

MERCADOS FINANCIEROS

INTRODUCCIÓN

Las empresas crecen, bien sea porque amplían su capacidad productiva con la incorporación de nuevas líneas de productos o expansión de las líneas existentes, o simplemente porque, para mantenerse dentro del negocio, deben reemplazar equipos, mejorar los existentes, aumentar la producción, incrementar inventarios, etc.

Como es lógico suponer, este crecimiento se traducirá en incrementos en las inversiones (activos) del negocio, que requieren ser financiados, por lo que observaremos también incrementos en los recursos financieros o mecanismos de financiamiento (pasivo y patrimonio). Sin embargo, solo en muy contadas oportunidades o en caso de empresas familiares o muy pequeñas, los propietarios (accionistas, socios o participantes) están en capacidad de inyectar el financiamiento que el crecimiento demanda. Por lo tanto, las empresas se ven en la necesidad de acudir al mercado del crédito o, en sentido más amplio, al mercado financiero.

Mercado, por definición, no es otra cosa que un sitio público, destinado para comerciar (comprar y vender), donde se centralizan las transacciones al detal o al por mayor de productos de toda índole. Por supuesto que al encontrarse en ese sitio la oferta y la demanda de productos es el punto ideal para la formación de los precios. De esta misma manera, los mercados financieros representan el encuentro de personas, naturales o jurídicas, en sitios públicos o virtuales, para intercambiar papeles por dinero. En forma general, estos papeles son denominados activos y pasivos financieros, dependiendo del lado desde donde se miran, pero que no son más que títulos financieros a corto, mediano y largo plazo. En este trabajo se intenta definir o explicar tales mercados, las personas o instituciones que en ellos se encuentran y los títulos que intercambian.

SUPERAVITARIO O DEFICITARIO ⁽¹⁾

El mercado financiero tiene su fundamento en un esquema básico de la economía. Todas unidades que conforman la economía de una 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.

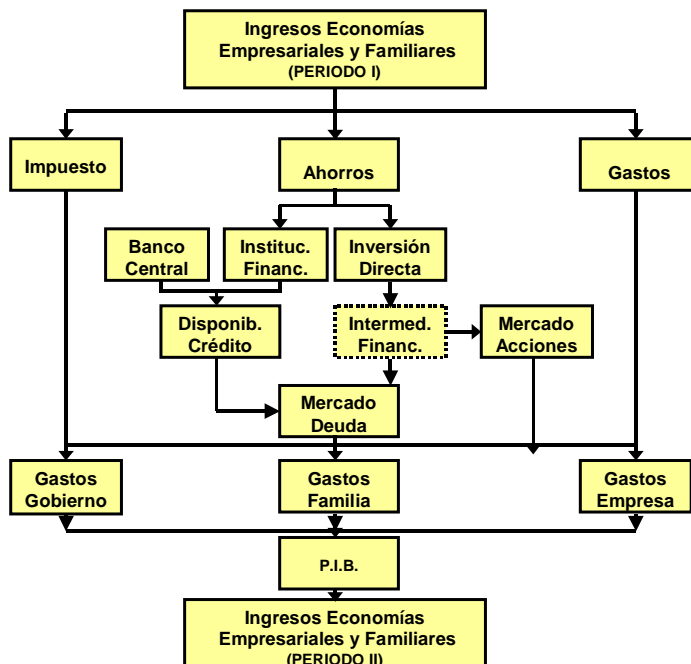
- En primer término, las unidades económicas, al percibir sus ingresos, y en algunos casos antes de recibirlo, lo comprometen para satisfacer sus necesidades primarias. En el caso de las economías familiares, se usa en alimentos, vestido, calzado, techo, salud, recreación y educación. Cuando se trata 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 sí 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.

ESQUEMA DE LA CORRIENTE DE INGRESOS ⁽²⁾



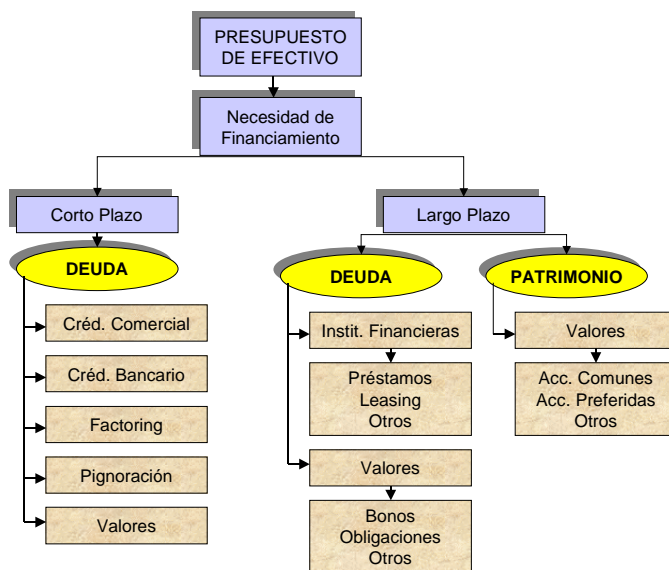
CORTO O LARGO PLAZO ⁽³⁾

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).

El fundamento del asunto es la determinación del superávit o déficit y su duración, para lo cual se utiliza la herramienta de trabajo denominada presupuesto de efectivo, flujo de caja o "cash flow", como es más comúnmente conocida en los círculos financieros. A través de ella, y mediante la mejor estimación posible de los ingresos y desembolsos del período en análisis, se determinan los puntos (meses, semanas o días, según sean los periodos considerados) en los cuales los ingresos superan a los desembolsos o viceversa. Dependiendo de cada situación, la resultante debe originar una acción destinada a corregir el desajuste.

Cuando el desajuste, superávit o déficit, sea por periodos cortos, no mayores de un año, se debe recurrir al mercado monetario, donde, como ya dijimos, los instrumentos financieros negociados en él son a corto plazo. En gran proporción, este mercado

ESQUEMA DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT ⁽⁴⁾



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. Si el resultado temporal es superavitario, la unidad debería recurrir al ahorro en instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo, como son las cuentas corrientes, cuentas de ahorros, certificados de ahorro, certificados de depósito, fondos de activos líquidos, etc.; pero si se quiere asumir

algún riesgo, se puede acceder al mercado de valores mediante adquisición de papeles comerciales y algunos títulos de participación a corto plazo o acciones de las que se negocien frecuentemente (presencia bursátil no menor al 80%; es decir, que se cotice en 4 de cada 5 sesiones) en la Bolsa de Valores. En el caso de las unidades deficitarias, de igual forma, lo ideal es acudir a las Instituciones Financieras en busca de dinero, a través de las modalidades de pagaré, descuento, pignoración, factoring, etc., o acudir al Mercado de Valores mediante la emisión de papeles comerciales o títulos de participación de corto plazo.

Cuando el desajuste es a plazos más largos, mayores de un año, 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 (papeles comerciales, títulos de participación, obligaciones quirografarias, acciones, etc.) o invertir en activos reales (bienes inmuebles, bienes muebles, equipos, etc.). Para las unidades deficitarias, la situación se torna más compleja, ya que deben acudir al mercado de capitales, para lo cual antes deben tomar decisiones de mucha trascendencia. En primer término, debe decidirse la modalidad a utilizar; si se buscarán los fondos a través de deuda o a través de patrimonio. Esta primera decisión hace necesaria la preparación de un presupuesto de efectivo a más largo plazo, con el objeto de determinar si, a largo plazo, la unidad económica deficitaria generará recursos suficientes para convertirse nuevamente en una unidad superavitaria consistente o si por el contrario el déficit es de carácter permanente. En el primer caso, obviamente se preferirá contraer deudas, pero en el segundo caso, no hay otro recurso que incrementar el capital social. En segundo término, escogida la modalidad, debe decidirse cual es el mecanismo a utilizar para obtener los fondos.

En el caso de deuda, las alternativas son mayores, ya que puede acudirse a las Instituciones Financieras a negociar un préstamo a largo plazo, en las variadas formas que existen, incluyendo el arrendamiento financiero (leasing) y los préstamos sindicados, pero con un aspecto común: se requiere una garantía real, generalmente hipotecaria. También, la unidad deficitaria, puede acudir al Mercado de Valores, mediante la emisión de bonos u obligaciones quirografarias o hipotecarias, títulos de participación, etc. La emisión de valores, si bien requiere trámites mucho mayores, representa un medio muy seguro de captación de recursos y que brinda mucho prestigio al emisor.

En el caso de patrimonio, se requiere una emisión de acciones, pudiendo hacerse con acciones comunes o acciones preferidas, mediante oferta pública o privada. La oferta pública se rige por la Ley de Mercado de Capitales, lo cual, como ya se mencionó, hace necesario cumplir trámites, que a veces no son muy sencillos.

En cualquiera de los casos en que se requiera financiamiento a largo plazo, lo más recomendable es contratar la asesoría de individuos o empresas especializadas en estas lides, autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, que generalmente tienen el conocimiento y experiencia necesarios y pueden dar un oportuno consejo y ayudar a montar la operación en tiempos menores, lo cual siempre representa una ventaja.

MERCADO DE CAPITALES O MERCADO DE VALORES ⁽⁵⁾

Ahora bien, la posibilidad de que las instituciones financieras puedan dar apoyo financiero a las unidades deficitarias, mediante cualquiera de los mecanismos existentes, o de que puedan ser colocados en forma privada o pública los valores emitidos por ellas, depende en alto grado de que existan unidades superavitarias motivadas a destinar su superávit al ahorro o a la inversión y unidades deficitarias dispuestas a remunerar adecuadamente tales ahorros e inversiones. Si esto no sucede, y los excedentes son utilizados para aumentar el consumismo, se genera una demanda desproporcionada con la oferta de los bienes y servicios de las economías productoras. Estas, al ser incapaces de financiar el crecimiento, debido a la inexistencia de ahorros, no pueden ajustar su producción, lo cual desencadena un aumento sostenido de los precios y por ende, un incremento de la inflación.

Lo mencionado hasta ahora nos indica que tanto en el mercado de capitales y como en el mercado monetario, se incluyen operaciones con instituciones financieras regidas por la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras, y valores regidos por la Ley de Mercado de Capitales. En cualquiera de estos dos casos, se produce un intercambio de dinero por papeles denominados, en forma general, valores.

Esta situación define claramente un nuevo mercado: el Mercado de Valores. Este mercado, como ya se mencionó, puede formar parte del mercado monetario o del mercado de capitales, en función a 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.

