

LA INVERSIÓN INTERNACIONAL

En un SENTIDO AMPLIO, una Inversión Internacional es la transferencia, de un país a otro, de recursos financieros a largo plazo, en cualquier forma, bien sea en forma de deuda o en forma de patrimonio. Este es el criterio que maneja la SIEX (Superintendencia de Inversiones Extranjeras) en Venezuela. Bajo este criterio, se incluyen colocaciones de deuda en el exterior, contrataciones de préstamos, y aun los financiamientos comerciales a largo plazo.

En un SENTIDO RESTRINGIDO, una Inversión Internacional es la transferencia, de un país a otro, de recursos financieros con el fin de obtener una participación en el Capital Social de una empresa. En este sentido es como lo utilizaremos en este papel de trabajo.

DIFERENCIA ENTRE INVERSIÓN EXTRANJERA E INVERSIÓN INTERNACIONAL

Los términos "Inversión Extranjera" e "Inversión Internacional" se refieren a la misma situación, solo que vista desde dos ángulos diferentes. Desde el punto de vista del receptor de la inversión; es decir, del país que está recibiendo la inversión realizada por un extranjero, es una "inversión extranjera". Desde el punto de vista del inversionista, como está haciendo una inversión fuera de su país de residencia, es una "inversión internacional".

CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL

En la inversión internacional (en su sentido restringido) el inversionista extranjero adquiere en una forma u otra, una participación en el capital social de la empresa que recibe la inversión. La inversión es internacional por cuanto requiere que la transferencia de recursos financieros ocurra entre dos países. De lo anterior, en la inversión internacional:

- Existe una transferencia de recursos financieros entre dos países. El recurso que se transfiere, de ordinario, es dinero en forma de moneda del inversionista, la cual se convierte en moneda del País Receptor de la Inversión. Como excepción, la inversión extranjera a veces se materializa mediante la transferencia de bienes (maquinaria y equipo).
- El inversionista recibe, como consecuencia de su inversión, una participación en el capital social de una empresa (denominada a veces como Empresa Receptora de la Inversión). Esta empresa, o sociedad, constituye un ente jurídico diferente y separado de su casa matriz, o sea, el inversionista internacional y la empresa receptora, aun cuando esta última le pertenezca en un cien por ciento (100%) al inversionista, son sociedades diferentes. A través de la Empresa Receptora de la Inversión, el inversionista extranjero adquiere, en forma indirecta, propiedad sobre activos tangibles (tierra, edificios, maquinaria, etc.) en el País Receptor de la Inversión. Estos activos son productores de rentas. Existen, como excepción, inversiones internacionales que se materializan en la forma de una sucursal en ultramar. Una sucursal (Branch) no constituye una empresa (ente jurídico) nueva, por lo cual en los casos de sucursal, el inversionista internacional no recibe, como efecto de su inversión un activo financiero (acciones de una subsidiaria) sino la propiedad directa de activos reales. Las inversiones en sucursales de ultramar, sin embargo, por razones operativas, fiscales y contables; no son la regla sino la excepción.
- Como efecto de la participación en el capital social de la empresa receptora, en la inversión internacional, el inversionista obtiene el derecho a recibir una participación en las utilidades de la Empresa Receptora de la Inversión. Estas utilidades comúnmente se generan en la moneda del País Receptor de la Inversión y luego, se convierten en la moneda del inversionista y se utilizan para pagar los rendimientos de la inversión (dividendos, regalías y demás). De lo cual, la rentabilidad de la inversión internacional depende tanto de la rentabilidad de la Empresa Receptora de la Inversión, como de los efectos positivos y negativos que se producen como consecuencia de la fluctuación de la tasa de cambio de la moneda del País Receptor de la Inversión.
- La inversión internacional es un riesgo directo del inversionista. Como excepción, existen algunos fondos mutuales (generalmente ubicados en Luxemburgo) de inversiones en cartera internacional que sirven como intermediadores de inversiones en ultramar. En estos casos, la inversión se intermedia por el fondo de inversión, pero el riesgo en el fondo de inversión es un riesgo del inversionista.
- En la inversión extranjera, la Empresa Receptora de la Inversión utiliza los fondos recibidos para los efectos de invertirlos en operaciones en el País Receptor de la Inversión. Existen en la práctica inversiones internacionales hechas a través de compañías, colocadas en lo que se denomina "Paraísos Fiscales". En estos casos, el inversionista en primer lugar coloca los fondos en una compañía ubicada en el paraíso fiscal, y luego esta compañía adquiere acciones de compañías en otro país. En estos casos, no hay una inversión internacional en

el país donde esta ubicada la primera compañía ya que los fondos que se transfieren a esta primera compañía no se usan en operaciones en ese país, sino que se transfieren a un país diferente.

TIPOS DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

Para facilitar la comprensión y la absorción de los riesgos, es necesario clasificar la inversión internacional en dos tipos básicos: inversión directa e inversión indirecta o en cartera.

DIRECTA

Inversión directa es aquella en la que el inversionista adquiere la totalidad o un porcentaje importante, permanente y efectiva en una empresa de ultramar. La decisión de una empresa de realizar una inversión internacional directa es principalmente pero no exclusivamente el resultado de una decisión de naturaleza financiera. Una empresa invierte capital en un país determinado porque espera obtener una rentabilidad del capital invertido superior a la de la que hubiera obtenido de haber realizado la inversión en su mercado doméstico. Las razones más importantes que explican la inversión internacional se pueden resumir en tres:

1. Aprovechar la existencia de factores de producción a costos inferiores de aquellos que existen en el mercado doméstico. En la mayoría de los casos, el país receptor de la inversión goza de una ventaja absoluta para proveer la materia prima. La existencia de productos primarios explica las inversiones extranjeras en el área petrolera y minera en Venezuela.
2. El propósito de conservar una posición en un mercado determinado para los productos de una empresa, así como los movimientos de capital que se observan cuando una empresa transfiere tecnología de un país a otro.
3. Una simple decisión financiera basada en la posibilidad de obtener rendimientos superiores a través de una expansión de operaciones en ultramar en lugar de una expansión de operaciones en el mercado doméstico.

Las modalidades comúnmente utilizadas para la inversión directa son subsidiaria y asociación o joint venture.

Subsidiaria: en este caso, el inversionista extranjero toma un porcentaje superior al 50% del capital de la Empresa Receptora de la Inversión Internacional, lo cual le permite ejercer un control operativo sobre ella. Ejemplo CEMEX VENEZUELA, DANAVEN, etc.

