

Los mercados de capitales con aplicaciones al mercado venezolano

Urbi Garay

Nota de Estudio N° 11

Derechos exclusivos

2005

© IESA

Hecho el depósito de ley

Depósito Legal: lf239200538041.14

ISBN: 980-217-285-5

Para ser publicado como *Notas de Estudio* un texto tiene que ser aprobado por el Comité de Publicaciones. Las opiniones expresadas son del autor y no deben atribuirse al IESA, a sus directivos ni a Ediciones IESA. Para cualquier información sobre las *Notas de Estudio*, favor dirigirse a Ediciones IESA, Apartado 1640, Caracas, Venezuela 1010-A. Teléfono: 58-212-555.44.52. Fax: 58-212-555-44-45. Dirección electrónica: ediesa@iesa.edu.ve.

Contenido

Intermediación versus desintermediación. Actores y funciones en el mercado financiero.....	4
Instrumentos financieros más importantes del mercado venezolano.....	5
El papel de las distintas instituciones financieras en los mercados financieros.....	8
Instituciones receptoras de depósitos.....	9
Instituciones no-receptoras de depósitos.....	9
Mercado de capitales en Venezuela.....	10
Organización del mercado venezolano: renta fija y renta variable.....	10
Los índices de cotización.....	12
Regulación de los mercados.....	13
Comisión Nacional de Valores.....	13
Caja Venezolana de Valores.....	14
La Bolsa de Valores de Caracas.....	14
Tamaño aproximado y problemática del mercado de capitales en Venezuela.....	14
Bibliografía.....	16

La presente *Nota de Estudio*¹ describe en forma breve los mercados de capitales, los principales instrumentos financieros que se negocian en éstos y los actores y organismos que los regulan y supervisan. Está adaptada a la realidad venezolana y en ella se hace referencia frecuente al mercado de Estados Unidos sobre la base del trabajo de Madura (1998).

Intermediación versus desintermediación. Actores y funciones en el mercado financiero

El *mercado financiero* es el mercado constituido por el conjunto de transacciones que realizan los oferentes y demandantes de fondos, donde se compran y se venden activos financieros entre los distintos participantes (las familias, las empresas y los gobiernos). Los participantes que proveen fondos se denominan *unidades superavitarias*, mientras que aquellos que entran al mercado para obtener fondos se denominan *unidades deficitarias*. Las empresas y el gobierno central suelen ser unidades deficitarias, mientras que las familias generalmente son unidades superavitarias. El gráfico 1 presenta un esquema simplificado de la relación entre las unidades superavitarias y deficitarias de fondos.

Los bancos e instituciones financieras actúan como intermediarios financieros entre las unidades superavitarias (por ejemplo familias) y las unidades deficitarias (por ejemplo empresas y gobiernos) de fondos. La desintermediación financiera consiste en una situación caracterizada por una menor participación de las instituciones financieras en el proceso de intermediación del ahorro y el crédito, que se produce cuando los bancos y otros intermediarios financieros captan ahorro del público y no lo prestan en la misma cuantía, o cuando invierten en bonos y títulos públicos.

Los mercados financieros facilitan el flujo de fondos de las unidades superavitarias a las deficitarias. Aquel en el cual fluyen los fondos de corto plazo (instrumentos con períodos de madurez menores a un año) se conoce como mercado monetario, mientras que el que facilita el flujo de fondos a largo plazo se conoce como mercado de capitales. Los títulos-valores que cuentan con un período de madurez inferior a un año o instrumentos del mercado monetario (cuentas de ahorro y depósitos a plazo y bonos con vencimientos menores a un año) generalmente poseen niveles de liquidez mayores a los de los instrumentos del mercado de capitales (acciones y bonos con vencimientos superiores a un año). Sin embargo, estos últimos ofrecen mayores rendimientos esperados a los inversionistas.

Gráfico 1
Intermediación de fondos



¹ Una versión previa forma parte del *Manual del analista de crédito* del Banco Mercantil (2002) y ha sido incorporado en el capítulo 4 de Garay y González (2005).

El mercado primario es aquel que facilita la emisión de nuevos títulos-valores al proveerle fondos al emisor original de los títulos, mientras que el mercado secundario es el que permite la negociación de instrumentos que ya han sido emitidos. Algunos instrumentos poseen un mercado secundario más activo que otros, lo cual es importante porque le facilitan al inversionista la venta de sus activos antes de que los mismos maduren. La existencia del mercado primario depende en gran medida del mercado secundario, debido a que este último proporciona, además, información sobre los precios de los instrumentos, lo que permite al inversionista y a los emisores emprender las acciones que consideren adecuadas.

Algunas transacciones del mercado secundario ocurren en un mercado organizado, el cual es un mercado visible para la realización de estas transacciones. La Bolsa de Valores de Caracas (BVC), la Bolsa Agrícola de Venezuela (Bolpriaven) y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) son ejemplos de mercados secundarios organizados. Otras transacciones del mercado financiero secundario se llevan a cabo en el llamado mercado *over-the-counter*, un mercado que no cuenta con una ubicación física y cuyas transacciones se suelen realizar entre bancos.

Los cuadros 1 y 2 muestran los instrumentos financieros más conocidos de los mercados monetarios y de capital de Venezuela y de Estados Unidos. Cada tipo de título posee características de rendimiento y riesgo propias. Por ejemplo, los instrumentos del mercado monetario tienden a ofrecer rendimientos esperados y niveles de riesgo más bajos que los correspondientes a los instrumentos del mercado de capitales, entendiéndose por riesgo el nivel de incertidumbre asociado al rendimiento esperado. Los instrumentos de deuda de largo plazo suelen contar con un rendimiento esperado mayor que el correspondiente a los instrumentos del mercado monetario, pero poseen niveles de riesgo mayores. El rendimiento esperado de las acciones es superior al de la mayoría de las deudas a largo-plazo, pero esos mayores rendimientos esperados se compensan con niveles de riesgo superiores.

