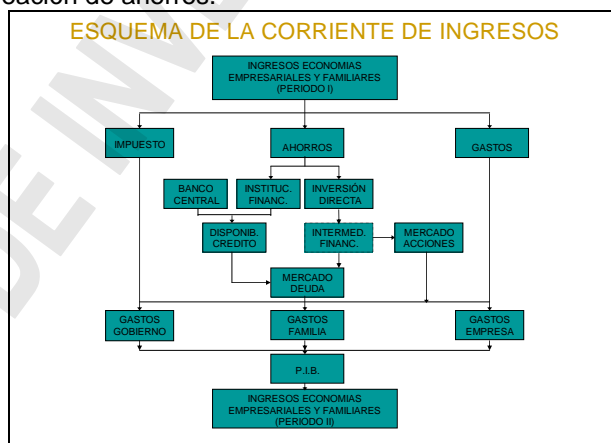
- **RIESGO DEL NIVEL DE PRECIOS:** se asocia a los rendimientos y a la recuperación del principal con relación a las tasas de inflación. Como mínimo debe preverse que el valor presente neto de los flujos a recibir, incluidos los rendimientos más el principal, descontados a la tasa promedio de inflación, supere el monto de la inversión. En períodos de alta inflación, como lo que ha venido ocurriendo en Venezuela, lo más recomendable es invertir a corto plazo y, como ya se mencionó antes, en instrumentos a tasa variable.

## MERCADOS FINANCIEROS

Un mercado financiero, por definición, sería “el sitio” donde concurren los mercaderes de dinero, a intercambiar su producto por otro. En el caso de la economía, el intercambio que se realiza es de “dinero” por “títulos”

El mercado financiero tiene su fundamento en un esquema básico de la economía. Todas unidades que conforman la economía de un país, familias, sociedades civiles, sociedades mercantiles, etc., reciben en cada período económico un ingreso, el cual constituye la contraprestación dineraria por la actividad que realizan o que dinamizan. Este ingreso es destinado por sus receptores a tres (3) aspectos fundamentales del individuo o de la sociedad: satisfacción de necesidades, pago de impuestos y creación de ahorros.

- En primer término, las unidades económicas, al percibir sus ingresos, y en algunos casos antes de recibirlo, lo comprometen para satisfacer sus necesidades primarias. En el caso de las economías familiares, se usa en alimentos, vestido, calzado, techo, salud, recreación y educación. Cuando se trata de empresas, lo utilizan en bienes y servicios para ser empleados en la producción de la renta, remuneración a los factores de la producción y otros costos y gastos asociados a este mismo concepto. Entiéndase que no solo se habla de bienes de consumo y servicios, sino también de bienes de capital o de inversión.
- Una vez cubiertas las necesidades primarias, existe la obligación de contribuir con el Estado en la solución de los problemas que son comunes a los habitantes del país. Para ello, debemos pagar nuestros impuestos que, teóricamente, permitirá que el Estado cree y mantenga una infraestructura, tanto de personal como de instalaciones y equipos, que conjuntamente con los planes que se desarrollan, faciliten el cumplimiento de la tarea de dar una calidad de vida mínima a los ciudadanos. No es el objeto de este escrito determinar si se cumple o no con dicha tarea.
- Por último, y después de haber cubierto los aspectos anteriores, el excedente del ingreso se convierte en ahorros, que servirá a las unidades económicas para cubrir eventualidades futuras. Como veremos más adelante, este ahorro constituye el pilar fundamental de la economía, al fomentar las inversiones o permitir el financiamiento a corto, mediano y a largo plazo.