Asociación o Joint Venture: en este caso, el inversionista extranjero se asocia con otros inversionistas, nacionales o extranjeros, y participa con un porcentaje usualmente menor al 50% del capital de la sociedad, pero lo suficientemente importante, que le permita participar activamente en la gerencia de la sociedad. Ejemplo: Empresas Mixtas con PDVSA.

EN CARTERA

La inversión indirecta o en cartera es aquella en que el Inversionista Internacional no tiene una posición activa en la gerencia de la empresa receptora de la inversión; o sea, es una forma de inversión pasiva. Por ello, en este tipo de inversión solo se observan porcentajes pequeños de derechos sobre el capital de la empresa, normalmente no mayores del 10%. Pero más importante que el porcentaje del capital es el hecho de que el inversionista internacional no tiene control sobre la empresa y no participa ni tiene rol alguno en la dirección o manejo de la empresa en la cual está invirtiendo.

Es una decisión casi exclusivamente financiera, basada en una expectativa de flujos de efectivo, provenientes de dividendos, ganancias de capital en la reventa, y diversificación de riesgo. A diferencia de la inversión directa, en la inversión en cartera, el inversionista no recibe pagos por transferencia tecnológica.

Las modalidades más comúnmente utilizadas en este tipo de inversión son:

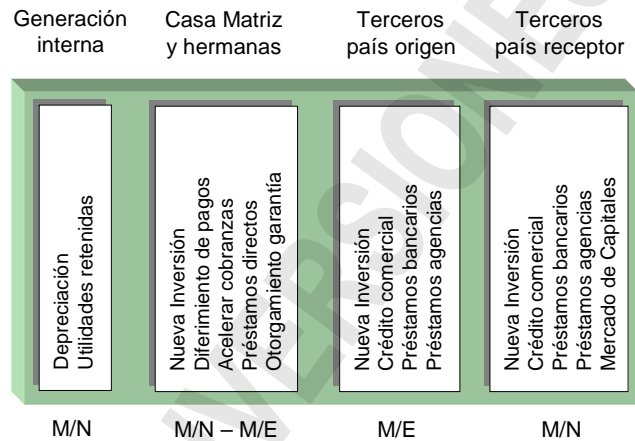
- **acciones (domésticas o internacionales):** son las mismas acciones que emite la Empresa Receptora de la Inversión Internacional. En algunos casos, la empresa puede hacer emisiones internacionales o globales, que se colocan simultáneamente en varios mercados de valores.
- **certificados de depósito de acciones (ADR-ADS/GDR-GDS):** como ya se ha explicado suficientemente en capítulos anteriores, son títulos representativos de acciones, que están físicamente en custodia en un banco nacional y que basados en los certificados de custodia un banco extranjero (banco depositario) emite los certificados de depósito de acciones.
- **euroacciones:** son acciones colocadas íntegramente fuera del domicilio donde la empresa realiza sus operaciones o actividades.
- **instrumentos convertibles:** son instrumentos de deuda que en un momento determinado pueden ser convertidos en acciones de la empresa.

FUENTES DE FONDOS

Las fuentes de financiamiento para una inversión en una empresa, ya sea subsidiaria o asociación puede clasificarse, en función a la moneda, en fuentes en moneda del País Receptor de la Inversión (bolívares en el caso venezolano), y fuentes en moneda extranjera (dólares, euros, libras, etc.). Sin embargo, la mejor clasificación es la que se establece en función de del origen de los recursos, independientemente de la moneda. Así tenemos:

- Generación interna por la propia Empresa Receptora de la Inversión: provienen de la reinversión de utilidades no distribuidas, y la producida por la depreciación de bienes tangibles y amortización de intangibles. Estos fondos son en moneda del País Receptor (Moneda Nacional).
- Casa Matriz y hermanas: se trata de inversiones y préstamos hechos por la Casa Matriz u otras subsidiarias de ésta, tanto en el mismo país receptor, como en otros países. También podemos incluir la aceleración de los pagos a la empresa receptora por parte de las otras mencionadas, o el diferimiento de los pagos que la Receptora tenga que hacer. De igual forma, cuando la Matriz u otras subsidiarias otorgan alguna garantía, para que la Receptora obtenga financiamiento local o en el exterior. Dependiendo de la mezcla, este financiamiento puede ser en moneda nacional o en moneda extranjera.

FUENTES DE FONDOS



- Terceros país origen: son financiamientos obtenidos en el país del inversionista. Puede provenir de asociaciones con otros inversionistas extranjeros, crédito comercial, préstamos de bancos extranjeros o de agencias extranjeras o multilaterales. Por supuesto que estos fondos son en moneda extranjera.
- Terceros país receptor: son financiamientos obtenidos en el País Receptor de la Inversión. Puede provenir de asociaciones con inversionistas locales, crédito comercial, préstamos bancarios y préstamos de agencias gubernamentales. Por su origen, estos fondos son mayoritariamente en moneda nacional.

RIESGOS EN LA INVERSION INTERNACIONAL

- **RIESGO DE CAMBIO:** La inversión internacional se distingue de una inversión nacional por el hecho de que los flujos de efectivo positivos y negativos que genera la inversión, cargan un riesgo de disponibilidad y un riesgo de fluctuación de tasas de cambio entre la moneda contable del inversionista (la cual denominamos "moneda contable") y la moneda del País Receptor de la Inversión (la cual denominamos "moneda local"). Este riesgo puede ser a corto o largo plazo en la medida en que los flujos estén diferidos en el tiempo. Los riesgos de relación entre la moneda contable del inversionista y la moneda local del País Receptor de la Inversión, pueden ser: (a) riesgo de disponibilidad de moneda y (b) riesgo en la tasa de cambio
 - a. **Los riesgos de disponibilidad de moneda** consisten fundamentalmente en que, en un momento determinado el País Receptor de la Inversión puede tener una escasez de divisas para los efectos de pagar algún monto debido a la empresa inversionista por el concepto de dividendos, pagos de tecnología o inclusive pagos de exportaciones. Ante una escasez de divisas el País Receptor de la Inversión impone un control de cambio, el cual restringe los pagos al inversionista.
 - b. **El riesgo en la tasa de cambio** es el riesgo que ocurre por las variaciones que puedan suceder entre la tasa de cambio de la moneda contable del inversionista (sobre el concepto de moneda contable) y la tasa de cambio de la moneda del País Receptor de la Inversión. El riesgo de tasas de cambio, a su vez, se puede subdividir en tres tipos de riesgos diferentes:
 - (i) **Riesgo de transacción.** El riesgo de transacción es el riesgo de que se produzca una variación en la tasa de cambio entre la moneda local y la moneda contable, la cual afecta el valor de los flujos de efectivo de fondos que van desde el País Receptor de la Inversión al país del domicilio del inversionista;
 - (ii) **Riesgo de balance.** El riesgo de balance son los riesgos de variaciones en las tasas de cambio que no se materializan en un pago en un año fiscal determinado pero que se reflejan por variaciones que existen en las partidas del balance de la empresa inversionista; y,
 - (iii) **Riesgo económico.** Por riesgo económico en las tasas de cambio entendemos el riesgo de que las variaciones en las tasas de cambio entre el País Receptor de la Inversión y el país del domicilio del inversionista puedan afectar la rentabilidad a largo plazo de la Empresa Receptora de la Inversión. El riesgo económico se refleja en las operaciones de la empresa.

