AAD 5635

TESIS
E991
B53

CARLOS ALFREDO BLAUMANN

Influencia de la Masificación del "Comodato Bancario" con Títulos Valores sobre el Mercado Bursátil

Memoria de Grado presentada ante la Universidad Católica Andrés Bello como parte de los reqisitos para optar al Título de Economista

Profesor-Guia: Eco. Enrique Zambrano

Caracas, Septiembre de 1991

INTRODUCCION

El contínuo proceso de modernización del sistema financiero, que renueva los servicios e instrumentos que operan en sus mercados a una velocidad cada vez mayor, exige la realización de estudios e investigaciones multidisciplinarias con la finalidad de explorar nuevas posibilidades, mejorar las existentes, etc.

Dentro de este orden de ideas, el funcionamiento de un sistema de gestión y administración de títulos valores basado en la masificación del préstamo de los mismos bajo la forma de "comodato bancario", presenta interesantes interrogantes. El sistema consiste en ofrecer a los inversionistas el pago de un interés por las acciones que tengan a bien prestar al sistema, acciones que a su vez el sistema pondrá prestar a interés a aquellas personas que estén interesadas en invertir especulativamente a la baja. La idea toma cuerpo cuando adicionalmente el sistema utiliza las garantías recibidas en efectivo exigidas en la operación recién descrita, para financiar la adquisición de acciones a los especuladores que buscan ganancias en el alza del precio de las mismas.

Como el lector podrá notar, el sistema funciona como una especie de "banco de acciones", y así se lo interpreta, de ahí que el presente documento específicamente estudie el

efecto multiplicador que podría tener el sistema que se propone, sobre la circulación de acciones en el mercado secundario.

Dada las diversas facetas que esta idea involucra, el presente trabajo pretende abrir el camino a los estudios que desde el punto de vista económico se vayan a realizar sobre la materia.

Se compone de siete partes:

La primera, es la presentación, introducción y definiciones, es decir lo que estamos leyendo.

La segunda, desde el capítulo 2.1 hasta el 2.6, se hace una compilación de todas aquellas definiciones, conceptos y teorías que constituyen el marco teórico y conceptual del la tesis. Con las idea de proporcionar al lector poco relacionado con la materia suficiente referencia dentro de este trabajo, se procuró construir el marco teórico qué partiendo de niveles bastantes básicos, rápidamente desarrollarán aquellos puntos de interés para la comprensión de la tesis. Aquellos lectores que ya están familiarizados con la materia expuesta, pueden leer únicamente la secc. 2.5.2. y el capítulotema 2.6. completo. Igualmente, aquellos que no estén familiarizados con dinámica de las operaciones bursátiles, presentamos a manera

multiplicador tendría; en su lugar se hace un análisis de los valores para los que la función esta definida.

Seguidamente, en la quinta parte se presenta el capítulo de las conclusiones y recomendaciones, la sexta parte corresponde al apéndice metodológico que consiste en un estudio de factibilidad económica del sistema, realizado como apoyo al marco teórico.

En la septima y ultima parte, el apéndice legal, con bocetos de los contratos o instrumentos del sistema propuesto, en forma comentada y corregidos por el Dr. José María Alcántara, Abogado Mercantil.

El valor de la investigación radica, según se piensa, en que ayudaría a visualizar mejor un sistema que podría ofrecer una alternativa para crear un órgano de apoyo al mercado de capitales, que amplía los instrumentos de inversión a plazos disponibles en el mercado, además de proveer los servicios de depósito, compensación y liquidación de valores , lo que permitiría incrementar la agilidad favoreciendo al mercado secundario.

TABLA DE CONTENIDO.

Primera parte: DEFINICIONES

1.	DEFINICIONES.	1
1.1.1	"Acciones":	1
1.1.2	"Accionistas":	1
1.1.3	"Propietarios":	1
1.1.4	"Inversionistas":	2
1.1.5	"Especulador":	2
1.1.6	"Bajista":	2
1.1.7	"Alcista":	3
1.1.8	"Short Sale":	3
1.1.9	"Oferta Accionaria":	4
1.1.10	"Liquidez Accionaria":	4

Segunda parte: MARCO TEORICO

2.1.	EL DINERO Y LAS ACCIONES	5
2.1.1	CONCEPTOS DE DINERO	5
2.1.1.1.	Comite Radcliffe (1969)	7
2.1.1.2.	Gurley y Shaw	7
2.1.1.3.	Milton Friedman	8
2.1.2	LAS ACCIONES.	8
2.1.3	LAS ACCIONES Y EL DINERO.	11
2.2.	INSTRUMENTOS, INSTITUCIONES Y MERCADOS FINANCIEROS.	13
2.2.1	NOCIONES BASICAS.	13
2.2.2	LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS	14
2.2.3	INSTITUCIONES FINANCIERAS.	17
2.2.4	MERCADOS FINANCIEROS.	20
2.3.	LAS BOLSAS DE VALORES EN EL MUNDO.	26
2.3.1	INTRODUCCION.	26
2.3.1.1.	Descripción	27
2.3.1.2.	Origenes	28
2.3.1.3.	El Broker	30
2.3.1.4.	El Jobber	31
2.3.2	LOS SISTEMAS BURSATILES.	34
2.3.2.1.	La bolsa en el REINO UNIDO	37
2.3.2.1.1.	El sistema de contratación	38
2.3.2.1.1.1	"Brokers" Y "Jobbers"	38
2.3.2.1.1.2	El "Broker"	39
2.3.2.1.1.3	La Contratación	42
2.3.2.1.2.	La Técnica de las operaciones de bolsa en el mercado británico.	44

2.3.2.1.3.	La organización institucional Francesa	50
2.3.2.1.3.1	La sociedad de agentes de cambio	52
2.3.2.1.3.1.1	Cámara Síndical	54
2.3.1.1.3.2	El Agente de Cambio francés	55
2.3.1.1.4.	Los sistemas de contratación en Paris	56
2.3.1.1.5.	La técnica bursátil en el mercado de Paris	58
2.3.1.2.	La bolsa en ESTADOS UNIDOS	59
2.3.1.2.1.	Descripción	61
2.3.1.2.1.1	Primer Mercado	61
2.3.1.2.1.2	Segundo Mercado	61
2.3.1.2.1.3	Tercer Mercado	62
2.3.1.2.1.4	Las "Brockerage Houses"	62
2.3.1.2.1.5	Floor Broker	64
2.3.1.2.1.6	El "Specialist"	64
2.3.1.2.2.	El Sistema de contratación.	67
2.3.1.3.	LA BOLSA EN VENEZUELA	67
2.3.1.3.1.	Descripción	67
2.3.1.3.2.	El sitema de contratación.	69
2.4.	MECANISMOS DE EXPANSION DE LA OFERTA MONETARIA.	71
2.4.1	MODELO I.	71
2.4.2	MODELO II.	77
2.5.	LA DEMANDA ESPECULATIVA DE ACCIONES.	80
2.5.1	DEMANDA ESPECULATIVA DE DINERO, (SEGUN TOBIN).	80
2.5.1.1.	El Sistema de Saldos de Cartera	80
2.5.1.2.	La distribución de las probabilidades de ganancia de Capital	81
2.5.1.3.	La decisión de cartera del individuo	85
2.5.1.4.	La naturaleza del inversionista	87
2.5.1.5.	La demanda agregada de dinero en el modelo de Tobin	90
2.5.2	EXTENSION DEL MODELO A LA DEMANDA ACCIONARIA.	94
2.6.	EL SISTEMA DE GESTION Y ADMINISTRACION DE TITULOS V.	98
2.6.1	DESCRIPCION DEL SISTEMA.	98
2.6.1.1.	Objetivos del sistema	98
2.6.1.2.	Mecanismos de captación	99
2.6.1.3.	Mecanismos de colocación	102
2.6.1.4.	Mecanismos de contingencia	104
2.6.1.5.	Acerca del funcionamiento de S.G.A.T.V.	106
2.6.2	ANTECEDENTES DEL S.G.A.T.V.	106
2.6.2.1.	Las negociaciones a plazo en el mercado bursátil británico.	108
2.6.2.1.1.	"Loan Account"	108
2.6.2.1.2.	El "Backwardation"	111
2.6.2.1.3.	Money Brokers	112
2.6.2.1.4.	Mercado de opciones	113
2.6.2.2.	Las negociaciones a plazo en el mercado bursátil francés.	113

2.6.2.2.1. El "Report" 113
2.6.2.2.2. El "Deport" 114
2.6.2.3. La técnica bursátil a plazo en Estados Unidos 115
2.6.2.3.1. Compras "in margin" 115
2.6.2.4. LA TECNICA BURSATIL A PLAZO EN VENEZUELA 119
2.6.3 FACTIBILIDAD DEL SISTEMA. 121
2.6.3.1. Factibilidad LEGAL 121
2.6.3.2. Factibilidad ECONOMICA 124
2.6.3.2.1. Descripción del Simulador. 125
2.6.3.2.2. Resultado de las corridas del simulador del S.G.A.T.V. 127

Tercera parte: HIPOTESIS

3. HIPOTESIS. 129

Cuarta parte: DESARROLLO Y METODOLOGIA

4.1. TEORIA Y DESARROLLO DEL MULTIPLICADOR DEL S.G.A.T.V. 131
4.1.1 INTRODUCCION. 131
4.1.2 CICLOS INTERNO Y EXTERNO, Y SALDO RECICLABLE. 135
4.1.3 EXPECTATIVAS ESPECULATIVAS Y SALDO RECICLABLE. 142
4.1.4 EL MODELO DEL MULTIPLICADOR DEL S.G.A.T.V. 146
4.2. CONTRASTACION DE HIPOTESIS. 151
4.1.1 INTRODUCCION. 151
4.1.2 RELACIONES FUNCIONALES. 151
4.1.3 DEFINICION DE VARIABLES. 152

Quinta parte: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1. CONCLUSIONES. 156
5.2. RECOMENDACIONES. 157

APENDICES

6. APENDICE METODOLOGICO. 160
6.1. SIMULADOR DEL S.G.A.T.V. 160
7. APENDICE LEGAL. 167
7.1. CONTRATO BAJISTA, (Boceto). 167
7.2. CONTRATO DEL INVERSIONISTA, (Boceto). 173
7.3. CONTRATO DEL ALCISTA, (Boceto). 177

BIBLIOGRAFIA.

183

CUADROS PRESENTADOS.

2.2.3. CLASIFICACION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	19
2.6.3. RESULTADOS DEL SIMULADOR DEL S.G.A.T.V.	127
4.1.1 DEMANDA Especuladores a la baja. ("Bajistas")	137
4.1.2. DEMANDA Especuladores al alza ("Alcistas")	138
4.1.3 SALDO RECICLABLE I	139
4.1.4. SALDO RECICLABLE II	142
4.2.3. EVALUACION EXPERIMENTAL DEL MODELO.	155

GRAFICOS PRESENTADOS:

Gráfico 2.5.1. Distribución de probabilidades.	81
Gráfico 2.5.2. Curvas de Distribución.	83
Gráfico 2.5.3. Riesgo Vs. Rendimiento.	85
Gráfico 2.5.4. Curvas de indiferencia.	88
Gráfico 2.5.5. Demanda agregada,modelo de Tobin.	91
Gráfico 2.5.1. Dinero e Interés.	92

1. DEFINICIONES.

Para facilitar la comprensión del texto al lector, se consideró conveniente dejar sentados los términos que con más frecuencia serán utilizados en éste trabajo. Por el mismo motivo, se procuró que la relación entre el concepto y su nombre (que es tomado del vocabulario común), evoque de inmediato su significado al lector. Por ser de uso común, se ha tomado por norma colocar el nombre entre comillas ("), cada vez que se haga referencia a la definición en el texto.

1.1.1 "Acciones":

Son documentos que prueban la participación en el capital de una compañía.[1]

1.1.2 "Accionistas":

Aquellos que poseen acciones.

1.1.3 "Propietarios":

Se refiere a los "accionistas" con suficientes acciones de una misma empresa para tener poder de decisión sobre los destinos de la misma. Para estos individuos el valor de la acción viene dado por la suma de dos componentes; el valor de la acción en el mercado, y el valor del poder que esas acciones pueden representar. Por este motivo, las apreciaciones de los "accionistas" ubicados dentro de este grupo, pueden llevarlos a pagar por las acciones precios exhorbitantes en el mercado, tan altos como sus expectativas de poder lo justifiquen. Normalmente los "propietarios" están en

---

[1] Para una definición más detallada, ver Secc. 2.2.2. en este mismo trabajo.

equilibrio, es decir cada "propietario" o grupo de "propietarios" está de acuerdo con su porción del poder. Cuando este equilibrio se pierde, todos los "inversionistas" de la empresa especulan sobre el valor que los "propietarios" estarán dispuestos a pagar por proteger o aumentar su cuota poder, y esto hace que los precios de esa acción suban desmesuradamente.

1.1.4 "Inversionistas":

Aquellos "accionistas" de la empresa que detentan las acciones por largo plazo. El motivo subyacente de este comportamiento es que los "inversionistas" persiguen el rendimiento tradicional de la empresa, es decir, que confían en el negocio al que se dedica la empresa "per se", y en que generará beneficios. Un "inversionista" no necesariamente mantendrá ese comportamiento con las acciones de todas las compañías en las que interviene, puede tener expectativas a corto plazo en los precios de las acciones de cualquier otra compañía en ese mismo momento; en ese caso, en relación a esa otra compañía, no será "inversionista", según esta definición.

1.1.5 "Especulador":

Aquellos "accionistas" que buscan el rendimiento en los altibajos del mercado en el corto plazo. Son entes especializados en la detección de incongruencias y baches en el mercado, para sacarles provecho (arbitraje). Su participación en el mercado garantiza la liquidez del mismo. Sin embargo, en mercados donde la información no fluye correctamente, son estos especialistas los que pueden crear movimientos de precios fraudulentos, que generalmente generan pérdidas para los "inversionistas" desinformados.

1.1.6 "Bajista":

Cuando el "especulador" tiene expectativas de que el valor de la acción de una compañia baje, y opera en el mercado en función de ello realizando una venta, se le define como "Bajista". Un

"Bajista" no necesariamente mantendrá ese comportamiento con las acciones de todas las compañías en las que interviene, puede tener expectativas de alza en los precios de las acciones de cualquier otra compañía en ese mismo momento; en cuyo caso no será "Bajista" en realación a esa otra compañía.

1.1.7 "Alcista":

Es el "especulador" que tiene expectativas de que el valor de una acción suba , y opera en el mercado en función de ello, comprando esa acción. Un "Alcista" no necesariamente mantendrá ese comportamiento con las acciones de todas las compañías en las que interviene, puede tener expectativas de baja en los precios de las acciones de cualquier otra compañía en ese mismo momento; en ese caso sería "Bajista" en relación a esa otra compañía.

1.1.8 "Short Sale":

O "venta corta" en español, se verifica cuando un "especulador Bajista" o "Bajista" vende acciones que no posee en el momento de la venta, pero se compromete a entregarlas al término del plazo que se acuerde en la negociación. El interés del "Bajista" está en que él espera que esa acción tenga un menor valor, en algún momento durante el lapso acordado, y que comprando en ese momento, él podrá adjudicarse la diferencia entre el precio de la compra y la venta, como beneficio. El interés del comprador, estriba en que confía en que el valor de las acciones al momento de recibirlas será mayor que el que él acordó cuando cerró la negociación (caso típico del "Alcista"). El comprador también pudiera ser un "inversionista", que busca fijar el precio de la acciones que piensa adquirir, y efectuar el pago en un momento posterior a la negociación, en fin, un financiamiento.

El lector se habrá dado cuenta de que aparentemente hemos contradicho nuestra definición del "Bajista", ya que su papel en el "short sale" consiste en vender acciones que

no posee, contrario esto a la figura del "accionista" sobre la que hemos basado la estructura de nuestras definiciones; sin embargo, el hecho de que el "Bajista" se comprometa a comprar las acciones, es un buen argumento para aceptarlo dentro de nuestra definición.

1.1.9 "Oferta Accionaria":

Se define como oferta accionaria a las cantidades de acciones ofrecidas en venta.

1.1.10 "Liquidez Accionaria":

Como "LIQUIDEZ ACCIONARIA" se define al total de acciones de una compañía "X", cuya existencia haya sido protocolizada a través de:
a) Títulos valores emitidos por el departamento de accionistas de la compañía,
b) Documento de Mutuo emitido por el operador del S.G.A.T.V.
(ambas fuentes).

2. MARCO TEORICO

2.1. EL DINERO Y LAS ACCIONES

2.1.1 CONCEPTOS DE DINERO

[1]El dinero tiene en Economia, dos significados distintos;

A) Significado Concreto:

"el dinero es la unidad de cuenta o medida de valor. De esta manera se puede medir el valor de los bienes y servicios y además se puede comparar el valor de unos bienes en téerminos de otros bienes."

El dinero como medida de valor puede tener su expresión fisica. De hecho, en las sociedades primitivas se utilizaban objetos físicos como unidades de cuenta: una vaca, una concha, etc. Sin embargo, tuvieron dificultades porque no poseían el concepto de la vaca o la concha standard y con esto no podian referirse a la unidad de valor. En las sociedades modernas, las unidades físicas de medida de valor han sido representadas por unidades abstractas, por ejemplo un Bolívar.

---

[1] La exposición de esta Secc. ha sido basada integramente en el tema #3 de la obra; Guia para el estudio de La Macroeconomía, U.C.A.B., 1977, ver pp. 42 a 50, del profesor R.P. Antonio Aguirre, S.J., de la Universidad Católica Andrés Bello. Se ha obviado el uso de comillas, por cuanto no se trata de una transcripción textual de su contenido. Es más bien, una síntesis de sus ideas. Sin embargo, todo lo expuesto aquí puede confrontarse en el mencionado estudio.

b) Significado Abstracto:

"no necesariamente tiene que existir en forma concreta; el dinero es un bien que se utiliza para financiar transacciones y que tiene aceptación general".

El dinero puede ser cualquier cosa que sea aceptada generalmente como medio de pago, o como medio de liquidación de una deuda. Es decir, es un intermediario entre los intercambios finales y obvia la necesidad de establecer una doble coincidencia de deseos, necesidad que surge en una economía de trueque. De esto se concluye que la característica esencial del dinero es su aceptación generalizada. La aceptabilidad es una propiedad que es poseída por una grán variedad de activos en grado diferente. En Venezuela los únicos que tienen una aceptación general completa son sólo los billetes emitidos por el B.C.V.; aquí se declara la aceptabilidad general, en el sentido de que existe la obligación de recibir los billetes del B.C.V. sin limitación alguna, y las monedas son de curso legal subsidiario y no hay obligación de recibirlas en cantidades ilimitadas. Otros activos pueden tener el carácter de aceptabilidad general sólo por virtud de las costumbres y por conveniencia. Entre éstos se encuentran los depósitos en cuenta corriente, que tienen el mayor grado de aceptabilidad y probablemente financian la mayor parte del valor de las transacciones en la economía. Estos depósitos circulan ampliamente porque la población tiene confianza depositada en que los bancos pagarán en

moneda de curso legal si el cliente así lo desea. Si desaparece esta confianza, los depósitos a la vista en los bancos comerciales cesarían de tener aceptabilidad, y dejarían de funcionar como medio de pago. Esos depósitos, sin embargo, no son de aceptación universal. Debido a que estas características varían de un activo a otro, surgen entre los diversos autores discrepancias conceptuales acerca de lo que se debe considerar como dinero. Para ilustrar mejor este aspecto daremos un breve vistazo a las argumentaciones que sustentan estas divergencias.

2.1.1.1. Comite Radcliffe (1969)

Aceptan como dinero la suma de monedas, billetes, depósitos a la vista (estos tres activos constituyen lo que se denomina el circulante), y certificados de ahorro, depósitos a plazo fijo, bonos quirografarios (en conjunto denominados comúnmente cuasidinero), y finalmente a la capacidad de compra que otorga el nivel de crédito que hay en la economía. Afirma que el crédito representa el poder de compra potencial y que, por lo tanto, debería ser aceptado como dinero.

2.1.1.2. Gurley y Shaw

Para ellos dinero es únicamente el pasivo del sistema financiero. Consideran únicamente al Circulante y al

Cuasidinero dentro de la definicion. El nivel de crédito no es dinero.

2.1.1.3. Milton Friedman

Introduce la llamada bóveda temporal del poder adquisitivo. Reformuló la teoría clásica e introdujo la nueva teoría cuantitativa; va un poco más allá en el concepto del dinero. La bóveda es la posibilidad de tener el dinero como reserva, todos los activos, los que están en dicha boveda temporal, son cuasidinero y son liquidables a través del descuento. Todo activo o cuasidinero se puede convertir en monedas y billetes o depósitos a la vista para lo cual hay que tener en cuenta el riesgo y el costo.