En este orden de ideas, es obvio pensar que no todas las unidades pueden cubrir los tres aspectos mencionados, debido a que tienen ingresos deficitarios que no cubren sus gastos normales o porque en un período determinado, sus gastos exceden a los ingresos. Es así como surge el mercado financiero, donde vamos a conseguir tres (3) unidades, claramente definidas:

1. **Unidades superavitarias:** son aquellas cuyo ingreso excede los gastos incurridos en la satisfacción de necesidades y el pago de impuestos y que, por lo tanto, están en condiciones de ahorrar, mediante la adquisición de instrumentos financieros (activos).
2. **Unidades deficitarias:** son aquellas en que su ingreso no alcanza a cubrir la satisfacción de necesidades y el pago de impuestos y que, por lo tanto, deben buscar la forma alcanzar tal cobertura, lo cual hacen mediante la emisión de instrumentos financieros (pasivos). Lógicamente que los instrumentos que se emitan van a depender de si el déficit es temporal (deuda) o si la insuficiencia es permanente (patrimonio). Sobre estos aspectos se ahondará más adelante.
3. **Unidades intermediadoras o intermediarios financieros:** son aquellas que canalizan los ahorros de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias, bien a través de la emisión de sus propios instrumentos financieros (activos y pasivos) o bien mediante la intermediación directa de los instrumentos emitidos por las

unidades deficitarias. La presencia del intermediario financiero se justifica por la renuencia o dificultad que tienen las unidades superavitarias para llevar sus excedentes directamente hacia las unidades deficitarias.

Los mercados financieros, que se originan por la transferencia de los ahorros de las unidades superavitarias a las unidades deficitarias, directamente o utilizando los intermediarios financieros, se clasifican de acuerdo a la naturaleza de los instrumentos financieros (activos y pasivos) y a su vencimiento. De esta forma, nos conseguimos con un mercado a corto plazo (mercado monetario o mercado de dinero) y con un mercado a mediano / largo plazo (mercado de capitales).

#### MERCADO MONETARIO o MERCADO DE DINERO

Es aquel mercado donde todos los instrumentos que se transan son, por lo general, a plazos de hasta un año. En gran proporción, este mercado está en manos de las Instituciones Financieras regidas por la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo. Sin embargo, también encontramos papeles comerciales y algunos títulos de participación, que son emitidos por empresas de todo tipo, incluyendo las instituciones financieras.

#### MERCADO DE CAPITALS

Es aquel mercado donde todos los instrumentos que se transan son, por lo general, a plazos mayores de un año o sin vencimiento. En este mercado, las unidades superavitarias tienen la opción de adquirir instrumentos a mediano plazo (bonos de ahorro, depósitos a plazo fijo, etc.) de las instituciones financieras, valores del mercado abierto (obligaciones quirografarias, acciones, etc.) o invertir en activos reales (bienes inmuebles, bienes muebles, equipos, etc.)

#### MERCADO DE VALORES

Este mercado puede formar parte del mercado monetario o del mercado de capitales, dependiendo de los plazos que se establezcan a cada uno de los instrumentos que se utilicen como medio de canalización de los excedentes hacia las unidades deficitarias. Sin embargo, existe en nuestro medio financiero una marcada costumbre de usar indistintamente, como si fuesen sinónimos, los términos mercado de capitales y mercado de valores, cuando esto no es verdad. Posiblemente, la raíz de la confusión de términos esté en nuestra Ley de Mercado de Capitales, que en su artículo 1 establece que "Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean,...". A lo largo de la Ley, nos encontramos con Comisión Nacional de Valores, Registro Nacional de Valores, Corredores Públicos de Valores, Bolsa de Valores, etc., por lo que podemos concluir con que debería llamarse Ley de Mercado de Valores.

El mercado de valores incluye todos los instrumentos, de corto o largo plazo, que cumplan con lo siguiente:

- Que sean emitidos en masa
- Que sean distribuidos en forma pública
- Que posean iguales características y
- Que otorguen los mismos derechos dentro de su clase.

Dentro de esta denominación entran tanto aquellos regulados por la Ley de Mercado de Capitales (acciones comunes, acciones preferidas, cuotas de participación, obligaciones quirografarias, obligaciones hipotecarias, títulos de participación, papeles comerciales, etc.), como los regidos por de la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, para la realización del proceso de intermediación financiera, y los previstos en la Ley del Banco Central de Venezuela, entre los cuales se encuentran las letras del tesoro (LT), los bonos de la deuda pública (DPN), los REPOS, y los Certificados de Depósito (CD). Es bueno recordar que los dos últimos grupos mencionados (los emitidos por las instituciones financieras para intermediación y los distribuidos por el Banco Central de Venezuela) no se rigen por la Ley de Mercado de Capitales, sino por leyes específicas. Esta excepción es taxativa, porque la Ley de Mercado de Capitales (LMC) establece en su artículo 1, que "Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean ... Se exceptúa ... los títulos de Deuda Pública y los de Crédito, emitidos conforme a la Ley del Banco Central de Venezuela, la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo."

#### CLASIFICACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores, dependiendo de la oportunidad en que los títulos sean transados, lo podemos dividir en mercado primario o de emisión y mercado secundario o de negociación o liquidez.

- **El mercado primario** es aquel donde se efectúa la negociación del valor por primera vez, bien sea directamente por el emisor o a través de un intermediario financiero. Es conocido también como mercado de emisión o mercado virgen porque el instrumento ingresa al mercado de valores por primera vez, con el objeto de buscar fondos "frescos".

- **El mercado secundario** es aquel donde la negociación del valor es hecha por su tenedor, bien sea por sí mismo, o a través de un intermediario de la Bolsa de Valores. Se le denomina también mercado de negociación o de liquidez porque se refiere a valores que, estando ya en circulación, empiezan ser transados entre sus tenedores, con el objeto de proporcionar liquidez.

En el caso del mercado primario, el emisor juega un importante rol, por cuanto es el oferente del valor. En el mercado secundario, el emisor no tiene ningún papel que jugar, ya que, salvo en los casos de títulos nominativos, en los cuales se requiere registro o anotación en los libros del emisor, ni siquiera se entera de la transacción ya que el oferente es el tenedor mismo.

Algunos autores agregan un mercado terciario, o tercer mercado, que incluye las transacciones de valores entre intermediarios, sin la mediación la Bolsa de Valores; y un mercado cuaternario, o cuarto mercado, que incluye las operaciones entre particulares, sin la intervención de intermediarios. Respeto, mas no comparto este agregado, ya que, en mi opinión, estas categorías de transacción encajan perfectamente dentro del concepto de mercado secundario y, por lo tanto, las considero redundantes.

El Mercado de Valores puede considerarse un valioso aliado de los mercados monetarios, pero su importancia se hace mucho más relevante en el mercado de capitales, porque al ser los títulos emitidos a largo plazo, su convertibilidad en dinero va a depender única y exclusivamente de su negociabilidad y su posibilidad de convertirse en dinero a corto plazo. Es allí donde el mercado de valores juega un papel vital, al hacerlos negociables antes de su vencimiento, lo que motiva o incentiva su adquisición por parte de los inversionistas, que de otra forma, posiblemente no estarían dispuestos a comprometer sus ahorros por largos periodos.

#### INSTITUCIONES PRESENTES EN EL MERCADO DE VALORES: COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

El artículo 2, de la ya mencionada LMC, establece que "La Comisión Nacional de Valores es el organismo encargado de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales...", por lo tanto, nos referimos, en primera instancia, a esta institución, por su carácter de ente supervisor.

#### INSTITUCIONES SUJETAS AL CONTROL DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES

De acuerdo con la LMC, están sujetos al control de la Comisión Nacional de Valores (CNV), todas las personas, naturales o jurídicas, que de una u otra forma participen en la oferta pública de valores. Sin embargo, las sociedades o personas sujetas al control de la CNV son autónomas en cuanto al ejercicio de sus actividades mercantiles y la libertad de contratación, salvo que la actuación de sus administradores se coloque al margen de la LMC, normas o instrucciones dictadas por la CNV. Para fines de mejor entendimiento, las instituciones sujetas al control de la CNV, las podemos clasificar en:

- entes emisores,
- entes intermediarios y
- entes de apoyo



**Entes (instituciones) emisores:** son aquellos que utilizan, en la búsqueda del dinero para el financiamiento de sus déficit de caja, la emisión de valores, los cuales colocan en el mercado abierto o mercado de valores. La Ley de Mercado de Capitales, promulgada el 22/10/1998, es muy lacónica en este sentido, al establecer en el artículo 68 que "Están sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores: 1. Las personas cuyos valores sean objeto de oferta pública; 2. Las sociedades cuyos valores estén inscritos en el Registro Nacional de Valores; 3. Las Entidades de Inversión Colectiva y sus sociedades administradoras; ...".