La misma Ley (artículo 22) define un valor como "las acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa, que posean iguales características y que otorguen los mismos derechos dentro de su clase". En este concepto entran las acciones comunes, acciones preferidas, cuotas de participación, obligaciones

quiografarias, obligaciones hipotecarias, títulos de participación, papeles comerciales, por solo citar los mas conocidos. Si bien es cierto que la mayoría de los instrumentos citados encajan perfectamente dentro del concepto de mercado de capitales, por tratarse de valores a mediano y largo plazo, no es menos cierto que los papeles comerciales pertenecen al mercado monetario, por cuanto, por regulación expresa de la norma que los autoriza, su vencimiento no podrá exceder de 360 días, por lo que mal pueden encajar dentro del mercado de capitales. De igual forma, y aun cuando no están controlados por la Ley de Mercado de Capitales, el Banco Central de Venezuela emite valores a corto plazo, como medio para regular el circulante y promover una adecuada liquidez, lo que aumentan los productos disponibles para ahorro.

Lo que sí es cierto, es que el Mercado de Valores puede considerarse un valioso aliado del Mercado de Capitales, porque no obstante que los valores emitidos sean a largo plazo, al hacerlos negociables antes de su vencimiento, se motiva su adquisición por parte de las unidades superavitarias que, de otra forma, posiblemente no estarían dispuestas a comprometer sus ahorros por largos periodos.

MERCADO DE VALORES ⁽⁶⁾

Ya hemos señalado que los mercados financieros se clasifican de acuerdo a la naturaleza de los instrumentos financieros (activos y pasivos) 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). Igualmente, hemos dicho que, tanto en el mercado de capitales como en el mercado monetario, se incluyen operaciones con instituciones financieras regidas por la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras, y valores regidos por la Ley de Mercado de Capitales. En cualquiera de estos dos casos, se produce un intercambio de dinero por papel denominados, en forma general, valores. Esta situación define claramente un nuevo mercado: el Mercado de Valores.

El mercado de valores incluye todos los instrumentos, de corto o largo plazo, que sean emitidos en masa, distribuidos en forma pública, que posean iguales características y 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 quiografarias, 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 nuestros archiconocidos bonos cero cupón, los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM) y los actuales REPOS.

Ahora bien, 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, como se dijo antes, 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.

Lamentablemente, el mercado de valores no ha tenido, en nuestro país, el desarrollo que se esperaba, por lo que, además de las instituciones financieras, solo un número muy reducido de empresas hace oferta pública de valores. Debemos agregar además, que estas empresas involucradas en tales ofertas, prefieren, y así lo demuestran las estadísticas de los dos últimos años, los papeles comerciales, que son instrumentos de corto plazo.

Tenemos entre manos entonces, dos situaciones dignas de análisis, para tratar de explicar el por qué el mercado de valores tiene tan pocos adeptos, y por que esos adeptos se inclinan más por el mercado monetario que por el mercado de capitales.

LIMITACIONES EN EL MERCADO DE VALORES ⁽⁷⁾

En el aparte precedente, mencioné que el Mercado de Valores no ha tenido, en nuestro país, el desarrollo que se esperaba, por lo que, además de las instituciones financieras, solo un número muy reducido de empresas hace oferta pública de valores. Para ilustrar esta afirmación, señalo a continuación algunas cifras que, si bien es cierto han sido un poco ajustadas o "manipuladas" por mí, reflejan información publicada (1995) por entes oficiales. De acuerdo a datos del SENIAT, existen en el país, aproximadamente, dos millones de empresas contribuyentes, es decir un universo de 2×10^6 de entes que estarían, teóricamente, en capacidad de hacer oferta pública de valores. Según estadísticas de la Comisión Nacional de Valores, solo aproximadamente dos mil (2×10^3) entes aparecen inscritos en el Registro Nacional de Valores. Podríamos agregar además, que las empresas involucradas en oferta pública de valores prefieren, y así lo demuestran las estadísticas de los dos últimos años, los papeles comerciales (mercado monetario), por lo que estimo que, de éstas, solamente unas doscientas (2×10^2) hacen oferta pública de acciones y están inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas. En el corro caraqueño, usualmente, no aparecen transacciones de mas de veinte empresas (2×10^1), de las cuales dos (2×10^0) representan aproximadamente el setenta y cinco por ciento (75%) de las operaciones bursátiles. En resumen, de un total de 2×10^6 personas que podrían estar activas en el mercado de valores, solo 2×10^0 tienen una presencia importante en el mismo.

Tratamos de investigar por qué el mercado de valores tiene tan pocos adeptos, y nos conseguimos con respuestas tales como: "desconocimiento del alcance del mercado", "dificultades en llenar todos los requisitos exigidos por la Comisión Nacional de Valores", "dificultades para cumplir con las exigencias posteriores de la CNV", "altas comisiones de los asesores y agentes de colocación", etc. Sin embargo, mi opinión, sin despreciar los resultados de la investigación, es que, en el fondo, es una cuestión de cultura. La oferta pública de valores y la subsiguiente inscripción en el Registro Nacional de Valores, hace que mucha de la información que maneja la empresa se convierta en una cosa pública, a lo cual no estamos acostumbrados los venezolanos.

En efecto, las normas vigentes de la Comisión Nacional de Valores requieren que, para gestionar autorización para hacer oferta pública de valores y obtener su inscripción en el Registro Nacional de Valores, debe presentarse una solicitud, a la cual debe anexarse una gran cantidad de información, (toda la información que pudiera influir en la decisión del potencial inversionista ha de ser revelada), además de una versión preliminar del prospecto, la cual varía según sea el tipo de título que se proponga emitir. Esta información preliminar es de carácter público, y muy especialmente el prospecto, ya que al ser aprobada la mencionada versión preliminar, éste deberá emitirse en forma definitiva, y entregado a cada uno de los eventuales inversionistas. El prospecto contiene toda la información relevante de la empresa, incluyendo sus estados financieros correspondientes a los últimos cinco años. Con posterioridad, la empresa queda, automáticamente, sujeta al control y fiscalización de la Comisión Nacional de Valores, y sometida a un régimen especial de orden público, en virtud del cual impera la protección a los inversionistas, poseedores de valores y, en consecuencia, está obligada a cumplir con las "Normas relativas a la información periódica que deben suministrar las personas sometidas al control de la Comisión Nacional Valores", las cuales incluyen, entre otras cosas, los estados financieros, declaraciones de dividendos, informe de los administradores, contenido de contratos de importancia, litigios y reclamaciones pendientes, cambios en políticas de ventas, de crédito, etc. Esta información, por ser de carácter público, puede ser revisada, y hasta fotocopiada, por cualquier interesado que la solicite en la Dirección del Registro Nacional de Valores. Adicionalmente, es de pensar que el hecho de que la información sea pública, haría que la empresa se vuelva, necesariamente, más cuidadosa, ya que va a estar siendo observada y analizada por muchas mas personas que cuando no hacia oferta pública de valores.

Podríamos inferir que el proceso de obtener la autorización para hacer oferta pública es engorroso y costoso, pero realmente esto no es así. Aún cuando es recomendable contratar la asesoría de individuos o empresas especializadas en estas lides, autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, que generalmente tienen el conocimiento y experticia necesarias y pueden dar un oportuno consejo y ayudar a montar la operación en menor tiempo, la empresa puede hacerlo directamente, con la seguridad de que recibirá oportuna atención de parte de la Comisión Nacional de Valores. En cuanto al costo, éste puede estimarse en aproximadamente un 5% del monto de la emisión, incluido cualquier imprevisto, lo cual luce razonable. Por eso, insistimos en que se trata de una cuestión de cultura: no nos gusta ser controlados y no queremos que todo lo que hagamos sea público.

En cuanto a por qué los pocos adeptos al mercado de valores se inclinan mas por el mercado monetario que por el mercado de capitales, es decir, a esa marcada preferencia por la emisión de instrumentos a corto plazo en vez de instrumentos a largo plazo, esto parecería provenir del hecho de que la información requerida para este tipo de títulos es mucho más simplificada o fácil de preparar; sin embargo, no hay que pasar por alto que los asesores juegan un papel importante en esta decisión, y usualmente se recomienda este tipo de instrumentos como una manera de explorar cual es el sentimiento del público hacia la empresa, antes de atreverse a salir con una emisión

a largo plazo. Adicionalmente, en cuanto a la preferencia por el mercado de DEUDA, en vez del mercado de ACCIONES, la antes mencionada investigación resalta "temor a perder el control de la administración", "pocos deseos de renunciar a derechos de preferencia", "poco interés de los inversionistas por las acciones nuevas", etc., lo que parece explicar, en cierto modo, que existe la renuencia de muchos propietarios (accionistas) de empresas a diluir o compartir el control y las utilidades de éstas, por lo que les cuesta mucho tomar una decisión para la venta, en forma pública, de nuevas acciones.

A la fecha de esta recopilación, los citados arriba números han cambiado, pero no precisamente para mejorar sino para empeorar. Electricidad de Caracas ELECAR y Siderúrgica Venezolana SIVENSA, que eran la 2×10^0 empresas que movían el 75% del mercado ya no las conseguimos allí. ELECAR fue adquirida en una OPA hostil por un grupo extranjero y ya no cotiza ampliamente sus acciones en la bolsa y SIVENSA, debido a grandes problemas financieros, dejó de ser atractiva para los inversionistas, al punto de que sus acciones se cotizan a un precio de "una cifra baja", o sea, menos de diez bolívares. Los líderes ahora son CANTV y Mercantil Servicios Financieros, pero eventualmente surgen algunos cruces con acciones de algunas instituciones financieras que modifican el comportamiento del corro bursátil.

INSTITUCIONES E INSTRUMENTOS EN EL MERCADO DE VALORES VENEZOLANO

El Mercado de Valores venezolano está regido por la Ley de Mercado de Capitales (LMC), la cual 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."

Este enunciado implica la existencia de títulos emitidos conforme a la LMC y títulos emitidos conforme a otras leyes. Esta distinción ocasiona también la existencia de instituciones de diferentes regímenes legales, acorde con los títulos que emiten. Aún cuando este trabajo solo se relaciona con las instituciones e instrumentos regidos por la LMC, con el objeto de enriquecer su contenido, haremos algunas referencias a instituciones e instrumentos regidos por las otras leyes mencionadas en el párrafo anterior.

INSTITUCIONES PRESENTES EN EL MERCADO DE VALORES

A objeto de facilitar el estudio y características de cada una de las instituciones presentes en el mercado de valores, me permito dividir las en tres categorías, a saber:

1. ente supervisor (Comisión Nacional de Valores),
2. entes sujetos al control de la CNV
3. entes no sujetos a su control.