2.1.2 LAS ACCIONES.

"El capital social está dividido en acciones. Se emplea el término acción no sólo para indicar una fracción del capital social, sino también para el conjunto de los derechos del accionista, así como para el documento que se les entrega donde constan sus derechos de participación"[2].

"Calificar de Títulos Valores a las acciones de sociedades es una postura general y poco discutida en nuestro

---

[2] Goldschmidt, Roberto: Curso de derecho mercantil. Caracas, Ediar Venezolana, 1979, 480 p., p.294.

medio (Goldschmidt). También se acepta la calificación sin mayor inconveniente en la doctrina italiana (Vivante, Messineo). En Francia se prefiere excluirlas. Sin embargo, pareciera que en las acciones societarias faltan todos los caracteres que se consideran básicos para identificar un título valor.

1) En la acción no existe un **derecho incorporado.** Los derechos del socio nacen del contrato social, y la legitimación para su ejercicio resulta de los asientos en el libro de accionistas. Hablar de lo que suceda en acciones al portador es ocioso, considerando que la legislación nacida alrededor del Pacto de Cartagena las ha eliminado en nuestro derecho.

2) La acción no tiene **carácter abstracto.** La acción no vale por sí misma, sino sólo en cuanto exista y subsista la sociedad respectiva. Ello equivaldría a afirmar que en un título valor es necesaria la coexistencia de la relación fundamental y la supervivencia del emitente, lo cual a todas luces no es correcto.

3) Las firmas que existen en una acción **no son independientes ni autónomas.** Cada sucesivo adquiriente del título se hace deudor solidario de las obligaciones los tenedores anteriores (Art. 295); todo lo contrario de lo que ocurre en el título valor. Si la acción requiere para su

validez la suscripción de parte de dos administradores (Art. 293), la firma de uno sólo de ellos no implica obligación alguna.

4) La acción no es **literal**. Su precio fluctúa en el mercado independientemente a la indicación que porte el título (valor nominal) y puede ser verificado mediante cualquier medio de prueba".

Por las razones expuestas la acción se acerca más al documento probatorio que a un título valor. Incluso puede decirse que los derechos del accionista nacen antes de que la sociedad la emita: si entre las menciones que debe contener la acción está la información acerca del registro (Art. 293 Ord.1), es evidente que la emisión del documento es posterior al nacimiento de la sociedad sin que pueda decirse por ello que los suscriptores carecen, para ese instante, de los derechos de socio. En sociedades de corte familiar inclusive, es relativamente frecuente que las acciones nunca lleguen a emitirse; aunque se haya alguna vez afirmado lo contrario (Goldschmidt, Vivante). Es indudable que por esa omisión los derechos del socio no pueden entenderse menoscabados."[3]

---

[3] Mármol Marquís, Hugo: Fundamentos de derecho mercantil Títulos Valores. Caracas, U.C.A.B., 1982, 242p., p.56 y s.

Por todo lo anteriormente expuesto se especifica que las acciones son títulos valores impropios.

2.1.3 LAS ACCIONES Y EL DINERO.

Dejando de lado la interesante y delicada discusión filosófica acerca de cual de las definiciones de dinero brevemente expuestas hasta ahora es la correcta, tomemos nota del hecho de que lo importante es comenzar con un problema monetario en el que se está interesado, y hallar una definición que haga más fácil el análisis del problema que se examina. Por ejemplo, en un estudio donde el objetivo es la formulación empírica de una definición del dinero que facilite en lo posible la separación y análisis de la oferta y de la demanda monetaria de un país en el período que se estudia; una definición que capacite la predicción con la mayor precisión, de las consecuencias que se pueden seguir en importantes variables macroeconómicas al variar las condiciones de la demanda y la oferta monetaria. El investigador podría partir de la idea que los activos financieros que mejor cumplen con esos requisitos son el efectivo más los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo.

Asumiendo un procedimiento semejante, trataremos de probar que ampliando el criterio de la definición de lo que es dinero y aplicándolo a las teorías existentes sobre los mecanismos del mercado monetario, podríamos analizar el mer-

cado accionario desde el punto de vista del monetario, lo que le daría un marco apropiado para analizar un nuevo enfoque del mercado accionario.

En ningún momento se pretende afirmar que las acciones ofrezcan las mismas facilidades que los cheques como medio de pago, sino que el análisis de su comportamiento dentro del sistema de gestión y administración de acciones propuesto, y a la luz de las teorías conocidas del mercado monetario[4], nos dará la oportunidad de enfocar mejor el problema y avanzar más rápido.

---

[4] Estas teorías serán descritas más ampliamente en la secc. 2.4.

2.2. INSTRUMENTOS, INSTITUCIONES Y MERCADOS FINANCIEROS.
2.2.1 NOCIONES BASICAS.

Debido a la gran variedad de clasificaciones y discriminaciones de los elementos que conforman cada una de las áreas del mundo financiero, mencionadas en el título del presente tema, nos permitimos exponer algunas nociones básicas:

Unidades Superavitarias:

"Son aquellas unidades económicas que asignan al gasto un monto menor que su ingreso, es decir, que tienen un superávit en su presupuesto corriente. Generalmente las familias."

Unidades Deficitarias:

" Son aquellas unidades económicas que asignan al gasto un monto mayor que el de su ingreso corriente, es decir que tienen un déficit en su presupuesto corriente."

Estos superávit y déficit constituyen la razón de ser de los instrumentos financieros, puesto que las unidades deficitarias financian sus gastos excedentarios con el ingreso excedentario de las unidades superavitarias. Para este financiamiento las unidades deficitarias emiten instrumentos financieros (una deuda), que son adquiridos por las unidades superavitarias (activos financieros).

2.2.2 LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Según A. Aguirre[1] los instrumentos financieros "son evidencias de derecho sobre la propiedad de las unidades económicas (v.g., Las Acciones), o evidencias de derecho contra otras unidades económicas (v.g., Certificados de ahorro)".

CLASIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

No existe una manera única de clasificarlos, por lo tanto, enunciaremos varias clasificaciones atendiendo a distintos puntos de vista:

1) Según quien lo emita:

a) Valores primarios:

Son las obligaciones de las unidades de gasto no financieras[2], que incluyen entre otras: Los valores del gobierno, las obligaciones y las acciones de las empresas no financieras, deudas de corto y largo plazo, créditos hipotecarios de las familias, etc.

---

[1] Aguirre, Antonio: Op.cit, p.3.

[2] Aguirre, Antonio: Ibíd."Unidades de gasto no financieras o unidades de gasto, son aquellas cuya función principal es producir y adquirir la producción corriente, y no comprar algún instrumento financiero por medio de la emisión de otro instrumento financiero. En una economía cerrada, dentro de esta definición se clasifican los siguientes sectores: Familia, Empresas no financieras y Gobierno; consumen bienes y servicios".

b) Instrumentos indirectos:

Son emitidos por los intermediarios financieros (v.g., Depósitos a la vista, a Plazo, etc).

2) Según su función:

a) Instrumentos de Captación (Fuente de fondos):

Ejemplos:

Monedas y Billetes:

Son obligaciones o pasivos para el Banco Central de Venezuela, sólo el Banco Central de Venezuela (B.C.V.) tiene la facultad de emitir billetes y acuñar monedas. Constituyen el circulante y están respaldados por oro y divisas. Son los activos líquidos por excelencia. La ley del BCV establece los límites en el número de monedas a pagar. Los billetes son de aceptación compulsiva.

Depósitos a la vista o en cuenta corriente:

Legalmente son exigibles a treinta días o menos; en la práctica se reciben al demandarlos. Están respaldados por el cheque. Son creados por la banca comercial.

Depósitos de ahorro:

No tienen período de vencimiento, en la práctica se devuelven al demandarlos, devengan un interés.

Depósitos a plazo fijo:

Tienen un plazo mínimo de noventa (90) días, pueden durar 180 y 360 días. Es un instrumento del mercado monetario a Corto Plazo. Devengan un interés. Forma parte del cuasidinero y pueden ser al portador, negociables, etc.

Certificado de ahorro:

Es la fuente de fondos por excelencia de la banca hipotecaria, y de las sociedadess finacieras. Están respaldados por un fondo de liquidez. El plazo mínimo es de noventa días, y el máximo de 360.

Bonos quirografarios:

Es un instrumento de captación de fondos a largo plazo. Su plazo mínimo es de seis meses, y el máximo es de ocho años. Son emitidos por la banca hipotecaria y por las sociedades financieras.

Cédulas hipotecarias:

Es un instrumento de largo plazo, respaldado por bienes muebles, de gran solidez, pero de muy bajo rendimiento, por lo cual han quedado rezagadas del mercado.

Reservas especiales:

La mayor parte están en compañías de Seguros, y representan la reserva para riesgos en curso y reserva matemáticas, calculadas éstas según principios actuariales. Las reservas especiales de las capitalizadoras son certificados de capitalización, por las que el suscriptor adquiere un contrato o póliza determinado que paga por cuotas periódicas y causa interés.

Capital:

Representa la suscripción directa de capital y reservas.

b) Instrumentos de Colocación (o usos de fondos)

Son los activos de las instituciones financieras, es decir el uso que le dan a los recursos captados. Entre otros existen:

Oro, divisas y derechos especiales de giro:

El BCV los utiliza pues él es el que centra las reservas monetarias internacionales del país y vigila y regula el comercio de oro y divisas.

Préstamos a Corto Plazo:

Tienen un vencimiento máximo de un año y los otorgan nada más que los bancos comerciales.

Préstamos a Largo Plazo:

Incluyen préstamos hipotecarios y su duración es igual o mayor de un año. Son otorgados por las entidades de ahorro y préstamo, la banca hipotecaria y las sociedades financieras.

Bonos:

Existen los públicos y los privados así como los emitidos por las empresas financieras y los emitidos por las no financieras.

2.2.3 INSTITUCIONES FINANCIERAS.

DEFINICION:

Segun A. Aguirre las instituciones financieras "son aquellas empresas que transforman o transmutan los valores primarios en valores indirectos. La transformación consiste en la adquisición por las instituciones financieras de valores primarios y cambiarlos en otros valores indirectos, los cuales tienen una mayor líquidez y menor denominación que los valores primarios"[3].

---

3 Aguirre, Antonio: Op.cit. p. 6.

A las instituciones financieras también se les designa como intermediarias financieras pues al comprar los valores primarios y emitir los valores indirectos, intermedian entre los inversionistas y los ahorristas. Esta intermediación es muy conveniente para la economía porque en general las características de los valores indirectos se adaptan mejor a las preferencias de los ahorristas, que la de los valores primarios, en términos de líquidez, divisibilidad, seguridad, servicios, etc. Es decir, los ahorristas sustituyen valores indirectos por valores primarios.

Otra manera de concebir las instituciones financieras, es considerarlas prestatarias que pagan un interés a los ahorristas y como prestamistas que cobran otro tipo de interés a los inversores. Los costos de los servicios de intermediación, incluyendo un beneficio, se ejecutan por el exceso del interés cobrado a los inversores sobre el interés pagado a los ahorristas. Es decir, ellas captan recursos de la unidades superavitarias para prestarlos a las deficitarias, y así realizan dos tipos de operaciones:

Activas; cuando prestan a interés.

Pasivas; cuando pagan interés

CLASIFICACION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Las instituciones financieras se caracterizan por el hecho de que los instrumentos financieros constituyen la mayor parte de sus activos de una manera habitual, y también por el hecho de que sus actividades se hallan concentradas en la tenencia de instrumentos financieros y que su ingreso se deriva de las transacciones con dichos instrumentos.

De acuerdo a su naturaleza se clasifican en monetarias y no monetarias

También pueden clasificarse desde el punto de vista institucional: de acuerdo a si generan o captan recursos a corto o largo plazo.

2.2.3. CLASIFICACION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

INSTITUCIONES FINANCIERAS	BANCARIAS	MONETARIAS: BCV, BANDAGRO, BANCA-COMERCIAL
		NO-MONET.: SOC.FINANCIERAS, BANCA-HIPOTECARIA, SIS.AHORRO Y PRESTAMO
	NO-BANCARIAS	OTRAS INST.FIN.: CIAS.DE-SEGUROS, CAPITALIZADORAS, INVERSORAS
		INST.FIN.ESPECIALES: PDVSA, INAVI, CVG, FNC

2.2.4 MERCADOS FINANCIEROS.

Un mercado financiero es el lugar físico o mecanismo mediante el cual se ofrecen y demandan instrumentos financieros. Las transferencias se pueden hacer por medio de teléfono, télex, etc.

Las diferencias entre el mercado real y el financiero es que en el primero se transan activos tangibles y en el segundo se transan activos intangibles. La diferencia entre el mercado financiero y el de bienes y servicios es que en éste se compran las mercancías para consumirlas tarde o temprano y en el mercado financiero se compran los instrumentos financieros para emplearlos como títulos que sus tenedores puedan utilizar al venderlos para comprar bienes y servicios, es decir lo que se compra es su utilización por un período de tiempo.

Los mercados financieros cumplen con una doble función:

FUNCION ECONOMICA:

Su función económica es transferir ex ante los recursos económicos de las unidades superavitarias a las deficitarias. Las superavitarias peciben un ingreso en forma de dinero, y ahorran. Estos recursos AHORRADOS O liberados por dichas unidades son puestos a disposición de la unidades deficitarias. Esta transferencia genera una ventaja

económica para ambas, puesto que las unidades superavitarias, al prestar sus ahorros, perciben intereses con los que aumentan su ingreso, y las deficitarias, tienen una disponibilidad mayor de recursos que sólo los permitidos por su ingreso, lo cual le hace posible utilizarlos de una manera productiva al comprar maquinarias e instalaciones nuevas, lo que, a su vez, mejora la economía nacional.

Tipos de Transferencias:

Las transferencias de recursos liberados se hace en forma de efectivo. El modo como el efectivo pasa de las unidades superavitarias a las deficitarias es el siguiente:

Transferencia directa: Se da cuando el efectivo pasa directamente de los ahorradores a la inversora (a través de valores primarios). Por ejemplo: las unidades deficitarias emiten algún tipo de instrumento financiero (valor primario) como un bono, el cual es ofrecido a las unidades superavitarias, quienes entregan el efectivo y reciben el instrumento.

Transferencia indirecta: Se verifica a través de intermediarios financieros. Es decir, las unidades superavitarias depositan el efectivo en una institución financiera o compran valores emitidos por dichas instituciones, las cuales adquieren los valores primarios emitidos por las unidades deficitarias.

FUNCION FINANCIERA:

Los mercados financieros cumplen al mismo tiempo una función financiera. Las unidades deficitarias se pueden aprovisionar de fondos inmediatamente, de manera que se liberan de la necesidad de esperar a que se acumulen sus propios ahorros a través del tiempo. Las unidades superavitarias pueden adquirir valores secundarios con los que pueden mantener su riqueza, en forma de activos financieros rentables, sin la necesidad de poseer directamente los activos tangibles. Además, la existencia de valores indirectos, proporciona a las unidades superavitarias la oportunidad de mantener su riqueza en una forma mas liquida, mas divisible , etc., que si tuviesen que mantener su riqueza en la forma de valores primarios.

CLASIFICACION DE LOS MERCADOS FINACIEROS

1) En cuanto a si constituyen nuevas emisiones, o si los instrumentos financieros constituyen valores que esten previamente en circulación:

1.a) MERCADO DE EMISION O PRIMARIO:

Incluye las negociaciones de valores de nuevas emisiones cuyos valores de operaciones representan el flujo de recursos financieros que se canalizan a través de la financiación externa.

1.b) MERCADO DE CIRCULACION O SECUNDARIO:

Incluye las operaciones en valores preexistentes y no una captación de recursos de primera colocación. Ejerce influencia sobre el mercado de emisión, dada la magnitud o volumen de valores preexistentes en relación con los valores de una nueva emisión. Además proporciona liquidez a los valores primarios, puesto que sus poseedores pueden venderlos con facilidad en el mercado existente.

2) De acuerdo a las unidades económicas que intervengan:

2.a) Mercado de valores primarios: cuyos valores son emitidos por unidades de gasto.

2.b) Mercado de valores indirectos: son emitidos por instituciones financieras.

3) De acuerdo al plazo de los valores primarios:

3.a) Mercado monetario: incluye el mercado de préstamos y obligaciones que vencen en un año o menos. O sea, su emisión es a corto plazo, se les considera cercanos al "dinero".

3.b) Mercado de capitales: incluye las transacciones en valores emitidos a largo plazo como son los

préstamos y bonos de vencimiento superior es a un año, y las acciones. Generalmente se destina a la formación de capital.

3.b.1 **El Mercado de capitales:**

El papel central que juega el mercado de capitales es el de facilitar y abaratar el financiamineto a largo plazo; así como el de mejorar la eficiencia en la distribución de los recursos productivos, y su mérito radica en la racionalización y el abaratamiento del proceso de inversión al canalizar recursos hacia agentes económicos que promueven iniciativas rentables, que en otras condiciones no tendrían acceso al financiamiento requerido para movilizar los recursos en la dirección deseada[4].

Dentro del mercado de capitales encontramos las bolsas de títulos valores, como órganos fundamentales encargados de facilitar el flujo de los recursos a través de la reunión diaria de los operadores, es decir, por medio del mantenimiento de un mercado confiable contínuo y ordenado, en el cual se cumple el principio de transparencia. En este mer-

---

[4] Zambrano, L., Vivancos, F., Lattanzi, R.: Sistema Financiero, Mercado de Capitales y Mercado Bursátil en Venezuela. Caracas, Bolsa de Valores de Caracas, 1988, 182 p., p. 59.

cado están reguladas las operaciones, vigilados los operadores y disciplinados los sistemas[5].

[5] Morles Hernandez, Alfredo. La Bolsa, Los Corredores y Los Contratos Bursátiles. Caracas, U.C.A.B., 1988, 271 p., p. 17.

2.3. LAS BOLSAS DE VALORES EN EL MUNDO.

2.3.1 INTRODUCCION.

Puede decirse que la bolsa[1] nace con la sociedad anónima, y la banca moderna con el cheque, pero antes de que se generalizara el pago por cheque y el sistema bancario se consolidara con la aparición de los bancos centrales, las bolsas habían conseguido su mayoría de edad.

El centro de los sistemas financieros del siglo XIX lo ocupan los mercados de valores; ellos suministran los medios necesarios tanto al sector público, como al sector privado de la economía. La economía del siglo XIX presenta dos rasgos que son esenciales; de un lado un grado de estabilidad monetaria que va a quebrarse en el siglo XX, hasta convertirse en una crisis agobiante de todos los gobiernos; y de otro, el ahorro financiero es un artículo de lujo que estaba sólo al alcance de una masa de población muy reducida. Aquella dorada estabilidad de la moneda era el clima apropiado para que los valores de renta fija dominaran el mercado.

---

[1] Este capítulo se sustenta en la obra titulada: La Bolsa en España y en el Mundo Occidental, de José Antonio Aguirre Rodríguez. Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1976. 538 p.,pp.19 y ss. Se ha obviado el uso de comillas, por cuanto no se trata de una transcripción textual de su contenido. Es más bien, un extracto o síntesis de sus ideas.

La masificación del ahorro no sólo ha variado la extracción social de las personas que hoy frecuentan nuestros mercados, sino que ha modificado todo el sistema.

El siglo XX pasará a la historia económica como el siglo de consolidación de la técnica del crédito y su consecuencia obligada: la inflación. El sistema financiero se alimenta no de una corriente de ahorro, sino de una corrinte de crédito artificialmente creada por los bancos centrales, que provoca una inflación continuada de los precios y un ahorro forzoso creado a posteriori.

2.3.1.1. Descripción

Una Bolsa es un centro de contratación de valores mobiliarios.

Estas instituciones se consolidan básicamente en el siglo XIX, y responden a la necesidad de movilizar las inversiones financieras realizadas en valores mobiliarios, por lo que no alcanza su mayoría de edad hasta que este instrumento de financiación de la sociedad anónima no se generaliza.

La bolsa es mayormente el mercado secundario de los valores, donde se contrata sobre títulos valores ya emitidos, y donde éstos pueden ser convertidos en medios directos de pago (dinero), deshaciéndose la inversión que los

originó. La bolsa actúa frente a los valores como la ventanilla de un banco frente a los depósitos; ambos sirven para hacer disponible la inversión. La primera mediante una operación bursátil y la segunda mediante la simple presentación de una orden escrita, el cheque. Naturalmente la complejidad del sistema recae del lado de la operación de la bolsa que, a cambio de una mayor rentabilidad, presenta el riesgo de una pérdida de capital en la realización de la operación

2.3.1.2. Origenes

El nombre genérico de la bolsa deriva de un comerciante holandés de la ciudad de Brujas, Van der Burse, en cuya casa solían reunirse, ya en el siglo XV, los negociantes para cerrar sus tratos.