**Entes (instituciones) intermediarios:** son aquellos que participan en el mercado de valores, con el propósito de servir de enlace en el emisor u oferente de valores y la unidad superavitaria; es decir, su función es la acercar las partes involucradas en la transacción, con el objeto de facilitar y/o perfeccionar su realización. Los mas importantes entes intermediarios son los siguientes:

**Agentes de Colocación:** Usualmente los emisores de valores carecen de la infraestructura y la experticia necesaria para colocar sus emisiones entre los inversionistas. Por tal motivo, deben recurrir a entes especializados en estos menesteres, para que realicen esta tarea. En el pasado, esta labor era hecha, casi exclusivamente por las Sociedades Financieras (ahora Bancos de Inversión); sin embargo, hoy en día, con la aparición de las Casas de Corretaje y las Casas de Bolsa son éstas las que lideran el mercado de colocaciones.

**Agentes vendedores o agentes de distribución:** por lo general, el agente de colocación no maneja totalmente la distribución de la emisión, a menos que ésta sea pequeña; sino que establece contratos de distribución y ventas con instituciones más pequeñas o corredores públicos independientes, para que hagan una labor más amplia de venta. La relación de estos agentes vendedores es, por lo tanto, con el agente de colocación y no con el emisor.

**Bancos de Inversión:** son instituciones regidas por la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras (LBOIF), para "intervenir en la colocación de capitales, financiar la producción, la construcción y proyectos de inversión, participar en el financiamiento de operaciones en el mercado de capitales ...". (Artículo 55, LBOIF).

**Corredores públicos de valores:** son personas naturales que realizan "... operaciones de corretaje con valores, dentro o fuera de bolsa, ..." (Artículo 75 LMC). Su actuación está regida por las "Normas relativas a la autorización de los Corredores públicos de valores y al registro de los mismos", emanada de la CNV. Para ser Corredor de Bolsa se requiere haber sido autorizado previamente por la CNV, para actuar como corredor público de valores.

**Casas o Sociedades de Corretaje:** son asociaciones de corredores públicos de valores, que forman una persona jurídica diferente, para realizar las actividades que le son propias. Las casas de corretaje son importantes, con respecto al corredor individual, por cuanto amplían su capacidad financiera, técnica y administrativa, lo cual les permite, entre otras cosas, mayor capacidad para manejar las actividades del mercado de valores, ampliación del servicio al cliente, diversificación de operaciones de corretaje, etc. Las casas de corretaje pueden establecer agencias o sucursales en el exterior, quedando sujetas, en todo caso, al control de la CNV. El artículo 79 de la LMC regula las operaciones que pueden realizar.

**Casas de Bolsa:** son casas o sociedades de corretaje, es decir, asociaciones de corredores públicos de valores, que han obtenido la autorización para actuar como corredor de bolsa y son titulares de un "puesto" en la Bolsa de Valores. Sus funciones son las mismas de las Sociedades de Corretaje, por lo que hay que referirse a los artículos 78 al 81 de la LMC.

**Bolsa de Valores:** de acuerdo a la LMC, artículo 86, "... son instituciones abiertas al público, que tienen por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para realizar, en forma continua y ordenada, las operaciones con valores, objeto de negociación el mercado de capitales, con la finalidad de proporcionarles adecuada liquidez.". En Venezuela existen en la actualidad tres (3) bolsas de valores: la Bolsa de Valores de Caracas, la Bolsa de Valores de Maracaibo y la Bolsa Electrónica de Valores de Venezuela. Esta última, aún cuando realmente opera en Caracas, tiene su sede legal en Valencia, por cuanto, de acuerdo a la LMC, "en cada ciudad sólo podrá funcionar una Bolsa de Valores". De las tres bolsas mencionadas, solo está operando la Bolsa de Valores de Caracas, ya que las otras dos están inactivas por falta de operaciones.