LA COMISION 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 referiremos, en primera instancia, a esta institución, por su carácter de ente supervisor.

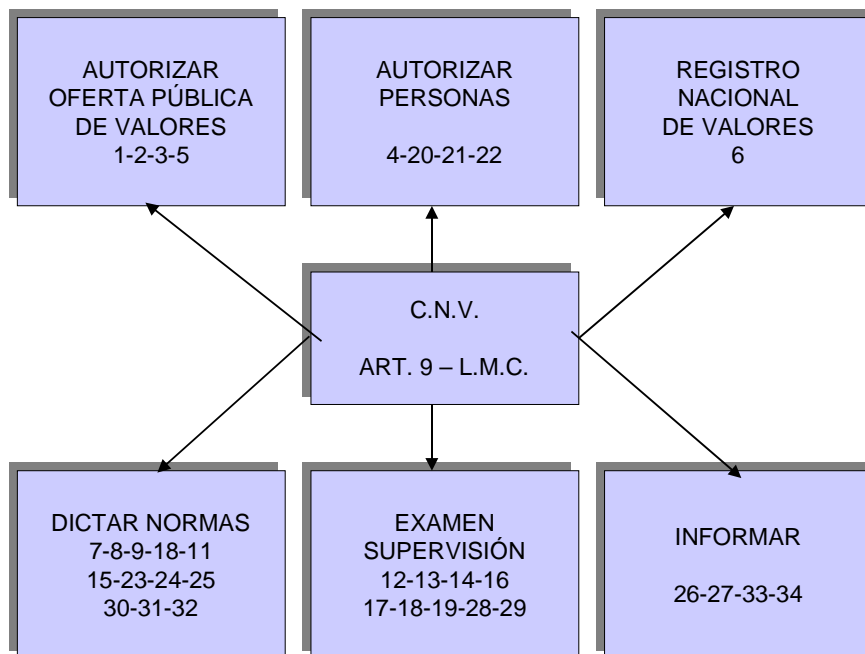
La Comisión Nacional de Valores (CNV) está "... compuesto por un Presidente y cuatro (4) Directores, con sus respectivos suplentes, los cuales serán designados por el Presidente de la República..." (Artículo 3 LMC). Tiene un Secretario Ejecutivo, designado por la CNV, con funciones administrativas, y con derecho a voz en las sesiones de la Comisión (Artículo 7 LMC). La CNV tiene además un Secretario Ejecutivo Adjunto, un Consultor Jurídico y nueve (9) direcciones técnicas, a saber: Dirección del Registro Nacional de Valores, Dirección de Control de Oferta Pública de Valores y Entes Emisores, Dirección de Control de Intermediarios, Bolsas de Valores e Instituciones de Inversión Colectiva, Dirección de Programas Especiales, Dirección de Auditoría e Inspección, Dirección de Estudios Económicos y Estadísticos, Dirección de Estudios Contables, Dirección de Administración y Director de Oficina Regional. Todos estos funcionarios, requeridos para el cumplimiento de los objetivos de la CNV, son nombrados y removidos por el Presidente de la Comisión, en ejercicio de las atribuciones que le confiere el Artículo 7 de la LMC. El artículo 9 (LMC), instituye las atribuciones y deberes de la CNV:

1. Autorizar la oferta pública, en el territorio nacional, de los valores emitidos por personas domiciliadas en Venezuela.
2. Autorizar la oferta pública, en el territorio nacional, de los valores emitidos por organismos internacionales, gobiernos e instituciones extranjeras, sociedades domiciliadas en el exterior, y cualquier otra persona que se asimile a los mismos.
3. Autorizar la oferta pública, fuera del territorio nacional, de los valores emitidos por personas domiciliadas en Venezuela.
4. Autorizar la actuación de personas que se propongan constituir sociedades por suscripción pública, y dictar las normas que regulen ese proceso.
5. Autorizar la publicidad y los prospectos de las emisiones de valores, a los fines de su oferta pública.

6. Inscribir en el Registro Nacional de Valores, las emisiones de valores, una vez otorgada la autorización a que se refieren los ordinales 1, 2 y 3 de este artículo.
7. Dictar las normas conforme a las cuales se autorizará el funcionamiento de las sociedades calificadoras de riesgo.
8. Dictar las normas conforme a las cuales podrán operar en el territorio nacional las sociedades domiciliadas en el exterior, que realicen actividades de intermediación con valores objeto de oferta pública o asesoría de inversión.
9. Determinar la oferta y contenido de los estados financieros que, con carácter obligatorio, deben presentar las sociedades que pretendan hacer oferta pública de valores, teniendo como base los Principios de Contabilidad de Aceptación General.
10. Aumentar o reducir las tarifas por el uso de sus servicios, tomando en cuenta la competitividad nacional e internacional del mercado de capitales.
11. Establecer la forma en que podrán llevarse los libros obligatorios establecidos en el artículo 32 del Código de Comercio, incluyendo los tipos de asientos contables y demás anotaciones, los cuales podrán ser producidos a través de procedimientos mecánicos, electrónicos e informáticos. Los libros llevados con arreglo a las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores, podrán hacer prueba entre comerciantes por hechos de comercio y tendrán los efectos previstos en el artículo 38 del Código de Comercio.
12. Examinar los recaudos y certificaciones de los avalúos de los inmuebles que ofrezcan hipotecar las entidades y sociedades en garantía de la emisión de obligaciones u otros valores que aspiren a ofrecer públicamente.
13. Suspender o cancelar, por causa debidamente justificada, mediante resolución motivada, la autorización otorgada para hacer oferta pública de valores.
14. Cancelar o suspender, por causa debidamente justificada, mediante resolución motivada, la inscripción en el Registro Nacional de Valores de cualquier persona de las reglamentadas por esta Ley.
15. Adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en valores sujetos a esta Ley.
16. Convocar, previa averiguación sumaria, a las asambleas de accionistas de las sociedades sometidas a su control, cuando no hubiesen celebrado asamblea. A este efecto deberá indicar en la convocatoria los puntos que serán tratados en la misma.
17. Recomendar a la asamblea de accionistas, mediante resolución motivada y previa averiguación sumaria, la remoción de los administradores de las sociedades bajo su control, cuando éstos se encontraren incurso en irregularidades.
18. Practicar visitas a las sociedades bajo su control, en las cuales podrá inspeccionar sus libros y documentos.
19. Designar a uno de sus funcionarios para asistir, con derecho a voz, pero sin voto, a las asambleas de accionistas, obligacionistas u otros tenedores de papeles representativos de derechos de crédito, de las sociedades cuyos valores sean objeto de oferta pública, cuando lo considere conveniente.
20. Autorizar y supervisar la actuación de los corredores públicos de valores, miembros o no de una bolsa y llevar el registro de los mismos, así como revocar o suspender la autorización y cancelar la inscripción en caso de grave violación de las normas que regulan su actividad.
21. Autorizar la creación de las bolsas de valores, la negociación de productos estandarizados, sean estos de naturaleza agrícola, financiera, mercaderías o bienes inmuebles, así como la creación de sus respectivas cámaras de compensación; y regular su funcionamiento.
22. Aprobar o improbar las normas internas y sus modificaciones dictadas por las bolsas de valores, cámaras de compensación de futuros, opciones u otros derivados, y ordenar cuando lo considere necesario su modificación, así como supervisar su funcionamiento, todo ello de conformidad con lo previsto en esta Ley.
23. Fijar los requisitos que deberán cumplir las auditorías internas y externas de las personas sometidas a su control.
24. Dictar las normas que regulen la oferta pública de adquisición de valores y los procesos de toma de control.
25. Establecer, mediante normas de carácter general, las reglas que definan, prevengan y regulen los conflictos de intereses que surjan con ocasión de los procesos regidos por esta Ley.
26. Presentar al Ministerio de Hacienda (hoy Finanzas) y a las Comisiones Permanentes del Congreso de la República (hoy Asamblea Nacional) un informe semestral de sus actividades, y al Presidente de la República, un informe anual de las mismas.
27. Publicar un boletín informativo mensual sobre el mercado de capitales y su comportamiento.
28. Promover el arbitraje para resolver los conflictos que surjan entre los corredores, y entre éstos y sus clientes, derivados de operaciones en el mercado de capitales, pudiendo fijar la Comisión Nacional de Valores las normas de arbitraje que considere necesarias.
29. Supervisar las Bolsas de Valores con la finalidad de proteger el interés público.
30. Dictar mediante normas de carácter general, las condiciones operativas que deberán cumplir los agentes de traspaso.

31. Dictar normas que regulen el proceso de oferta pública de las acciones en Tesorería y participaciones recíprocas de las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores.
 32. Dictar normas de carácter general, en aquellos casos previstos en forma expresa en esta Ley.
 33. Dictar su Reglamento Interno y su Estatuto de Personal; y
 34. Los demás que le asigne esta Ley y otras leyes y reglamentos.
- (Dado que la Ley de Mercado de Capitales vigente fue promulgada el 22/10/1998, algunas normas no están adaptadas a la situación actual de país. El autor ha hecho ciertas citas, pero un cambio completo solo será aplicable al promulgarse una nueva Ley).

ESQUEMA DE LAS ATRIBUCIONES DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES



La LMC, además de crear el Registro Nacional de Valores (RNV), "... donde se anotarán o asentarán todos los documentos y actos que según esta Ley, deban inscribirse" (Artículo 18 LMC), establece que "Los organismos públicos y privados que de alguna manera se relacionen con las actividades de la Comisión Nacional de Valores estarán obligados a suministrarle la colaboración y la información que ésta les requiera dentro de los límites de su competencia" (Artículo 8 LMC). Esta obligación es extensiva al Banco Central de Venezuela, el Ministerio de Hacienda (hoy de Finanzas) y la Superintendencia de Bancos, según lo prescribe el artículo 11 de la Ley.

Como puede apreciarse, la CNV tiene una amplia responsabilidad, de supervisión y control, sobre lo que acontece en el Mercado de Valores, a partir de la creación de empresas o sociedades, pasando por la emisión de títulos y su respectiva publicidad y colocación, hasta la regulación del mercado secundario, retiro de circulación de valores y liquidación de empresas. Es justo reconocer, que esta institución cumple una digna y tesonera labor.