La negociación de valores mobiliarios fue desde un principio, el objeto de la actividad de profesionales muy caracterizados. En Francia, hacia 1304, se organizó la profesión de "Courretiers de Change", cuya actividad esencial era el cambio de monedas , y la compensación de letras de cambio emitidas por los comerciantes de una plaza a otra. Las ferias y mercados servían de marco para que este tipo de profesiones se fuera popularizando en todos los centros de comercio de la época. Sin embargo, estas actividades van declinando progresivamente a medida que el oficio de banquero

se consolida y desaparecen en todo el mundo, al crearse las Bolsas de Comercio.

Este fenómeno va precedido de un amplio movimiento en todos los países, que desplaza las fórmulas personalistas en la gestión de los negocios y abre paso a las grandes sociedades anónimas que se financian por valores. Al mismo tiempo las grandes necesidades financieras de los estados nacionales que se consolidan en el siglo XVII, como Francia e Inglaterra, les obliga a recurrir al crédito público. En la segunda mitad del siglo XVII, existía en Inglaterra un volumen de valores muy importante. En un principio, predominaban los valores a corto plazo emitidos por el gobierno, los llamados "Exchequer tallies", y existía una importante actividad entre los banqueros de Londres, de descuentos de estos valores, que serían la base de la evolución, posteriormente, de los "Discount Houses" londinenses y de su mercado monetario.

Los valores privados, también de corto vencimiento, eran emitidos para financiar las empresas marítimas con las que se inició la gestación del imperio inglés del siglo XIX. Se trataba de valores que tenían relación con un viaje comercial concreto y, si el tenedor se veía obligado a realizarlo antes de su conclusión, llebava a cabo una negociación privada de ellos. Se trata de una época en la que

todavía no puede hablarse de una consolidación de la institución bursátil.

En la última década del siglo XVII, las "Joint Stock Capital" se han desarrollado sobre la base de negocios de una mayor estabilidad y emiten valores a largo plazo. El estado ha emprendido la realización de proyectos que exigen una financiación más estable que la proporcionada por los "Exchequer Tallies". Ha hecho aparición la deuda pública nacional a largo plazo y la generalización de esta clase de valores hace sentir pronto la necesidad de un "Stock Market".

2.3.1.3. El Broker

En un principio la negociación de estos valores se encomienda a los "Brokers", comisionistas con licencia del Lord mayor de Londres, pero fue inevitable en los primeros momentos, que convivieran junto a los "Brokers" con licencias otros que no las tenían. Esta convivencia siempre fue origen de ciertos conflictos y no puede decirse que la historia de esta profesión fuera pacífica, ni mucho menos; junto a los conflictos profesionales se sucedían los derivados por la irregularidad de las operaciones realizadas. A raiz de la crisis de 1696 se limita sin éxito, en 1697, el número de licencias "Broker" y se les prohibían las realizaciones por cuenta propia, configurándolos como auténticos

comisionistas. Las operaciones de especulación fueron frecuentes, y la práctica personalista inútilmente combatida. En el año 1733 se prohibían las operaciones a plazo, sin éxito alguno. La prohibición de efectuar operaciones por cuenta propia a los "Brokers" dio lugar en la plaza de Londres a la aparición de un comerciante especializado denominado "jobber" cuyo beneficio, en contraste con el "Broker", se basaba en una diferencia del precio por la toma de posiciones en el mercado. Esta distinción entre "Brokers" y "Jobbers" que es una característica del mercado inglés, era ya aceptada en esta época, si bien , muchos miembros ejercían las dos actividades.

El "Broker" tiene como misión especifica, la realización de operaciones por cuenta de una clientela, sin adoptar posiciones en el mercado que no respondan a órdenes previamente recibidas. Su función es la de extender el mercado, captar y canalizar las órdenes y asesorar en sus inversiones a una clientela directa de gran importancia; para ello mantienen servicios permanentes de información y estudio de los valores que cotizan. Su retribución es una comisión.

2.3.1.4. El Jobber

El "Jobber", por el contrario, es un comerciante que fija los precios en el mercado sobre la base de un "Stock"

de capital que invierte en valores a corto plazo según los medios financieros a su disposición. Su función es la de estabilizar el mercado, tomando a su cuenta los excesos de oferta que puedan producirse en un valor a corto plazo, o vender, por su cuenta, para cubrir los excesos momentáneos de la demanda. Su retribución está en función del acierto que demuestre en esta función de estabilización a corto plazo, y se beneficie de ella.

Las tendencias recientes demuestran que este oficio bursátil se encuentra, en la actualidad, en desventaja en comparación con otras lucrativas actividades del medio, lo que ha dado origen a su diminución y extinción, siendo absorbidas sus funciones, directa o indirectamente, por los otros organismos.

2.3.1.5. El Agente de Cambio

Las compañías coloniales y las emisiones de valores públicos son también el punto del arranque de la bolsa en Francia, de forma que la negociación de valores iba adquiriendo, cada vez mayor importancia en las actividades de los "Courretiers de Change" , que ya en el siglo XIV era una profesión oficial que ejercía su comercio en regímenes de monopolio y prestaba fianza en garantía del ejercicio de su actividad; medidas tomadas por los poderes públicos a la

vista de los abusos cometidos y encamimados a garantizar los intereses del ciudadano y del estado.

En el siglo XVII pasaban a denominarse "Courretiers de Change" y más tarde "Agent de de Banc y Change" para alcanzar su nombre actual de "Agent de Change".

En 1680, los "Agent de Change" elaboraron unos estatutos con el objeto de reglamentar el acceso y el ejercicio de su actividad profesional, así como fijar un patrón de corretaje común. La supervisión del cumplimiento de las normas allí establecidas, fue encargada a una Cámara Síndical, a la cual competía, ademas, la solución de cualquier conflicto interprofesional que surgiese.

La llegada del escocés Low a París produjo no pocos quebraderos de cabeza. La negociación de valores daba lugar a movimientos especulativos propios de la ausencia de un mercado organizado, transacciones de valor concluidas a muy distintos precios en el mismo día, que sorprendían la buena fe de los inversores.

En 1720 se creo una bolsa en París, se confirmaron las funciones que venían ejerciendo los "Agents de Change" y se les confirió el monopolio exclusivo de la negociación.

Durante los últimos años del régimen monárquico tuvo lugar una actividad bursátil de gran intensidad, debida a la

multiplicación de nuevas compañías anónimas y a la emisión de empréstitos públicos. En 1781 la Revolución Francesa cancela este mercado en 1781, pero el desorden que esta decisión provocó, obligó a reabrir la bolsa en 1795.

Los estatutos profesionales del siglo XVIII contenían multitud de disposiciones, que se mantienen vivas en nuetros días, junto con las modificaciones introducidas en los primeros años del siglo XIX. En virtud de estas leyes, los agentes de cambio tienen el derecho exclusivo de negociar efectos cotizables y de proclamar los precios. Son nombrados por los poderes públicos, depositan fianzas y están sujetos a la disciplina colegial que ejerce la Cámara Síndical.

2.3.2 LOS SISTEMAS BURSATILES.

Una vez esbozada la formación de los sistemas bursátiles más antiguos que se conocen, pasaremos a exponer brevemente los grados de desarrollo que han alcanzado éstos.

Es un hecho reconocido que los mercados anglosajones, específicamente el inglés y el americano son los que han alcanzado un desarrollo mayor en este sentido, y el origen de ésta situación de superioridad, en opinión de algunos tratadistas, es la mayor libertad sobre la que se ha edificado la bolsa anglosajona, en comparación con las rígidas estructuras jurídicas que componen al mercado latino.

En Estados Unidos y en Inglaterra, la legislación y la reglamentación no organizan al mercado, sino que intervienen para reprimir los abusos. Por el contrario en Francia, la legislación y la reglamentación son por principio, las que inspiran su organizació.

Hay que admitir que los "Agents de change" franceses han sido hasta el presente más funcionarios públicos que comerciantes; exactamente lo contrario que sus compañeros anglosajones, "Brokers" y "Jobbers". Durante el siglo XIX también Francia ha desplegado, en las finanzas internacionales, totalmente subordinado y a la defensiva; y es el siglo XIX el siglo de consolidación de las instituciones bursátiles inglesas, las cuales son, para muchos autores franceses, el modelo a seguir.

El "Broker" inglés ha conservado mucha de su clientela directa, mientras que el "Agent de Change" francés se ha encontrado con un sistema de banca mixta, muy propio de los sistemas continentales, que ha reducido al mínimo su clientela directa. Es decir, que en Inglaterra, la ventanilla de los bancos es utilizada por los inversores de la bolsa que detentan pequeños paquetes de acciones; sus órdenes en bolsa son por lo general, rechazadas por los "Brokers", puesto que el "Brokerage" (o corretaje) no les compensa los gastos de ejecución de estas órdenes. Un inversor importante se cataloga, no por poseer una cuenta de institución bancaria al-

guna, sino por merecer tener cuenta abierta en una firma de "Broker". Por el contrario, los agentes de cambio franceses apenas si conservan clientela directa, ya que todas las órdenes de bolsa son canalizadas por el sistema bancario, que presta este servicio, como uno más.

El mercado bursátil anglosajón, al que pertenecen las estructuras del mercado inglés y americano, salvadas sus numerosas diferencias, se basan en una superioridad de los principios de organización comercial sobre los de organización jurídica. La norma jurídica está reducida a un papel de estricta vigilancia y corrección de los abusos; el resto se deja a las normas de conducta que emanan de las organizaciones profesionales. Si profundizamos, nos tropezaríamos con formas muy distintas de enfocar los negocios de este mercado, pero que tienen probada su eficacia.

El tipo francés de mercado bursátil, al que pertenece el belga, salvadas las diferencias, la organización española y la italiana, se basa en una superioridad de los principios de organización jurídicos, una multiplicación de leyes, decretos y reglamentos, y una ausencia casi absoluta de organización comercial y económica, la cual está en manos del sistema bancario y su red de sucursales. Aunque pudiera parecer paradójico, la evolución de la tipología latina se encuentra en los sistemas bursátiles de corte germánico, donde los "Agent de Change" realizan exclusivamente las fun-

ciones de cotización y el sistema bancario ha asume todos los aspectos comerciales y de gestión, relacionados con el mercado de valores.

En los puntos siguientes se hará breve mención de las particularidades de los sistemas bursátiles y sus tipos que cubren prácticamente toda la problemática estructural de la institución del sistema capitalista.

2.3.2.1. La bolsa en el REINO UNIDO

Se examinara en primer lugar el sistema bursátil del Reino Unido, por ser éste, sin ninguna duda, el país que primero alcanza un grado de desarrollo suficiente para permitir el nacimiento de una bolsa de valores, en el sentido más amplio del término, aunque cronológicamente otros países puedan proclamar la primacía.

Las primeras reglas de la bolsa de Londres datan del año 1812. El número de sociedes anónimas cotizadas en el mercado de Londres alcanzaba, para 1824, la importante cifra de 156, con un capital desembolsado de 33 millones de libras. En el año 1842, es decir, 32 años después de la publicación de las primeras reglas, había más de 655 sociedes anónimas que negociaban sus valores en Londres, con un capital de más de 150 millones de libras. El desarrollo había sido espectacular.

La bolsa inglesa es una administración única que funciona con reglas uniformes aprobadas por concenso, se rige por su propia voluntad, expresada en el pacto de sus reglas de funcionamiento. Los poderes públicos nada han intervenido en su creación. La bolsa inglesa ha nacido del dinamismo propio de los negocios y los poderes públicos se han limitado a supervisar la actuación protegiendo el interés general mediante la Ley de Prevención de Fraude. La bolsa inglesa funciona bajo el sistema del "numerus clausus", y el acceso a la condición de miembro de la ella está rigurosamente limitado. Es más, aunque los miembros son reelegibles, y su denominación es anual, es el respeto al Código de Honor y el riguroso seguimiento de las normas que regulan la condición de miembro, lo único que garantiza el ejercicio continuado de los negocios bursátiles.

2.3.2.1.1. El sistema de contratación
2.3.2.1.1.1 "Brokers" Y "Jobbers"

La peculiaridad básica del sistema inglés deriva de la división de funciones en la negociación y formación de precios. El "Broker" actúa como un comisionista por cuenta ajena que contrata en nombre propio. Si un miembro del público desea comprar o vender acciones en el mercado puede cursar directamente sus órdenes a una firma de "Stock Brockers". También puede utilizar los servicios de una entidad bancaria, pero ésta, necesariamente, subcontratará los

servicios de un "Broker", que es el único autorizado para negociar en la bolsa.

2.3.2.1.1.2 El "Broker"

A diferencia de lo que sucede en los sistemas *bursátiles que han seguido el metodo francés, el número de* órdenes directas es muy superior a las canalizadas por el sistema bancario. Es más, las agencias de "Stock Broker", rechazan las órdenes inferiores a 500 libras, puesto que los costos de su ejecución no son cubiertos por el importe de los corretajes ("Brokerage").

Las órdenes cursadas a las firmas de "Brokers" son llevadas al "Floor" de la bolsa, que a los efectos de la contratación se encuentra dividido en zonas donde acuden "Brokers" y "Jobbers", o sus dependientes autorizados, pero antes de entrar de lleno a la mecánica de contratación, conviene revisar el papel asignado a las firmas "Jobber", y los problemas con los que tropieza esta institución en el desarrollo de sus funciones de contrapartida.

EL "Jobber"

En pura teoría, y configurado el "Broker" como un mero comisionista que no puede tomar posiciones en los valores que contrata, y que se limita a una función de intermediario (canaliza órdenes, asesora e informa a los inversores), el

papel del "Jobber" es el de servir de contrapartida a los "Broker" sin contacto alguno con la clientela particular.

Es decir, que el "Jobber" inglés no recibe órdenes de bolsa, y su función se limita a la compra-venta de los valores a los "Brokers" en el mercado por un corto tiempo, beneficiándose de las diferencias entre los precios de compra y venta.

En teoría, y por un corto espacio de tiempo, el "Jobber" puede operar en descubierto, tanto en la compra como en la venta. Esta función claramente especulativa tiene por misión estabilizar el mercado a corto plazo. En realidad, lo difícil de la gestión se encuentra precisamente en adivinar exactamente, cuando las tensiones de demanda u oferta de un valor puedan considerarse transitorias. El papel del "Jobber" esta precisamente en la incorporación a sus tenencias de valores de los excesos de oferta de valores que se detecten el el mercado, y en suministrar las acciones para cubrir cualquier exceso de demanda transitorio. La dificultad está en saber discernir el desface que se produce en el mercado. La falta de acierto, se traduce en un juego de gran importancia, asumido por la firma "Jobber".

En teoría un sistema de esta naturaleza debe actuar como estabilizador de los precios a corto plazo del mercado, a condición de que esta tarea encomendada al "Jobber" no se

traduzca en un elemento de desestabilización en beneficio de estas firmas. La experiencia disponible en el pasado asegura que así ha sido.

La ausencia de este tipo de instituciones en el sistema bursátil francés obliga a recurrir a topes legales en las modificaciones de los precios de una a otra sección. Cuando aparecen tensiones temporales de la oferta o de la demanda, estos límites son característicos de las normas de contratación de las bolsas latinas. Sin embargo, el mercado inglés dispone del mecanismo automático de adaptación, igual que el sistema norteamericano. En Londres, las firmas de "Jobbers" al adoptar posiciones concretas de compra o venta de títulos por su propia cuenta, son las que absorben el exceso de oferta o demanda hasta la consecución de un nuevo equilibrio más estable de los precios.

La situación de los "Jobbers" en el mercado inglés parece crítica a la luz de los datos estadísticos sobre su desarrollo reciente. En el año 1930 había 324 firmas dedicadas al "Jobbing"; en el año 1959 había caído a 179; en 1962 eran 89 y en 1975 eran 21. También há habido un proceso de especialización en los tipos de valores manejados por los "Jobbers" ingleses quienes se han repartido entre ellos los títulos valores, trayendo esto como consecuencia que se haya reducido sensiblemente la competencia entre las firmas.

La figura del "Jobber" tiene su equivalente en la figura del "Specialist", en el mercado norteamericano, que analizaremos más adelante.

2.3.2.1.1.3 La Contratación

Cuando un "Broker" se aproxima al "Jobber" en el "Floor" de la bolsa, el "Jobber" tiene que estar dispuesto a cotizar un valor ofrecido; el "Broker" no descubre ni la identidad de su cliente, ni su posición vendedora o compradora. El "Broker" se expresará interrogando al "Jobber" sobre cuál es el precio de un valor determinado, y esto no constituye en modo alguno, una oferta, a diferencia del sistema venezolano, donde se toma una posición definida de compra o venta, que tiene el carácter de oferta o demanda en firme, y puede ser cerrada al momento de proponerse.

La mecánica operatoria inglesa es más stil y compleja. El "Broker" puede carecer en absoluto de una orden en firme, y cuando se dirige al "Jobber" está realizando lo que se denomina "Cheking his Market".

En el sistema venezolano cabe adoptar una posición simulada, pero que puede acarrear, para el corredor que así "chequee" el mercado graves consecuencias, si sus ofertas son cerradas, pues se verá obligado a cumplir la operación. No así en el mercado inglés.

El "Jobber" contestará al "Broker" con dos precios, el más bajo de compra y el otro de venta. No obstante, el "Broker" puede prescindir de este chek-in, si tiene una orden en firme, podrá actuar directamente. Si la orden está dada por lo mejor, es decir, sin ningún límite de precios, la realizará después de haber revisado los precios del mercado, al precio más favorable para su cliente. Los "Jobbers" pueden ir corrigiendo sus posiciones de precios a medida que desarrolla la sesión. Si sus existencias del valor disminuyen como consecuencia de las operaciones cerradas, irán aumentando sus precios de compra y venta, o, incluso, ampliando las diferencias entre uno y otro, es decir aumentando su "Turn".

El funcionamiento de este mecanismo descansa en la tarea del "Jobber", pues son las anotaciones en sus cuadernos de los impulsos de la contratación los que determinan los precios sucesivos. Es la concurrencia entre "Jobbers" la que asegura y sobre la que descansa la formación de un precio justo. En cualquier caso, debe advertirse que en las sesiones de la bolsa no se alcanzan precios de equilibrio para un valor. El precio de equilibrio es una abstracción teórica. En cada sesión se dan precios que pueden conducir a excesos de demanda u oferta de amplitud diferente, según la terminología walrasiana. Es decir, que la interacción de las fuerzas dentro del mercado bursátil no garantiza la consecu-

ción de un precio de equilibrio, y que los remanentes de oferta y demanda actuarán en la sesión siguiente suponiendo que no resultasen alteradas, de un día para otro, determinando precios alrederor del precio de equilibrio.

En el sistema inglés, las existencias de títulos que se acumulan en las firmas de "Jobber" son las que marcan la pauta. En realidad estas firman deciden lo que puede considerarse un "Stock" normal para cada clase de valor. Por encima de este precio tienden a desprenderse, reduciendo los precios, y, por debajo, tienden a aumentarlo, subiendo los precios.

2.3.2.1.2. La Técnica de las operaciones de bolsa en el mercado británico.

Como marco para la comprensión de este sistema hemos de describir brevemente su procedimiento de liquidación de operaciones.

En la bolsa inglesa, los sábados y domingos no son días de negociación (Bussiness Days). Cada 7 días de negociación constituye el llamado "Settlement Period", que finaliza siempre en el "Account Day" o día de ejecución de contrato (entrega de títulos y de dinero).

Conforme a la regla 96, de las "Rules", el "Council", antes del 31 de Julio de cada año, y a la vista del calen-

dario, fija el número de "Accounts Days" del año, lo que es otra forma de señalar los períodos de liquidación o fechas dedicadas a la ejecución de las operaciones de bolsa. Los individuos que actúan en las negociaciones bursátiles deben respetar estos períodos de liquidación de la siguiente manera: al contratarse una negociación en un lapso, la transacción de la misma deberá hacerce al final del período de liquidación inmediato, o sea, en el segundo "Account Day" que se presente. Por ejemplo, una compraventa realizada el día 3 de un período de negociación cualquiera tendría un plazo máximo de ejecución de 11 días de negociación. En suma, al cabo de los once días, el "Broker" debe entregar los títulos vendidos, y el "Jobber" el dinero acordado. Esta es la regla general de la bolsa inglesa que no hace diferencias conforme al carácter nominativo o al portador del título.

Esta regla de liquidación admite excepciones importantes que pasamos a comentar:

'1 . En primer lugar se exceptúan los contratos "for cash", estos deberán ejecutarse en el "Account Day" siguiente. Se aplica este sistema, principalmente, en atención a los valores públicos según se aprecia en la regla 97 (que son en la práctica todos los valores públicos británicos).

ª2 . La regla 96 A, dispone también que los contratos celebrados en los últimos días del período de negociación, pueden, si así se acuerda, liquidarse en el segundo "Account Day" siguiente, sino en el tercero.

ª3 . Así mismo el "Broker" tiene capacidad de celebrar el contrato de venta con entrega diferida, que se utiliza en aquellos valores que sean problemáticos a los efectos de su tradición legal. La regla 96 b) i) llama a estos contratos "Delayed Delivery".