**Agentes de traspaso:** Como quiera que el Código de Comercio venezolano establece que las acciones en que está dividido el capital social de una sociedad, deben estar registradas en un libro de accionistas llevado por la compañía, en el cual se asentarán los cambios de titularidad que las acciones tengan, cuando las empresas registran sus acciones en la bolsa de valores, están sujetos a realizar, diariamente, una gran cantidad de asientos en este libro. Es por ello que la LMC instituyó los agentes de traspaso, que son entes, autorizados por la LMC, como ya dijimos, y cuyos servicios pueden ser contratados, previa expresa autorización de la asamblea de accionistas, por las empresas cuyos valores estén inscritos en el RNV, para llevar sus libros de accionistas y emitir certificados, provisionales o definitivos, de acciones, en la forma prevista en el Código de Comercio. La misma LMC establece que sólo podrán ser agentes de traspaso, los bancos, las empresas de seguros y cualquier otra institución autorizada por la CNV, y obliga a los agentes de colocación, enajenantes, adquirentes o sus apoderados, a dar toda la información pertinente sobre la titularidad de las acciones, al agente de traspaso. Se supone que con la aparición de la Caja de Valores y la "desmaterialización del título" esta función va a desaparecer, pero será seguramente a mediano plazo.

**Cámara de compensación de opciones y futuros:** Las opciones y futuros son instrumentos propios del mercado de derivados, al cual nos estaremos refiriendo posteriormente. Son, por definición, instrumentos basados en otros instrumentos, por lo cual representan serios riesgos o incertidumbres de incumplimiento. Para resolver esta situación, se crea una Cámara de Compensación, que no es más que una Institución financiera, con un importante capital, que garantiza que ambas partes cumplirán el contrato. La cámara actúa como un vendedor para el comprador y como un comprador para el vendedor, para lo cual el vendedor y el comprador originales asumen responsabilidades con la cámara de compensación y no entre ellos. En Venezuela, las cámaras de compensación de opciones y futuros están regidas por las "Normas relativas a la

oferta pública de opciones y futuros", y tienen por objeto: emitir contratos de opciones y/o futuros, prestar el servicio de registro y compensación a los mismos y llevar el registro de saldos y operaciones de cada uno de los participantes del mercado, quedando a su cargo la liquidación diaria y final de utilidades y pérdidas. La Cámara de Compensación de Opciones y Futuros de Venezuela (CACOF) fue creada en marzo de 1996 e inició operaciones en septiembre de 1997, pero cerró sus puertas en noviembre de 1998. Hasta la fecha, y en el mejor de mi conocimiento, no se ha establecido si reabrirá o no operaciones.

**Entes (instituciones) de apoyo:** son instituciones cuyo trabajo está orientado hacia la facilitación de la labor de la CNV, de los entes emisores, de los intermediarios y de los mismos inversionistas. Los más importantes son los siguientes:

**Contadores públicos:** en virtud de que toda la información financiera-contable que las empresas que hagan o pretendan hacer oferta pública de valores, debe estar "dictaminada" por contadores públicos, en ejercicio independiente de la profesión, es obvia la importancia de este profesional en el mercado de valores. Adicionalmente, toda empresa que haga oferta pública de valores debe tener dos (2) comisarios principales y dos (2) comisarios suplentes. De acuerdo a las disposiciones legales vigentes en nuestro país, sólo pueden ser comisarios los economistas, los administradores comerciales y los contadores públicos.

**Asesores de inversión:** son personas, naturales o jurídicas, que realizan habitualmente funciones de asesoría o labores de asesoramiento para la inversión en valores de corto, mediano y largo plazo, en el mercado interno de valores o emitidos en el extranjero, o sirven de contacto, directo o indirecto, con intermediarios financieros públicos o corredores públicos de valores. El ejercicio de esta función está regulado por las "Normas relativas a la autorización de los asesores de inversión y al registro de los mismos", emanadas de la CNV, y está condicionado a la previa obtención de la autorización de ésta, para lo cual hay que rendir una prueba satisfactoria de conocimientos sobre la evaluación y administración de inversiones y sobre los aspectos legales concernientes a esa actividad.