- **RIESGO POLÍTICO** Los riesgos políticos incluyen cambios de legislación, cambio de la actitud del País Receptor de la Inversión hacia el inversionista, cambios de tasa fiscal, riesgo de expropiación sin compensación adecuada y otros. Es evidente que existen los riesgos políticos para todo inversionista, tanto para inversiones que haga en su mercado doméstico como para inversiones internacionales. El riesgo político a nivel de una inversión internacional refleja los riesgos políticos especiales que afectan primordialmente a los inversionistas extranjeros y no los riesgos políticos generales. Por ejemplo, una inestabilidad en el Estado puede ser un riesgo político general que afecta tanto a nacionales como a extranjeros, sin embargo, una inestabilidad en la forma de gobierno que afecte la disponibilidad de divisas para el pago de dividendos afecta a inversionistas extranjeros, sin necesariamente afectar al inversionista nacional. Los riesgos políticos que se identifican más comúnmente en inversiones internacionales incluyen los siguientes:
 - a. **Cambio de formas de gobierno.** Los cambios de gobierno que afectan las inversiones internacionales en mayor grado que a las inversiones nacionales, son los cambios en la forma de gobierno.
 - b. **Cambio de política frente a inversiones extranjeras.** Una segunda forma típica de riesgo político en una inversión internacional es el riesgo de cambio de política del País Receptor de la Inversión respecto a inversiones internacionales. Una forma de este riesgo se reflejó en Venezuela y en los demás países del Mercado Andino a principios de la década de los '70, cuando se originaron los Reglamentos de Inversiones Extranjeras que establecieron limitaciones y restricciones a las actividades de empresas internacionales en nuestros países. Estas limitaciones y restricciones evidentemente afectaron la rentabilidad de ciertas inversiones y, en algunos casos, obligaron a los inversionistas extranjeros a disponer de sus inversiones.
 - c. **Riesgo de expropiación.** El riesgo de expropiación consiste en el riesgo que tiene una empresa internacional de que sus instalaciones físicas dentro del País Receptor de la Inversión sean expropiadas por el gobierno nacional de ese país. El riesgo de expropiación tiene un reflejo de tipo financiero y normalmente se incluye dentro de la proyección de la rentabilidad de un proyecto de inversión internacional. Normalmente, el riesgo de expropiación se atribuye a los valores residuales de los flujos que se generan en una inversión internacional, asignando un cálculo del valor de retribución en caso de expropiación. Por supuesto, lo difícil no es calcular el valor que se va a pagar por la expropiación sino la probabilidad de que la expropiación ocurra dentro de la vida útil de la inversión.
 - d. **Cambio en las relaciones bilaterales entre dos países.** Existe el riesgo de que haya un cambio en la relación política existente entre el gobierno del país del inversionista y el gobierno del País Receptor de la Inversión, el cual pudiera en un momento determinado afectar los valores económicos, actividades e inclusive los flujos que puedan surgir o estar corriendo entre los dos países. Un ejemplo típico de este riesgo fue la posición de las empresas británicas en Argentina durante la Guerra de Las Malvinas.
- **RIESGO FISCAL o TRIBUTARIO**
Al revisar el aspecto fiscal en la Inversión Internacional, deben considerarse dos aspectos muy importantes: las diferencias fiscales y la traslación fiscal.

Diferencias Fiscales. La decisión de realizar una inversión en un país determinado debe tomar en consideración la rentabilidad bruta antes de impuesto proyectada para la inversión, así como la rentabilidad neta después de impuestos. Todo inversionista desde un punto de vista financiero busca maximizar la utilidad neta después de impuesto sobre la renta. Si la función que busca maximizar el inversionista es la utilidad neta después de impuesto sobre la renta, es evidente que en una decisión de inversión internacional, el inversionista debe analizar las diferencias que existen entre el régimen fiscal en su país en relación con el régimen fiscal en el país donde realiza la inversión. El análisis de diferencias fiscales fundamentalmente considera:

- a. Diferencia de cargas fiscales entre el país donde está domiciliado el inversionista y el País Receptor de la Inversión;
- b. Diferencia fiscal entre dos o más países diferentes donde se puede realizar la inversión. O sea, si la inversión se puede realizar entre el País A y el País B, la inversión se realizará (suponiendo que la rentabilidad bruta sea igual y los riesgos idénticos) en el país que tenga la carga fiscal inferior.

Las cargas fiscales que se analizan en una inversión internacional son:

- i. Impuesto sobre la renta aplicable a la utilidad neta de la Empresa Receptora de la Inversión.
- ii. Impuesto aplicable a las remisiones por concepto de dividendos pagados por la Empresa Receptora de la Inversión a sus accionistas extranjeros.
- iii. Capacidad de tomar un crédito fiscal por impuestos pagados en el País Receptor de la Inversión. El crédito fiscal consiste fundamentalmente en el derecho que dan ciertos sistemas fiscales para deducir o acreditar el impuesto sobre la renta o el impuesto sobre dividendos pagados en un país extranjero en la declaración de impuesto del domicilio del inversionista.
- iv. Impuestos aplicables a otros flujos de fondos que genera la inversión. Estos impuestos incluyen impuestos sobre transferencias de pago por concepto de intereses sobre préstamos dados a subsidiarias internacionales, impuestos de retención sobre pagos por concepto de regalías, transferencias tecnológicas y

otros.