La CNV trabaja activamente en el establecimiento de las normas y procedimientos que le permitan cumplir con sus funciones, además de que ha sido muy efectiva en el análisis, consideración y autorización de la emisión de valores y su correspondiente registro, en la autorización de funcionamiento de empresas y otros entes sujetos al control de la LMC, al igual que ha estado muy pendiente de la protección de los tenedores de valores de oferta pública, para lo cual ha tenido que recurrir en muchos casos a las sanciones administrativas pertinentes, pero también atendiendo los correspondientes recursos de reconsideración. Quizás no ha sido todo lo eficiente que se necesita en la supervisión directa de empresas, para la verificación de la información que recibe; sin embargo, esto puede atribuirse, sin lugar a dudas, al escaso presupuesto de que está dotada, lo cual no le permite contratar el personal idóneo y suficiente para estos fines. Quien esto escribe tuvo conocimiento de que mucho del personal calificado de que la CNV disponía, y en cuya formación había invertido recursos y largos años, se marchó a otro organismo gubernamental, también adscrito al Ministerio de Finanzas, porque esa institución les ofreció mejores remuneraciones, que la CNV no podía, ni remotamente, igualar. El no contar con suficiente personal idóneo y bien remunerado crea una situación muy peligrosa, por cuanto vivimos en un país en que muchos "vivos", afortunadamente una minoría, están a la caza de estas debilidades, para aprovecharse de ellas.

INSTITUCIONES SUJETAS AL CONTROL DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES

De acuerdo a la Ley de Mercado de Capitales (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



INSTITUCIONES (ENTES) EMISORAS

Como su nombre lo indica, los entes o instituciones emisoras son aquellas 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 nueva 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; ...".

Por tal motivo, me tomo la libertad de relacionar las emisoras previstas en la ley derogada, lo cual hará mas claro el tema. En este orden de ideas, las instituciones mas importantes son: las sociedades o compañías anónimas (S. A. o C. A.), las sociedades anónimas de capital autorizado (S.A.C.A.), las sociedades anónimas inscritas de capital abierto (S.A.I.C.A.), las asociaciones civiles de recreación y los organismos internacionales. Las entidades de inversión colectiva y sus sociedades administradoras, cuyos mejores representantes son los fondos mutuales de inversión, aún cuando también hacen oferta pública de sus acciones, serán tratadas en forma separada por su condición de ente emisor e intermediario.

Sociedades o compañías anónimas (S. A. o C. A.): La Sociedad anónima es un ser artificial, invisible e intangible y que existe únicamente en la intención legal. Este tipo de organización, prototipo de las sociedades de capital, está formada por dos o más personas, naturales o jurídicas, que se asocian para desarrollar una determinada actividad mercantil, y a la cual la Ley le confiere una personalidad jurídica propia, diferente a la de sus integrantes, con derechos y obligaciones sociales particulares, las cuales "están garantizadas por un capital determinado y en la que los socios no están obligados sino por el monto de su acción" (*Código de Comercio*).

De esta manera, el capital de este tipo de sociedad está dividido en partes alícuotas que denominamos, en forma general, acciones de capital, a las cuales nos referiremos posteriormente. Los tenedores de dichas acciones, denominados accionistas, son responsables por las obligaciones de la sociedad hasta por el monto que hayan suscrito en el capital social de la misma. Debe destacarse que no importa que las acciones no estén totalmente pagadas, ya que para que la sociedad se considere válidamente constituida, sólo "es necesario

que esté suscrita la totalidad del capital social y entregada en caja por cada accionista la quinta parte, por lo menos, del monto de las acciones por él suscritas ..." (*Código de Comercio*).

Sociedades anónimas de capital autorizado (S. A. C. A.): Son sociedades o compañías anónimas, tal y como ya fueron enunciadas, pero cuyo capital suscrito puede ser inferior al capital autorizado por sus estatutos sociales. En efecto, la LMC permite que la Asamblea de Accionistas autorice un capital "techo" y faculte a los directores o administradores, para que aumenten el capital suscrito hasta el límite del capital autorizado, mediante la emisión de nuevas acciones, en la oportunidad (dentro de los dos años siguientes a la autorización) y cuantía que ellos decidan, sin necesidad de nueva convocatoria a asamblea. La diferencia entre el capital suscrito y el capital autorizado no podrá ser mayor al capital pagado. Las nuevas acciones emitidas podrán ser pagadas hasta en cinco (5) años, con una cuota inicial no inferior al 10%. En este último aspecto, la LMC modifica lo pautado por el Código de Comercio, que establece, como ya mencionó, que las acciones han de estar pagadas en una quinta parte (20%) por lo menos. Lo importante de este tipo de entidad es que flexibiliza el proceso de incrementos de capital, ya que los administradores, dentro de los límites señalados por la LMC y la Asamblea, pueden hacer los incrementos que consideren necesarios, bien sea para la obtención de financiamiento o para el otorgamiento de dividendos en acciones. La nueva LMC omitió la denominación pero mantuvo, en el Capítulo II – artículos 71 al 74, la misma reglamentación.

Sociedades anónimas inscritas de capital abierto (S. A. I. C. A.): Con el establecimiento de este tipo de sociedades se buscó permitir el acceso de mayor número de personas, naturales o jurídicas, a la inversión en acciones, para lograr una "democratización del capital". En este sentido, las SAICA's debían tener un 50%, por lo menos, de su capital social, abierto a accionistas minoritarios, mediante una complicada tabla de límites. La ventaja, tanto para los emisores como para los inversionistas, estuvo en exoneraciones, hasta del 50%, de Impuesto sobre la Renta (LISR), en proporción al porcentaje del capital abierto. La reforma a la LISR de 1986, introdujo una modificación importante al régimen de exoneraciones, para que posteriormente, la LISR de 1991, decretara su eliminación total, por lo que ya no se justificaba la presencia de estas entidades y, en efecto, la nueva LMC no las menciona.

Asociaciones civiles de recreación: a finales de la década del 70 y principios de la del 80, se hizo muy popular la venta de "acciones" de clubes sociales (Alamar, Monteclaro, El Placer, Las Mercedes, El Dorado, Cumbre Azul, Pan de Azúcar, La Hacienda, Paracotos, El Lago, etc., por citar solo algunos, ya que llegaron a lograr autorización unos 40). Tales "acciones" son en realidad "cuotas de participación", y están reguladas por CNV, mediante las "Normas relativas a la emisión, oferta pública y negociación de cuotas de participación y de derechos de uso o disfrute de bienes o servicios otorgados por asociaciones o sociedades con fines recreacionales, de esparcimiento o deportivos". El control establecido por la CNV funcionaba muy bien, mientras se desarrollaba la oferta pública y colocación de la totalidad de las cuotas de participación, pero cesaba al hacerse la "entrega" del Club a sus "legítimos propietarios", es decir, a los adquirientes de cuotas de participación. Esta salida creó grandes frustraciones en los adquirientes, por cuanto muchos promotores, usando personas "interpuestas", "testaferros", compañías fantasmas, etc., adquirirían lotes de "acciones", con el objeto de finalizar la colocación de las cuotas de participación, "efectuar" la entrega del Club, quedando el público (los verdaderos propietarios), a merced de los promotores. La popularización de las ventas de "tiempo compartido", "propiedad compartida", etc. (resorts y afines), sobre lo cual habría mucha tela que cortar, pero que no es el objeto de este trabajo, prácticamente acabó con aquella modalidad. La nueva LMC no las menciona expresamente, pero al haber oferta pública quedan incluidas.

Organismos Internacionales: tanto los gobiernos extranjeros como los organismos internacionales, que se propongan hacer oferta pública de valores en el territorio nacional, deben solicitar su autorización y registro en la CNV. La nueva LMC no hace provisión expresa de esta obligación, pero obviamente que siguen estando incluidos. Hasta ahora, muy pocos de estos entes han hecho uso del mercado de valores nacional.

OTRAS INSTITUCIONES EN EL MERCADO DE CAPITALES

El ya citado artículo 68 de la LMC continúa señalando "Están sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores: ... 4. Casas de corretaje y corredores públicos de valores; 5. Los intermediarios y asesores de inversión; 6. Las Bolsas de Valores; 7. Las Cajas de Valores; 8. Las Cámaras de Compensación de opciones y futuros; 9. Las Sociedades calificadoras de riesgo; 10. Loas Agentes de Traspaso; y 11. Las demás personas que en cualquier forma hagan o intervengan en la oferta pública de valores regulados por esta Ley." Como ya mencionamos antes, prefiero dividirlos en Entes Intermediarios y Entes de Apoyo.

INSTITUCIONES (ENTES) INTERMEDIARIOS

Estas instituciones o entes 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 agentes de colocación, los agentes vendedores o agentes de distribución, los Bancos de

Inversión, los corredores públicos de valores, las casas de corretaje, las casas de bolsa, las bolsas de valores y la cámara de compensación de opciones y futuros.

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 (Provincial, Vencred, Banex, Merinvest, Inverunión, Banpromer, Chase Valores, Financorp, etc.), son éstas la que lideran el mercado de colocaciones.

La colocación de valores puede hacerse en forma directa, en forma indirecta y en forma mixta. En forma directa, como su nombre lo indica, es cuando el emisor hace él mismo su colocación; es indirecta cuando utiliza agentes de colocación para realizarla y mixta, cuando establece una combinación de ambas. De cualquier manera, cuando contrata agentes de colocación, puede hacerlo a través de tres (3) modalidades: colocación en firme, colocación garantizada y colocación sobre la base de los mayores (mejores) esfuerzos.

Colocación en firme (Security Dealer): bajo esta modalidad, el agente de colocación adquiere, total o parcialmente, la emisión para su distribución entre los potenciales inversionistas, a un precio establecido y en un plazo dado, o para su propia cartera. Para el emisor se trata de una colocación en firme, puesto que al entregar los valores, recibe casi de inmediato los proventos de los mismos, calculados al valor de la oferta menos el margen o comisión requerido por el agente.

Colocación garantizada (standby underwriting): en este caso, el compromiso es el de vender, a un precio establecido y en un plazo dado toda o parte de la emisión, hasta donde sea posible, pero garantizando la adquisición de cualquier porción no colocada.

Colocación sobre la base de mayores o mejores esfuerzos (best efforts): bajo este esquema, el compromiso es de hacer lo posible por colocar, también a un precio establecido y en un plazo dado, toda o parte de la emisión. En el caso de no lograrlo, procede a devolver al emisor la porción no colocada.

Por supuesto, la diferencia entre las tres modalidades hace que el costo (comisión) que el intermediario cargue por cada una de ellas sea diferente, yendo desde la mas alta, en la colocación en firme, hasta la mas baja, en caso de mayores esfuerzos.