Instrumentos financieros más importantes del mercado venezolano

Mercado monetario

Letras del Tesoro

Son títulos de deuda emitidos por el Ministerio de Finanzas con el objetivo de financiar insuficiencias presupuestarias del gobierno central. Las Letras del Tesoro son bonos de descuento, es decir, bonos que no devengan ningún interés y cuyo rendimiento consiste en la diferencia entre el precio al cual se adquiere el bono y el precio al cual éste es redimido. Su vencimiento suele ser de tres, seis o doce meses.

Certificados de depósito

Depósito a la vista o en cuenta corriente. Depósito de dinero en los bancos y otras instituciones financieras realizado por el público, contra el cual los depositantes pueden emitir cheques o retirar efectivo en cualquier momento.

Depósito de ahorro y a plazo. Depósito de dinero en los bancos y otras instituciones financieras realizado por el público, en los cuales se especifica un determinado plazo para su retiro.

Papeles comerciales

Son obligaciones quirografarias emitidas por empresas grandes y bien establecidas con el objeto de financiar capital de trabajo; constituyen, conjuntamente con los préstamos bancarios y los pagarés, una alternativa de financiamiento de corto plazo a disposición de las empresas. Los papeles comerciales fueron emitidos en Venezuela por primera vez en 1990. Pueden gozar de la garantía de un banco u otra empresa financiera. La tasa de interés que devengan puede ser fija o variable.

Repos

Los repos son un tipo de operación de mercado abierto mediante el cual el Banco Central absorbe liquidez de la economía temporalmente, empleando para ello papeles de deuda pública que ha venido recibiendo del Ministerio de Finanzas como pago de distintas acreencias.

Los repos representan operaciones de venta de títulos de la Deuda Pública Nacional propiedad del Banco Central de Venezuela (BCV), con pacto de

Cuadro 1 Instrumentos financieros (Venezuela)

Venezuela	Emisor	Inversionistas típicos	Madurez típica	Actividad del mercado secundario
Instrumentos del mercado monetario				
Letras del Tesoro	Gobierno central	Familias y empresas	Hasta 270 días	Moderada
Certificados de depósito	Instituciones bancarias y de ahorro	Familias	Generalmente 7 días a 1 año (a plazo)	Inexistente
Papeles comerciales	Empresas, compañías financieras	Familias y empresas	Corto plazo	Baja
Repos	Banco Central de Venezuela	Familias y empresas	28 días	Moderada
Instrumentos del mercado de capitales				
Bonos de la Deuda Pública Nacional	Gobierno central	Familias y empresas	1 a 5 años	Moderada
Bonos Brady	Gobierno central	Familias y empresas	Fueron emitidos en 1990 a 30 años aprox.	Alta
Vebonos	Gobierno central	Familias y empresas	Emitidos a 5 y 6 años	Alta
Bonos corporativos	Empresas	Familias y empresas	1 a 3 años	Baja
Acciones	Empresas	Familias y empresas	No maduran	Moderada (caso de acciones de empresas grandes)

Fuente: Banco Central de Venezuela, Bolsa de Valores de Caracas, Comisión Nacional de Valores y Ministerio de Finanzas.

Cuadro 2 Instrumentos financieros (EE UU)

Estados Unidos				
	Emisor	Inversionistas típicos	Madurez típica	Actividad del mercado secundario
Instrumentos del mercado monetario				
Letras del Tesoro	Gobierno federal	Familias y empresas	13, 26 y 52 semanas	Alta
Certificados de depósito no-negociables	Instituciones bancarias y de ahorro	Familias	7 días a 5 años o más	Inexistente
Certificados de depósito negociables	Bancos grandes e instituciones financieras	Empresas	2 semanas a 1 año	Moderada
Papeles comerciales financieras	Empresas, compañías financieras	Empresas	1 a 270 días	Baja
Depósitos de Eurodólares	Bancos ubicados fuera de Estados Unidos	Empresas y gobiernos	1 día a 1 año	Inexistente
Aceptaciones bancarias	Bancos	Empresas	30 a 270 días	Alta
Fondos Federales	Instituciones de depósito	Instituciones de depósito	1 a 7 días	Inexistente
Acuerdos de recompra	Empresas no-financieras e instituciones financieras	Empresas no-financieras e instituciones financieras	1 día a 7 días	Inexistente
Instrumentos del mercado de capitales				
Notas y Bonos del Tesoro	Gobierno federal	Familias y empresas	3 a 30 años	Alta
Bonos municipales	Gobiernos locales y	Familias y empresas	10 a 30 años	Moderada
Bonos corporativos	Empresas	Familias y empresas	10 a 30 años	Moderada
Hipotecas (GNMA, FNMA, PIP, CMO, títulos de participación)	Individuos y empresas	Instituciones financieras	15 a 30 años	Moderada
Acciones	Empresas	Familias y empresas	No maduran	Alta (caso de acciones de empresas grandes)

Traducido y adaptado de Madura (1998).

recompra en el corto plazo. El objetivo de estos instrumentos es el de adecuar la evolución de la liquidez a las necesidades de la economía.

Mercado de capitales

Bonos

Los bonos representan una promesa y son emitidos por las corporaciones o por los gobiernos: otorgan a su tenedor el derecho de percibir intereses o una renta fija por un determinado período, al final del cual el capital es reembolsado.