Traslación Fiscal. Determinadas las diferencias de las cargas fiscales, una empresa puede tomar una decisión de traslación de sus utilidades brutas al país donde exista la carga fiscal inferior. Esta decisión de traslación de ingresos brutos al país de menor carga fiscal es lo que se denomina una decisión de domiciliación de ingresos, o sea, la empresa domicilia el ingreso bruto gravable en la jurisdicción que tenga la carga fiscal inferior, de modo que el ingreso neto disponible al accionista, después de impuestos sobre la renta, sea mayor. Una decisión sencilla de domiciliación de un ingreso determinado sería una empresa que tenga previsto generar una utilidad neta antes de impuesto (calculada en una moneda común, usamos dólares USA), de cien dólares y la empresa puede mover el ingreso de modo que el mismo se genere en país A o en país B, la empresa va a optar en ubicar el ingreso en el país que tenga la tasa fiscal menor. Si A tiene una tasa fiscal del 30%, y B una tasa del 40%, la empresa ubicará el ingreso en A. La decisión de ubicación de ingreso no es tan sencilla como parece a primera vista ya que el ingreso se debe producir por una serie de factores, algunos de los cuales no son trasladables. Sin embargo, se han creado mecanismos para traslación de utilidades siendo el más usado el conocido mecanismo de precios de transferencia. En la decisión de hacer una traslación por diferencias fiscales, normalmente deberá tenerse en cuenta:

- a. Si el ingreso correspondiente se puede trasladar de una jurisdicción fiscal a otra. La traslación del ingreso dependerá en muchos casos del de la operación de que se trate, y la naturaleza de las diferencias arancelarias entre varios países. En el ejemplo anterior, si el país A tiene una tasa arancelaria superior al país B, esta diferencia arancelaria en la importación de componentes para la fabricación del producto en el país A puede afectar la generación del ingreso bruto en un monto tal que deja sin efecto favorable las diferencias entre las tasas fiscales;
- b. La traslación se puede hacer tanto en el ingreso como en el egreso. La traslación del egreso o traslación de gastos consiste en cargar a la jurisdicción fiscal con la tasa fiscal más alta, la mayor cantidad de gastos de operaciones de una empresa. De nuevo en el ejemplo anterior, la tendencia sería cargar la mayor cantidad de gastos permitidos dentro de la legislación fiscal evidentemente al país B. Algunos países, por ejemplo, Venezuela, tratan de protegerse contra la traslación de gastos al establecer la norma de la territorialidad del gasto. Según la territorialidad del gasto en la Ley de Impuesto Sobre la Renta venezolana, solamente serán deducibles para los efectos del cálculo del ingreso neto fiscal en Venezuela, los gastos normales y necesarios producidos en el país (en Venezuela) para la producción de la renta. Significa esto que una empresa operando en Venezuela no puede trasladar a sus operaciones venezolanas gastos incurridos en Brasil.
- c. La traslación fiscal debe tomar en consideración el efecto financiero de las normas fiscales de cada uno de los países donde se está haciendo la traslación. Fundamentalmente, los efectos financieros de las normas fiscales consisten en los efectos sobre los flujos de efectivo que tiene sobre una empresa la aplicación de un sistema de impuesto sobre la renta u otros. Por ejemplo, un país que permite la depreciación acelerada de ciertos activos fijos, aún cuando tenga una tasa fiscal más alta que otro país, puede tener un efecto positivo sobre los flujos de efectivo que se producen al principio de la vida útil de una planta. El efecto favorable proviene por el hecho de que al tomar una depreciación más alta, el impuesto sobre la renta en los primeros años de operaciones es sustancialmente más bajo.

• PLANIFICACIÓN FISCAL

La planificación fiscal consiste en seleccionar aquella alternativa que minimice el costo fiscal de la inversión y de sus rendimientos. Minimizar la carga fiscal se consigue por medio del ahorro efectivo o trasladando el gasto del impuesto a ejercicios posteriores, de acuerdo con lo que apuntan los expertos en el área.

LA EMPRESA MULTINACIONAL

Se dice que una empresa es multinacional si controla y administra centros de producción ubicados en dos o más países. Empresa internacional, empresa multinacional y empresa transnacional se tratan frecuentemente, inclusive en los textos de economía y de finanzas, como términos sinónimos. En nuestra opinión, para entender la política financiera de una empresa con operaciones internacionales, es útil distinguir entre la simple empresa internacional o corporación internacional y la empresa multinacional. Esta distinción es de grado, donde la empresa multinacional es una categoría especial de la empresa internacional. Entonces, corporación o empresa internacional sería toda empresa que tiene, controla y administra dos o más centros de producción en países diferentes. La empresa multinacional, a su vez, es una categoría de empresa internacional que además de tener centros de producción ubicados en dos o más países, opera con una política global, tanto en sus funciones de producción, finanzas, administración, así como desarrollo tecnológico y mercadeo. El carácter multinacional de una empresa internacional depende de una apreciación de:

- a. El grado de internacionalidad de sus operaciones.
- b. El grado de internacionalidad del proceso de decisiones en el área financiera, administrativa, tecnológica y de mercadeo.

Mientras más intenso sea el grado de internacionalidad de las operaciones y decisiones de la empresa, más se acerca la empresa a una empresa multinacional. Una empresa doméstica, con algunas exportaciones, tiene algún grado de actividad internacional pero no por ello se puede llamar empresa multinacional. La importancia, en nuestra opinión, de la definición de una empresa multinacional, es para los efectos de determinar la forma en que la empresa organiza su política financiera. También es importante entender la naturaleza de las empresas multinacionales, inclusive para los efectos de definir política económica y política relativa a inversiones extranjeras. Esto evita aplicar normas excesivamente restrictivas a empresas que realizan inversiones internacionales sin tener un fundamento claro de la distinción entre el simple carácter internacional de una empresa y el carácter de empresa multinacional. En un sentido económico, las empresas multinacionales se analizan por las políticas que éstas adoptan en el establecimiento de centros de producción en diversos países, así como en la utilización y los traslados de tecnología entre países desarrollados y países en vía de desarrollo. Para nosotros, lo importante del estudio de las empresas multinacionales consiste en la forma en que éstas adoptan sus decisiones financieras. Las empresas multinacionales, o las empresas con un mayor grado de multinacionalidad, tienden a adoptar decisiones financieras respecto a la ubicación de centros de producción en ultramar con base en una política de rentabilidad global. Así mismo, el carácter multinacional de una empresa tiene connotaciones de tipo político. Desde un punto de vista político, muchas legislaciones nacionales se han establecido para los efectos de proteger a los países receptores de inversiones contra las posiciones fuertes que tienen las empresas multinacionales; o sea son legislaciones dirigidas establecer protecciones contra empresas multinacionales. Típico de este tipo de regulación fue la legislación sobre la inversión extranjera en el mercado andino, que prevaleció entre 1974 y 1990