ª4 . El "Jobber" puede atrasar también la entrega de los títulos cuando tropieza con dificultades, invocando la clausula N.B.I. ("No Buying In"). Tanto en este caso como en el anterior, estas cláusulas deben convenirse en la celebración del contrato y no en fecha posterior.

Como vemos aparentemente, el mercado inglés es de estricto contado, sí nos atenemos a sus reglas de liquidación, pero como apreciaremos en la parte dedicada a los antecedentes del sistema de gestión y administración de acciones (S.G.A.T.V.), esto no es así en modo alguno.

2.3.2.2. La bolsa en FRANCIA

Introducción

Nos hemos referido ampliamente a los orígenes de la institución bursátil en Francia, y al contraste abierto entre la estructura francesa y la del mercado inglés, que dió lugar a un subdesarrollo claro del mercado francés frente al modelo anglosajón.

Esta situación de inferioridad deriva, en opinión de algunos tratadistas franceses, de la concepción estrictamenete jurídica y de mercader público que se le asigna al "Agent de Change" encasillado en sus funciones notariales y descuidando sus funciones comerciales. El mercado de valores francés gira en torno a la figura del "Agent de Change", y el vacío dejado por estos profesionales en el campo estrictamente comercial ha sido cubierto por el sistema bancario. Esta tipología es la característica de los mercados europeos continentales y su evolución última son los mercados de tipo germánico, en la que los "Agents de Change" han reducido su papel al de mero "Cotizador" de valores.

Como ya quedó indicado, la Bolsa nace en 1720, pero su consolidación no tiene lugar hasta el siglo XIX. Durante el siglo XVIII, los "Agents de Change" sólo comerciaban en le-

tras de cambio, billetes y otros papeles comerciales. Con la aparición de los valores mobiliarios (valores del estado al principio y de las sociedades industriales y comerciales después) es cuando el "Agent de Change" se consagra casi exclusivamente a la negociación de valores.

Con la Bolsa de Paris se desarrollan en Francia otras bolsas principales. La bolsa de Lyon, Lille, Marsella, y Burdeos (entre otras) comerciaban con valores distintos, y se repartían los diferentes mercados.

Las condiciones de admisión de valores a cotización fueron siempre muy severas en las bolsas francesas, y esto dio origen al nacimiento de un mercado de valores no admitido, de cierta pujanza, servido por profesionales calificados llamados "coullissiers". Los problemas de competencia entre "Agents de Change" y los "Coullissiers" introducían una gran incertidumbre en el mercado francés, sobre todo por el hecho de la extensión de sus actividades al campo de los valores cotizados en bolsa.

Esta dualidad fue suprimida para el mercado de París por decreto, en Julio de 1961. Los 19 "coullisiers" existentes en esta plaza fueron absorbidos como nuevos "Agents de Change".

En el año de 1962 fue instaurado el principio de unicidad de la cotización en el cual un mismo valor no

podía ser cotizado en más de una bolsa. El legislador francés perseguía con ello conseguir mercados más amplios para los valores cotizados, aproximándose así a los sistemas anglosajones, según rezaba la exposición de motivos. Sin embargo, esto no pasó de ser una declaración. El sistema bursátil francés es radicalmente diferente del anglosajon y lo será mientras el sistema bancario cubra, en exclusiva, el servicio de comercialización de los valores mobiliarios. Como consecuencia de ello y de la inapropiada configuración de las oficinas de los agentes de cambio para resolver los problemas bursátiles de su clientes, la clientela de éstos es, en su mayoría, una clientela indirecta y el número de operaciones bancarias supera notoriamente al de las órdenes directas, a diferencia de la situación de las firmas inglesas de "Brokers".

Esta situación del sistema bancario propicia la centralización de órdenes en un punto y es la causa directa del declinar de las bolsas provinciales. El decreto de 1962 no inventaba nada nuevo y solamente remató las moribundas bolsas provinciales francesas. La solución francesa no satisfizo ni a los agentes, ni a las sociedades que cotizaban en provincia, que se veían así excluidas de las cotizaciones de París, y visto así fue una medida que vino a consolidar el monopolio parisino en detrimento de las restantes plazas,

que, sin embargo, tenían una escasa significación en el conjunto total.

2.3.2.1.3. La organización institucional Francesa

Después de estudiar la organización del mercado inglés, lo primero que destaca en la tipología latina es la atribución de competencias que hace el Estado y los reglamentos de la administarción pública en la ordenación de los mercados de valores. No quiere decir que la administración inglesa decline sus responsabilidades, pero el grado de su intervencionismo es mucho menor y puede decirse que se limita a la "Prevention of Fraud Act", de 1939, modificada en 1958; la "Trusted Investment Act" de 1961, y la "Gaming Act" de 1945. Por el contrario, el número de dispocisiones bursátiles en Francia, constituye un auténtico enjambre de leyes, decretos, órdenes ministeriales y circulares de la Cámara Síndical.

El Ministro de Economía y Finanzas francés no sólo tiene en sus manos la creación o supresión de las bolsas, sino que ejerce la potestad reglamentaria en la ordenación de los mercados de valores. Ahora bien, el ejercicio de estas facultades está, por lo general, delegada a la Cámara Síndical de la bolsa que comunica al Ministro sus decisiones, Son numerosas en los reglamentos franceses las referencias a este tipo de proceder, que corresponde al

Ministro de Economía y Finanzas. Como órgano asesor del ministerio, se crea en 1966 la Comisión de Operaciones de Bolsa, que, como veremos, es una imitación, de la "Securities Exchange Commission" (S.E.C.) de los Estados Unidos. Aunque depende directamente del Ministerio de Economía y Finanzas, eleva anualmente un informe al Presidente. En realidad el S.E.C. de los Estados Unidos es un órgano de control del Congreso que no depende ni se adscribe a ningún departamento ministerial del gobierno y sus miembros son designados por el Presidente de los Estados Unidos. Es pues, un órgano de control establecido por el poder legislativo bajo la dependencia directa del Presidente, pero en modo alguno, como de una forma híbrida se ha hecho en Francia, un órgano de control del ejecutivo.

Comisión de Operaciones de Bolsa

Creada en Francia en 1967, la comisión de operaciones de bolsa se compone de un presidente nombrado por decreto, cuatro miembros designados por el ministerio de Economía y finanzas, y goza de cierta autonomía administrativa.

Tiene encomendadas tres funciones especiales:

a) En el campo de la información, controla todas las actividades publicitarias de las empresas que apelan al ahorro público, con capacidad de hacer toda clase de pesquisas e indagaciones y potestad para ordenar la modifi-

cación de los datos financieros publicados. Su actividad investigadora se ejerce sobre bancos, agentes, y toda clase de intermediarios financieros, así como empresas emisoras por medios de sus agentes.

b) La Comisión de Operaciones de Bolsa es la encargada de determinar la bolsa donde habrán de ser cotizados los títulos de las sociedades emisoras, motivado al decreto de unicidad de cotización, ya mencionado.

c) Por último, la Comisión eleva un informe anual al Presidente sobre los mercados de valores que es publicado en el Boletín Oficial.

A su vez, actúa como órgano consultivo del Ministro de Economía y Finanzas, y es oído en numerosas cuestiones, junto con la Cámara Síndical de la compania de agentes de cambio.

La Comisión de Operaciones de Bolsa vendría a ser el equivalente francés de la Comisión Nacional de Valores venezolana.

2.3.2.1.3.1 La sociedad de agentes de cambio

Cada uno de los centros de contratación de Francia constituyó su propia compañía de agentes de cambio. La declaración del principio de unicidad de la cotización de

1962, dio el golpe de gracia a las bolsas provinciales francesas y ya no tuvo sentido mantener sociedades de agentes independientes, porque a través de la asociación y la fusión de oficios, las bolsas provinciales francesas han perdido, junto al interés económico, toda su autonomía. El 8 de Agosto de 1973, el Ministro de Economía y Finanzas francés, Valéry Giscard D'Estaing, homologó el reglamento de la compañía de agentes de cambio, que en la realidad es un verdadero reglamento de bolsas, al modo de las "Rules" inglesas, y que contiene los principios esenciales de la organización institucional del mercado francés.

Los agentes de cambio y bolsa en Francia constituyen una compañía nacional con personalidad jurídica y con domicilio en París. Esta compañía tiene un carácter muy especial, No se puede decir que sea una institución privada, pero tampoco tiene el carácter de la corporación pública. Por otro lado, su fin u objetivo esta escasamente delimitado, porque aparte de la gestión del patrimonio común de la bolsa y la explotación de los servicios comunes de los los agentes de cambio y bolsa, no parece tener otro contenido.

Está regida por la Cámara Síndical, y por la asamblea general cuyos poderes aparecen muy limitados.

Podría decirse que es la bolsa en sí.

2.3.2.1.3.1.1 Cámara Síndical

El eje de toda la ordenación del mercado francés de valores se encuentra en este órgano de gobierno de la Bolsa, y a este órgano atribuye el Ministro de Economía y Finanzas, a través de los reglamentos administrativos, la buena marcha del mercado.

Compuesta por un síndico, un Vicesíndico (o premier adjoint), y seis agentes de cambio designados, tiene a su cargo las siguientes funciones:

a) El ejercicio del poder disciplinario sobre los agentes y en el centro de contratación.

b) La gestión del patrimonio común y la contabilidad de la compañía.

c) La representación legal de la compañía de agentes de cambio.

d) La autorización de sociedades de agentes de cambio y la fusión de oficios de agentes de cambio.

e) La tramitación de la solicitud de la admisión de valores a la cotización oficial, así como la de exclusión.

f) La edición del Boletín Oficial de cotización y la publicación de todos los acuerdos y actos en base a las dispocisiones y reglamentos.

g) La supervisión de todo el proceso de ordenación, contratación y liquidación de las negociaciones de la bolsa. Puede establecer márgenes de variación en los precios, puede imponer el método concreto de fijación de precios de un valor dentro los reglametos. En suma, es el órgano de gobierno de la bolsa y a ella remiten los reglamentos todo el poder de decisión en materia de ordenación del mercado secundario de títulos valores.

2.3.1.1.3.2 El Agente de Cambio francés

El agente de cambio francés es una figura mixta, pues a la vez que ejerce funciones públicas es un comerciante de acuerdo con el Código de Comercio. Es un comerciante que, conforme al artículo de comercio, no puede, bajo ningún pretexto realizar operaciones comerciales que no sean las que constituyen el objeto propio de su actividad, el comercio de mediación, y esta exclusividad es tan importante que no puede interesarse, ni directa ni indirectamente, bajo su nombre o bajo un nombre interpuesto, en ninguna empresa comercial. Esta es la contrapartida del privilegio de negociación que detenta por razones de orden público y en protección del ahorro mobiliario. Su imparcialidad ha de ser

absoluta y por ello la ley intenta asegurarla. El "Agent de Change" no puede en ninguna ocasión actuar de contrapartida en las operaciones de cuya negociación está encargado. El agente no puede negarse, en virtud de su oficio público, a la ejecución de las órdenes que se le cursen, siempre que se le haga la oportuna provisión de fondos o valores.

Sus funciones comerciales se desarrollan dentro de la figura del contrato de comisión mercantil, y en este sentido es un mandatario que no puede dejar de ejecutar el mandato que el mandante le ha encomendado, porque al mismo tiempo cumple con un servicio público. Le están especialmente vedadas por el Código de Comercio las operaciones de banca y no puede conceder créditos sobre títulos ni crédito personal alguno, prohibiéndosele devengar algún interés deudor o acreedor en las cuentas de sus clientes.

2.3.1.1.4. Los sistemas de contratación en París

En el sistema francés la contratación es de viva voz entre los agentes, y no existe función de contrapartida en sentido propio.

Conforme lo explica el artículo 88 del reglamento: "La cotización de viva voz da lugar a una confrontación pública y oral de las órdenes de compra y venta trasmitidas por la

clientela entre los representantes de los agentes de cambio".

La "Courbeille" o parquet, aparece dividida en grupos o corros donde dos empleados de la Junta Síndical se encargan de dirigir la contratación. El "Coteur" es el que lleva a cabo la lectura de los sucesivos valores que se someten a contratación, y publica los cambios a medida que las operaciones se van cerrando.

El sistema es muy parecido al practicado en la bolsa venezolana.

La cotización de valores en el corro, se abre en un momento determinado por el "Coteur", y los agentes o sus representantes negocian con gestos o expresiones usuales como "je prends" para significar la compra o (j'ai) para la venta.

En el mercado venezolano se utilizan términos similares como "compro" o "vendo".

La única desventaja que se le conoce a este sistema, viene dada por su incapacidad de procesar volúmenes en forma rápida (aproximadamente un máximo de 20 títulos por hora, es la experiencia que se tiene) lo que limita la capacidad de negociación del mercado en determinados momentos.

El centro de su filosofía fue captado magníficamente por León Walras, cuando descubrió el equilibrio parcial del precio en los mercados perfectos. Los excesos de demanda empujan el precio hacia arriba y los excesos de oferta hacia abajo, la posición de las funciones de oferta y demanda, si es la normal, asegura la consecución del equilibrio, aunque éste se alcance trás una serie de tanteos sucesivos.

En la Bolsa de París, la regla general es que los precios se expresen en francos, y la excepción es cotizar en porcentajes del valor nominal.

2.3.1.1.5. La técnica bursátil en el mercado de París

En el mercado de París se confunden en cierto modo las operaciones de contado con las operaciones a plazo, debido a que sólo existe una liquidación de operaciones mensual, y los corredores gozan del período entre liquidaciones para cubrir sus negociaciones. Tenemos así 12 liquidaciones al año, predeterminadas y conocidas por el público, donde los títulos vendidos deben entregarse, y los fondos invertidos ser saldados en efectivo.

En una compra-venta a plazo en firme el comprador y el vendedor quedan definitivamente obligados a la ejecución del contrato, el primero pagando el precio, y el segundo entre-

gando los títulos, pero la ejecución de estas obligaciones tendrá lugar en la próxima liquidación.

La liquidación, salvo una disposición expresa de la Cámara Síndical, tiene lugar una vez al mes y en fechas que se fijan y publican por ese organismo al principio de cada año.

En resumen, un contrato de compra-venta a plazo, es un contrato perfecto, tan perfecto como una operación ordinaria, pero a diferencia de ésta, el comprador no paga, y el vendedor no entrega los títulos hasta el momento fijado por la bolsa para la liquidación, cosa que ocurre siempre dentro de un plazo máximo. de un mes, dependiendo de la fecha en que se haga la negociación.

Este aplazamiento permite adoptar una posición especulativa en el mercado.

Volveremes sobre estas y otras técnicas más adelante en el capítulo dedicado a los antecedentes del S.G.A.T.V.

2.3.1.2. La bolsa en ESTADOS UNIDOS

La bolsa norteamericana tuvo su orígen durante la guerra de independencia, cuando quedaron cortadas las entradas de capital desde la metrópoli, fuente normal de aprovisionamiento. El primer centro financiero del país fue

Philadelphia. Allí comenzaron a negociarse los primeros empréstitos públicos para financiar la guerra, y allí nacieron también los primeros bancos por acciones que animaron el nacimiento de la institución bursátil americana en los últimos años del siglo XVII. En 1781 nació el Bank of Norh America, y en 1791 lo hacía el First Bank of the Unitet States, ambos animarían el mercado de Philadelphia. En 1817, en la ciudad de Nueva York, venía actuando un pequeño grupo de corredores, en el Corre's Hotel, quienes más tarde constituirían la Bolsa Neoyorkina, y harían famoso al 40 de Wall Street, como centro financiero del mundo.

En el sistema bursátil encontramos, de un lado, las bolsas tradicionales que se caracterizan por la existencia de una rígida reglamentación, un punto de contratación "Floor", y una vigilancia de los valores contratados sometidos al requisito de la admisión previa. Junto al sistema de "Floor Trading", característico de todas las bolsas en el mundo, y, por el otro, el sistema "Over the Counter" de contratación telefónica, que se delinea como un sistema que prescinde de "Floor", parqué o punto de contratación, que de hecho constituye un mercado paralelo. Conviene precisar antes la terminología que proviene de la compleja situación norteamericana, donde reciben el nombre de mercados paralelos todos aquellos que actúan fuera de la ciudad de Nueva York.

2.3.1.2.1. Descripción
2.3.1.2.1.1 Primer Mercado

En Nueva York existen tres bolsas que realizan contratación con "Floor":

a) La "New York Stock Exchange" (NYSE), que es la primera Bolsa del mundo y donde las condiciones de admisión a cotización son más rigurosas.

b) El "American Stock Exchange", donde las condiciones de admisión a cotización son menos rigurosas y, a veces, por esta razón es preferido por entidades nuevas y en expansión, y el "National Stock Exchange", de poca importancia práctica.

2.3.1.2.1.2 Segundo Mercado

Cuando los títulos admitidos a cotización en la Bolsa de Nueva York, son objeto de contratación en otras bolsas regionales, se habla entonces de un mercado paralelo de estos títulos. Es lo que en Estados Unidos recibe el nombre del segundo mercado, integrado por las bolsas regionales, que cotizan muchos valores admitidos en Nueva York, junto con otros valores de carácter local.

Así podemos ver que en el sistema americano no priva el criterio de unicidad de cotización al que hiciéramos

referencia cuando analizamos el mercado francés. Esto da lugar a la formación de precios diferentes y a la práctica de operaciones de arbitraje entre plazas que los equilibran y son características.

2.3.1.2.1.3 Tercer Mercado

El mercado paralelo estricto es el llamado "Over the Counter", que con su falta de un punto fijo de contratación y su dispersión a lo largo de todo el territorio de los Estados Unidos, mantiene un enfrentamientos continuos con las bolsas tradicionales, y en especial con la de Nueva York, sobre las condiciones de corretaje, que la "Securities Exchange Commission" contempla complacido unas veces, e irritado otras. Entre las bolsas más importantes de los Estados Unidos se encuentran la de San Francisco, Los Angeles, Chicago, Philadelphia, Baltimore, Washington, Boston, Cincinnati, Detroit, Salt Lake City, y Pittsburg.

2.3.1.2.1.4 Las "Brockerage Houses"

La bolsa de Nueva York es una institución privada con un número limitado de miembros; el conjunto de miembros se integra en dos clases de firmas: a) Las "Brokerage Houses" y b) Los "Investment Banking".

Las primeras actúan principalmente en el mercado secundario de títulos ya emitidos, y los segundos en el mercado de emisiones. Sin embargo, estas distinciones que pueden hacerse con fines didácticos, no entrañan una rigurosa separación de funciones, pues, de hecho, muchas "Brokerage Houses" pueden tener un departamento de colocación de emisiones.

En realidad la unidad empresarial sobre la que descansa el mercado bursátil es la "Brokerage House". Este tipo de empresa esta integrada por personas que tienen la condición de miembros de la bolsa y personas que no son "Memberships". La casa o firma de "Brokerage" ejerce en exclusiva el comercio de valores mobiliarios, pero no se limita a servir de mediador en los intercambios, sino que sus funciones son más amplias, como veremos. La firma puede ser propiedad individual de un miembro de la bolsa ("Propietorship") y estar integrada por varios socios ("Partnership") que pueden ser o no miembros de la bolsa o constituir una "Corporation" en la que los accionistas pueden ser miembros o no de la bolsa. Claro está, la responsabilidad de los miembros es ilimitada, mientras la de los no miembros es tan sólo por el monto de la aportación de su capital. La condición de miembro se adquiere por la compra del puesto ("Seat") en la bolsa, cuyo precio se determina

por negociación privada o mediante subasta, luego de una rigurosa investigación al cliente postulante.

2.3.1.2.1.5 Floor Broker

El "Floor Broker" es un comisionista integrado en una firma de "Brokers", que tiene la condición de miembro de la bolsa, su retribución es una comisión en función del volumen negociado; puede realizar operaciones para su propia firma o recibir órdenes de firmas diferentes que utilizan sus servicios en la contratación, en cuyo caso recibiriá una bonificación en la comisión cargada. En realidad los "Floor Brokers" son empleados de la firma que tienen la condición de miembro de la bolsa, o pueden pertenecer a estas firmas como socios accionistas o en calidad de propietarios a título individual, lo que los distinge claramente es la función que realizan dentro de la empresa. Con independencia de su "status jurídico" respecto a la firma, ejecutan personalmente las tareas o funciones de contratación de valores por cuenta ajena. Este hecho los diferencia del "Floor Traders", quienes llevan a cabo operaciones de compra o venta por cuenta propia, beneficiándose de su posición especulativa.

2.3.1.2.1.6 El "Specialist"

Puede decirse que el especialista norteamericano es al mismo tiempo comerciante a comisión y comerciante por cuenta

propia. Estas funciones se encuentran absolutamente separadas en la bolsa de Londres, y son atendidas por empresas diferentes, pero no sucede así en el caso de las firmas norteamericanas.