Bonos gubernamentales

El objetivo de los bonos emitidos por el gobierno central es financiar el déficit fiscal –caso de las Letras del Tesoro y de los bonos de la Deuda Pública Nacional en Venezuela–, mientras que los títulos de deuda emitidos por el Banco Central representan uno de los instrumentos de la política monetaria.

Los bonos Brady consisten en una serie de bonos soberanos denominados en dólares y emitidos por varios países emergentes a principios de los años noventa como parte de un cambio de los préstamos bancarios que habían recibido anteriormente. El rendimiento devengado por estos instrumentos se emplea para calcular el llamado “riesgo-país”.

Bonos corporativos

Los bonos corporativos poseen riesgo de incumplimiento de pagos, bien sea del principal o de los intereses, cuando la empresa que los emite atraviesa por una situación de tensión financiera o bancarota.

Los bonos (deuda), conjuntamente con las acciones (capital), constituyen las formas de financiamiento de los activos de las empresas. La inexistencia de un mercado de renta fija de largo plazo en Venezuela ha dificultado significativamente la emisión de deuda a largo plazo en moneda local. Es por ello que en diversas oportunidades las empresas se han visto en la necesidad de obtener financiamiento a largo plazo en el exterior (en moneda extranjera), con el consecuente riesgo cambiario.

Cédulas hipotecarias

Son títulos emitidos por los bancos hipotecarios y tienen como garantía los créditos concedidos por

el banco emisor, los cuales a su vez gozan del respaldo de una hipoteca sobre un inmueble urbano.

Acciones comunes

Constituyen una de las formas de financiamiento de los activos de una empresa y representan el aporte realizado por los socios de la misma. Las acciones comunes u ordinarias son valores de rendimiento variable sin privilegios especiales, que proporcionan dividendos a sus tenedores.

Acciones preferidas

Son acciones que gozan de ciertos privilegios con respecto a las acciones comunes u ordinarias. Estos privilegios pueden ser: el número de votos que otorguen en la asamblea, el derecho a percibir un dividendo fijo o dividendos antes que las acciones comunes.

American Depositary Receipts (ADR)

Estos instrumentos fueron emitidos por primera vez en 1927 por J. P. Morgan y representan acciones de empresas de países distintos a Estados Unidos. Los ADR se negocian en la Bolsa de Valores de Nueva York y en dólares (por ejemplo, ADR de Cantv en la Bolsa de Nueva York). Cada ADR representa un número determinado de acciones de una empresa, las cuales se negocian en moneda local en la bolsa de valores del país respectivo (por ejemplo, acciones de Cantv en la Bolsa de Valores de Caracas).

Instrumentos derivados

Los instrumentos derivados son contratos financieros cuyos valores dependen de los valores de un activo subyacente. Permiten especular con respecto al movimiento esperado del activo subyacente sin la necesidad de comprarlo, lo cual facilita a los especuladores realizar grandes inversiones sin la necesidad de desembolsar fuertes sumas de dinero. Así, los derivados permiten que el inversionista se apalanque sustancialmente y con ello aspire a percibir mayores rendimientos esperados, aunque a costa de incrementar el riesgo de la inversión significativamente.

Los instrumentos derivados también pueden ser empleados para cubrir riesgos, es decir, para generar ganancias si el valor del activo subyacente declina. Por ejemplo, una empresa que invierte en bonos puede tomar posiciones específicas en instrumentos

derivados, de manera que éstos sean capaces de generar ganancias si el valor de los bonos cae. La pérdida en los bonos es compensada o cubierta por la ganancia en el instrumento derivado.

Algunos instrumentos derivados, tales como opciones y futuros, se cotizan en bolsas de valores, mientras que otros, como los contratos *forward* y los *swap*, no se negocian en un mercado formal.

Opciones

Las opciones representan un contrato que permite la compra o venta de un determinado título-valor a un precio de ejecución previamente especificado (precio *strike*) y durante un período también previamente establecido. Tal como su nombre lo indica, las opciones son instrumentos que le permiten a su tenedor ejercerlas sólo si éste lo desea. Pueden ser emitidas sobre los siguientes activos subyacentes: acciones, monedas extranjeras, índices de cotización de acciones y contratos de futuro.

Opciones de compra y de venta. Una opción de compra (*call*) es una opción de comprar un cierto activo a una cierta fecha y a un cierto precio (precio *strike*). Una opción de venta (*put*) es una opción de vender un cierto activo a una cierta fecha y a un cierto precio (precio *strike*).

Opciones europeas y americanas. La primera solamente se puede ejecutar en una fecha (la de expiración de la opción). La segunda se puede ejecutar en cualquier momento entre la fecha de emisión y la de expiración.

Contratos forward

Un contrato *forward* es un acuerdo de comprar o vender un determinado activo a un cierto precio (el precio de entrega o *delivery*) y por un determinado período de tiempo. Un contrato *forward* puede ser comparado con un contrato *spot* o al contado, el cual es un acuerdo de comprar o vender un activo inmediatamente.

Es un acuerdo *over-the-counter* (OTC) entre dos partes. El precio de entrega es usualmente escogido de manera que el valor inicial del contrato sea igual a cero, y cuando el contrato es negociado por primera vez no existe intercambio de dinero entre las partes. El contrato es cerrado (*settled*) cuando el mismo madura.

La parte que se ha comprometido a comprar se encuentra en una posición larga, mientras que la parte que se ha comprometido a vender se encuentra en una posición corta.