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES

No es clara la definición de lo que es una empresa multinacional, por lo tanto, no se puede dar una lista definitiva de las características de las empresas multinacionales. Sin embargo, se han observado fundamentalmente en las empresas multinacionales las siguientes características mínimas:

- a. **Multiplicidad de centros de producción.** Por definición, una empresa multinacional tiene centros de producción en dos o más países, como ya indicamos.
- b. **Posición fuerte en el mercado de sus productos.** Las empresas multinacionales son aquellas que tienen una posición fuerte en el mercado de sus productos. Se afirma que las empresas multinacionales operan normalmente dentro de estructuras que les permitan comportarse como oligopolios. De hecho, las multinacionales siempre van a trasladar operaciones y penetrar mercados donde puedan obtener rendimientos positivos y puedan fijar los precios que cobran por sus conocimientos (tecnología de productos nuevos y productos diferenciados) para maximizar sus utilidades.
- c. **Exporta bienes y servicios a sus plantas de ultramar.** El economista japonés Fumio Dei (Universidad de Kobe) ha desarrollado un modelo económico, según el cual una ventaja absoluta en el comercio es el factor determinante en el nacimiento de las empresas multinacionales. Las empresas multinacionales producen en su país doméstico, cuando éste tiene una ventaja absoluta sobre el país extranjero. Cuando la multinacional se expande a centros de producción en ultramar, la oficina principal (casa matriz o headquarters) produce servicios tales como mercadeo y gerencia, los cuales a su vez exporta a sus centros de producción. De lo cual, la multinacional se puede conceptualizar como una empresa que exporta servicios a sus plantas en ultramar.
- d. **Integración de operaciones internacionales.** Las empresas multinacionales, por definición, tienen centralizadas sus decisiones de producción, de finanzas y de mercadeo. A diferencia de las empresas internacionales que normalmente tienen las decisiones de producción y de mercadeo, descentralizadas.
- e. **Desarrollo con visión global.** Las empresas multinacionales normalmente tienen sus desarrollos de planes de producción, desarrollos tecnológicos y programas de mercadeo con una visión global, no con una visión doméstica. El carácter global se identifica claramente en muchas empresas multinacionales japonesas y estadounidenses.
- f. **Las empresas multinacionales son grandes** tanto en su propio mercado doméstico como en el mercado internacional. Son grandes en el sentido de total ventas, total activos y total patrimonio. Además de grandes, son empresas sin diversificación global, lo que les permite escoger su mercadeo, sitio de producción y domicilio de sus utilidades. La empresa multinacional, de hecho, por su flexibilidad internacional, hace inefectivas las políticas fiscales, crediticias y de desarrollo de muchos estados. El poder de las multinacionales, que a veces les daba la capacidad de establecer centros de producción ineficientes en nuestros países latinoamericanos y presionar para conseguir protecciones arancelarias innecesarias, fue parte de la base de la crítica fuerte contra la inversión directa en los años '70 y '80.

TIPOS DE EMPRESA MULTINACIONAL

Normalmente, las empresas multinacionales se tienden a clasificar, en atención a la actividad desarrollada por la empresa. Así tenemos:

1. **Multinacionales Extractivas:** aquellas que se dedican a la extracción y posterior procesamiento y

comercialización de materias primas ubicadas fuera del territorio de origen. Son empresas naturalmente multinacionales porque su actividad se orienta a abastecer el mercado metropolitano y luego, a reexportar el producto elaborado.

2. **Multinacionales Manufactureras:** aquellas que producen e industrializan, en el país receptor de la inversión internacional. Orientan su actividad al abastecimiento del mercado del país de acogida, lo que explica su preferencia por los países de ingreso más alto. Estas son las que producen mayores efectos sobre el empleo de mano de obra.
3. **Multinacionales financieras y de servicio:** las cuales son formas poco mencionadas porque existe una tendencia a exigir como requisito esencial del concepto de empresa multinacional, la producción industrial en el extranjero, la instalación de fábricas en el extranjero.

FORMAS QUE PUEDE ADOPTAR

La empresa multinacional, por las características propias que tiene, siempre adopta la modalidad de Inversión Directa; es decir, siempre tendrá la totalidad o un porcentaje importante de la operación de ultramar. Quizás la variante es el objetivo de la inversión. Como ya hemos analizado, la empresa multinacional controla y administra centros de producción, bajo el esquema de globalización en todas o casi todas sus áreas. Por lo tanto, el establecimiento de sus operaciones responde a una decisión netamente estratégica, en la búsqueda de un proceso de integración vertical (producción de productos intermedios o de materias primas, transferencia tecnológica, etc.), u horizontal (ampliación de mercados, transferencia tecnológica, aspectos fiscales, etc.). En vista de esto, la multinacional podría optar por:

- Crear una compañía independiente, 100% poseída, donde pueda ejercer con toda libertad sus operaciones globales. Sería una subsidiaria totalmente poseída.
- Subsidiaria parcialmente poseída, pero con porcentaje grande que le permita tener control de la operación, y aplicar su tecnología y transferencia tecnológica, en una relación ganar - ganar. (Esto fue lo que se buscó originalmente con las alianzas estratégicas de la Faja Betuminosa del Orinoco, pero que lamentablemente el gobierno del presidente Hugo Rafael Chávez malinterpretó la asociación y la mutiló).
- Sucursal: esta sería una operación sin personalidad jurídica propia, que solo sería útil en el caso de que la estrategia sea de mercadeo y no de producción.
- Casa de Representación: esta una modalidad ampliamente utilizada por Instituciones Financieras. Como normalmente las legislaciones le imponen muchas limitaciones en cuanto a la captación de fondos, prefieren crear una Casa de Representación para penetrar e ir haciendo el mercado, que les permita en períodos futuros entrar bajo alguno de las modalidades antes descritas.
- Algunas multinacionales pueden preferir solamente una relación con nacionales, a través de contratos de transferencia tecnológica, contratos de licencias sobre patentes o marcas, o mecanismos parecidos. En estos casos, no necesitan hacer inversiones y no corren otro riesgo que no sea el comercial.