El "Specialist" es un miembro de la bolsa, pero que lo mismo puede actuar por cuenta propia o puede hacer una operación por cuenta de un tercero. Por regla general, estas funciones que le son asignadas por el Consejo de la bolsa están limitadas a las acciones de compañías específicas. El "Specialist" como tal puede ser independiente, pero, en general, se integra a una "Brokerage House", y dentro de ella ejecuta las órdenes de bolsa en el "Floor". La S.E.C. no está muy de acuerdo con esta función ambivalente asumida por las "Brockerage Houses", y la manifestado en muchas ocasiones su interés por una clara diferenciación de funciones como la que rige en la bolsa de Londres. Sin embargo, como mencionáramos antes y a pesar de la resistencia, la tendencia a desaparecer de las firmas "Specialists" es cada vez mayor, según se reseña en un artículo del diario Economía Hoy:

"Compañias de corretaje compran firmas especializadas:

"Desde el colapso financiero que experimentó la bolsa de valores americana en 1987, las mayores empresas de corretaje han comprado alrededor de unas 20 firmas "Specialists" en varios mercados, incluyendo la bolsa de Nueva York ..."[2]

Sin embargo, la bolsa lleva a cabo un riguroso control de las actividades realizadas por los "Specialist" para proteger el interés del inversor contra prácticas fraudulentas.

El problema más importante del trabajo que realiza el "Specialist", fue ya considerado al estudiar el mecanismo de contratación de la bolsa de Londres y deriva de la importancia de los medios finacieros a disposición del "Specialist" en esta función de "Jobbing" que practica. Lo que en realidad está en crísis es el sistema mismo de contratación empleado en los países anglosajones, que han visto un declinar continuo de esta clase firmas, cuyas pérdidas vienen siendo muy cuantiosas en estos últimos años.

ODD LOT BROKE.

La unidad de comercio en Nueva York son las cien acciones y todas las negociaciones se llevan a cabo en múltiplos de esta cantidad. Cuando se trata de realizar operaciones por un número inferior se acude a los "Odd Lot Brokers", miembros también de la bolsa que actúan cargando

---

2 Diario Economía Hoy. Caracas, 5-7-1991.

una pequeña comisión adicional sobre el precio fijado en el mercado para lotes completos.

2.3.1.2.2. El Sistema de contratación.

El sistema de contratación no presenta particularidades dignas de mención. El Floor aparece dividido en corros, donde de lunes a viernes tienen lugar las contrataciones por el sistema de chequeo previo del mercado, análogo al utilizado en Londres.

Se trata, en suma, del modelo británico descrito anteriormente en este trabajo.[3]

2.3.1.3. LA BOLSA EN VENEZUELA

2.3.1.3.1. Descripción

La bolsa, y en general todos los elementos relacionados con el mercado bursátil en Venezuela, es una recopilación mixta de muchos de los elementos que explicáramos en los sistemas recién analizados.

En Venezuela existe una Comisión Nacional de Valores que está encargada de la regulación de todo lo concerniente al mercado de capitales al que pertenece la Bolsa como institución. Aquí encontramos la primera similitud con otros

---

3 Cfr. Secc. 2.3.2.1.

sistemas, primero con la S.E.C. norteamericana, y luego con la Comisión de Operaciones de Bolsa francesa.

La bolsa venezolana también está constituida como una compañia anónima, y como órgano regente tiene una Junta Directiva (equivalente a la Camara Síndical Francesa), que está autorizada por la Ley de Mercado de Capitales para dictar el reglamento interno de la bolsa, el cual contiene las condiciones a las cuales deberán ajustarse las operaciones que celebren los corredores de títulos valores. La Junta también tiene que ejercer una función disciplinaria, y responder por las actuaciones de los miembros de la Bolsa ante la C.N.V.

Otra similitud con el sistema anglosajón, es que los corredores pueden, al contrario del sistema francés, realizar operaciones por cuenta propia. Para garantizar la transparencia la norma preveé que el corredor operará por cuenta propia siempre que haya atendido todas las órdenes de sus clientes, y que dichas operaciones no sean contrapartida de esas ordenes. También prevee la norma la existencia del corredor especializado (o "specialist" del sistema norteamericano), aunque esta figura sólo existe en papel y no en la práctica. El que no funcione esta figura en el corro, significó la falta del ente interno regulador de los precios, lo que dio motivos a que la Junta Directiva creara un mecanismo que asegurara los intereses de las compañías que

cotizan, en momentos en que las variaciones bruscas de precios fueran motivadas por la especulación insana o manipulación. El *mecanismo consiste en la suspención de las cotizaciones* en el momento en que las fluctuaciones alarmen al organismo, y la consulta inmediata con los dirrectivos de la compañía en cuestión, acerca de la naturaleza de este tipo de movimiento, para hacer pública la razón de su existencia, de existir alguna.

Otros individuos que intervienen en el corro de la bolsa son lógicamente los corredores o sus apoderados, quienes, por norma, deben presenciar siempre las operaciones que su organización realize en las ruedas. El corredor auxiliar, que como su nombre lo indica, asiste al pricipal en todas las operaciones.

2.3.1.3.2. El sitema de contratación.

En Venezuela está contemplada una amplia gama de operaciones que podemos dividir en dos grupos: a) las operaciones de contado, y b) las operaciones a plazo. De estas últimas nos ocuparemos in extenso en la parte dedicada a los antecedentes del S.G.A.T.V. en Venezuela.[4]

---

[4] Cfr. Secc. 2.6.2.

Las operaciones de contado se subdividen, a su vez, en: operaciones de hoy, a liquidarse el mismo día, y en operaciones de contado, a liquidarse al día hábil siguiente.

2.4. MECANISMOS DE EXPANSION DE LA OFERTA MONETARIA.

A continuación trataremos de explicar como funciona el mecanismo mediante el cual se crea el dinero dentro del sistema financiero. Para esto vamos a partir de un modelo muy simplificado: economía irreal[1].

2.4.1 MODELO I.

El modelo tiene las siguientes características:

1) En esta economía simplificada hay una autoridad monetaria o Banco Central.

2) Hay un conjunto de instituciones llamadas bancos comerciales. Estos bancos comerciales emiten, exclusivamente, depósitos a la vista y sus reservas excedentarias son iguales a cero (0).

3) A los agentes o público de esta economía no le interesa mantener dinero en efectivo.

Variables:

Rt = Reservas bancarias totales

rv = Es el porcentaje de reservas que la banca <u>debe</u> dejar en el B.C.V.

EP = Efectivo en poder el público. En este modelo, el público no mantendrá efectivo (EP=0).

DV = Depósitos a la Vista. Los cuales son los únicos activos que manejaremos en esta economía.

---

[1] Para la exposición del presente capítulo, nos hemos basado en los estudios de A. Aguirre (<u>Op.Cit</u>. Cap.4. p. 52 a 61), y de D. Pierce y D. Shaw (<u>Economía Monetaria</u>. Madrid,Ed. ICE, 1977. Cap. 5. Págs. 162 a 169).Lo que aquí presentamos es una síntesis de lo que dichos estudiosos postulan. Hemos obviado el uso de comillas y las constantes referencias a las obras en cuestión por cuanto no se trata de una transcripción textual.

BM = Base Monetaria. Suma de efectivo en poder del público (EP) y reservas totales del sistema bancario (RT) en el B.C.V. Por los supuestos de este modelo, se puede decir que BM = DV.

M = Oferta Monetaria. Líquida o dinero en esta economía. M = EP + DV.

RRv = Reservas requeridas. Es decir, por cada bolívar que ese banco capta en la economía, debe dejar un rv % en el B.C.V., como encaje obligatorio.

RRe = Son las reservas excedentes que mantienen los bancos comerciales, o sea las reservas que tienen por encima de las reservas requeridas u obligatorias.

RT = RRv + RRe. En este modelo supondremos que la banca no mantiene reservas excedentarias, de manera que RRV = RT, siendo RT las reservas totales.

Así mismo, también se deduce que en nuestro modelo la oferta monetaria es igual al total de los depósitos a la vista. porque no hay efectivo en poder del público: M = EP+DV, y EP = 0.

Supongamos que uno de los bancos comerciales, el Banco A, cuyo balance en t_0 (Tiempo 0, o inicio del análisis), tiene la siguiente composición:

Banco A (t_0)

Act.	°	Pas.
R =20	°	DV=100
P+I=80	°	.
100	°	100

Este Banco A, posee obligaciones a la vista por Bs.100. Supongamos, así mismo, que el B.C.V. le exige, como reservas legales, un depósito de bolívares 0,20 por cada

bolívar que dicho Banco A capte. En consecuencia, los otros Bs. 80 que le quedan los tiene que invertir o prestar, porque en esta economía no hay reservas excedentarias.

Los bancos, además, mantienen las llamadas reservas secundarias que son las inversiones en valores. Por ejemplo, el Banco A puede prestar Bs.70, y comprar Bs.10 en Bonos del Gobierno. Por lo tanto tiene un activo por Bs.80, reservas por Bs.20, y un pasivo por Bs.100.

Si en un momento (t_1), al banco le deja de interesar el mantener esos Bs 10 en bonos como reserva, y los vende, el balance resumido del Banco A, en en tiempo t_1 será así:

Banco A (t_1)

Act.	Pas.
R = 30	DV=100
P = 70	
100	100

En t_2, sus inversiones (I) se reducen en Bs. 10, mientras que sus Reservas Totales aumentan en Bs. 10. Como el modelo supone que no existen reservas excedentarias, el banco prestará ese monto a un cliente que lo solicite (el que ese cliente solicitará el préstamo está garantizado con la premisa que indica que en esta economía nadie mantiene dinero en efectivo).

Banco A (t_2)

Act.	Pas.
R = 30	DV=110
P = 80	
110	110

El banco efectivamente presta esos Bs. 10 y, al mismo tiempo, abre una cuenta corriente de depósitos a la vista, para que el cliente gire contra ella el préstamo recién contratado; por eso ahora DV = Bs.110. Mientras el cliente no use la chequera, las reservas no se alteran, y quedan en Bs.30. En el caso de que el individuo que adquirió el préstamo decida efectuar el gasto de Bs.10, y la persona a quien él pagó esos Bs.10, los deposita en el Banco A, entonces las reservas del banco seguirían excedidas.

Si la persona a la que se le pagó deposita su dinero en algún otro banco, Banco B, este último reflejará la siguiente variación en su balance:

Banco B	
Act. °	Pas.
R =+10°	DV=110

mientras que el Banco A quedaría:

Banco A (t_3)	
Act. °	Pas.
R = 20°	DV=100
P = 80°	
100°	100

La situación del Banco A torna al en equilibrio, pues satisface los requerimientos de que sus re = Bs. 0.

Pero el Banco B tiene reservas excedentarias por Bs. 8 (lo que bien pudiera haber sido el caso del Banco A, de no salir el dinero prestado de sus arcas), y como esto no está previsto en los supuestos, el Banco B prestará las reservas

excedentarias, depositándole a algún cliente en una cuenta corriente.

Suponiendo que este nuevo individuo todavía no ha hecho el gasto, el balance del Banco B será:

Banco B	
Act. °	Pas.
R =+10 °	DV=+18
P = +8 °	.
+18 °	+18

Cuando el beneficiario del préstamo lo gaste, la persona que reciba el cheque lo deposita en el Banco C, generándose en este último, la siguiente variación:

Banco C	
Act. °	Pas.
R =+8 °	DV=+8

y el Banco B,

Banco B	
Act. °	Pas.
R = +2 °	DV=+10
P = +8 °	.
+10 °	+10

Ahora el Banco C tiene reservas excedentes porque 8*0,2 es igual a 1,.6, que restado de 8, da 6,4, que son los bolívares. que el Banco C deberá colocar ahora para alcanzar la definición de equilibrio de este modelo, reiniciando el mecanismo recién descrito.

En cada ciclo se crean nuevos depósitos a la vista, y los mismos son cada vez de menor monto. Esto es lo que per-

mite que a medida que se van efectuando los depositos, el desequilibrio generado se vaya desvaneciendo en cada ciclo, hasta llegar a ser cero. La magnitud con que esto ocurre en la economía depende de la cantidad de recursos que salen del sistema financiero en cada ciclo, a los que se les denomina filtraciones, y que en este modelo están representadas por el rv % de las reservas requeridas (o encaje legal).

ANALISIS ALGEBRAICO DEL MODELO

Definamos a las reservas totales (RT), como un porcentaje del total de depósitos a la vista;

1) $RT = rv*DV$

Despejando DV en 1), queda:

2) $DV = (1/rv)*RT$

Ahora, en nuestro modelo habíamos supuesto que no se mantenía efectivo, así que toda la liquidez existía en forma de depósitos a la vista; M = DV. Esto nos permite afirmar que:

3) $M = (1/rv)*RT$

y como RT es equivalente a BM (como se puntualizo al comienzo del tema), podemos substituir, quedando:

4) $M = (1/rv)*BM$

donde 1/rv viene a ser el multiplicador de los DV, y en este modelo tambien, el de la BM.

Evaluemos la magnitud de la variación de Bs. 10 en los DV, como consecuencia de la reestructuración de la cartera del Banco A (caso recién analizado con la venta de los bonos del gobierno), según nuestro modelo rv = 0.20, así que su inverso 1/rv = 5, que multiplicado por la variación en los depósitos a la vista, Bs. 10 (consecuencia de la reestructuración de cartera), nos da Bs. 50. Lo que representaría el aumento neto en la oferta monetaria, o sea el efecto multiplicador total.

2.4.2 MODELO II.

La única diferencia de este submodelo, con relación al anterior, será que aceptaremos la premisa de que los individuos mantienen un porcentaje c de su dinero en efectivo (EP), que representaremos en función de M, o sea EP = c*M. Esto significa una filtración adicional a los recursos del sistema en nuestro modelo.

Recapitulando, quedan las ecuaciones algebráicas de la siguiente manera:

1) $M = EP + DT$

2) $BM = EP + RT$

3) $RT = BM - EP$

4) $RT = rv * DT$

5) $EP = c * M$

despejando en 4:

6) $DT = (1/rv) * RT$

substituyendo 5 en 3:

7) $RT = BM - c * M$

substituyendo 7 en 6:

8) $DT = (1/rv) * (BM - c * M)$

substituyendo 5 y 8 en 1:

8) $M = c*M + (1/rv)\ (BM - c * M)$

multiplicando por rv y despejando M:

9) $M = (1/(rv-crv+c)) * BM$

El factor (1/(rv-crv+c)) representa el multiplicador de la base monetaria en el submodelo II, que como se puede apreciar es de menor valor que el que determináramos en el submodelo I, por ser su numerador más grande, lo que de nuevo confirma el hecho de que, a mayores filtraciones, el efecto multiplicador es menor.

En términos absolutos, dado un rv=0.20, y un c=0.10, el valor del multiplicador de la base monetaria del submodelo II será de 3,57, dando como resultado que una variación de Bs. +10 en la BM, genere un aumento de Bs. 37,5 en la oferta monetaria.

Es necesario puntualizar que aunque los modelos analizados constituyen economías muy simplificadas e irreales, sirven para ilustrar el mecanismo básico, que luego se repite en modelos más complejos que asemejan más la realidad, y que no analizaremos acá por considerar que con lo expuesto hasta el momento, se poseen las herramientas suficientes para desarrollar nuestro objetivo[2].

---

[2] En la bibliografía anexa se ha hecho referencia a trabajos que sirven para profundizar más sobre el tema pero que, por razones de espacio, no son analizadas en esta tesis.

2.5. LA DEMANDA ESPECULATIVA DE ACCIONES.

2.5.1 DEMANDA ESPECULATIVA DE DINERO, (SEGUN TOBIN).

2.5.1.1. El Sistema de Saldos de Cartera

La formulación de este sistema parte de la función que releja el valor esperado por el inversionita como rendimiento de su capital. A saber:

(1) $e = r + g$.

donde la ganancia esperada (e) es igual a la suma del rendimiento conocido del activo (r), más el rendimiento adicional (g), (ganancia o pérdida), de capital. También suponemos que la tasa porcentual esperada de ganancias de capital (g), es la función siguiente[1],

(2) $g = r/r^e - 1$

La ganancia de capital (g) se determina con certeza, por parte del individuo; éste escoge su r^e esperado como una función de (r), pero esta función no introduce consideraciones el problema de incertidumbre o riesgo. La contribución básica de Tobin[2] al sistema desaldos de cartera, con-

---

[1] Los conceptos y teorías que se manejarán a continuación y en general a lo largo del Secc. 2.5.1., son los expuestos por W. Branson y J. Litvack en su libro Macroeconomía, México, Harla, 1976. 420 p.Tema 12, Págs. 241 a 249. Se ha suspendido el uso de comillas por no tratarse de una trasncripción textual;lo que se presenta es un extracto del contenido de esas páginas.

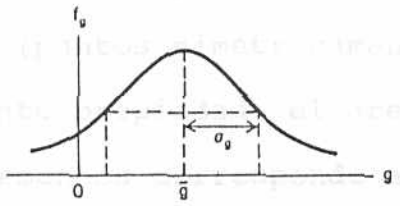
[2] Tobin, J: Liquidity Preference as Behavior Toward Risk, en Review of Economic Studies, Febrero 1958.

siste en incorporar explícitamente consideraciones de riesgo en la determinación de la demanda de dinero.

2.5.1.2. La distribución de las probabilidades de ganancia de Capital

En lugar de alguna ganancia fija esperada del capital, vamos a suponer que el poseedor de activos presenta toda una secuencia de ganacias de capital, donde a cada una se le atribuye una probabilidad de que se presente. Tal distribución de probabilidad o frecuencia de ganacias esperadas se muestra en la figura 2.5.1.

Gráfico 2.5.1. Distribución de probabilidades.



Distribución de probabilidad de ganancias esperadas

Fuente: Branson, Litvak.

Cada valor posible de ganancia del capital (g) tiene una probabilidad f_g vinculada a él. Si se le pregunta al poseedor de activos qué probabilidad hay de obtener una ganancia mayor que g_1, por ejemplo el 15%, su respuesta representará un área que se encuentra debajo de la distribución

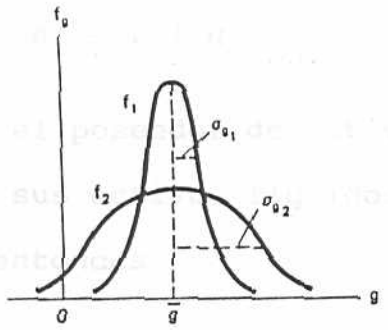
de probabilidad a la derecha de (g). Por lo tanto, el tenedor de activos no está seguro del valor de (g) que espera, pero tiene una distribución implícita de ganancias, alrededor de algún valor central; la ganancia promedio, o esperada, (g).

Si las probabilidades de ganancia del capital se distribuyen normalmente de acuerdo con la distribución simétrica familiar en forma de campana que se muestra en la figura 2.5.1., entonces tenemos una medida natural de incertidumbre o riesgo. Esta medida recibe el nombre de "desviación estándar", $\acute{I}_g$, de la distribución de probabilidad de las ganancias del capital. Para encontrar la desviación estándar de las ganancias previstas, $\acute{I}_g$, podemos ubicar los dos puntos de distribución de la probabilidad normal (puntos simétricamente opuestos) que presentan la siguiente propiedad: el área debajo de la curva entre estos dos elementos corresponde a las 2/3 partes del área total debajo de la curva. Dada la forma de la curva normal, estos puntos son también los puntos de inflexión de la curva, donde ésta pasa de ser cóncava a ser convexa. La desviación estándar de la distribución de probabilidad, $\acute{I}_g$, es la distancia entre uno u otro de estos puntos y la media de distribución, (g). El significado estadístico, de $\acute{I}_g$, consiste en que, como 2/3 partes del área debajo de la curva se encuentra entre los puntos $g'-\acute{I}_g, yg'+\acute{I}_g$, el poseedor de ac-

tivos obtiene una probabilidad del 66,7% de que la (g) real resulte dentro del segmento mencionado g ± $\acute{I}_g$. Por consiguiente, si g'= 10% y $\acute{I}_g$ = 2%, el inversionista tiene una probabilidad del 66,7% de que su ganancia esté entre el 8% y el 12%.

El hecho de que la desviación estándar sea una medida natural de riesgo de los bonos[3] se puede comprobar al considerar las dos distribuciones de probabilidad, ambas con el mismo valor de (g), que se muestran en la figura 2.5.2.

Gráfico 2.5.2. Curvas de Distribución.



Diferentes riesgos para bonos con la misma ganancia esperada

Fuente: Branson, Litvak.

La distribución limitada f_1 ilustra un caso en el cual un tenedor de activos está muy seguro de la ganancia (es decir que tiene un $\acute{I}_g$ pequeño). Por otro lado, la distribución

---

3 Los bonos representan aquí todos los activos con riesgo que en realidad existen. Se hace esta simplificación para centrarnos en el análisis básico de la demanda de dinero, pero volveremos sobre este aspecto en la secc. 2.5.2.

más amplia f_2 demuestra un caso en el cual, con la misma ganancia central esperada (g') el inversionista tiene una opinión muy incierta acerca de la ganancia; por lo tanto $\acute{I}_{g2}$ es mayor que $\acute{I}_{g1}$. Si identificamos riesgo con incertidumbre, $\acute{I}_g$ es la medida de riesgo en que se incurre al mantener activos líquidos en forma de bonos.