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 mas pequeñas o corredores públicos independientes, para que hagan una labor mas 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). Sin embargo, con honrosas excepciones, sus antecesores, las Sociedades Financieras, desviaron su actividad hacia los créditos al consumo, a la participación en préstamos sindicados con bancos comerciales y otras sociedades financieras y a la promoción de empresas ligadas a los grupos económicos a los cuales pertenecían, lo que en cierto modo, ayudó al desarrollo de los grandes y poderosos grupos financieros en el país. Hoy en día, los Bancos Universales también pueden realizar actividades de Banco de Inversión; pero, de nuevo, sigue sin hacerse.

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."

Es una institución privada, centro de operaciones eminentemente financieras, al servicio del público inversionista, propulsora por excelencia del mercado de valores, que proporciona a los actores del mercado las facilidades necesarias para realizar sus operaciones. Aun cuando es el ente fundamental del mercado secundario de valores, su existencia motiva al mercado primario, por cuanto las emisiones de valores a largo plazo se harían muy difícil de colocar, si el inversionista no viera la posibilidad de desprenderse del título antes de su vencimiento, lo cual la Bolsa de Valores hace posible, gracias al fomento de un mercado regular, expedito y público, para la celebración de transacciones en valores cotizables.

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.

De acuerdo a nuestro régimen legal, las bolsas de valores solo se pueden constituir bajo la forma de Sociedades Anónimas, y por ser personas jurídicas de derecho privado, pueden dictar actos sometidos al control de la jurisdicción contencioso administrativa; pero por ejecutar, por vía excepcional, una competencia que es propia de la CNV, los actos de ellas emanados están sometidos al estricto control de mencionado organismo. Los artículos 87 al 108 de la LMC regulan la actuación de las bolsas de valores.

Cámara de compensación de opciones y futuros: Las opciones y futuros son instrumentos propios del mercado de derivados, al cual nos estaremos refiriendo al hablar de instrumentos en el mercado de valores. 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. Deben estar constituidas bajo la forma de compañía anónima, con un capital suscrito y pagado, en efectivo, no menor de quinientos millones de bolívares (Bs. 500.000.000) y con el único objeto de servir de Cámara de Compensación, siendo responsable subsidiariamente del cumplimiento de las obligaciones de sus contrapartes. 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.

INSTITUCIONES (ENTES) DE APOYO

Este tipo de instituciones justifica su presencia en el Mercado de Valores, por cuanto su 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 contadores públicos, los asesores de inversión, las calificadoras de riesgo, el representante común de los obligacionistas, las asociaciones de inversionistas, los agentes de traspaso y las cajas de valores.

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 esta 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 a 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. ...”.

Asociaciones de inversionistas: En el artículo 49 de la anterior LMC aparecían las asociaciones de inversionistas como entes sujetos al control de la CNV; sin embargo, la nueva Ley no las menciona, por lo que se da por hecho que desaparecieron.

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, adquirientes 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.

Caja de Valores: institución creada por ley especial, y que permitirá que el proceso de transferencia y liquidación de los valores sea mas seguro, para mayor seguridad de los inversionistas. Se prevé que este ente opere no solamente con valores sujetos al control de la CNV, sino que también custodiará papeles que emita el Banco Central de Venezuela y el Gobierno Nacional (TEM, Bonos de Deuda Pública, etc.). Esta es una actividad que se está desarrollando ampliamente.

Se estima que la creación de este ente acelerará 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 INVERSION COLECTIVA ⁽⁸⁾

Como dije al empezar a hablar de los entes emisores, ahora corresponde hablar sobre los fondos mutuales, que no son otra cosa que entidades de inversión colectiva.

En primer término, es necesario aclarar el significado de "Entidad 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 podemos dividir, para efecto de una mejor comprensión, en:

1. **Fondos Mutuales:** Son instituciones, regidas por la Ley de Mercado de Capitales (LMC), que 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, 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. Con arreglo a 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.

2. **Las sociedades administradoras de fondos mutuales de inversión** son sociedades creadas con el objeto administrar el patrimonio de los fondos mutuales de inversión y representar a los mismos, de acuerdo a los términos del contrato de administración que celebren al efecto. Deben estar autorizadas por la CNV e inscritas en el RNV, y no pueden administrar simultáneamente a más de un fondo mutual de inversión, 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 fondos mutuales de inversión.

3. **Fondos de Inversión:** Son instituciones no regidas por ley alguna, por cuanto fueron autorizados por la CNV, en Enero de 1994, por vía de las "Normas relativas a la constitución, organización y funcionamiento de los Fondos de Inversión", las cuales fueron derogadas en Marzo de 1995. No obstante, lo que se preveía en tales Normas, y por lo que se conoce universalmente, hacen oferta pública de sus propias acciones o unidades de inversión, y con los proventos de sus colocaciones, efectúan inversiones a mediano-largo plazo y de mayor riesgo que los Fondos Mutuales, ya que pueden tomar participación mayoritaria en el capital social de una empresa, pudiendo asumir además, su control económico y/o financiero. De acuerdo con esto, están orientados hacia medianos-grandes inversionistas, que al asumir un mayor riesgo, persiguen un mayor rendimiento.

Al igual que los Fondos Mutuales, pueden ser de Capital Variable o Abierto y de Capital Cerrado o Fijo, tomando las mismas características señaladas para aquellos. Sin embargo, dentro de estas modalidades podemos identificar subdivisiones, tales como:

- **Fondos o Sociedades de Capital de Riesgo:** son aquellas cuyas inversiones se orientan hacia empresas en promoción o en inicio de operaciones, al financiamiento o reestructuración de proyectos en cualquier área de la actividad productiva, a empresas sometidas a planes de reestructuración de activos, pasivos, programas de reconversión industrial o salvamento, empresa en moratoria o proceso de recuperación, etc.
- **Sociedades de Capital de Riesgo y Gerencia:** puede considerarse una modalidad de la anterior, ya que su inversión se orienta hacia empresas con situaciones críticas en sus cuadros gerenciales, bien sea por carencia de ellos, o por dificultades en garantizar un eficaz relevo. En este sentido, este tipo de sociedades, además de efectuar la inversión, dota a la empresa de una gerencia profesional, que garantice su perdurabilidad "mas allá de la vida laboral de sus fundadores." (Diario "Economía Hoy", página I-3, 12/03/96).
- **Fondos Inmobiliarios:** como su nombre lo indica, tienen por objeto la captación de capitales, para ser invertidos en proyectos del sector inmobiliario, actuando como intermediario financiero entre inversionistas y promotores.

4. **Fondos Sociales:** Son instituciones que se rigen por una gran diversidad d leyes (Ley de Asociaciones Cooperativas, Ley de Fideicomisos, entre otras), donde los inversionistas son, en su mayoría, aportantes indirectos del fondo, y como tal, asumen una posición pasiva en la inversión misma. Dentro de este tipo podemos citar los Fondos de Retiro, los Fondos de Pensión, los Fondos de Ahorro, los Fondos de Desempleo, etc., cuya misión es administrar ciertos fondos para lograr un mayor rendimiento a un mínimo riesgo, que permita incrementar el patrimonio para lograr los recursos necesarios para el cumplimiento de los objetivos finales del mismo. Dentro de esta última categoría se pueden incluir los Fondos Complementarios de Capitalización Individual, previstos en la Ley de Prestaciones de Antigüedad, Auxilio de Cesantía y Previsión Social (LPAACPS), que serían creados con el aporte del 10% por parte del patrono y 3% por parte del

trabajador, ambos porcentajes aplicables en forma mensual, sobre el sueldo normal del trabajador, y cuyo objetivo será el de proteger el retiro de este último. Esta Ley, ni ninguna otra sobre la materia fue aprobada y aun hoy (2002) se sigue discutiendo el asunto.

Con posterioridad a la fecha en que el presente artículo fue publicado (Diario "Economía Hoy" - página 7 - 25/07/96), la "Ley de Entidades de Inversión Colectiva" fue sancionada, pero lamentablemente, en esa Ley solo se catalogaron como entidades de inversión colectiva los fondos mutuales de inversión, las entidades de inversión colectiva de capital de riesgo y las entidades de inversión colectiva inmobiliaria, dejando todos los demás tipos que mi artículo menciona, sin legislación. Se mantuvo el criterio de clasificarlas en entidades de capital abierto y entidades de capital cerrado y se mantuvo la existencia de las "Sociedades administradoras de entidades de inversión colectiva". La Comisión Nacional de Valores asumió las facultades de autorización, vigilancia, control y fiscalización de todos los entes creados por la ley.

INSTITUCIONES NO SUJETAS AL CONTROL DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES

La Ley de Mercado de Capitales exceptúa de su regulación a los títulos de Deuda Pública y los títulos de crédito emitidos conforme a la Ley del Banco Central, la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo. De esta forma, se reputaran como no sujetas al control de la Comisión Nacional de Valores, aún cuando si están obligados a darle la información que requiera, las siguientes instituciones emisoras (con las correspondientes leyes que regulan la emisión de sus títulos valores):

La República (Ley Orgánica de Crédito Público),

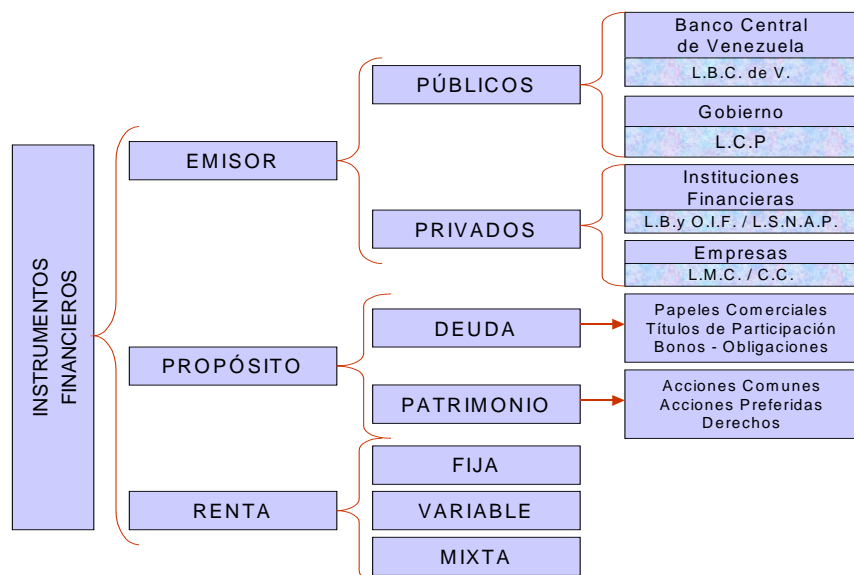
El Banco Central de Venezuela (Ley del Banco Central de Venezuela),

Los Bancos Comerciales, los Bancos Hipotecarios, los Bancos de Inversión, las Sociedades de Capitalización, las Arrendadoras Financieras, los Fondos del Mercado Monetario, las Casas de Cambio y los Bancos Universales (Ley Bancos y otras Instituciones Financieras).