MARCO LEGAL

En Venezuela, la Inversión Extranjera Directa debe ser registradas ante ciertos organismos oficiales, dependiendo del área de negocios. No se requiere autorización previa para invertir en las empresas, solamente se requiere registrar la inversión y los contratos de transferencia de tecnología.

A finales del año 1973 se adoptó en Venezuela el régimen común de tratamiento a los capitales extranjeros, conocido como Acuerdo de Integración Subregional o Acuerdo de Cartagena y se dicta la ley aprobatoria del Acuerdo de Cartagena y las Decisiones 24, 37, 37-A, 40, 41, 46, 50, 56 y 70 mediante el Decreto N° 62, publicado en la Gaceta Oficial N° 1.650, extraordinario, de fecha 29 de abril de 1.974.

En fecha 22 de marzo de 1977, mediante Decreto N° 2.077, publicado en la Gaceta Oficial N° 1.999, extraordinario, se dicta el Reglamento Orgánico del Ministerio de Hacienda y aparece la Superintendencia de Inversiones Extranjeras como integrante de este Ministerio.

El 08/11/1977 cambia el Reglamento del Régimen Común de Tratamiento de Capitales Extranjeros mediante el Decreto N° 2.442, publicado en la Gaceta Oficial N° 2.100, extraordinario, de fecha 15/11/1977 y la Superintendencia de Inversiones Extranjeras aparece adscrita al Ministerio de Hacienda

El 01/01/1997, la Superintendencia de Inversiones Extranjeras pasó a estar adscrita al Ministerio de Industria y Comercio en igual condición que cuando estaba adscrita al Ministerio de Hacienda

El 05/10/1999, se dicta el Decreto N° 369, con rango y fuerza de Ley Orgánica de la Administración Central, el cual estableció en su Capítulo II las competencias de cada ministerio, asignándole al Ministerio de la Producción y el Comercio ahora "Ministerio del Poder Popular para las Industrias Ligeras y Comercio" lo relacionado a las inversiones nacionales y extranjeras, función ésta correspondiente a la Superintendencia de Inversiones

Extranjeras y como consecuencia pasó a estar adscrita hasta la fecha al citado Ministerio como una Dirección General Sectorial.

El registro de las inversiones en el país es contabilizado por el Banco Central de Venezuela, en su cuenta de balanza de pagos. Esta variable es de corte global e incluye dinero o bienes físicos que vayan a incremento de capital, aportes de recursos de las casa matrices a sus filiales, préstamos y créditos comerciales, y las utilidades reinvertidas, aunque no se capitalicen. Adicionalmente, del dinero y bienes físicos deben ser registrados en:

- La Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras (SUDEBAN), registra todas las inversiones realizadas en el Sector de Bancos e Instituciones Financieras
- La Superintendencia de Seguros (SUDESEG) registra todas las inversiones realizadas en el Sector de Seguros y reaseguros.
- La Dirección de Industrialización y Tecnología de Hidrocarburos del Ministerio de Energía y Petróleo (MEP) registra todas las inversiones que tengan que ver el sector de hidrocarburos (petróleo y derivados).
- El Ministerio de Industrias Básicas y Minería (MIBAM) registran la inversión en el sector minero.
- La Superintendencia de Inversiones Extranjeras (SIEX) registra todos los demás sectores económicos

Adicionalmente, hay que estar pendiente de nuevas regulaciones que han estado estableciéndose en los últimos tiempos y que, de una forma u otra, afectan a la Inversión Extranjera. A continuación, algunos ejemplos:

- El Proyecto de la Ley Antimonopolio, Antioligopolio y Promoción a la Justa Competencia
- Regulaciones de las tasas de interés
- Establecimiento de las gavetas crediticias (carteras obligatorias) con expectativas de incrementar los porcentajes
- Proyecto de reforma de Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras
- Solvencia Laboral, exigencia para todas aquellas empresas que deseen realizar algún tipo de contratación o establecer relación con el mismo. También se exige en otros trámites medulares para las empresas, como la solicitud de divisas ante CADIVI.
- El gobierno nacional renovó una vez más la inamovilidad laboral y la Asamblea Nacional estudia un Proyecto de Ley de Estabilidad Laboral, la cual acarrearía cambios drásticos en la Ley Orgánica del Trabajo, la cual se encuentra también en proyecto de reforma.
- El gobierno Venezuela ha profundizado relaciones con países localizados fuera del continente americano, es especial con Irán (29 acuerdos), Argelia, Bielorrusia (7 acuerdos), Siria y China, con los cuales se suscribieron acuerdos de distinta índole, entre los que destaca el Convenio de Cooperación Energética.
- Venezuela ha atacado las negociaciones de un Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos, con Colombia, Perú, y Ecuador; Venezuela procedió a denunciar el Acuerdo de Cartagena y, por ende, formalizar su retiro de la Comunidad Andina de Naciones (CAN).
- Venezuela denunció el Acuerdo del Grupo de los Tres (G3), suscrito entre Colombia, México y Venezuela, el cual estuvo vigente hasta finales del mes de octubre de 2006.
- Venezuela aceleró las negociaciones con el MERCOSUR, hasta ser incorporado como miembro pleno.
- La mayor parte de las empresas petroleras con actividades en Venezuela fueron obligadas a migrar al esquema de empresas mixtas.
- Se modificó la Ley de Impuesto sobre la Renta (ISLR) con el fin de establecer un nuevo esquema impositivo en materia petrolera.
- Se Profundizaron los esquemas de Petrocaribe y Petrosur, para lo cual el Ejecutivo invitó a los países africanos a incorporarse a dicha iniciativa. En Petrocaribe (donde PDVSA sule aproximadamente 50% del petróleo que se consume en el Caribe), se están impulsando 14 proyectos de infraestructura, adicionalmente se están ejecutando acciones para la construcción de tanques y facilidades para el almacenamiento de derivados de petróleo.
- Se estatizó la CANTV y la Electricidad de Caracas; y se está en vías de estatizar las restantes empresas de electricidad del sector privado. También se ha hablado de estatizar a SIDOR y al Sistema Financiero Venezolano.