Incorporemos todas estas consideraciones en nuestra fórmula incial; donde tendremos un rendimiento esperado e', en función de (r) y g', siendo (g') ahora la ganancia media del capital de la distribución de probabilidades de la figura 2.5.1.

$$e' = r + g'$$

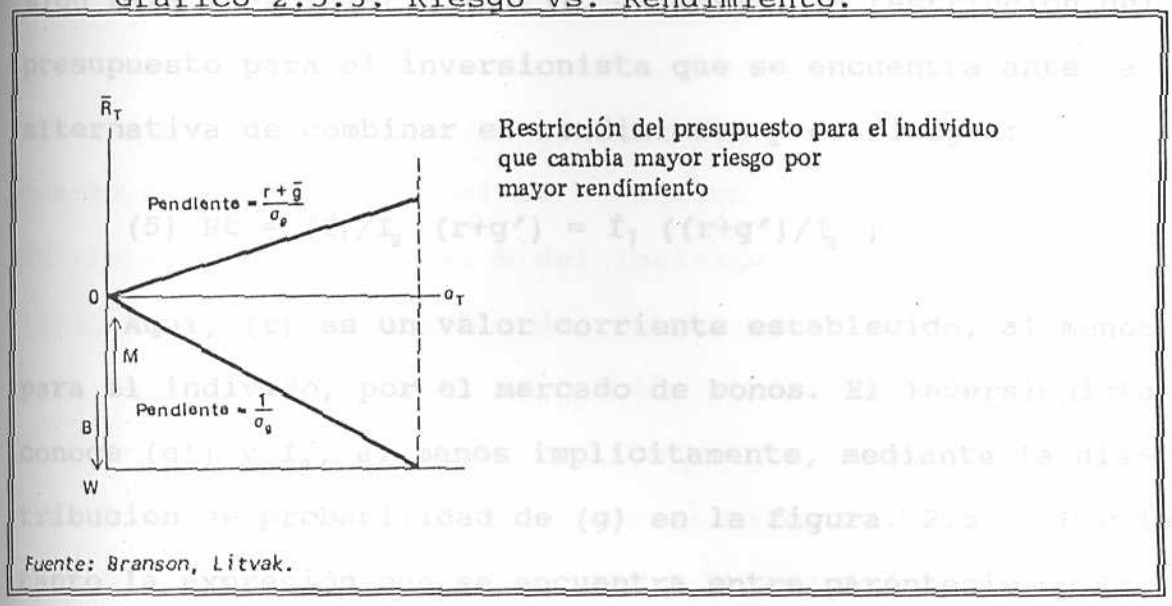
Si el poseedor de activos invierte en bonos, un monto Bs. B de sus activos líquidos, su rendimiento esperado total Rt será entonces

$$(3)\quad Rt' = B * e' = B * (r + g')$$

En forma similar, si la desviación estándar del rendimiento sobre un bono es de $\acute{I}_g$, un número próximo al 2%, y todos los bonos son iguales, por lo tanto, la desviación estándar total de valores en bonos se da por

$$(4)\quad \acute{I}_T = B * \acute{I}_g$$

Gráfico 2.5.3. Riesgo Vs. Rendimiento.



Fuente: Branson, Litvak.

2.5.1.3. La decisión de cartera del individuo

Las ecuaciones (3) y (4) nos presentan la situación técnica ante la cual se encuentra el poseedor de activos; la restricción de presupuesto con la cual el individuo puede cambiar mayor riesgo $\acute{I}_g$ por mayor rendimiento previsto Rt'. También proporcionan al inversionista una fórmula para deteminar la cantidad de fondos que se deba invertir para alcanzar una mezcla dada de riesgo- rendimiento a lo largo de la línea de presupuesto. A partir de (4) tenemos:

$$B = \acute{I}_T / \acute{I}_g = (1/\acute{I}_g) * \acute{I}_T$$

Con $\acute{I}_g$ establecida por la distribución de probabilidades del poseedor de activos, esta expresión da el monto total invertido en bonos B, necesarios para alcanzar cualquier nivel dado de riesgos $\acute{I}_T$. Utilizando esta expre-

sión para reemplazar B en (3), obtenemos la restricción del presupuesto para el inversionista que se encuentra ante la alternativa de combinar el rendimiento y el riesgo :

$$(5)\ Rt = (\acute{I}_T/\acute{I}_g)(r+g') = \acute{I}_T\ ((r+g')/\acute{I}_g\ )$$

Aquí, (r) es un valor corriente establecido, al menos para el individo, por el mercado de bonos. El inversionista conoce (g') y $\acute{I}_g$, al menos implícitamente, mediante la distribución de probabilidad de (g) en la figura. 2.5.1. Por lo tanto la expresión que se encuentra entre paréntesis en la restricción del presupuesto (5) constituye un determinado número que presenta el ritmo constante de alternativas entre Rt' y el riesgo. Si (r) es, 5%, g'= 10% y $\acute{I}_g$ =5%, $(r+g')/\acute{I}_g$ será 3. En este caso, un incremento de 1% en la desviación estandar de la cartera total $\acute{I}_T$, logra un incremento del 3% en el rendimiento esperado total, Rt'.

La restricción del presupuesto para un individuo que posea activos, se muestra en la parte superior de la figura 2.5.3. La desviación estándar $\acute{I}_T$ se muestra sobre el eje horizontal. El eje vertical que se halla por encima del eje horizontal mide la tasa de rendimiento esperado sobre la cartera, Rt'. La línea recta situada en la parte superior de la figura muestra la alternativa entre el riesgo y el rendimiento esperado, ante la cual se encuentra el individuo: su pendiente con la ecuación (5) es $(r+g')/\acute{I}_g$.

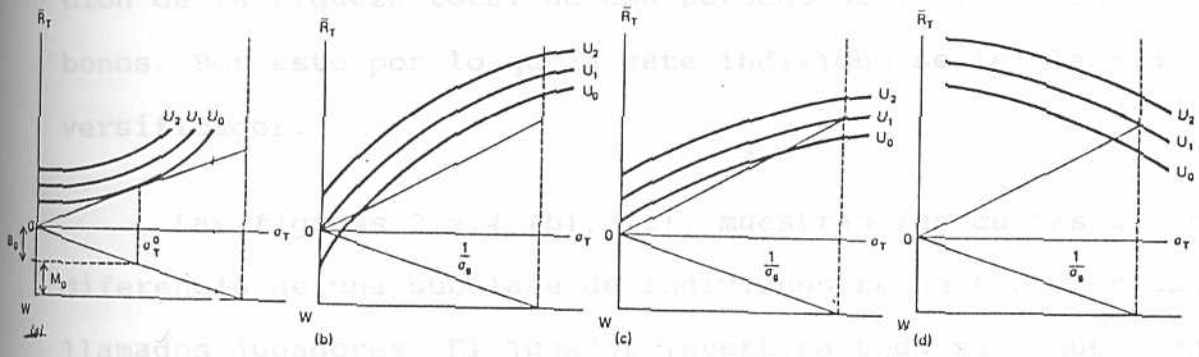
Cada uno de estos términos, y por lo tanto la pendiente de la línea de presupuesto, son fijos respecto a cada individuo. La longitud del eje vertical, que se encuentra debajo del eje horizontal en la figura 2.5.3., es dada por la riqueza líquida total W del individuo. La distancia a lo largo de este eje a partir del origen proporciona los valores totales en bonos B; en cambio, la distancia a partir de W (= W-B), nos permite obtener los valores nominales M. Para cualquier $Í_T$ dado, podemos ubicar el valor de B, multiplicándolo por $1/Í_g$ obtenido a través de la ecuación B = $(1/Í_g)Í_T$, o proyectándolo a partir de la línea con pendiente $1/Í_g$ en la parte inferior de la figura 2.5.3. Por lo tanto, una vez que se localice un punto óptimo de *rendimiento, a lo largo de la línea de presupuesto, en la* parte superior de la figura 2.5.3., conociendo $Í_T$, se puede determinar la mezcla de cartera B y M en la parte inferior del diagrama.

2.5.1.4. La naturaleza del inversionista

Con el fin de ubicar el riesgo de equilibrio del individuo y la tasa $Í_g$, y la tasa esperada de rendimiento Rt', debemos comparar la restricción técnica de presupuesto de la ecuación (5) y la figura 2.5.3. con la función-utilidad alternativa del individuo, lo que nos dará las combinaciones entre riesgo y rendimiento. Estas preferencias se represen-

tan por curvas de indiferencia con formas que dependen de las preferencias del inversionista entre riesgo y rendimiento. Tobin distinguía tres clases de preferencia posibles; cada una de éstas se muestra en la figura 2.5.4(a)-(c) y representan las preferencias de los individuos renuentes al riesgo (precavidos). En estos casos, las curvas de indiferencia tienen pendientes positivas que indican que la persona exige un mayor rendimiento esperado para estar dispuesta a correr un riesgo mas alto. Las figura2.5.4 (d) muestra las curvas de indiferencia de una persona que podría llamarse un amante del riesgo: la pendiente de sus curvas de indiferencia es negativa, indicando que el amante del riesgo está dispuesto a aceptar menos rendimiento para poder correr más riesgo.

Gráfico 2.5.4. Curvas de indiferencia.



(*a*) La selección de cartera del "diversificador" entre riesgo y rendimiento; (*b*) la selección de cartera del que juega "todo o nada": todo *en dinero; (c) la selección de cartera del que juega "todo o nada":* todo en bonos; (*d*) la selección de cartera del "amante del riesgo"

Fuente: Branson, Litvak.

Las curvas de indiferencia que se muestran en la figura 2.5.4 (a) son representativas de una subclase de in-

dividuos renuentes al riesgo que se conocen como diversificadores. A medida que aumenta el riesgo en incrementos iguales, el diversificador exige aumentos crecientes en el rendimiento, por lo cual sus curvas de indiferencia son convexas en relación a su línea de presupuesto. Como de costumbre, en esta clase de análisis el diversificador trata de alcanzar una curva de indiferencia tan alta como sea posible, dado su restricción de presupuesto. En consecuencia, tanto el rendimiento como el riego esperado (Rt' y $\acute{I}_T$) se determinan por el punto de tangencia de la línea de presupuesto con la curva de indiferencia más alta posible. En virtud de la forma convexa de sus curvas de indiferencia, es muy probable que el diversificador alcance un equilibrio interior en $\acute{I}_g{}^0$, manteniendo parte de sus recursos en forma de bonos B_0 y otra parte en forma de monedas M_0. Sólo una porción de la riqueza total de esa persona se invierte en bonos. Por esto por lo que a este individuo se le llama diversificador.

Las figuras 2.5.4 (b), (c), muestran las curvas de indiferencia de una subclase de individuos renuentes al riesgo llamados jugadores. El jugador invertirá toda su riqueza en bonos. En la figura 2.5.4 (b), las curvas de indiferencia del que juega todo o nada son pronunciadas, en relación con la línea de presupuesto, por lo cual éste lo tiene todo en dinero y nada en bonos. Si sus curvas de indiferencia están

poco inclinadas en relación con la línea del presupueto, como se indica en 12.8(c) deduciremos que el individuo posee todo en bonos y nada en dinero. Finalmente la figura 2.5.4. (d) muestra la curva de utilidad del amante del riesgo. Este tratará de maximizar el riesgo y por lo tanto, también invertir toda su riqueza en bonos.

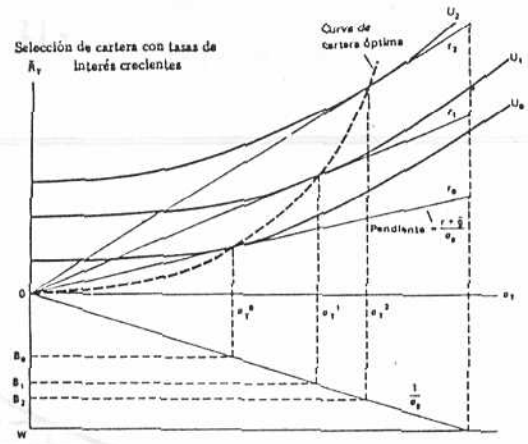
Como se observa que empíricamente el mundo se caracteriza por la diversificación, podemos concluir que, en términos del modelo de saldos de cartera, los poseedores de activos son diversificadores. En consecuencia la situación que se muestra en la figura 2.5.4 (a), que representa creciente aversión al riesgo, constituye el modelo del saldo de cartera de la demanda de dinero.

2.5.1.5. La demanda agregada de dinero en el modelo de Tobin

Se puede derivar ahora una función de demanda de dinero, variando la tasa de interés a partir de la figura 12.8(a) y observado la forma en que varía la distribución de riqueza líquida entre bonos y dinero, particularmente en relación con lo último.

Qué sucede con esta función cuando se varían las tasas de interés? El resultado se muestra en la figura 2.9.5. Como la pendiente de la línea de presupuesto es $(r+g')/\acute{I}_g$, a medida que (r) se incrementa de r_0 a r_1 y a r_2 , la pendiente

aumenta y la línea sufre una rotación hacia arriba. A cualquier nivel dado de riesgo, el rendimiento se incrementa a medida que (r) se eleva. Cuando (r) se eleva, la línea de presupuesto toca sucesivamente curvas de indiferencia más altas. Con esto se forma la curva de cartera óptima, que une los puntos de tangencia, tal como se indica en la figura 2.5.5. A medida que (r) se incrementa a partir de un valor muy bajo, los puntos de tangencia de los diversificadores se mueven hacia arriba, y hacia la derecha, aumentando la tasa de rendimiento esperado, y del riesgo.

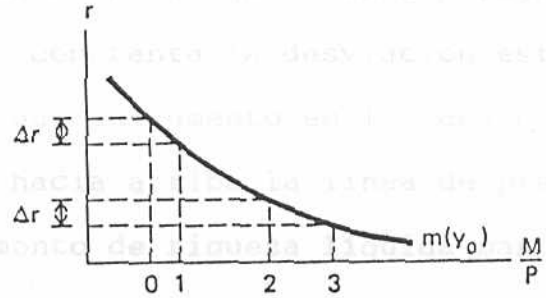


Fuente: Branson, Litvak.

Gráfico 2.5.5. Demanda agregada, modelo de Tobin.

Los incrementos progresivamente menores en el riesgo óptimo de a $\acute{I}_r^0$ a $\acute{I}_r^1$ y a $\acute{I}_r^2$ en la figura 2.5.5. que provienen de incrementos continuados e iguales en (r), producen incrementos sucesivamente menores en el monto de riquezas que se invierte en bonos. Este hecho se ve ilustrado como aumentos en B, de B_0 a B_1, y a B_2, en la

figura 2.5.5. Si los incrementos constantes en (r), corresponden a incrementos decrecientos en B, entonces la demanda de dinero debe disminuir en montos progresivamente menores a medida que (r) se incrementa, puesto que B + M = W, y W es fija. Esta relación entre M y (r) es presentada en la figura 2.5.6, que es la curva de demanda de dinero. Paralela a esta función de demanda de dinero, una caída dada en (r), medida por la variación de (r) en la figura 2.5.6, produce un mayor incremento en la demanda de dinero a una tasa de interés baja (del punto 2 al 3), que con una tasa de interés alta (del punto 0 al 1).



Fuente Branson Litvak.

Gráfico 2.5.1. Dinero e Interés.

La función de demanda de dinero indicada en la figura 2.5.6. está trazada como $m(y_0)$, suponiendo un nivel dado de ingreso real. Esto ocurre a causa de que el modelo de saldo de cartera es básicamete una teoría para la demanda para es-

peculación del dinero. Esta analiza la asignación de un monto dado de riqueza líquida a bonos y dinero, dependiendo de las tasas de interés y de las expectativas en lo referente a rendimiento y riesgo de ganancias en bienes de capital. En el modelo no se hace referencia a una demanda de dinero para transacciones, por lo tanto el modelo de saldos de cartera nos proporciona una teoría de la demanda de dinero para especulación con los fundamentos de la diversificación.

Consideremos los efectos de un incremento en las ganancias esperadas del capital g', y los cálculos de riesgo en el modelo de saldos de cartera.

Un incremento en las ganacias esperadas del capital g', que mantenga constante la desviación estándar $\acute{\imath}_T{}^0$, tiene el mismo efecto que un aumento en la tasa de interés, haciendo que gire hacia arriba la línea de presupuesto e incrementando el monto de riqueza líquida mantenida en bonos, disminuyendo además la demanda de dinero a cualquier tasa de interés dada. Esto dezplazaría hacia la izquierda la curva de demanda en la figura 2.5.6.; la demanda de dinero disminuye en cualquier (r). Qué sucede si cambian los cálculos del riesgo? La desviación estándar $\acute{\imath}_g$ puede aumentar debido a la incertidumbre creciente acerca de los movimientos futuros en los precios de los bonos y las tasas de interés. Este incremento giraría hacia abajo la línea de presupuesto

en la parte superior de la figura 2.5.5 (menor pendiente) y también haría girar hacia arriba la línea ubicada en la parte inferior, al reducir $1/\acute{I}_g$. Como $\acute{I}_T = B * \acute{I}_g$, un incremento en $\acute{I}_g$ significa que la cantidad de bonos, de los cuales provenga cualquier riesgo total dado, disminuye. El incremento de $\acute{I}_g$ reduce, por lo tanto, la posesión de bonos B, de dos maneras. En la parte superior de la figura 2.5.5 la rotación descendente de la línea de presupuesto reduce el riesgo deseado $\acute{I}_T$. Aún con el valor original de $\acute{I}_g$, una reducción en $\acute{I}_t$ ocasionaría una caída en B. Pero el efecto adicional del incremento en $\acute{I}_g$, que hace girar hacia arriba la línea de $1/\acute{I}_g$ en la parte inferior de la figura 2.5.5, aumentaría más la caída en B, necesaria para reducir el riesgo total $\acute{I}_T$ cuando se esté elevando el riesgo por bonos $\acute{I}_g$.

El modelo de saldo de cartera de Tobin suministra una base mucho más firme para la demanda de dinero para la especulación, al explicar que los individuos juiciosos que poseen dinero podrían mantener sus carteras distribuidas entre varios activos de riesgo y rendimiento esperado diferentes. También explica por qué la demanda de dinero para especulación debe estar inversamente relacionada con la tasa de interés.

2.5.2 EXTENSION DEL MODELO A LA DEMANDA ACCIONARIA.

La importancia de la diversificación como doctrina del inversionista juicioso se hace mucho más patente hoy en día cuando las fluctuaciones de los valores se muestran más activas que nunca, y obligan a la constante evaluación de la cartera para evitar pérdidas, cubrir riesgo, y obtener ganancias de las mismas.

El modelo descrito, como mencionáramos antes, constituye una simplificación con fines didácticos. En la práctica, el inversionista debe decidir su cartera entre una amplia gama de instrumentos[4], con condiciones de rendimiento y riesgo diferentes que, fluctúan día a día, lo que supone una ardua labor. En fin, el inversionista utiliza muchos más instrumentos que los dos que usáramos (dinero y bonos), para decidir la composición de la cartera.

Adicionalmente, la simplificación hecha deja por fuera gran cantidad de variables, que dependiendo del instrumento, podrían afinar la decisión de inversión. Por ejemplo: en el caso de las acciones como alternativa de inversión, por el hecho de ser éstas instrumentos de rendimiento variable, nos veríamos en la obligación de eliminar de la fórmula la variable (r), ya que para las acciones, a diferencia de los bonos, (r) es incierta, o bien pudiéramos mantenerla y utilizar en ella valores estadísticos de los dividendos, como

---

[4] Para una descripción detallada de los instrumentos; Ver Secc. 2.2.2. de esta tesis.

un método para discriminar el riesgo dentro del modelo. Bierman[5] propone un modelo de valuación de acciones basado en el cálculo del valor presente de los dividendos futuros que ofrece a los inversionistas un parámetro que al ser comparado con el valor de mercado, indicaría la calidad de la inversión.

Basados en la semejanza existente entre las acciones y los bonos, hagamos una extensión de las teorías del modelo recién expuesto, al mercado accionario. Por este medio podemos ver que un "inversionista" decidirá la composición de su cartera de riqueza líquida (entiéndase especulativa), de acuerdo con las siguientes ecuaciones[6]:

(6) Inversión en acciones = Rt/e

(7) $\acute{I}_T$ =Inversión en acciones * $\acute{I}_g$

En donde (Rt) sería el rendimiento total de la inversión, (e) el rendimiento esperado (que puede ser función de tantas variables como información pertinente al rendimiento

---

[5] Bierman, Harold Jr.:"Un modelo de valuación de acciones", en: Planeación Financiera Estratégica. Mexico,CECSA, 1984. Págs. 26 a 31.