Contratos de futuro

Un contrato de futuro es un acuerdo de comprar o vender un activo a un cierto precio en un cierto momento. Es muy similar al contrato *forward*, sin embargo, aun cuando el contrato *forward* se negocia en el mercado OTC, un contrato de futuro se negocia en una bolsa.

Los futuros se encuentran disponibles para una gran cantidad de activos subyacentes, se negocian en mercados organizados y, al igual que los *forward*, deben especificar qué puede ser entregado, dónde puede ser entregado y cuándo puede ser entregado.

El margen está constituido por efectivo o activos negociables depositados por el inversionista con su corredor. Los márgenes minimizan la posibilidad de pérdidas debido a incumplimiento de pagos de un contrato.

Swaps

Un *swap* o canje es un acuerdo de intercambiar flujos de caja en momentos de tiempo futuros y especificados de acuerdo con ciertas reglas. Pueden ser de tasas de interés o de monedas.

Los usos típicos de los *swap* de tasas de interés son para convertir un pasivo de tasa fija a tasa flotante, para convertir un pasivo de tasa flotante a tasa fija, para convertir una inversión de tasa fija a tasa flotante o para convertir una inversión de tasa flotante a tasa fija.

Los usos típicos de los *swaps* de monedas son para convertir un pasivo en una moneda a un pasivo en otra moneda y una inversión en una moneda a una inversión en otra moneda.

El papel de las distintas instituciones financieras en los mercados financieros

Las instituciones financieras de los mercados financieros se clasifican en instituciones receptoras de depósitos e instituciones no-receptoras de depósitos.

Instituciones receptoras de depósitos

Las instituciones receptoras de depósitos son intermediarios financieros que aceptan depósitos de las unidades superavitarias y proporcionan crédito a las unidades deficitarias por medio de préstamos y de compras de títulos. El crecimiento de las instituciones depositarias ha sido acelerado debido a que:

- Ofrecen cuentas de depósito que pueden acomodarse a las características de monto y de liquidez deseadas por la mayor parte de las unidades superavitarias.
- Pueden “empaquetar” los fondos recibidos de los depósitos y proporcionar préstamos del tamaño y la madurez deseada por las unidades deficitarias.
- Aceptan el riesgo de los préstamos otorgados.
- La mayor experiencia y conocimiento que poseen acerca de la capacidad crediticia de las unidades deficitarias.
- Diversifican sus préstamos entre un gran número de unidades deficitarias y pueden absorber más fácilmente que las unidades superavitarias los préstamos que incumplan sus pagos.

Entre las instituciones receptoras de depósitos más conocidas están: los bancos comerciales, las entidades de ahorro y préstamo, la banca hipotecaria, las sociedades financieras y las uniones de crédito.

Instituciones no-receptoras de depósitos

Este tipo de instituciones generan fondos de fuentes diferentes a los depósitos e incluyen, entre otras, los fondos mutuales, las casas de bolsa, los fondos de pensiones y las compañías de seguros.

*Los fondos mutuales y el mercado de capitales*². Los fondos mutuales son sociedades de inversión que colocan sus activos en instrumentos financieros, proporcionando a los inversionistas una participación en esta cartera. Para poder invertir en esta cartera, el inversionista compra las cuotas o unidades de inversión, las cuales se cotizan diariamente al Valor de la Unidad de Inversión (VUI), valor que

se fija a diario utilizando los precios de mercado de los activos que componen el fondo, dividiendo el valor total por el número de cuotas emitidas. El VUI de los fondos mutuales se reporta cada día en los periódicos.

Como instrumento de inversión los fondos mutuales le proporcionan a los pequeños y medianos inversionistas un medio para invertir en una cartera diversificada, en vez de comprometer la misma inversión en unos pocos títulos a mayor costo (comisiones)³ y con un mayor riesgo específico o no-sistemático⁴. Otra ventaja de los fondos mutuales consiste en que ofrecen a los inversionistas servicios de administración de la cartera, incluyendo los reportes mensuales o anuales de las inversiones del fondo, información sobre nuevos productos, así como la administración diaria de la cartera y registro que realiza la sociedad administradora.

En Venezuela existen tres tipos de sociedades de inversión definidos por ley:

Fondos mutuales sociedades de inversión de capital abierto (o fondos mutuales): las acciones de estos fondos no se cotizan en la bolsa, pero sí lo hacen los activos que componen el fondo: éstos se valoran a los precios de cierre de cada día y este valor se reporta como el valor de la unidad de inversión (VUI) o valor de la cuota. Los fondos mutuales son de capital abierto, esto es, emiten nuevas cuotas cada vez que un cliente invierte (compra cuotas), lo cual se realiza al precio del día de la cuota, y el fondo mutual está en la obligación de comprar las cuotas cada vez que un inversionista vende su participación (reducción del número de cuotas).

Sociedades de inversión de capital de riesgo: en este tipo de fondo, la sociedad emite acciones para recabar capital, el cual será invertido para promover

² Esta sección se basa en Garay y Martínez (2002).

³ En Venezuela la compra de acciones involucra el pago de comisiones al corredor (entre 0,3-1,0 por ciento) y a la Bolsa de Valores (comisión fija por cada venta), además del Impuesto al Valor Agregado (IVA) causado por la comisión. En la venta de títulos, hay el pago de comisiones al corredor, el IVA causado por la comisión, la comisión de la Bolsa de Valores y adicionalmente el pago del 1 por ciento como impuesto sobre el total de la venta. Las compras o ventas de acciones por los fondos mutuales están exentas del pago de los impuestos.