INVERSION EXTRANJERA DIRECTA

- La Superintendencia de Inversiones Extranjera considera como inversión lo siguiente:
- Divisas: Inversión en moneda extranjera libremente convertible como aporte al capital de una empresa.
- Bienes Físicos o Tangibles: plantas industriales, maquinarias, equipos, repuestos, materias primas y productos intermedios.
- Capitalización de Acreencias: monto proveniente de una operación crediticia, o de prestaciones tecnológicas y licencias recibidas y no canceladas.
- Inversión en Moneda Nacional: Inversiones y Reinversiones, Inversión del producto de la Venta de Acciones, Participaciones o Derechos.
- Contribuciones Tecnológicas Intangibles: marcas, modelos industriales, asistencia técnica y conocimientos

- técnicos, patentados o no.
- Conversión de Deuda Pública Externa en Inversión.

LA SUPERINTENDENCIA DE INVERSIONES EXTRANJERAS (SIEIX)

Como ya se mencionó antes, es el órgano responsable por la vigilancia de las inversiones extranjeras en el país, y está actualmente adscrito al Ministerio del Poder Popular para las Industrias Ligeras y Comercio (MILCO)

FUNCIONES

Registro de Inversión Extranjera y Actualización Anual del Registro de Inversión Extranjera Directa
Registro de Contratos sobre Importación de Tecnología y sobre Licencias de Marcas y Patentes
Otorgamiento de Credencial de Inversionista Nacional
Calificación de Empresa

EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

DEFINICIÓN

El Sistema Monetario Internacional o Sistema Cambiario es el conjunto de reglas costumbres, instrumentos, facilidades crediticias y organizaciones que afectan o intervienen afectan el pago de obligaciones internacionales. Se puede agregar que es un conjunto de arreglos institucionales para determinar los tipos de cambio entre las diferentes monedas, acomodar los flujos del comercio internacional y de capital, y hacer los ajustes necesarios en las balanzas de pagos de diferentes países. Es un conjunto de instituciones y acuerdos internacionales que permite que la economía global funcione.

PROPÓSITOS

Aun intuitivamente, el lego entiende que dentro de cada país debe existir un sistema monetario. En Venezuela el signo monetario es el bolívar. El bolívar es diferente al peso colombiano, al dólar norteamericano y al resto de las monedas que existen en el mundo. Por eso se requiere cierta estandarización que nos permita:

- Creación de un sistema de cambio por el cual se fijen las normas para la determinación de las paridades relativas entre las monedas de los distintos países del mundo.
- Centralizar en una Autoridad Monetaria Internacional las reglas de juego básico que los países estén dispuestos a respetar en la fijación o elaboración de su sistema de cambio externo, tomando en consideración que las relaciones económicas internacionales son entre estados soberanos, y por lo tanto debe existir un cierto grado de respeto de su autonomía económica.
- Crear liquidez para el desarrollo del comercio internacional, suficiente para el desarrollo adecuado y amplio del comercio internacional. El objetivo comercial de cualquier sistema de cambio es lograr y mantener una comunidad mundial próspera, que participe en un comercio multilateral sin restricciones.
- Lograr ajustes en los desequilibrios en las balanzas de pago, realizando el menor número de desajustes en las economías internas de cada país.
- Buscar una estabilidad en las tasas de cambio. El sistema debe ajustar las tasas de cambio, pero los ajustes en las mismas deben ser tales que se realicen únicamente cuando sean necesarios, y logren a mediano plazo una aparente estabilidad en tasas de las monedas entre sí.
- Establecer mecanismos que permitan el financiamiento de los déficit a corto y largo plazo en la balanza de pagos de los países en vías de desarrollo, los cuales deben ser receptores de ahorro de los países desarrollados.

TIPOS DE SISTEMAS DE CAMBIO

Dentro de la definición de lo que es un sistema de monetario internacional, la parte más importante y ciertamente más delicada es el mecanismo utilizado para fijar la tasa de cambio de las monedas de los países. El sistema de cambio puede ser fijo, cuando la tasa de cambio está fijada o sea definida por una autoridad monetaria; y flexible, cuando la tasa de cambio es el producto de la libre oferta y demanda de los mercados de cambio. Veamos algunos ejemplos:

• Patrón oro o metales

Patrón oro puro: el sistema en base a la paridad oro, es un sistema monetario internacional en el que existe el oro como única reserva y donde el mecanismo oficial para cancelar las obligaciones de un país es el oro. Bajo un sistema estricto de paridad oro, la cantidad de moneda en circulación en la economía está definida por una cantidad determinada de oro que constituye la reserva del país.

Patrón cambio oro: una variación del sistema de patrón oro, es el patrón de cambio oro. Bajo este sistema, se fija una o varias monedas de reserva, las que a su vez asumen la obligación de ser convertidas en oro; el resto de los países del sistema fijan su paridad, no en relación al contenido de oro sino a la

paridad con la moneda de reserva.

- **Paridad fija con moneda de reserva:** consiste fundamentalmente en un sistema cambiario con (a) una paridad fija de cambio entre la moneda del país y el resto de las monedas del mundo y (b) un sistema de reservas constituidas por depósitos en divisas en una moneda predeterminada (por ejemplo el dólar o la libra esterlina). En este caso, el valor de cambio de la moneda está determinado por la autoridad monetaria de cada país, y no corresponde necesariamente a una relación entre los componentes de oro o de las reservas monetarias del país emisor de la moneda, como sucede con el patrón oro.
- **Cambio flotante (flexible):** es aquel sistema en el cual el valor de cambio de una moneda es el resultado de su libre oferta y demanda en los mercados financieros internacionales. En este caso, no existe una paridad oficial definida por autoridad alguna, ya sea nacional o internacional.
- **Cambio múltiple:** no es una forma distinta de cambio, sino que describe el mecanismo que se utiliza para los efectos de fijar la tasa de cambio de la moneda interna con respecto a otras monedas. Casi se puede decir que todos los países del mundo tienen un sistema de cambio múltiple, excepto los Estados Unidos de América (USA), ya que la mayoría de las monedas del mundo fijan su tasa de cambio con respecto al dólar norteamericano y, con posterioridad, fijan su tasa de cambio con respecto al resto de las monedas del mundo, cruzándose a través de la cotización del dólar norteamericano.
- **Paridad múltiple:** en este sistema, una moneda goza de más de un precio en el mercado de cambio internacional; o sea, que en un mismo momento, existe más de una cotización para la misma. Comúnmente, en el sistema de paridad múltiple existe una moneda libre y una controlada y (a) la moneda libre fija su valor de cambio de acuerdo a la oferta y la demanda y es accesible al público sin restricciones o control de cambio alguno; en tanto que (b) la moneda controlada goza de una cotización oficial y solo se puede adquirir previa la observancia de ciertas formalidades, generalmente el cumplimiento de requisitos de control cambiario.