[6] Para un análisis más detallado del por qué de estas afirmaciones, veáse Weston, J.F., Brigham, E.F., Finanzas en Administración, México, Interamericana, 1985. 2 vol. 1167 p. p.583."Algunas implicaciones adicionales de la teoría de las carteras".

se tenga, ejemplo (r+g)), $\acute{I}_T$ el riesgo total, $\acute{I}_g$ riesgo por acción para conseguir el rendimiento (g).

Estas analogías nos resultarán de mucha ayuda cuando se desarrolle el efecto multiplicador del S.G.A.T.V.[7].

---

7 Cfr. Secc. 4.1.3.

2.6. EL SISTEMA DE GESTION Y ADMINISTRACION DE TITULOS V.

2.6.1 DESCRIPCION DEL SISTEMA.

NOTA: Las ideas presentadas en este punto forman parte del estudio titulado "El sistema de gestión y administración de Títulos Valores", elaborado por mi persona y aún no publicado. Dicho trabajo se sujeta a la Ley de Derechos de Autor venezolana, por cuanto fue registrada su autoría.

2.6.1.1. Objetivos del sistema

El sistema tiene como objetivo dinamizar el mercado de capitales, poniendo en contacto a los inversionistas de largo plazo (en lo sucesivo "inversionistas"[1]) con los de corto plazo (en lo sucesivo "especuladores"[2]), captando de los primeros títulos valores y acciones para ofrecerlos a los segundos como instrumentos de financiación en las operaciones bursátiles a realizarse en las ruedas de las bolsas de valores y agencias autorizadas.

Al decir "dinamizar", nos referimos a que la transparencia y sencillez del sistema será una atractiva oportunidad de inversión para los inversionistas y especuladores, que les permitirá realizar operaciones más acordes con sus expectativas, trayendo como consecuencia un aumento en el

---

1 Ver DEFINICIONES, Secc. 1.1. de esta tesis.

2 Ibid.

volumen de las operaciones bursátiles y por consiguiente mayor liquidez del mercado.

2.6.1.2. Mecanismos de captación

Se enfoca fundamentalmente a procurar la captación títulos o acciones de compañías anónimas, ofreciendo pagar rendimientos contractuales (intereses fijos o variables) a quienes acepten la colocación de sus títulos nominativos mediante un contrato[3] de "Mutuo"[4], a celebrarse entre el operador y el "inversionista", en el cual el "inversionista" cede y traspasa las acciones de sus propiedad al operador y éste se compromete a devolverle, al término del plazo que se estipule, un paquete accionario de la misma calidad, especie y rentabilidad (dividendos incluidos) equivalentes a los que recibe, más el rendimiento pactado[5].

Dichos rendimientos dependeran de:

a) La naturaleza del título o títulos que se negocien.

b) La tasa o interés vigente en el mercado.

---

[3] En sustitución de comodato, por ser el uso del derecho venezolano. No se pretende decir que sea lo mismo, sino que al respecto se plantea una larga discusión jurídica que queremos evitar con esta acotación. Ver F. Messineo:"El comodato Bancario", en: Operaciones de bolsa y banca, Barcelona, Bosch, 1957. 472 p, pp. 251 - 297.Y/o Cfr. Secc. 2.6.3.1. de esta tesis.

[4] Ver apéndice legal: Contrato de Mutuo.

[5] Ver apéndice legal: Contrato del Inversionista

c) El plazo en el cuál se restituirán los títulos.

d) La disponibilidad de títulos

a) NATURALEZA DEL TITULO NEGOCIADO

Básicamente, todos los valores que no generan intereses, son susceptibles de hacerlo dentro del S.G.A.T.V., sin embargo, para el presente trabajo vamos a ubicarnos en el mercado bursátil, específicamente en el de las acciones. De esta forma queda definida de una vez el área de acción del sistema, circunscrito sólo a aquellas acciones debidamente inscritas en la Bolsa de Valores.

B) LA TASA DE INTERES DEL MERCADO PARA OPERACIONES BURSATILES.

Mientras no existan competidores del sistema, el operador monopsonista manejará la tasa pasiva en función de sus intereses, es decir, como un instrumento de dirección, incentivando la captación de aquellos títulos que tengan demanda especulativa, y viceversa.

El sistema podría, en sus inicios, pagar la tasa pasiva del mecanismo de captación en función del total de ingresos percibidos por el operador (intereses + corretajes no pagados o, mejor dicho, ahorrados en operaciones cruzadas) menos honorarios o "Spread" del operador del S.G.A.T.V., entre el número de acciones depositadas en el sistema en el

período evaluado. Esto trae consigo la ventaja de que no hay costo en aquellas acciones que el sistema no logre colocar, lo que asegurará la rentabilidad del mismo, en el caso del operador monopsonista.

Es interesante recalcar el papel de "número índice" del mercado especulativo que la tasa de interés manejadas en el S.G.A.T.V. representarían, y que de su análisis se podrían sacar conclusiones acerca de cómo piensa el mercado especulativo que los precios se deberían comportar a corto plazo.

Para el presente trabajo supondremos que el operador es una institución centralizadora del mercado, y que el sistema sólo podrá ser implementado por él. Sugerencias sobre otras formas en que podría funcionar la institución dependiendo de su objetivo las veremos más detalladamente en el capítulo de las conclusiones y recomendaciones.

c) EL TIEMPO O PLAZO EN EL CUAL DEBEN RESTITUIRSE LOS TITULOS.

El sistema puede ofrecer distintas opciones de ahorro, distintos plazos de colocación con diversos rendimientos. También puede funcionar en base a contratos por tiempo indefinido, bajo la figura de plazos fijos renovables automáticamente, a defecto de notificación en contrario (a ser recibida con un tiempo mínimo estipulado), para permitir

al operador recuperar del mercado los títulos. No obstante, en el caso de que el operador no pudiese rescatar los títulos valores se le concedera un plazo prudencial adicional para efectuarlo, y, de no suceder esto, el operador podrá indemnizar al inversionista, según se explicará en este mismo capítulo en la parte dedicada a los mecanismos de contingencia.

El presente trabajo se regirá por la segunda opción.

d) LA DISPONIBILIDAD DE TITULOS

El mercado al que está dirigido el mecanismo de captación es el representado por los inversionistas, ya que los accionistas no arriesgarían sus acciones por temor a perder el poder que éstas le confieren, y a los especuladores no les interesaría tampoco colocar sus acciones por temor a no poderlas recuperar en el momento de ver realizadas sus expectativas, ya que el instrumento se maneja a plazos fijos. Por ser la única alternativa de colocación de acciones se estima que deberá captar una gran parte del mercado inversionista.

2.6.1.3. Mecanismos de colocación

EL sistema podrá utilizar los títulos recibidos para su gestión, administración, cambio o permuta, etc.,; o para cederlos en préstamo a inversionistas que quieran su venta y

reposición ulterior ("Short Sale") en títulos equivalentes o en especie monetaria determinada mediante cantidad y valor asignado en el momento del préstamo o negociación con el operador. El operador se reserva el derecho por medio del cual operarán las negociaciones, así como el de cobrar los corretajes. Los fondos que se obtengan por la venta de los títulos prestados a través de la modalidad que antecede serán retenidos por el operador del sistema como garantía y podrán ser destinados al financiamiento de accionistas que se dediquen a la compra-venta de títulos valores[6], quienes a su vez mantienen con el operador relaciones comerciales en el área. El plazo de financiamiento será indefinido, pero estará sujeto a confirmación regularmente[7].

Por concepto de ingresos, el sistema percibirá intereses (básicamente por la modalidad instrumental a la que se hiciera referencia anteriormente), amén de los cargos que por concepto de corretajes y administración, genere la operación en particular.

Es posible que se logren ahorros en los gastos de corretaje cuando se cruzen operaciones dentro del sistema, ya que en este caso el operador del S.G.A.T.V podría no recurrir a la inscripción de la negociación en la rueda.

---

[6] Ver apéndicee legal: Contrato Alcista

[7] Ver apendice legal: Contrato del Bajista

Mediante el sistema que se describe, el operador exigirá a los inversionistas que soliciten préstamos en títulos o efectivo que cedan los valores objeto del financiamiento, más un porcentaje del mismo a estipularse en función de la naturaleza de los títulos de que se trate para cubrir las variaciones de precio que pudiera sufrir por decaimiento de su índice de rentabilidad o cotización.

Dentro del mismo sistema, el operador podrá desarrollar como recurso adicional de captación variaciones sobre los mecanismos recién descritos, como las llamadas "opciones" de compra y venta de acciones. Así mismo, el operador podría desactivar el mecanismo de captación anteriormente descrito y funcionar únicamente con las acciones que recibe como garantía de los préstamos que otorgue para la adquisición de acciones, que se describieran antes.

2.6.1.4. Mecanismos de contingencia

Debido a lo incipiente del mercado bursátil venezolano se hace imperioso diseñar un sistema de contingencia para que regule las situaciones de fluctuaciones extremas.

Es importante señalar que la desaparición de una especie en el mercado (bien sea por manipulación o por casualidad), puede crear serios inconvenientes a los deu-

dores y por ende al operador del S.G.A.T.V., por ser a su vez deudor de los depositantes del mismo, ya que al no existir la especie en el mercado, y de si verificarse el compromiso en forma ilimitada de restituirla, el operador se vería obligado a presionar por las especies en la bolsa, pudiendo aumetar el valor infinitamente, y dar al traste con todo el sistema.

Es por esto que en mercados manipulables es conveniente implantar el señalado mecanismo.

Las opciones serían:

- Compromiso de reposición de las acciones recibidas determinado en plazos: 30, 60, 90 días, etc. Durante este tiempo es posible que la especie reaparezca en el mercado, y las cotizaciones regresen a su nivel normal.

- Fijación de límites de variación diaria máximos; a partir de los cuales las cláusulas dispositivas rescinden el contrato.[8]

- La facultad de poder postergar la entrega por un periodo de tiempo, en forma similar a como se estipula para

---

[8] Una muestra del enunciado de estas clausulas se encuentra en los bocetos de los contratos que anexamos en el apéndice legal. Cláusula sexta del "Bajista", y séptimas del "Inversionista" y del "Alcista".

la devolución de los fondos depositados en las cuentas de ahorro.

2.6.1.5. Acerca del funcionamiento de S.G.A.T.V.

El S.G.A.T.V. operará utilizando como referencia para todas sus operaciones los precios fijados en la bolsa, ya que no es su función la de constituirse en mercado extra-bursátil, con todas las complicaciones que esta situacón acarrearía. El S.G.A.T.V. está llamado a proveer al mercado de un fondo de acciones destinadas a cubrir las operaciones en descubierto que se hagan en la bolsa. Por este motivo, es necesario que el sistema funcione sólo cuando los precios hayan sido fijados, es decir, fuera del horario de la rueda de corredores.

2.6.2 ANTECEDENTES DEL S.G.A.T.V.

Durante todo el recuento histórico acerca de los sistemas bursátiles, que se hiciera en la primera parte del presente trabajo, se expusó la evolución de la bolsa en el mundo occidental, sus diversas estructuras desde el punto de vista organizacional, así como su funcionalidad institucional, social y económica.

De manera intencional, en esa oportunidad, se procuró no profundizar mucho acerca de los mecanismos de contratación a plazo existentes en cada una de las instituciones analizadas, a pesar de ser uno de los temas más ricos e

interesantes, por considerar que todo lo relacionado con este tipo de operaciones bursátiles constituyen antecedentes del Sistema de Gestión y Administración de Acciones propuesto (S.G.A.T.V), y que por este motivo, quedarían mejor ubicados en la parte de los antecedentes del S.G.A.T.V.[9]

De otra fuente, tenemos también, como antecedentes del sistema, una amplia jurisprudencia relativa al préstamo bajo la forma de comodato bancario, ampliamente desarrollado en los mercados europeos, pero que captan las acciones no con la intención de prestarlas, sino como garantía de otras negociaciones[10]. Por otra parte, existen indicios de un organismo llamado cartera central, que al parecer opera en el mercado español y el mexicano, que ofrece los servicios de cámara de compensación para los contratos bursátiles, a la vez de constituirse una cartera para uso exclusivo de los corredores, pero tampoco preveé la masificación del depósito accionario, como un servicio para los accionistas.

---

[9] Los sistemas que a continuación serán expuestos son un extracto de los que aparecen en el libro La Bolsa en España y en el mundo occidental, de A. Aguirre, R., antes citado. Se ha omitido el uso de comillas por cuanto no se trata de una cita textual de dicha obra.

[10] Messineo, F. Op.Cit.

2.6.2.1. Las negociaciones a plazo en el mercado bursátil británico.

2.6.2.1.1. "Loan Account"

Las firmas de "brokers" inglesas practican este tipo de operaciones que son objeto de una regulación minuciosa en las "Rules", las cuales precisan el contenido de la operación y dan instrucciones contables para controlar la gestión de estas actividades por las firmas miembros de la bolsa.

El "Loan Account" consiste tanto en la concesión de anticipos con garantía de valores por parte de los "brokers", como el diferimiento en la ejecución de las operaciones concentradas más allá del día de liquidacón que les corresponde.

Se trata, pués, de una operación compleja que abarca tanto el préstamo de dinero con garantía de valores, como el préstamo de títulos, cuando se difiere la entrega de valores por parte del cliente (Regla 79 d).

Las operaciones "Loan Account" deben convenirse por escrito, entre la firma "Broker" y el cliente y el reglamento señala como cláusulas imprescindibles las que siguen: a) Una declaración de sometimiento a la reglamentación bursátil, b) Una cláusula de que el préstamo es reembolsable a la vista, c) una cláusula que concede a la

firma el derecho de realizar la garantía en caso de incumplimiento del acuerdo, y d) el tipo de interés pactado (regla 79 d) 3)).

Mediante la apertura de estas cuentas de préstamo, las firmas de "Broker" convierten el teórico mercado de contado inglés, en un verdadero mercado a plazo, regulado por el tipo de interés que practican y que está dirigido, de hecho, por el tipo del mercado de Londres. El "Loan Account" cumple la misión del "report", que veremos más adelante, al analizar el mercado de París, y permite adoptar posiciones de mercado relacionadas con la expectativa de precios también conocido como especulación.

2.6.2.1.2. El "Contango"

En el mercado británico pueden también realizarse operaciones en descubierto. En la compra sin fondos, llegado el "Account Day" es necesario efectuar sin falta, la liquidación o entrega del dinero. La firma "Broker", si difiere a su cliente el cumplimiento de la obligación de la entrega de los fondos, debe encontrarlos en el mercado monetario y pagar un tipo de interés. La operación puede realizarse en el marco del préstamo de dinero con garantía de valores. De esta forma la firma de "Broker" consigue los fondos, paga un tipo de interés y carga un diferencial a su cliente por el servicio prestado, además de sus corretajes.

Sin embargo, esta operación puede tomar una dirección distinta en la llamada técnica del "Contango"[11], más compleja, y en cierto modo similar a la que dentro de la técnica latina constituye el mercado de "Dobles", en España, o el *contrato de "Report", en Francia.*

Dentro de la técnica bursátil inglesa todas las operaciones concertadas en un "Settlement Period" deben ejecutarse en el "Account day" del período siguiente. La firma de "Broker" que recibe de su cliente comprador la orden de continuar la operación no lo puede hacer sino concertando otra nueva operación.

El primitivo contrato es inalterable y debe ejecutarse, por tal motivo la firma de "Broker" debe acudir al mercado de dinero y liquidar el contrato de su cliente, ya que el mismo no dispone de los fondos para hacerlo, lo cual no quiere decir que carezca de garantía.

La continuación de la operación consiste en la celebración de un nuevo contrato por medio del cual la firma de "Broker" adquiere los valores que su cliente había pactado, y se los revende a él mismo a un precio superior llamado "Marking-Up Price" que fija el "Council".

---

11 El término deriva del español "Contener" o "continuación" y así se explica en los manuales ingleses el origen de este extraño término bursátil.

De esta forma el "Broker" releva de su responsabilidad al cliente en la operación original y le permite a la vez continuar con su posición especulativa en el mercado.

En resumen, el "Contango" supone que el cliente no entregará el dinero para liquidar la operación ordinaria, y que el "Broker" adquirirá para él los valores originalmente destinados al cliente, que se los revenderá a un precio mayor. Es necesario aclarar que en el "Contango" los títulos figuran a nombre del "Broker", son de su propiedad, mantenidos como garantía de la operación "Contango" realizada (Regla 107).

2.6.2.1.2. El "Backwardation"

Es una operación similar al "Contango" que sirve para tomar posiciones especulativas a la baja. En el caso de que un cliente pretenda diferir la entrega de los títulos comprometidos en una venta cerrada por él, tendrá que acudir al "Broker" para que le organize una operación de "Backwardation", la cual consiste en conseguir una persona que esté dispuesta a cederle temporalmente los títulos a cambio de una comisión que recibe el nombre de "Backwardation", que suele estipularse en una cantidad fija por título.

El que cede los títulos debe entregarlos en una venta al contado (For Cash), y recomprarlos a plazo a un precio inferior, lo que le deja un beneficio. El "Broker" compromete al cliente a suplir los títulos para honrar el compromiso a plazo.

2.6.2.1.3. Money Brokers

El préstamo de títulos está regulado con minuciosidad y es atendido por una institución típica de la intermediación inglesa, los "Money Broker". La regla 167 se ocupa in extenso de este mediador del mercado de valores. Las firmas de "Money Brokers" deben registrarse en el Banco de Inglaterra como tales y solamente están autorizadas a prestar títulos a las firmas de "Jobbers" que tienen permiso del "Council" para actuar en el mercado de opciones.

El préstamo de títulos, según las reglas de la bolsa inglesa, se practica sobre valores específicos (en esencia los valores públicos británicos, con plazo de amortización inferior a siete años, los bonos del tesoro, etc.).

Las comisiones del "Money Broker" se suelen pactar en una cantidad fija por cada título.

2.6.2.1.4. Mercado de opciones

En el mercado bursátil inglés se practica la técnica de la Opción. A ella se refieren las reglas 94,110,115,165,172 y 210. En principio, se diferencian dos clases de contratos bursátiles: la llamada opción "For Cash", que se contrata a un día fijo en que el tomador de la opción debe contestar y tomar postura, y la llamada "For the Account" que se contrata sobre un período de liquidación; en este caso el tomador debe contestar el penúltimo "Bussines Day" anterior al "Preliminary Day" del período sobre el cual se contrató. El reglamento limita también la clase de valores sobre los que se pueden negociar opciones.

2.6.2.2. Las negociaciones a plazo en el mercado bursátil francés.

2.6.2.2.1. El "Report"

Supongamos que tenemos un "Alcista" que se ve obligado, llegado el día de la liquidación mensual, a desembolsar FFrcs. 1.250.000,00 por la adquisición de 1.000 títulos a FFrcs. 1.250,00 C/U, que contrató con intensiones especulativas, sin disponer de fondos.

Para tal fin, realiza una operación de "Report", que mediante una doble operación donde intervienen los "Agents de Change" como intermediarios, le permite alcanzar su obje-

tivo, obtener los fondos necesarios, y continuar apostando a que el precio de las acciones subirá.

Los fondos los presta, aceptando como garantía las acciones, un "inversionista" que no está interesado en las acciones, pero a quien le resulta atractivo el rendimiento ofrecido por la operación. Este papel en el "Contango" del mercado inglés es asumido directamente por la firma "Broker", lo que lo hace más sencillo. Sin embargo, la reglamentación francesa niega expresamente y en forma estricta este tipo de transacciones al "Agent de Change" francés, ya que éste debe dedicar su actividad a la de pura intermediación, como señaláramos al describir al "Agent de Change" anteriormente en este trabajo. Así, vemos cómo la regulación obligó al mercado francés a agregar un elemento nuevo a la técnica bursátil, que le permitiera suplir la demanda de los especuladores; una salida al estilo del "Contango" del mercado inglés, pero que en resumen no representa una variación significativa del mecanismo del "Contango".

2.6.2.2.2. El "Deport"

Es una modalidad de "Report" que permite a los inversionistas obtener beneficios especulando a la baja del precio de los títulos.

De nuevo, la acción se instrumenta en dos operaciones simples: una compra al contado y una venta a plazo. En ésta operación entran en juego los prestamistas de valores, o sea, aquellos que detentan grandes carteras y obtienen rendimiento adicional intervenir en este mercado, y quienes en el mercado inglés reciben el nombre de "Money brokers". El "Deport" se inicia con el deseo del "inversionista" de mantener la posición Bajista de una operación cerrada en descubierto, cuando se acerca el día de la liquidación mensual. Para cubrir la operación original, pide al prestamista de títulos (a través de los "Agent de Change") que le preste las acciones. Este préstamo es manejado como una venta de contado, seguido de una compra a plazo realizadas ambas por el prestamista. Los "Agents de Change" sirven de depositarios durante el plazo de la operación. Es, en suma, igual a una operación de "Backwardation".