Las Entidades de Ahorro y Préstamo y el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (Ley del Sistema Nacional de Ahorro Préstamo).

INSTRUMENTOS

Las instituciones presentes en el mercado de valores, mencionadas en los párrafos precedentes, emiten una serie de instrumentos o valores, los cuales además se pueden clasificar de diferentes manera, y el lector está en libertad de seleccionar la que mas se adapte a los intereses de su lectura. Analizaremos las clasificaciones atendiendo a su emisor, a la ley que los regula, a su propósito, a su renta, y al plazo.



CLASIFICACIÓN DE ACUERDO AL EMISOR:

Instrumentos del sector público: son aquellos emitidos por la República, los Estados, las Municipalidades, los Institutos Autónomos y demás personas de derecho público, así como por las sociedades en las cuales la República, y demás organismos referidos antes, tengan participación igual o mayor al 51% del capital social.

Instrumentos del sector privado: son aquellos valores emitidos por particulares, donde la participación del Estado, si es que hay alguna, no alcance un 50%. Estos instrumentos, a su vez, pueden ser divididos en instrumentos del **sector financiero**, si los mismos son emitidos por instituciones financieras, e instrumentos del

sector no financiero, si por el contrario son emitidos por empresas no clasificadas como instituciones financieras.

CLASIFICACIÓN DE ACUERDO A LA LEY QUE LOS REGULA:

Títulos regidos por la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras y por la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo: se trata en sentido general de instrumentos emitidos por las instituciones financieras, regidas por las leyes citadas. Son utilizadas por ellas para obtener los recursos que les permitirán cumplir con su labor intermediadora. Se consideran títulos de deuda, por cuanto representan operaciones “pasivas”, y por lo tanto, representan costos y compromisos de reembolso. De acuerdo a la clasificación anterior, son instrumentos del sector privado financiero.

Títulos regidos por la Ley del Banco Central de Venezuela y por la Ley de Crédito Público: son títulos de deuda emitidos por el sector oficial y con diferentes destinos. En el caso del Banco Central de Venezuela, estos títulos son emitidos como elementos que ayudan al control de la liquidez, mientras que los emitidos por la República, buscan el financiamiento de déficit temporales en su presupuesto. De acuerdo a la clasificación anterior, son instrumentos del sector público.

Títulos regidos por la Ley de Mercado de Capitales y por el Código de Comercio: son títulos emitidos por sociedades mercantiles, y muy excepcionalmente por organismos oficiales, para superar dificultades en su flujo de caja. Pueden ser títulos de deuda o títulos de patrimonio. De acuerdo a la clasificación anterior, son instrumentos del sector privado no financiero.

CLASIFICACIÓN DE ACUERDO A SU PROPÓSITO:

Títulos de deuda: son aquellos que se emiten comprometiendo los ingresos futuros del emisor, es decir, significan una toma de dinero, atada a un compromiso de reembolso en determinado plazo en el futuro, y por ende llevan un costo de financiamiento asociado. Representan partes alícuotas de un crédito o préstamo, e implican un compromiso de pago tanto del capital del préstamo, como de los rendimientos, si los hubiere.

Títulos de capital o de patrimonio: son aquellos que se emiten con el objeto de formar el fondo social de un negocio, y por lo tanto representan un título de propiedad, ya que asocian al tenedor a los resultados de la empresa, sin especificar un plazo determinado. No representan compromiso o garantía de pago o rendimiento, pero dan a sus tenedores derechos sobre los resultados del negocio.

CLASIFICACIÓN DE ACUERDO A SU RENTA:

Valores de renta fija: son aquellos que prometen un pago o serie de pagos de rendimientos, en fechas específicas o en un período futuro; en otras palabras, su rendimiento es “teóricamente” garantizado. Dentro de este grupo caen, por regla general, todos los títulos de deuda y las acciones preferidas, que son un instrumento de patrimonio.

Títulos de renta variable: son aquellos que no prometen ningún tipo de pago o rendimiento; es decir, que su rendimiento está atado a los rendimientos del negocio para cuyo financiamiento hayan sido emitidos. Dentro de este grupo caen, por regla general, todos los títulos de capital o de patrimonio, con la mencionada excepción de las acciones preferidas.

Título de renta mixta: son aquellos valores que garantizan un pago o serie de pagos de rendimiento, pero que además dan el derecho de participar en los resultados del negocio. Ciertas emisiones de títulos de deuda y de acciones preferidas podrían encajar dentro de esta clasificación.

Es importante aclarar, que no debe confundirse “renta” con “tasa”. La tasa de interés o de rendimiento puede ser fija o variable, y solo indican la modalidad mediante la cual la renta ha de ser calculada. Un instrumento puede ser de renta fija, pero a tasa variable.

CLASIFICACIÓN DE ACUERDO AL PLAZO:

Como ya se ha mencionado antes, al definir los mercados financieros, los instrumentos o valores que se emiten, responden a una necesidad de financiamiento; y por lo tanto, si la necesidad de financiamiento es temporal debe ser cubierta mediante la emisión de valores a **corto plazo**, y si la necesidad de financiamiento es a plazos más largos o permanente, se requerirán instrumento a **largo plazo**.

Instrumentos de carácter público: como ya se ha mencionado, la República, los Estados, las Municipalidades, los Institutos Autónomos y demás personas de derecho público, así como por las sociedades en las cuales la República, y demás organismos referidos antes, tengan participación igual o mayor al 51% del capital social pueden emitir instrumentos financieros para diferentes finalidades. A continuación, una breve explicación de los mas conocidos: ⁽⁹⁾

REPOS: son operaciones de venta de títulos con el acuerdo de recomprarlos en el futuro, en una fecha y condiciones financieras preestablecidas siendo para la contraparte una compra de títulos en el presente con

la obligación de volver a venderlos al tenedor en la fecha acordada. Deben su nombre a la contracción en inglés Repurchase and Reverse Repurchase Agreement, es decir, operaciones de compra-venta con pacto de recompra-reventa. El BCV, en su carácter de autoridad monetaria introdujo el uso de los REPOS, respaldados con Bonos de la Deuda Pública Nacional, a finales del 2001, con distintos objetivos, entre los que destacan: adecuar los niveles de liquidez, inducir una elevación de las tasas de interés pasiva y contribuir al desarrollo del mercado secundario de deuda pública.

Títulos de estabilización monetaria (TEM): son instrumentos emitidos por el Banco Central de Venezuela (BCV), con el objeto de ejercer control sobre la liquidez monetaria. Pueden ser colocados, bajo el mecanismo de adjudicación directa o mediante "subasta", a la par, con prima o con descuento, con plazos variables de hasta 366 días. A su vencimiento, se reembolsa tanto el principal (valor nominal), como los rendimientos pautados. Con la aparición de los REPOS, que describiremos mas adelante, la oferta de estos instrumentos ha queda en suspenso.

Bonos cero cupón: predecesores de TEM, fueron utilizados por el BCV para regular la liquidez monetaria. Usualmente se adjudicaban bajo el mecanismo de "subasta", a plazos no mayores de 360 días. La colocación era siempre a descuento, a lo cual deben su nombre, por cuanto al vencimiento se reembolsaba su valor nominal, asumiéndose como rendimiento la diferencia entre el precio de adquisición y el reembolso. Esto los diferencia de otros tipos de bonos, que generalmente llevan anexos cupones, para el cobro de intereses y/o capital.

Bonos de la deuda pública nacional: instrumentos emitidos por la Nación, a través del BCV, con el objeto de cubrir déficit fiscal o financiar proyectos específicos. Se requiere la previa opinión de la Cámara de Diputados (hoy Asamblea Nacional), quienes la autorizan de acuerdo a la Ley Orgánica de Crédito Público. Aún cuando generalmente son a mediano - largo plazo, también pueden ser emitidos a corto plazo. Pueden ser colocados a la par, con prima o descuento, y casi siempre tienen cupones de interés, a tasas fijas o variables. Se redimen a su vencimiento o por sorteos, pero también gozan de un buen mercado secundario. Recientemente (2002) se autorizó a la Bolsa de Valores de Caracas a negociar este tipo de instrumentos.

VEBONOS es una denominación especial que dio el Ministerio de Finanzas a la Quincuagésima Décima Primera emisión de Bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN's), por lo que solo son una variación de los Bonos de la Deuda Pública Nacional.

El Ministerio de Finanzas, en forma breve, ha definido los VEBONOS como "títulos electrónicos negociables y al portador que representan obligaciones para la República, de acuerdo a lo contemplado en la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público y su Reglamento". Son "títulos electrónicos" porque los VEBONOS no existen en el papel sino que se encuentran "desmaterializados" y han sido convertidos en anotaciones electrónicas en cuenta en la Caja Venezolana de Valores para dar mayor transparencia a su presencia, de manera de prevenir fraudes y hacer más seguro su traspaso a otras manos cuando se ha cumplido una negociación. La desmaterialización consiste en sustituir títulos valores físicos por anotaciones en cuenta. Estas anotaciones en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen los títulos físicos. A dichos valores desmaterializados se le puede reconocer como "valores representados por medio de anotaciones en cuenta".

Letras del Tesoro: son papeles emitidos por la Nación (Ministerio de Finanzas), generalmente obedeciendo a problemas de liquidez interna o para financiar programas especiales. Se colocan a la par, con prima o descuento, a plazo máximo de dos años, generalmente a tasa variable de interés. Gozan de muy poca aceptación por parte de los inversionistas.

Bonos Brady: son bonos soberanos utilizados, entre 1989 y 1992, por "países en vías de desarrollo", con el objeto de reestructurar su deuda externa, principalmente representada por préstamos bancarios refinanciados, y deben su nombre al promotor de la idea, Sr. Nicholas Brady, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de América (USA). Se conocen gran cantidad de modalidades de estos instrumentos, pero Venezuela, donde estos instrumentos, transados libremente en el mercado de valores venezolano, a partir de Abril de 1995, sirvieron como un mecanismo alternativo para la obtención de divisas, durante el régimen de control de cambios, emitió cinco tipos:

Par bonds (PB): emitidos por el valor nominal (par) original de los préstamos por los cuales fueron canjeados. Plazo 30 años y tasa fija de 6.75%. Garantizados, capital e intereses, por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Discount bonds (DB): emitidos con un descuento (30%) sobre el valor nominal original de los préstamos. Plazo 30 años y tasa de interés flotante de libor + 13/16%. Garantizados, capital e intereses, por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Debt conversion bonds (DCB): bonos de conversión de deuda, no garantizados, a un plazo de 17 años, con 7 años de gracia, y tasa de interés libor + 7/8%. No garantizados.