⁴ En las carteras diversificadas existe mayormente el riesgo sistemático o de mercado, mientras que en un título específico existe además el riesgo no-sistemático o propio de cada título.

empresas nacientes o que se encuentren en la etapa de fuerte crecimiento inicial y necesiten capital para crecer. Las sociedades de este tipo son de capital cerrado: una vez que se emiten las acciones iniciales se requiere de una asamblea de accionistas para poder incrementar el capital. Las acciones se negocian en las bolsas de valores. Este tipo de fondos aún no se ha desarrollado en Venezuela.

Sociedades de inversión inmobiliaria: estas sociedades son específicamente creadas para la inversión en bienes inmuebles, para el desarrollo de complejos habitacionales, centros comerciales, parques industriales y de oficinas. Son sociedades de capital cerrado y en Venezuela todavía no se han desarrollado.

En Venezuela, por lo poco desarrollado del mercado de capitales, los fondos mutuales son escasamente conocidos o utilizados por los pequeños inversionistas y la clasificación de los mismos por estilos de inversión es muy limitada: se pueden separar por monedas, en fondos en bolívares y en dólares, y por tipo de activos, en fondos de renta fija, fondos de renta variable y fondos mixtos.

Mercado de capitales en Venezuela

Organización del mercado venezolano: renta fija y renta variable

Según Zambrano, Vivancos y Lattanzi (1988:59),

[...] en principio, [...] el desarrollo del mercado de capitales, en valores de renta fija y sobre todo de renta variable, incide en una mayor rentabilidad de la inversión como consecuencia de un mayor control por parte del público que presiona para maximizar beneficios en relación a otros objetivos que pueden, y normalmente surgen dentro de las unidades productivas, atentar contra la racionalidad estrictamente económica [...] En la medida en que la inversión mejora su rendimiento y esto afecte positivamente el crecimiento económico global, los beneficios se extienden (desde las empresas de mayor tamaño) a toda la economía, además de disminuir la presión sobre los mercados crediticios bancarios mejorando las disponibilidades para las pequeñas y medianas empresas.

Renta fija

Durante los últimos años, los instrumentos de renta fija del mercado de capitales venezolano han estado

dominados por las emisiones de deuda pública realizadas por el gobierno central –bonos de la Deuda Pública Nacional y Letras del Tesoro–. Al encontrarse la economía nacional en un estado recesivo durante buena parte de la última década, las empresas venezolanas han reducido sus inversiones, con la consecuente disminución en las emisiones de deuda a mediano y largo plazo, bien sea en bolívares o en moneda extranjera. Por otra parte, los elevados y fluctuantes niveles de tasas de interés reales han desestimulado aún más la inversión privada.

En lo que respecta a la deuda externa venezolana, ésta ha permanecido a niveles estables durante los últimos años e incluso ha disminuido ligeramente. Se encuentra en un nivel cercano a los 20 millardos de dólares. Sin embargo, la deuda interna ha crecido sustancialmente en los últimos dos años, hasta crecer al equivalente, en bolívares, de cerca de 10 millardos de dólares. Esta deuda ha sido relativamente más costosa para el gobierno, por haberse encontrado las tasas de interés activas en Venezuela por encima de lo que se han encontrado en Estados Unidos.

Renta variable

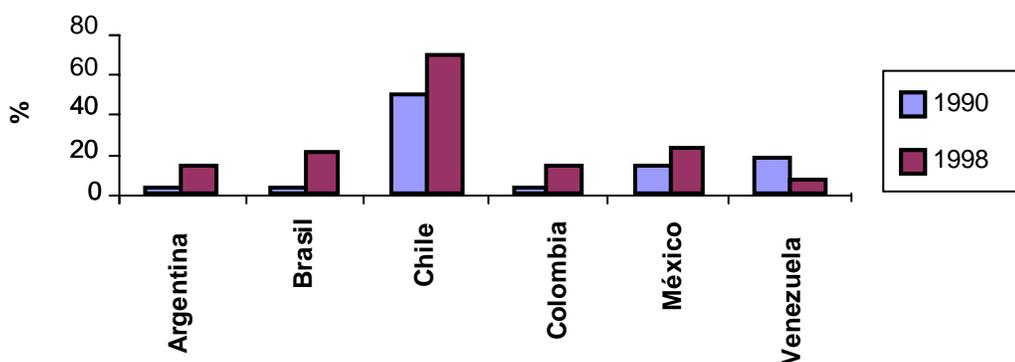
La renta variable –acciones– en el mercado de capitales venezolano ha sido tradicionalmente pequeña, debido a la importancia que el petróleo tiene en la economía. Si Petróleos de Venezuela (Pdvs) fuese una empresa privada y sus acciones se cotizaran en la bolsa, la capitalización del mercado venezolano sería una de las más altas de América Latina. Por otra parte, en Venezuela siempre ha existido reticencia por parte de las empresas a inscribir sus acciones en la bolsa (por temor a perder el control de la empresa, por los requisitos de suministrar información al mercado al estar inscrita en bolsa, etcétera).

El gráfico 2 corrobora lo anterior, puesto que indica que la capitalización bursátil (suma del valor de mercado –precio de una acción multiplicado por el número de acciones en circulación– de cada una de las empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas) del mercado venezolano como porcentaje del producto interno bruto es la más baja entre los países más grandes de América Latina. Además, la

relación cayó a lo largo de la década pasada mientras subía en el resto de los países, en buena medida debido a que las cotizaciones bursátiles nacionales se han rezagado con respecto a las de los mercados vecinos.