LA INVERSION EXTRANJERA EN VENEZUELA

De acuerdo con las cifras obtenidas de CONAPRI, en su informe 2006, que a su vez se basa en los registros de la SIEX, la inversión extranjera directa no petrolera acumulada hasta septiembre de 2006 se ubica en \$75,7MM, nivel que está por debajo de lo registrado para el mismo periodo de 2005 donde esta variable acumuló \$628,8MM. La cifra de 2006 está distribuida, de acuerdo a la procedencia de la inversión así: Panamá 24,18%; Estados Unidos de América 20,52%; Colombia 11,32%; Suiza 10,91%; España 5,87%; Reino Unido 6,31%; y Otros Países 20,90%. Este grupo de países ha figurado en forma constante en el lapso de los últimos 15 años. Durante ese periodo se puede distinguir que los líderes de 2006 junto con Japón y Francia se han apuntado como los socios tradicionales de inversión de Venezuela.

LA INVERSION INTERNACIONAL DE VENEZUELA

Según un Informe "La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe" producido por la CEPAL (2007), la información disponible sobre inversiones de los países de América Latina y el Caribe en el extranjero es muy limitada, pero es indudable que aumentaron enormemente en los últimos tres años, dado que las cifras oficiales revelan una expansión de \$6.000MM a \$38.600MM en ese período. El mayor propulsor de estas inversiones externas es la internacionalización de un grupo relativamente reducido de translatinas de Brasil y México. El grupo brasileño está integrado por Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), que compró la empresa canadiense INCO por \$17.000MM, y PETROBRAS, Gerdau e Itaú, que han realizado una amplia gama de operaciones independientes. El grupo mexicano está compuesto por América Móvil y Telmex, empresas que hicieron cuantiosas adquisiciones en América Latina y el Caribe, y el grupo Alfa, que creció en Estados Unidos, Europa y China. A eso se podría agregar Cementos Mexicanos (CEMEX), que compró el Grupo Rinker de Australia por una suma superior a los \$14.000MM en una operación que finalmente se concretó en abril de 2007. Fuera de las translatinas brasileñas y mexicanas, también realizaron grandes inversiones Tenaris de Argentina, que compró la estadounidense Maverick Tube Corp, y la empresa petrolera de la República Bolivariana de Venezuela PDVSA, que está invirtiendo en refinerías (Argentina, Belice, Brasil, Uruguay) y gasoductos (Colombia). Esto demuestra que las translatinas han comenzado a participar mucho más activamente en el proceso de internacionalización, sobre todo fuera de la región.

Las cifras obtenidas de la Balanza de Pagos venezolana, que publica el Banco Central de Venezuela, nos dice que Venezuela invirtió en el exterior lo siguiente: 2002 \$1.026MM; 2003 \$1.318MM; 2004 \$619MM; 2005 \$1.183MM; y 2006 \$2.089MM.

A continuación dos artículos de prensa, ambos publicados en Mayo/2007, donde se realiza la importancia de la Inversión extranjera para la economía de los países.

USA LANZA CAMPAÑA PARA INVERSIÓN EXTRANJERA

La administración del presidente George W. Bush lanzó una iniciativa ayer para demostrar que Estados Unidos recibe con los brazos abiertos a la inversión extranjera.

La medida, anunciada por el propio mandatario y el secretario del Tesoro Henry Paulson, se pone en marcha en medio de una baja de la inversión mundial en EEUU en los últimos años y la percepción de que existe una barrera para las empresas extranjeras, expresaron funcionarios.

"Como el inversor más grande del mundo y el país que recibe más inversión en el mundo, EEUU tiene un papel clave en la promoción de un régimen de inversión abierta", dijo Bush en un comunicado.

La campaña se inicia un año después de que la empresa Dubai Ports World adquiriera el operador portuario estadounidense P&O y luego se viera obligado a venderlo ante las duras críticas del Congreso y grupos de intereses que alegaban que ello implicaba un riesgo para la seguridad nacional.

Paulson manifestó que el gobierno está preocupado por la baja en inversiones extranjeras en EEUU desde el pico que alcanzó en el 2000.

"Algunos se preguntan, a raíz de la confusión y la publicidad en el caso de Dubai Ports, si realmente recibimos bien la inversión, si estamos poniendo barreras", dijo Paulson en una entrevista con la cadena de televisión CNBC.

Cifras del Tesoro muestran que el número de estadounidenses empleados por empresas extranjeras cayó de 5.7 millones en el 2000 (5.1% de la fuerza de trabajo del sector privado), a 5.1 millones (4.7%) en el 2005.

TRATADOS INSTAN AL ESTADO A NO OBSTACULIZAR INVERSIONES EXTRANJERAS

La Cámara Venezolana Japonesa (CAVEJA) y el escritorio jurídico Torres, Plaz & Araujo (TPA), ofrecieron en una conferencia las leyes vigentes más controversiales y su impacto en la economía local.

Los asistentes conocieron las limitaciones y los alcances del marco regulatorio en los ámbitos fiscal, laboral, de propiedad intelectual y petróleo.

Valentina Cabrera asociada al escritorio jurídico TPA, se refirió a las inversiones extranjeras en el país. Y comentó que frente a los anuncios oficiales de nacionalizar, expropiar y confiscar, los capitales foráneos cuentan con los tratados bilaterales que Venezuela ha suscrito con más de veinte países.

En esos acuerdos se establece igualdad de condiciones y garantías a la de los nacionales.

Y en esos convenios, dijo, "se obliga al Estado a no obstaculizar" el uso, manejo y administración de esas inversiones. El control de cambio y las expropiaciones, por citar algunos casos, obstaculizan la fluidez de esos recursos.

Refirió que existen los centros de arbitraje para dirimir controversias en el marco de esos tratados. Cabrera indicó que esto pudiese considerarse "remoto", pero "son opciones válidas".

NOTA: Gran parte de la información contenida en este material ha sido extraída del libro ELEMENTOS DE FINANZAS INTERNACIONALES, del Dr. James Otis Rodner - 1997.

Inocencio Sánchez

PhD / MBA / MSc / Contador Público

Profesor Área de Estudios de Postgrado y del Centro de Extensión y Asistencia Técnica a las 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.