New money bonds (NMB): bonos para obtención de nuevos recursos, emitidos en dos series. La serie A, a un plazo de 15 años, con 7 años de gracia, y tasa de interés libor + 1%, y la serie B, también a un plazo de 15 años, con 7 años de gracia, y tasa de interés libor + 7/8%. No garantizados.

Front loaded interest reduction bonds (FLIRB): bonos de reducción temporal de interés, de decir, devengan 5% en los años 1 y 2, 6% en los años 3 y 4, 7% en el 5º año, y a partir de allí, hasta su vencimiento (17 años) libor + 7/8%. Gozan de garantía sobre los intereses de un año.

Estos instrumentos, transados libremente en el mercado de valores venezolano, a partir de Abril de 1995, sirvieron como un mecanismo alternativo para la obtención de divisas, durante el régimen de control de cambios. En la actualidad, por efectos del establecimiento de un nuevo control de cambios, su negociación ha sido suspendida.

Bonos Globales: es una nueva modalidad de emisión de Bonos de la Deuda Pública en Moneda Extranjera. La primera emisión que recuerdo se hizo el 11/09/1997, \$4.000 millones; a 30 años de plazo (pago único al vencimiento) y sin garantías, con rendimientos de 9.933% al vencimiento, lo que equivalía a la tasa pagada por un bono del Tesoro de USA a 30 años, más un spread de 3.25% (cupón al 9.25%, ofrecidos al 93.501% de su valor nominal). Dichos bonos fueron canjeados por \$4.441 millones de bonos Brady (Par Bonds y Discount Bonds). Estos bonos son conocidos como los "G27", porque son Globales que se vencen en 2027. Mas recientemente, Venezuela ha emitido los 2010, los 2013 y los 2018.

INSTRUMENTOS PRIVADOS DEL SECTOR FINANCIERO:

Las instituciones financieras, con el objeto de captar los recursos en poder de las unidades superavitarias, para posteriormente llevarlo a las unidades deficitarias, ofrecen una serie de instrumentos de captación, entre los cuales, señalaremos los mas conocidos. ⁽⁹⁾

Cuenta corriente: si bien es cierto que la cuenta corriente como tal no significa un título, por cuanto su movilización mediante cheques hace que la misma sea considerada como dinero efectivo, tenemos la obligación de señalarla, porque es el principal instrumento ofertado por las instituciones financieras. Es un contrato originado como consecuencia de un depósito, donde el cliente, persona natural o jurídica, tiene la facultad de disponer del saldo a su favor, generalmente mediante la utilización de cheques. Aún cuando es un instrumento de captación exclusivo de los bancos comerciales, las Entidades de Ahorro y Préstamo y los Fondos de Activos Líquidos, mediante convenios suscritos con bancos comerciales, ofrecen la modalidad de poder movilizar sus fondos a través de cheques, mientras se goza de la ventaja de ganar intereses por ellos. (Bajo condiciones especiales se permite que las Entidades de Ahorro y Préstamo emitan sus propios cheques).

Cuenta de ahorro: es un depósito a la vista que percibe pago de intereses, y que usualmente se maneja mediante una libreta, en la cual se registran las transacciones que en ella se realizan (depósitos, retiros, abono de intereses y otros cargos y créditos). Los retiros de fondos de una cuenta de ahorro de ahorro se hacen mediante órdenes nominativas de retiro, aunque, como ya se mencionó antes, algunas instituciones, mediante convenios especiales, permiten su movilización mediante cheques. Este tipo de instrumento de captación puede ser ofrecido por Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Sociedades de Capitalización y Entidades de Ahorro y Préstamo y, por supuesto, por Bancos Universales.

Depósitos a plazo fijo: son depósitos exigibles en plazos superiores a treinta (30) días, documentados mediante certificados, nominativos o al portador, negociables o no, emitidos por Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Bancos Universales y por el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo, a tasas de interés variables, dependiendo de las condiciones del mercado y con garantía general del ente emisor.

Certificados de ahorro: son también depósitos exigibles en plazos superiores a treinta (30) días, documentados mediante certificados, nominativos o al portador, siempre negociables, emitidos por Bancos Universales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Arrendadoras Financieras y por Entidades de Ahorro y Préstamo, a tasas de interés variables, dependiendo de las condiciones del mercado. Por su carácter de negociables, gozan de una alta liquidez.

Títulos hipotecarios: son instrumentos de mediano largo - plazo, emitidos en masa por los Bancos Hipotecarios, y que están garantizados por préstamos hipotecarios otorgados por el emisor, cuya existencia debe ser certificada por auditores externos al banco. Las características de estos títulos, su forma de circulación, su mecanismo de redención o rescate deben ser especificadas en un prospecto de emisión. Sus predecesores son las cédulas hipotecarias.

Títulos de capitalización: son instrumentos ofrecidos, en cuotas únicas o periódicas, por las Sociedades de Capitalización, mediante los cuales se obligan con los suscriptores, a la formación de capitales, pagaderos en fechas determinadas. La expedición de un título de participación perfecciona un contrato de capitalización suscrito entre la Sociedad de Capitalización y el ahorrista - inversionista.

Bonos: son documentos que comprueban el derecho de una persona de hacerse pagar una suma cierta de dinero o exigir una prestación determinada. Los mas comunes son los Bonos Quirografarios y los Bonos Financieros, y pueden ser emitidos por los Bancos Universales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Arrendadoras Financieras y Entidades de Ahorro y Préstamo. Se redimen a través de pagos periódicos, usualmente mediante sorteos, y son negociables en mercado secundario.

Quirografarios: son instrumentos nominativos o al portador, negociables, que gozan de garantía general de la institución emisora. Su plazo oscila entre seis (6) meses y ocho (8) años.

Financieros: son también instrumentos nominativos o al portador, negociables, pero que gozan de garantía específica o global, constituida sobre los préstamos hipotecarios o con prenda concedidos o con efectos comerciales. Su plazo puede ser de hasta veinte (20) años, si gozan de garantía global, y de diez (10) años cuando la garantía es específica.

Fondos del Mercado Monetario: mejor conocidos como Fondos de Activos Líquidos, son instituciones que invierten en valores emitidos o avalados por la República, o emitidos conforme la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras, Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo y la Ley de Banco Central de Venezuela, los cuales depositan, en Fideicomiso o en custodia, en un Banco Comercial, y sobre los cuales ofrecen al público derechos y participaciones.

Todos los fondos obtenidos mediante estos instrumentos, pasan a formar parte de la masa de fondos, que cada institución financiera utiliza para el financiamiento de su actividad crediticia. Es importante destacar que dentro de las modalidades aquí señaladas, las instituciones financieras crean sus propios productos, que ofrecen al público con una gran diversidad de nombres, pero que no son mas que variantes, con algunas características especiales, de los instrumentos ya anotados. También debo señalar que los Bancos Universales, que por tener el carácter de poder llevar a cabo todas las operaciones que realizan las instituciones financieras especializadas, también pueden emitir todos los instrumentos mencionados.

Ejemplos de los instrumentos utilizados en la actividad crediticia son los siguientes:

Pagaré: es una promesa o compromiso unilateral de pago, escrita, en virtud de la cual una persona, natural o jurídica, se obliga a pagar a otra o a su orden, una suma cierta de dinero, a una fecha determinada. Por lo general, son instrumentos de crédito a corto plazo.

Descuento: es un contrato por medio del cual una institución financiera entrega a una persona, natural o jurídica, una cantidad de dinero, a cambio de un crédito no vencido, que recibe, deduciéndole previamente los intereses correspondientes, que median entre la fecha de la entrega del dinero y la de vencimiento. Consiste, en esencia, en obtener anticipadamente el valor de un título de crédito, generalmente un giro o letra de cambio, mediante la transmisión del título por medio del endoso. Es también un instrumento de corto plazo.

Préstamo: es un contrato de crédito, de mediano y largo plazo, por medio del cual una de las partes entrega a otra, cierta cantidad de dinero, con la promesa de la otra parte, a restituir tal cantidad mas lo intereses por el plazo concedido. De acuerdo con la legislación venezolana, para que una institución financiera pueda otorgar un préstamo, debe tener una garantía real; es decir, debe existir una hipoteca sobre bienes inmuebles o prenda sobre bienes muebles.

Créditos hipotecarios: son contratos de préstamo, mediante el cual una institución financiera otorga créditos garantizados con hipotecas, generalmente de primer grado, sobre bienes inmuebles o sobre bienes muebles convertidos en "inmuebles por destinación". Es por lo general, una modalidad de crédito a largo plazo, que puede ser otorgado por una sola institución financiera o por un grupo o *pool* de estas (préstamo sindicado).

Créditos prendarios: son contratos de préstamo, para el otorgamiento de créditos garantizados con prenda bienes muebles (véase Pignoración). Usualmente son préstamos a mediano plazo, otorgados por una sola institución financiera.

Factoring: es un sistema de financiamiento a corto plazo, que consiste en la transmisión de créditos otorgados por una empresa, a una institución financiera, que anticipa un porcentaje de los mismos, manteniendo la empresa, por lo general, la responsabilidad de la cobranza y reintegro a la institución financiera. El factoring se puede conseguir bajo dos modalidades :

Con recurso: es el mas común, y consiste en que la transmisión de créditos se hace condicionada a que si el deudor no salda su deuda con la institución financiera, ésta tiene el "recurso" de cargarla a la empresa cedente. En la práctica, la institución financiera no hace ninguna gestión de cobro, sino que al vencimiento hace el cargo automático en cuenta de la empresa.

Sin recurso: es este caso, la institución financiera asume el riesgo de que si el deudor no paga, tiene que cargar con la pérdida. Esta modalidad opera como una "venta de cartera", y la empresa al hacer la cesión, puede descargarla de su contabilidad.

Pignoración: es un contrato mediante el cual el deudor o un tercero da al acreedor una cosa mueble, en garantía del crédito otorgado, la cual deberá restituir al quedar extinguida la obligación. Legalmente, el bien mueble dado en garantía debe permanecer en custodia de un “Almacén General de Depósito”, el cual, al recibirlo emite a depositante un certificado de depósito y un bono de prenda, los cuales son endosados a favor de una institución financiera para la obtención de un financiamiento. Es una modalidad de crédito a corto plazo.