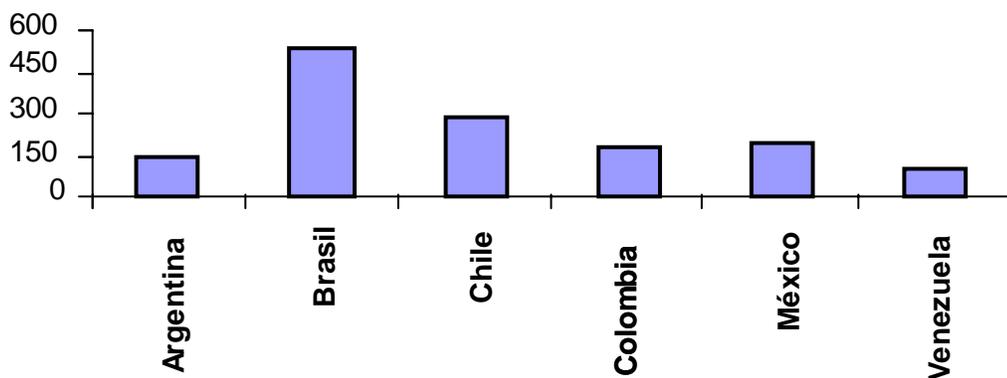
El número de empresas inscritas en la BVC es inferior a 100 (gráfico 3) y no ha aumentado desde hace bastantes años. Los cuadros 3, 4 y 5 ilustran lo pequeño del mercado de valores venezolano cuando se le compara con los de otros países del mundo.

Gráfico 2
Capitalización bursátil como porcentaje del PIB (1990 y 1998)



Fuente: IFC (2001).

Gráfico 3
Número de compañías inscritas al cierre de 1998



Fuente: IFC (2001).

Cuadro 3**Comparación de los tamaños de los mayores mercados de capitales –acciones– de países desarrollados, millones de US\$, 2000**

EE UU	15.104.037
Japón	3.157.222
Gran Bretaña	2.576.992
Francia	1.446.634
Alemania	1.270.243

Fuente: IFC (2001)

Cuadro 4**Comparación de los tamaños de los mayores mercados de capitales –acciones– de países emergentes, millones US\$, 2000**

Taiwán, China	247.602
China	580.991
Brasil	226.152
África del Sur	170.252
Corea del Sur	171.587
Argentina	166.068

Fuente: IFC (2001)

Cuadro 5**Comparación de los tamaños de los mayores mercados de capitales –acciones– de los países de América Latina, millones US\$, 2000**

Brasil	226.152
Argentina	166.068
México	125.204
Chile	60.401
Colombia	9.560
Venezuela	8.128

Fuente: IFC (2001)

Los índices de cotización

Los índices de cotización se emplean para seguir los rendimientos promedio del mercado o de algunos sectores del mercado, así como para comparar el desempeño de los administradores de

fondos mutuales, y son, además, la base de una gran cantidad de instrumentos derivados.

El Índice Bursátil Caracas (IBC) es el índice que se emplea para medir la evolución de los precios de las acciones que se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas. El cambio porcentual en el índice indica cuánto ha aumentado o disminuido el mismo durante un período determinado. El IBC se divide en Índice Financiero e Índice Industrial. El nivel del índice se calcula como la suma de las capitalizaciones de todas las acciones incluidas en el mismo. Cada acción dentro del índice se pondera de acuerdo a su capitalización de mercado (número de acciones multiplicado por el precio).

Los siguientes son los índices bursátiles más conocidos de Estados Unidos:

Dow Jones Industrial Average es el más conocido y el más antiguo de los existentes en Estados Unidos y es ponderado por el precio de 30 acciones de empresas grandes y conocidas del sector industrial.

Nasdaq Composite es ponderado por el valor de mercado de las empresas que lo conforman. Estas empresas se negocian *over-the-counter* y pertenecen, en su mayoría, al sector tecnológico. Al momento de redactar estas páginas, el índice estaba conformado por las acciones de unas 4.879 empresas.

S&P500 Composite está conformado por las 500 empresas industriales más grandes de Estados Unidos y es ponderado de acuerdo a la capitalización de mercado de cada una de las empresas que lo conforman.

Otros índices conocidos son: el *Wilshire 5000 Equity Value*, los índices *Russell* y el *AMEX Market Value*.

Los índices de cotizaciones de acciones internacionales más conocidos son:

Índice Nikkei (Tokio): se calcula ponderando el precio de las acciones de 225 empresas de la Bolsa de Valores de Tokio.

Índice FT100 (Londres): se calcula ponderando la capitalización de mercado de las 100 empresas más grandes de la Bolsa de Valores de Londres.

Índice CAC40 (París).

Índice DAX30 (Frankfurt).

Regulación de los mercados

Los mercados financieros venezolanos se encuentran regulados de varias maneras. La Comisión Nacional de Valores (CNV) regula tanto el mercado de capitales como las instituciones financieras que participan en el mismo. Los entes reguladores enfrentan el dilema de que cualquier regulación que se le imponga a las instituciones financieras para asegurar su solvencia puede a su vez reducir los niveles de competencia y de eficiencia del mercado de capitales.

Los mercados financieros de Estados Unidos se encuentran regulados diversas formas. Buena parte de la regulación surgió en respuesta a las prácticas fraudulentas imperantes antes de la Gran Depresión de los años treinta. La intención de la *Security Act* de 1933, por ejemplo, era la de asegurar que los inversionistas tuviesen acceso a la información financiera relevante referida a instrumentos ofrecidos al público y la de prevenir que ocurriesen prácticas fraudulentas en la venta de estos títulos. La *Securities Exchange Act* de 1934 extendió los requerimientos de la *Security Act* de 1933 y declaró ilegales las transacciones diseñadas para manipular el mercado.