**Calificadoras de riesgo:** son instituciones, autorizadas por la CNV, e inscritas en el RNV, para ejercer la actividad de calificación de valores o derechos, representativos de deuda, en el mercado de valores nacional. No obstante, también pueden dedicarse a la calificación de empresas, instituciones públicas o privadas, nacionales o extranjeras, países o proyectos, así como a la publicación de índices, informes o estudios relacionados con su objeto. Las "Normas relativas a la autorización de las sociedades calificadoras de riesgo y al registro de las mismas", establece que para obtener la autorización para hacer oferta pública de obligaciones, papeles comerciales, títulos de participación y demás títulos representativos de deuda, deben presentarse a la CNV, por ante el RNV, al menos dos (2) dictámenes de calificación elaborados por Sociedades Calificadoras de Riesgo, diferentes e independientes entre sí.

**Representante común de los obligacionistas:** los tenedores de obligaciones, emitidas de acuerdo con las regulaciones de la LMC, tienen un representante común, que es designado, de manera provisional, por el ente emisor, previa la aprobación de la CNV. Al finalizar la colocación primaria de las obligaciones, el representante común provisional convoca a una asamblea de obligacionistas, en la cual se elige el representante común definitivo. No existe limitación legal para que el representante común provisional sea ratificado, lo cual es casi siempre lo que ocurre. Lo que sí prevé la LMC es que deberá continuar ejerciendo sus funciones, mientras no sea elegido el representante definitivo. El representante común debe elegirse entre instituciones financieras, empresas de seguro o cualquier otra institución aprobada por la Comisión Nacional de Valores, y tiene las atribuciones y deberes de ejecutar las decisiones de la asamblea de obligacionistas, comprobar la existencia y el valor de los bienes dados en garantía, los cuales deben estar debidamente asegurados y la garantía debidamente constituida. También debe ejercer las acciones que sean procedentes para la defensa y protección de los derechos de los obligacionistas, para lo cual se le faculta a asistir a las asambleas, ordinarias y extraordinarias, de accionistas de la sociedad emisora y recabar de los administradores, comisarios o contadores públicos independientes, toda la información que considere oportuna para el ejercicio de su función. Los artículos 41 al 49 de la LMC regulan las funciones de este ente. Por analogía, el fiduciario, en la oferta pública de títulos de participación, por custodia de los bienes puestos en fideicomiso como garantía de la emisión, ejerce las funciones de representante común de los tenedores de títulos de participación, con las obligaciones y responsabilidades previstas para el representante común de los obligacionistas. En el caso de los papeles comerciales, el artículo 51 de la LMC establece que les son aplicables "... las disposiciones relativas a la representación de los obligacionistas contenidas en los artículos 38 al 45 de esta Ley. ...".

**Caja Venezolana de Valores:** institución creada por ley especial, y que permite que el proceso de transferencia y liquidación de los valores sea más seguro, para mayor confianza de los inversionistas. Este ente opera no solamente con valores sujetos al control de la CNV, sino que también custodia papeles que emite el Banco Central de Venezuela y el Gobierno Nacional. La creación de este ente ha acelerado de manera sustantiva el mercado de valores, y muy especialmente el mercado secundario, contribuyendo de una

manera efectiva a la reducción del riesgo ocasionado por la incertidumbre de existencia de los valores transados.

**Entidades de Inversión Colectiva:** Todo inversionista, persona natural o jurídica, público o privado, puede hacer su inversión en forma individual o asociarse con otros para, desde esta asociación, hacer la inversión. En este último caso, estamos en presencia de una Entidad de Inversión Colectiva, las cuales se rigen por la Ley de Entidades de Inversión Colectiva, e incluyen los siguientes tipos o modalidades:

**Fondos Mutuales de Inversión:** Son instituciones 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 económico o financiero.” En términos generales, hacen oferta pública de sus propias acciones, y con los proventos de tales colocaciones, invierten en valores con arreglo al principio de distribución de riesgos establecido en la ley. Son entonces instituciones orientadas hacia medianos y pequeños inversionistas, que buscan reducir el riesgo y optimizar los rendimientos de las inversiones. Encontramos, en primer término, los Fondos Mutuales de Capital Variable o Abierto, en los cuales sus acciones no son transferibles, ni están inscritas en Bolsa de Valores alguna, y su capital social puede ser modificado (aumentado o disminuido) sin necesidad de convocar una Asamblea de Accionistas. En segundo término tenemos los Fondos Mutuales de Capital Fijo Cerrado, cuyas acciones deben estar inscritas en Bolsas de Valores, y las modificaciones de capital social requieren de la aprobación de una asamblea accionistas. Los fondos mutuales de inversión pueden administrar directamente su patrimonio, para lo cual requieren una autorización de la CNV, o utilizar para ello los servicios de una sociedad administradora de fondos mutuales de inversión.

**Las sociedades administradoras de Entidades de Inversión Colectiva:** son aquellas que tienen por objeto exclusivo administrar el patrimonio de las entidades de inversión, cualesquiera sea su tipo, y representar a los mismos de acuerdo con los términos del contrato de administración que celebren al efecto. Dicho contrato deberá ser aprobado previamente por la Comisión Nacional de Valores. Deben estar autorizadas por la CNV e inscritas en el RNV, y no pueden administrar simultáneamente a más de una EIC que tengan objetivos y planes de venta similares, a juicio de la CNV. En Venezuela, casi todos los Fondos Mutuales, por no decir todos, son de Capital Variable y son administrados por sociedades administradoras de de EIC.

**Entidades de Inversión Colectiva de Capital de Riesgo:** son aquellas cuyo objeto exclusivo sea la inversión en proyectos empresariales a ser desarrollados en mediano y largo plazo y altamente riesgosos para el inversionista. Este tipo de EIC se constituye únicamente bajo la modalidad de capital cerrado y pueden invertir en (1) Empresas en promoción o en inicio de operaciones; (2) Empresas que desarrollen proyectos empresariales industriales, agrícolas o agroindustriales en especial los desarrollos con innovaciones tecnológicas; (3) Programas de reconversión industrial, de reestructuración de activos o pasivos y privatizaciones; y (4) En títulos valores e instrumentos de renta fija y de corto plazo, de acuerdo a su política de inversión y necesidades de liquidez, dentro de los límites fijados por la Comisión Nacional de Valores en las respectivas normas específicas.

**Entidades de Inversión Colectiva Inmobiliaria:** son aquellas cuyo objeto sea la canalización de recursos hacia proyectos del sector inmobiliario y de bienes raíces. Este tipo de EIC se constituye únicamente bajo la modalidad de capital cerrado y pueden invertir en (1) Bienes inmuebles urbanos de cualquier naturaleza, ubicados en el país; (2) Títulos valores o instrumentos de participación sobre los bienes a los cuales se refiere el numeral anterior o sobre los flujos de efectivo que estos generen; (3) Títulos valores o instrumentos garantizados con hipotecas sobre los bienes mencionados en el numeral 1, ó sobre créditos hipotecarios relativos a los mismos; (4) El financiamiento de obras públicas contratadas bajo el régimen de concesiones, una vez que las obras estén finalizadas; y (5) En colocaciones bancarias y títulos valores de contenido crediticio y de corto plazo, de acuerdo a su política de inversión y necesidades de liquidez, dentro de los límites fijados por la Comisión Nacional de Valores en las respectivas normas específicas.

Inocencio Sánchez

PhD / MBA /MSc / Contador Público

Profesor Área de Estudios de Postgrado y del Centro de Extensión y Asistencia Técnica a la Empresas (CEATE)

Universidad de Carabobo

Mayo / 2007

Este material ha sido preparado por Inocencio Sánchez exclusivamente para servir como material de apoyo del curso ADMINISTRACION DE INVERSIONES, dictado en el Área de Estudios de Postgrado de la Universidad de Carabobo. Por tanto, es propiedad intelectual del autor y se prohíbe su reproducción para fines diferentes a los expresados.