Cartas de crédito: constituye un compromiso escrito, asumido por una institución financiera (banco emisor o suscribiente), de pagar una determinada cantidad de dinero, por cuenta de un cliente suyo (ordenante), a una persona natural o jurídica (beneficiario), por intermedio de otra institución financiera (banco corresponsal, confirmador o pagador), contra la entrega, por parte del beneficiario, de los documentos estipulados en la solicitud de apertura de la carta de crédito. Es un mecanismo de gran aceptación en el comercio internacional, por cuanto el exportador se asegura de que si cumple, documentariamente, con las exigencias del importador, recibirá oportunamente su pago, mientras que el importador se asegura que el exportador le embarque los productos objeto de la importación, en las condiciones y plazos por él requeridos.

Arrendamiento financiero: es un arreglo contractual, mediante el cual, una institución financiera adquiere determinado bien, siguiendo las especificaciones que indique el interesado (futuro arrendatario), quien lo recibe para su uso, por un período determinado, a cambio de una contraprestación en dinero, que incluye la amortización del precio, los intereses, comisiones y recargos de todo orden, previsto en el contrato. Al final del contrato, el arrendatario puede devolver el bien, sustituirlo por otro, renovar el contrato o adquirir el bien mediante el pago de un valor de rescate o valor residual.

Línea de crédito: es el otorgamiento a un cliente, mediante contrato o documento escrito, por parte de una institución financiera, de un cupo o facilidad de crédito, el cual puede ser utilizado mediante el uso de cualquiera de las modalidades anteriores o combinación de ellas. Tiene la ventaja para el cliente de que no requiere hacer una solicitud de operación de crédito cada vez que requiera financiamiento, y para la institución financiera de que solamente tiene que hacer un estudio de crédito y un contrato, y puede obtener las suficientes garantías, que posiblemente individualmente no podría obtener.

Crédito en cuenta corriente: es una modalidad mediante la cual, un cliente de una institución financiera puede girar cheques sin tener disponibilidad en su cuenta corriente. Puede ser a través del **sobregiro**, operación de carácter ocasional, o por **crédito en cuenta corriente**, operación documentada por un contrato.

Tarjetas de crédito: es un contrato mediante el cual, una institución, financiera o no (empresa emisora), se compromete a hacer pagos por cuenta de otra (tarjeta habiente), a cambio del pago de una *membresía* más las comisiones e intereses que dicho pago ocasione.

Instrumentos privados del sector no financiero: son valores, de deuda o de patrimonio, emitidos por empresas privadas, no financieras, con el objeto de financiar sus operaciones. Las empresas propiedad de la Nación o de alguna de sus instituciones, pueden emitir eventualmente títulos de deuda solamente, mientras que las instituciones financieras pueden emitir, como en efecto emiten, títulos de patrimonio y títulos de deuda a corto plazo. Todos requieren aprobación previa de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Dentro de este renglón, los más conocidos son los siguientes:⁽⁹⁾

Papeles comerciales: títulos de deuda, emitidos por sociedades o compañías anónimas, para financiar necesidades de financiamiento a corto plazo. Son instrumentos usualmente no garantizados, aún cuando en ciertos casos deben estar afianzados, con vencimiento entre 15 y 360 días, usualmente a tasa variable, colocables a la par, con prima o con descuento.

Títulos de participación: títulos de deuda, emitidos por sociedades o compañías anónimas, para financiar necesidades de financiamiento a corto y mediano plazo. Son instrumentos garantizados mediante la constitución de un fideicomiso con activos de la empresa (activo subyacente), con vencimiento de hasta 2 años, usualmente a tasa variable, colocables a la par, con prima o con descuento.

Bonos u obligaciones: títulos de deuda, emitidos por sociedades o compañías anónimas, previa autorización de su asamblea de accionistas, para financiar necesidades de financiamiento a mediano y largo plazo. Pueden ser garantizados mediante la constitución de un fideicomiso o de una hipoteca y no garantizados o quirografarios. Su vencimiento va desde 3 hasta 10 años, usualmente a tasa variable, colocables a la par, con prima o con descuento. Pueden ser convertibles en acciones, a opción del tenedor u obligacionista. Recientemente, la Bolsa de Valores de Caracas estableció el Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico (SIBE), a través del cual se están haciendo las colocaciones de estos instrumentos.

Acciones: una acción es una parte alícuota del capital social de una sociedad, que confiere a su propietario o tenedor, un derecho proporcional de propiedad sobre la empresa, en los términos y condiciones que establezca su acta constitutiva y/o estatutos sociales, el Código de Comercio y la Ley de Mercado de

Capitales. Son nominativas, de igual valor y otorgan a sus tenedores iguales derechos dentro de su clase o tipo. Pueden ser comunes y preferidas.

Acciones comunes: son las verdaderas cuota parte del capital social, otorgan a sus propietarios derechos colectivos e individuales, entre los cuales tenemos los siguientes:

- compartir utilidades o derechos residuales en caso de liquidación de la sociedad,
- derecho preferente para la adquisición de nuevas acciones,
- voz y voto en las asambleas de accionistas,
- participar, directa o indirectamente, en la administración, etc.

Acciones preferidas: son un híbrido entre deuda y patrimonio, que otorgan a sus propietarios derechos pecuniarios y administrativos, entre los cuales tenemos los siguientes:

- dividendo garantizado y acumulativo,
- prelación sobre utilidades y reintegros de capital,
- asistencia a asambleas, con derecho a voz y con voto limitado,
- redención y/o conversión, etc.

Recibos de depósito de acciones: son instrumentos financieros negociables, emitidos por un banco extranjero, representativos de acciones de una empresa ubicada fuera del mercado local del inversionista. Mediante este mecanismo, por ejemplo, una empresa nacional puede acceder al mercado de valores externo. Existen los recibos de depósito de acciones americanos (ADR/ADS) y los globales (GDR/GDS), cuya diferencia básica es que los primeros sólo se negocian en U.S.A. y en dólares americanos, mientras que los segundos pueden ser negociados en cualquier parte del mundo y en cualquier moneda o combinaciones de éstas. Los ADR/ADS pueden ser patrocinados o no patrocinados, dependiendo si la iniciativa de su emisión parte o no de la empresa.

Cuotas de participación: instrumentos ofrecidos en forma pública por los clubes sociales de recreación, en su fase promocional, para la formación de su patrimonio. Su mercado secundario se realiza solamente entre particulares, sin necesidad de ir a la bolsa de valores, por cuanto el control de la CNV cesa, una vez terminada la colocación primaria.

Unidades de inversión: son los diferentes tipos de valores que emiten las entidades de inversión colectiva, tales como: acciones, cuotas, participaciones u otros instrumentos, que confieren derecho de propiedad y sobre los rendimientos, con respecto al patrimonio de la entidad emisora.

Derivados o derivativos: son instrumentos basados en acuerdos de compra o venta, a futuro, de otro instrumento financiero, monedas o productos básicos (*comodities*); son pues valores creados con base en un activo primario, que les proporciona respaldo y garantía. A pesar de que existe ilimitado número de posibilidades de crear instrumentos, se suelen dividir en opciones y futuros, tomando en consideración la obligación entre las partes.

Opciones: es un derecho, mas no una obligación, que tiene el tenedor del instrumento, de comprar (opción *call* u opción *largo*) o de vender (opción *put* u opción *corto*), por un tiempo determinado (*European options*) o en un momento determinado (*American options*), un activo (otro instrumento financiero, monedas o productos básicos), a un precio preestablecido. El emisor del derecho siempre está obligado vender (opción *call*) o a comprar (opción *put*).

Futuros: es realmente un contrato, de compra o de venta, a futuro, a un precio preestablecido en el cual, a diferencia de las opciones, ambas partes, tanto el emisor como el comprador o tenedor, están obligados a ejercerlo, al precio y en fecha predeterminados.

Otros instrumentos: en el mercado financiero suelen conseguirse, por supuesto en menor proporción, muchos otros instrumentos financieros menos conocidos, tales como:

Warrants: equivalentes a una opción

Forwards: equivalentes a un futuro.

Derechos de uso: equivalentes a una cuota de participación, pero sin derecho propietario.

Vales de dividendos: dividendos en efectivo, que se pagan en "diferido", a través de otro instrumento, el cual devenga intereses durante el tiempo del diferimiento.

JOYAS DE LA BOLSA

A principios de noviembre 2001 la Bolsa de Valores de Caracas informó que ofrecería a los pequeños inversionistas tres nuevas alternativas con rendimientos superiores a las tasas bancarias. Se trata de títulos negociables de tres fideicomisos constituidos en el Banco de Venezuela, que por tener nombres de piedras preciosas, fueron catalogados como "joyas de la bolsa". Tales instrumentos, que serían una especie de títulos derivados, son los siguientes:

Perlas: formados por bonos de la República Bolivariana de Venezuela, en bolívares. Inversión mínima Bs. 500.

Rubies: bonos de la República Bolivariana de Venezuela, en dólares. Inversión mínima Bs. 1.000 y

Esmeraldas: acciones de grandes empresas globalizadas como Toyota, Coca-Cola, IBM, McDonald's, Shell, entre otras. Inversión mínima Bs. 2.000.

Estos instrumentos se empezaron a negociar a principios de 2002, y la BVC tiene muchas expectativas sobre los mismos, aun cuando hasta ahora su popularidad ha sido casi nula.

CITAS

- (1) Sánchez, I., 1995 – Mercados financieros – Economía Hoy – 28/7/1995, p. 7.
- (2) Arlt, Carl T., 1975 - Professor of Finance – University of Illinois en Urbana – Revised by Inocencio Sánchez, 1978 - "The Financial System in the Economy – Thesis for the degree of Master of Science – Bank and Finance Management.
- (3) Sánchez, I., 1995 – Mercados financieros: corto o largo plazo – Economía Hoy – 3/8/1995, p. 7.
- (4) Sánchez, I., 1994 – TOPICOS FINANCIEROS – Guía de Clase, Universidad de Carabobo.
- (5) Sánchez, I., 1995 – Mercado de capitales o mercado de valores – Economía Hoy – 9/8/1995, p. 7.
- (6) Sánchez, I., 1995 – Mercados financieros: corto o largo plazo – Economía Hoy – 3/8/1995, p. 7.
- (7) Sánchez, I., 1996 – Limitaciones en el mercado de valores – Economía Hoy – 10/7/1996, p. 6.
- (8) Sánchez, I., 1996 – Entidades de inversión colectiva – Economía Hoy – 25/7/1996, p. 7.
- (9) Sánchez, I., 1996 – ADMINISTRACIÓN DE INVERSIONES – Guía de Clase, Universidad de Carabobo

Inocencio Sánchez
PhD / MBA /MSc / Contador Público
Profesor Área de Estudios de Postgrado
Universidad de Carabobo

Septiembre / 2004

MERCADO DE CAPITALES