Otro tipo de regulación ha sido establecido más recientemente para reducir la volatilidad de mercado. Debido a que las fluctuaciones bruscas de los precios de las acciones pueden deberse a reacciones excesivas ante rumores, los llamados *circuit-breakers* han sido diseñados para suspender las negociaciones de las acciones respectivas temporalmente. En el caso de la Bolsa de Valores de Caracas, las cotizaciones de acciones de empresas que experimentan una variación intradiaria superior a un determinado porcentaje son suspendidas temporalmente.

Comisión Nacional de Valores

(Página web: www.cnv.gov.ve)

La Comisión Nacional de Valores (CNV) fue creada el 31 de enero de 1973 y es un organismo público facultado por ley para el control, vigilancia, supervisión y promoción del mercado de valores venezolano. La nueva Ley que regula a la CNV fue promulgada el 22 de octubre de 1998, y fortaleció la facultad normativa de la institución, así como su capacidad promotora y sancionadora.

Los objetivos de la CNV son velar por la transparencia del mercado de valores, para de esta forma poder contribuir a la protección de los inversionistas, al asegurar la mayor difusión posible de información financiera y el cumplimiento de las leyes por parte de los entes intermediarios y de los emisores del mercado. Estos entes son:

- Empresas emisoras;
- Entidades de inversión colectiva, entidades de inversión colectiva de capital de riesgo y entidades de inversión colectiva inmobiliaria y sus sociedades administradoras;
- Casas de bolsa/sociedades de corretaje, corredores públicos de títulos valores, asesores de inversión, contadores inscritos ante el Registro Nacional de Valores; y
- Bolsas de valores, bolsas de productos, cajas de valores, calificadores de riesgo, agentes de traspaso, cámaras de compensación de opciones y futuros.

La misión de la CNV es:

Transformar el mercado de capitales conforme demanda la competitividad internacional en sus tres ejes, local, regional y global. Fortalecer el mercado de capitales a objeto de canalizar el flujo de capitales hacia usos eficientes, a través de los diversos instrumentos que permitan la optimización del financiamiento tanto de los entes emisores como el mejoramiento de las condiciones en las cuales actúan los inversores. Participar en los procesos de integración regional: Comunidad Andina y mercados de capitales de América Latina. Cooperar en la formulación de criterios y estrategias con los organismos internacionales que tienen como objetivo la estandarización y armonización de las reglas de supervisión, fiscalización, vigilancia y promoción de los mercados de capitales (www.cnv.gov.ve).

La Comisión Nacional de Valores es responsable de las siguientes tareas:

- Autorizar la oferta pública, en Venezuela, de títulos valores emitidos por empresas constituidas en el país;
- Autorizar la oferta pública, fuera del territorio nacional, de títulos valores emitidos por empresas venezolanas;
- Autorizar la publicidad y prospectos de emisiones de oferta pública;

- Autorizar y supervisar la actuación de bolsas de valores, corredores públicos de títulos valores y demás entes intermediarios;
- Manejar el proceso de registro de títulos valores y regulados; y
- Resguardar y proteger los intereses de los accionistas, especialmente los minoritarios.

Caja Venezolana de Valores

(Página web: www.cajavenezolana.com)

La Caja Venezolana de Valores (CVV) es una entidad privada con personalidad jurídica propia, creada el 23 de abril de 1992 por las bolsas de valores establecidas en el país, entidades financieras, empresas de seguros, reaseguradoras, empresas emisoras e intermediarios bursátiles con la intención de promover un mercado de valores más eficiente.

El 20 de noviembre de 1996, mediante la resolución N° 285-96 la Comisión Nacional de Valores autoriza la creación y el funcionamiento de la Caja Venezolana de Valores, la cual comienza operaciones con títulos-valores de renta variable el 29 de noviembre de 1996. El primer título valor en transferirse a través de la CVV fue la Cantv.

La misión de la CVV consiste en:

[...] la prestación del servicio de compensación y liquidación de aquellos títulos valores inscritos en las bolsas de valores del país transados bursátil y extrabursátilmente (de la circulación de la titularidad sobre los títulos valores), la custodia y la administración de los mismos, utilizando en forma óptima sus recursos para satisfacer las necesidades de un mercado de valores libre, ágil, transparente, competitivo, autorregulado y con la capacidad para adecuarse a los cambios tecnológicos y comerciales, garantizando la confiabilidad [...] Posteriormente, prestará el servicio de liquidación de las operaciones bursátiles y extrabursátiles (de la circulación de los medios de pago) (www.cajavenezolana.com).

Los objetivos de la CVV,

[...] se encuentran enmarcados dentro de sus dos grandes actividades: el depósito, custodia y administración de títulos valores y la transferencia, compensación y liquidación de los valores depositados. En cuanto a la actividad de depósito, la Caja persigue como objetivos fundamentales, centralizar el registro de títulos valores y proveer servicios para la administración de valores en depósito, con la finalidad de reducir el manejo físico, minimizar el riesgo de fraude

y falsificación, reducir costos al mejorar la eficiencia operativa, reducir la complejidad operativa, agilizar los procesos administrativos y proveer de información oportuna a los depositantes [...] En cuanto a la actividad de transferencia, compensación y liquidación, la Caja persigue como objetivos fundamentales, perfeccionar la transferencia entre comprador y vendedor e igualmente establecer mecanismos confiables y oportunos, con la finalidad de garantizar a los participantes la existencia de títulos y fondos para efectuar la transferencia, proveer a los participantes transparencia y confidencialidad, verificar, ordenar y transferir títulos y fondos entre depositantes (www.cajavenezolana.com).

La Bolsa de Valores de Caracas

(Página web: www.caracasstock.com)

La Bolsa de Valores de Caracas (BVC) fue fundada en 1947. Al cierre de 1998 contaba con 94 compañías inscritas, con una capitalización de mercado de 7 mil 600 millones de dólares y una negociación diaria de 1,5 millones de dólares.

Los países más desarrollados gozan de mercados de capitales grandes y líquidos. La importancia de contar con un mercado de capitales robusto radica en que el mismo representa una alternativa de financiamiento de largo plazo para las empresas, las cuales pueden emitir acciones o deuda. Por el lado de los inversionistas, el mercado de capitales ofrece alternativas de inversión con características de rendimiento, riesgo y plazos distintos a los ofrecidos por los instrumentos de ahorro existentes en la banca.

Tamaño aproximado y problemática del mercado de capitales en Venezuela

El tamaño de un mercado de capitales se mide calculando la capitalización de mercado como porcentaje del PIB, si bien es cierto que esta magnitud se refiere sólo al segmento de renta variable del mercado y no considera el de renta-fija. Esta estadística nunca ha representado un número significativo en Venezuela. De hecho, ha disminuido durante los últimos años mientras que en el resto

de los países de América Latina ha aumentado, tal y como se mostró en el gráfico 2.

Los volúmenes negociados en la BVC han caído considerablemente en los últimos años debido a:

- La emigración de acciones venezolanas a Nueva York en forma de ADR. Las acciones de las empresas venezolanas más grandes se negocian en Nueva York, con el atractivo para los inversionistas de que las comisiones cargadas en ese mercado son más bajas que las correspondientes a la BVC;
- El impuesto al débito bancario implementado en 1994 y 1999, del cual no se exceptuaron las operaciones bursátiles⁵. Este impuesto encareció enormemente las transacciones bursátiles en Venezuela, especialmente para aquellos inversionistas que realizaban un mayor número de operaciones;
- El impuesto de 1 por ciento aplicado a las ventas de acciones. Este impuesto también ha encarecido las negociaciones de manera significativa. Es además perverso, porque pecha las operaciones sin discriminar si el inversionista obtuvo una ganancia o una pérdida;

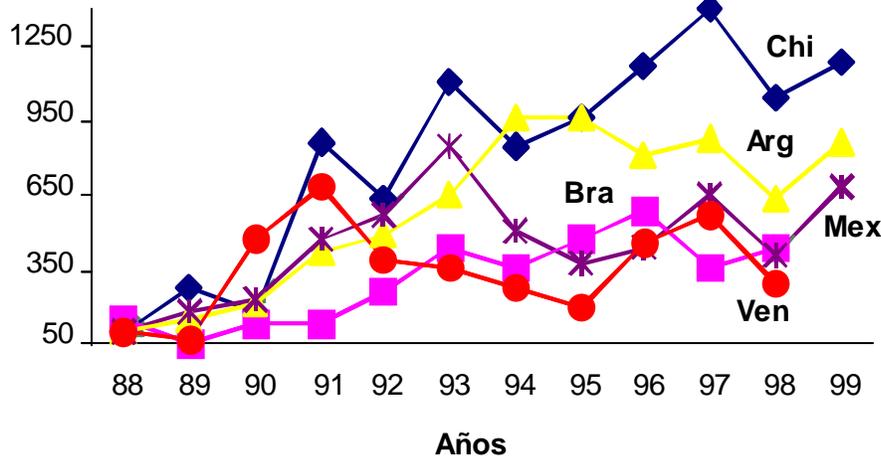
- La compra en el año 2000 de la mayor parte de las acciones de la Electricidad de Caracas por parte de AES y la compra de Mavesa por parte de Polar el 2001 retiró del mercado importantes lotes de acciones y acentuó su iliquidez; y
- Los planes de recompra de acciones anunciados por varias empresas.

El deficiente comportamiento reciente del mercado venezolano –bajos volúmenes y precios deprimidos de las acciones– ha sido además acrecentado por los siguientes factores:

- El bajo nivel de crecimiento económico de la última década (incluyendo decrecimiento económico durante varios años);
- La inestabilidad e incertidumbre política, la cual ha alejado a los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros; y
- Los altos costos transaccionales.

El gráfico 4 confirma el inferior desempeño relativo del mercado venezolano durante la década de los noventa cuando se le compara con el correspondiente a los demás mercados de la región.

Gráfico 4
Índice de precios de acciones



Fuente: IFC (2001).

⁵ La introducción del impuesto al débito bancario a partir de marzo de 2002 exceptuó de este tributo las transacciones bursátiles en el mercado venezolano.

Bibliografía

Garay, U. y M. González (2005): *Fundamentos de finanzas con aplicaciones al mercado venezolano*. Caracas: Ediciones IESA (en prensa).

Garay, U. y L. Martínez (2002): “Análisis del desempeño de los Fondos Mutuales en Venezuela, 1993-2000”. Trabajo en Progreso. Caracas: IESA.

IFC –International Finance Corporation– (2001): *Emerging stock markets factbook*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Madura, J. (1998): *Financial markets and institutions*. Cincinnati: South Western Publishing.

Scott, W. (1999): *Markets and institutions: A contemporary introduction to financial services*. Cincinnati: South Western Publishing.

Zambrano, L.; F. Vivancos y R. Lattanzi (1988): *Sistema financiero, mercado de capitales y mercado bursátil en Venezuela*. Caracas: Bolsa de Valores de Caracas.