2.6.2.3. La técnica bursátil a plazo en Estados Unidos

2.6.2.3.1. *Compras "in margin"*

Pasamos a analizar ahora las modalidades de venta a plazo que se utilizan en el mercado de Nueva York :

Podemos afirmar, al igual que el caso de la bolsa de Londres, que el mercado de Nueva york es al contado, porque concluida una operación bursátil, su liquidación, es decir, la entrega de fondos y títulos, debe hacerse en el plazo de

4 (cuatro) días ("bussiness days"). El sistema de liquidación de la Bolsa de Londres convertía las operaciones allí concertadas en operaciones a plazo. En Nueva York viene a ser lo mismo.

a) Operaciones "in margin"

Se dice que la compra de valores se realiza "in margin" cuando el comprador satisface al contado sólo una parte del precio de los valores.

Una buena porción de los ingresos de las casas de "brokerage" proviene de este tipo de operaciones.

Los fondos adicionales son financiados por la casa de "Brokerage" que para ello empeñan los titúlos comprados, en un banco o, sin llegar a la pignoración ,obtienen fondos con otra clase de garantías.

El cliente está obligado a depositar fondos líquidos adicionales o valores cuando los precios de los valores adquiridos "in margin" descienden, y pueden retirar estos mismos valores o fondos en caso contrario. La bolsa de Nueva York obliga a que los clientes mantengan un margen mínimo del 25% valor de los títulos que, usualmente, se eleva, al 30% en las ventas en descubierto.

Estas operaciones están reguladas en ley de 1934 ("Securities Exchange Act") y es el Consejo de Gobernadores

de la Reserva Federal el ente encargado de fijar los límites de concesión de créditos.

Las mayoría de las veces se trata, en definitiva, de la adquisición de valores con crédito pignoráticio, que no es gestionado directamente por el comprador de los valores, sino por la casa de de "Brokerage", que en la práctica, suele actuar con una gran liberalidad, abriendo cuentas de "Margin" a sus clientes para la compra de títulos sin una investigación muy exhaustiva de su crédito.

Las casas de "Brokerage" cargan a sus clientes los intereses correspondientes a estas operaciones con tasas que superan en uno o dos puntos al tipo de interés monetario. La diferencia puede ser más elevada para las cuentas más pequeñas.

Los clientes suelen dejar firmados "waivers of notice", es decir, una renuncia expresa a la notificación que el acreedor pignoráticio debe hacerles antes de proceder a realizar la garantía.

Las operaciones "in margin" amparan posiciones alcistas en el mercado y como tales son operaciones a plazo que no se realizan en descubierto, pero sólo precisan del crédito personal y de unas coberturas del 25%. No existe en Estados Unidos nada que se parezca a la operación de "Report", característica del sistema latino, pero esto se

debe a que a través de las operaciones "in margin" acceden al mercado los fondos necesarios para alimentar la demanda que originan las operaciones a plazo. Esta concesión de créditos esta dirigida y controlada por el sistema bancario, de acuerdo con las directrices que recibe sobre el techo de esta clase de créditos a las firmas de "brokerage".

b) Las operaciones "short selling":

La venta short es propiamente una venta en descubierto que ampara posiciones especulativas a la baja.

Cuando un cliente desea efectuar una operación "short" la ordena a su "Broker" especificándole que se trata de una operación de esta clase y que no tiene intención de entregar los títulos. Como el "Broker tiene que entregar los títulos en un plazo de cuatro liquidaciones, será necesario concertar un préstamo de títulos para cumplir con esta obligación. La operación de préstamo de títulos es llevada a cabo por otras instituciones de "Broker" o los tenedores institucionales, que realizan así una operación propia de la gestión de cartera. La obtención de esta clase de préstamos por parte de la firma de "Broker" les obliga, a su vez, a efectuar un depósito en metálico, calculado al precio del mercado, por concepto del importe de las acciones prestadas. Estos fondos se obtienen, claro está, del monto de la venta. El dinero así depositado en garantía del préstamo de títulos no devenga interés alguno a favor del "Broker" y el depósito

de estos fondos suele ser compensación suficiente para el prestamista de los títulos, quien tampoco recibe interés alguno. Solamente cuando la demanda de un valor es muy intensa, los prestamistas de títulos cargan comisiones que oscilan entre uno o dos dolares por lote de cien títulos.

2.6.2.4. LA TECNICA BURSATIL A PLAZO EN VENEZUELA

Las operaciones a plazo en Venezuela se dividen en operaciones "de fuera" y en operaciones a "tantos días", (Art. 60 del Reglamento)[12].

Las operaciones de fuera a su vez se subdividen en:

a) Operaciones de fuera que deben liquidarse el último de los ocho días hábiles siguientes a su celebración;

b) Operaciones de fuera a voluntad del vendedor, en las cuales el plazo de ocho días se estipula a favor de éste, a quien se le otorga, además, la facultad de proponer la liquidación antes del vencimiento del término;

c) Operaciones "de fuera" a voluntad del comprador, en las cuales el plazo de ocho días se estipula a favor de éste con el mismo beneficio de liquidación anticipada previsto en el caso anterior.

---

[12] Morles H, Alfredo: La Bolsa, Los Corredores, y Los Contratos Bursátiles. Caracas, U.C.A.B., 1988. 271 p. pp.88-89.

Las operaciones a tantos días, son contratos que se liquidan el día que fijan las partes, pero cuyo plazo no podrá ser mayor de 120 días.

Los contratos a plazo de la práctica bursátil venezolana ostentan las siguientes características:

1) Producen un aplazamiento voluntario de la total ejecución del contrato: esto es, el diferimiento abarca las prestaciones de ambos contratantes.

2) Su estructura permite que sea utilizado en la compra-venta de acciones al descubierto. Siendo el plazo de gracia estipulado, conveniente para que las partes consigan los documentos para honrar su compromiso al término del mismo.

3) Están sometidos a la posibilidad de que se exija una cobertura como medio de formalización del negocio y protección contra fluctuaciones del cambio.

A pesar de que las operaciones a plazo estan previstas en el reglamento bursátil venezolano, cabe mencionar que su uso no está generalizado en el corro, debido a lo pequeño del mercado, lo que las dificulta, ya que a medida que los inversionistas se interesan por negociaciones que diverjan de la negociación básica de contado, les será más difícil conseguir contraparte interesada.

Es en este punto donde radica la potencial aceptación que podría tener en Venezuela el sistema que se propone, ya que permitiría, a cada, quien diseñar su estrategia de mercado con una mayor seguridad de que conseguirá contrapartida para poder negociar.

2.6.3 FACTIBILIDAD DEL SISTEMA.

Seguramente el lector se preguntará si todos las ideas expuestas hasta el momento en relación al S.G.A.T.V., son viables, realizables, posibles. Para ampliar la discusión en este sentido, pasaremos seguidamente a analizar el problema de su implementación en el sistema financiero venezolano.

2.6.3.1. Factibilidad LEGAL

Como pudimos apreciar en el capítulo dedicado a los antecedentes del S.G.A.T.V., se dejan pruebas suficientes de que elementos de los mecanismos que componen el S.G.A.T.V existieron y existen en forma individual en todos los sistemas bursátiles analizados; ergo son viables, e inclusive, la actual existencia del S.G.A.T.V. operado en forma parcial, por Bancaracas Casa de Bolsa, C.A., confirma la posibilidad del S.G.A.T.V en el sistema financiero venezolano, que es el que nos ocupa. Se dice que funciona en forma parcial, ya que las acciones que dan en Mutuo a los "Bajistas", no han sido captadas mediante el instrumento de captación

principal del S.G.A.T.V., que se mencionó en la descripción, sino que utilizan aquellas acciones que han guardado como garantía de los financiamientos otorgados a otros clientes. Este tipo de operación aparece ampliamente discutida el la obra dedicada a los estudios jurídicos de las operaciones de bolsa y banca, de f. Messineo[13], quien al final del capítulo dedicado al comodato, concluye:

> "El resultado de la investigación, se condensa en la conclusión, que, en resumen, una figura autónoma del llamado comodato bancario, o préstamo bancario de títulos, no existe, y que la praxis de éste se deja naturalmente encuadrar dentro de paradigmas absolutamente tradicionales.Una visión de conjunto relativa al al contrato "nuevo", corre el peligro de tropezar por unas contraseñas especiales que quieran señalarse, con que el comodato bancario no cesa de ser una manifestación de un común tipo contractual. El punctum saliens es siempre el del traspaso o de la reserva de la propiedad; las condiciones que se propongan, en toda la particularidad de sus efectos no escapan al imperio de una de estas dos tesis: o mutuo, o comodato".

---

13 Messineo, F. Op. cit. Pág.294 a 295.

"Por este motivo esencial, el problema del préstamo de títulos no puede plantearse como problema de construcción, ni tiene la necesidad de resolverse en la determinación de rasgos peculiares que le contradistingan, porque éstos son teóricamente ya perfectamente fijados. Consiste, en cambio, el comprobar en concreto con cuál de las dos posibilidades, el contrato cada vez a sido perfilado. En resumen, se plantea un problema de la naturaleza del llamado comodato bancario; pero es un efecto ilusorio pensar que exista un problema de naturaleza del comodato bancario en general, y que éste sea diferente del del mutuo, o del comodato, o bien del arrendamiento. Los elementos de hecho que constituyen un determinado contrato de este tipo, son siempre irrelevantes a los fines de una investigación dogmática, aun cuando puedan resultar preciosos a los efectos de establecer en cuál de los dos esquemas preconstituidos va a ser clasificado, y qué consecuencias pueden desprenderse de la aplicación de los relativos preceptos".

"Apartado el falso concepto de la posibilidad de una solución exclusiva, podemos igualmente rechazar, la opinión que la vida de los negocios, haya, en este caso, engendrado un contrato autónomo. De tal originalidad jurídica, no hallamos, a nuestro entender, rasgo alguno apreciable".

Siendo esta la única diferencia entre el S.G.A.T.V y un sistema ya implementado y en funcionamiento en el país, nos circunscribimos a analizarla para determinar su factibilidad Legal.

Según la opinión del Dr. José María Alcántara López, abogado mercantíl que conoce de la materia, la modalidad del mecanismo de captación propuesto se inscribe dentro de las actividades reguladas en Título XIV del Código Civil venezolano, que se refiere al Mutuo. Es decir, que su imple-

mentación es perfectamente factible desde el punto de vista Legal[14].

2.6.3.2. Factibilidad ECONOMICA

El mayor problema para el análisis de este punto es como siempre, la inexistencia de datos (o lo que es igual, su inaccesibilidad), que servirían para determinar la demanda especulativa de acciones; por el mismo motivo, es igualmente difícil estimar la demanda de los accionistas que invierten con expectativas a largo plazo.

No obstante, debido a las amplias credenciales presentadas por los mecanismos, y por no ser este el problema central de la tesis, omitiremos el análisis pertinente a la cuantificación de demanda y la oferta especulativa de acciones en Venezuela., y determinaremos la factibilidad económica del S.G.A.T.V de la siguiente manera:

Digamos que una casa de bolsa está interesada en implementar el S.G.A.T.V, porque busca ampliar los servicios que ofrece a sus clientes, como medio para aumentar su

---

[14] De hecho, los contratos "Del Bajista" y "Del Alcista" que se anexan en el apéndice Legal de este trabajo están basados en los que utiliza Bancaracas Casa de Bolsa, C.A., como instrumento legal para operar el sistema de la forma descrita. Así mismo, el contrato "Del Inversionista", es una variación del "Del Bajista" anteriormente mencionado, donde únicamente se han intercambiado los sujetos del contrato.

cartera, y que, debido a que ya posee la infraestructura necesaria, la inversión en equipos y personal necesarios para llevar a cabo el proyecto es insignificante o nula. Así eliminamos los costos y gastos operativos, lo que nos permite concentrarnos en el análisis de rentabilidad, basado en los ingresos y gastos generados dentro del sistema por los mecanismos descritos.

Para el análisis de la factibilidad económica se elaboró un simulador del S.G.A.T.V., y se hicieron las corridas utilizando un computador.

2.6.3.2.1. Descripción del Simulador.

Consiste en un ejercicio matemático en donde se ponen a prueba los mecanismos de captación y colocación antes descritos (algunos en forma simplificada), ante variaciones típicas de los títulos valores cotizados en el mercado para determinar la rentabilidad del S.G.A.T.V. El ejercicio se extiende a lo largo de once ruedas (días) de negociaciones en la bolsa. Durante ese lapso el título actúa bajo un supuesto dado, como por ejemplo acción cae, lo que significa que la acción va a tener un decaimiento de su índice a lo largo del ejercicio.

El simulador detalla la evolución del supuesto rueda por rueda, enfocando desde los cinco puntos de vista siguientes:

* El del "inversionista"
* El del "Bajista"
* El del "Alcista"
* El estado de Ganancias y pérdidas del Operador
* El Balance del Operador

El indice de rentabilidad se recoge en el punto referente al estado de ganancias y pérdidas del operador (expresado en bolivares[15]), y el de solvencia (activo/pasivo) en el balance.

Los resultados obtenidos luego del análisis de 18 variaciones sobre el simulador[16], para un capital captado de Bs.100.000.00, bajo tasas de interés activa 29% y pasiva. *24%, durante once días aparecen en los cuadros siguientes:*

---

[15] No se puede expresar como porcentaje sobre el capital invertido, porque éste no existe.

[16] Ejemplos de estas corridas se encuentran en el apéndice metodológico.

2.6.3. RESULTADOS DEL SIMULADOR DEL S.G.A.T.V.

SUPUESTOS:

Colocación "Bajista":	100 %		100 %		100 %	
Colocación "Alcista":	0 %		50 %		100 %	
Indices	Ut.	S.	Ut..	S.	Ut.	S.
Tendencia del mercado						
Alza	236	1	658	1	1080	1
Estable	231	1	653	1	1075	1
Baja	225	1	647	1	1069	1

Ut. = Utilidad en Bs.
S = Solvencia.

Colocación "Bajista":	50 %		50 %		50 %	
Colocación "Alcista":	0 %		50 %		100 %	
Indices	Ut.	S.	Ut..	S.	Ut.	S.
Tendencia del mercado						
Alza	(194)	1	17	1	226	1
Estable	(190)	1	20	1	231	1
Baja	(186)	1	25	1	235	1

Ut. = Utilidad en Bs.
S = Solvencia.

2.6.3.2.2. Resultado de las corridas del simulador del S.G.A.T.V.

Como se puede apreciar, el sistema obtuvo beneficios mientras la colocación "Bajista", estuvio por encima del 50%, independientemente de la tendencia de las fluctuaciones de los precios en el mercado y del nivel de colocación "Alcista". Pero, inclusive, hasta en niveles inferiores del 50% se podría quedar en "azul", si en vez de ofrecer a los "inversionistas" un interés fijo contractual, se repartieran las utilidades del S.G.A.T.V. entre los "inversionistas" que hayan participado, previa deducción de los gastos

administrativos. Los niveles más altos de utilidad se registrarón, lógicamente, cuando la colocación de cartera fue programada a un nivel óptimo, siendo la más alta utilidad de Bs.1.080, en once días.

En cuanto a la solvencia del operador, siempre fué óptima, e inclusive iba mejorando, como es lógico, a medida que se acumulaba la utilidad, ya que el operador no asume riesgos en ningún momento, en la forma en que está planteado el sistema. Unicamente debe ocuparse de mercadear su producto como simple intermediario.

3. HIPOTESIS.

Al llegar a esta parte del trabajo es necesario aclarar al lector que, debido a que el tema escogido no existe actualmente en la vida real, cualquier hipótesis acerca del S.G.A.T.V está condenada indefectiblemente a ser del tipo "plausible", dentro de la clasificación de los niveles conjeturales de las hipótesis[1]. Es decir, que corresponde al tipo de hipótesis fundadas, pero sin contrastar empíricamente. Dentro de la lógica del método científico, este tipo de hipótesis goza del crédito de ser válida, pues aunque carece de las condiciones de referencia empírica, comprobabilidad y refutabilidad necesarias (lo que la convertiría en mero juicio de valor), es "posible"[2].

En otras palabras, su deficiencia corresponde a la inexistencia del S.G.A.T.V en sí, y no debido a un error conceptual, lo que permite que la misma sea susceptible de ser comprobada en el futuro, cuando alguien decida poner en funcionamiento el sistema, precisamente por confiar en las relaciones y teorías aquí planteadas. El mismo caso se plantea a investigadores en otras ramas de la ciencia, debido a la inexistencia de instrumentos de medición adecua-

---

1 Ander-Egg, Ezequiel: Técnicas de Investigación Social". Buenos Aires, El Cid, 1983. 461 p., p. 77.

2 Popper, Karl. La Lógica de la investigación científica, passim.

dos, de recursos económicos, o de la longevidad suficiente para comprobar sus hipótesis y teorías.

A este respecto, Ander-Egg escribe[3];

"Cuando en la realización de una investigación, de manera explícita o implícita, se estudian los hechos sociales, como que son lo que son, se cae en un determinismo que rechaza toda imaginación sociológica. Por lo contrario, no sólo se debe estudiar lo que es tal como se da en ese momento, sino también aquello que está contenido en ese momento. Si no fuera así, el conocimiento científico de la realidad nunca sería un saber para preveer (Comte), ni un conocer para transformar que va para más allá de la interpretación (Marx), ni la autoconciencia científica de la sociedad (Hans Freyer). Un diagnóstico de situación estudia el presente -por supuesto sin prescindir de la historia- pero también el presente en camino de futuro. En otras palabras, un modelo analítico debe captar la futuración del presente, lo que ya está en germen pero que todavía no es. Todo presente está preñado de futuro, que no es y que puede ser, y es tarea del investigador social ir más allá de la sociedad tal y como aparece; lo que significa desentrañar el futuro que no es, y que puede ser, mostrar un nuevo horizonte. Insistimos en esto: 'lo que puede ser'. El pensamiento utópico -contrariamente a lo que puede sugerir el alcance peyorativo que de ordinario se le da a la expresión- no piensa lo irrealizable, sino un 'inédito pósible'".

Hecha la aclaratoria, que reivindica la validez científica de las hipótesis plausibles, y justifica el propósito del trabajo, se presenta la siguiente hipótesis:

"El Sistema de Gestión y Administración de Títulos Valores, de funcionar en el mercado accionario, tendría un efecto multiplicador sobre el número de acciones negociadas en el mismo".

---

[3] Ander-Egg: Op.cit. p. 38, pto. c).

4. DESARROLLO Y METODOLOGIA

4.1. TEORIA Y DESARROLLO DEL MULTIPLICADOR DEL S.G.A.T.V.

4.1.1 INTRODUCCION.

La importancia del efecto multiplicador que la implementación del S.G.A.T.V. tendría sobre la oferta accionaria[1], radica en que permitiría la recirculación de un cúmulo de acciones que hoy en día están en poder de los "inversionistas".

BREVE DESCRIPCION DEL MULTIPLICADOR

El Ciclo Externo

Las acciones que los "inversionistas" tengan a bien depositar en el S.G.A.T.V., son susceptibles de ser solicitadas en préstamo mediate mutuo[2], por los "Bajistas", quienes ordenan su venta al mejor postor en la bolsa[3] y esto aumenta la oferta accionaria, con sus consecuentes efectos sobre el precio. Este primer paso del efecto multiplicador se denomina como Ciclo Externo del S.G.A.T.V.

---

1 a) Oferta: Monto de un bien ofrecido a un precio dado, o disponible para satisfacer una demanda.(Trad. del inglés: ver Fortune Executive Enciclopedia. New York, Baron's, 1987. 649 p., p.562; ver "Supply". b) Se define como oferta accionaria a las cantidades totales de acciones ofrecidas en venta en un momento dado a un mismo precio.

2 Ver apéndice Legal, "Contrato de mutuo".

3 Ver descripción del S.G.A.T.V.,"mecanismos de colocación".

Las acciones vendidas en el Ciclo Externo son adquiridas por los "inversionistas" a través de sus corredores, y de esta forma aumentan la "liquidez accionaria"[4], y además son susceptibles de reingresar al S.G.A.T.V. atraídas por los rendimientos adicionales ofrecidos[5], y de esta forma reiniciar el ciclo antes descrito. Esto es lo que constituye la esencia del efecto multiplicador.

El Ciclo Interno

Por ser una de sus especialidades, el S.G.A.T.V. estará en disposición de financiar la adquisición de acciones para algún "Alcista" que así lo requiera[6], y para esto podrá utilizar las acciones que algún "Bajista" le haya encomendado vender, como explicáramos en el Ciclo Externo. Esto trae como resultado que las negociaciones se cierren (cruzen), directamente dentro del mismo sistema, sin que ello afecte la oferta y por ende los precios en el mercado bursátil. Cuando esto sucede, la influencia de esas acciones no sale del ámbito del sistema, aun cuando su negociación se

---

[4] Como "LIQUIDEZ ACCIONARIA" se define al total de acciones de una compañía "X", cuya existencia haya sido protocolizada a través de: a) Títulos Valores emitidos por el departamento de accionistas de la compañía, y b) Documento de Mutuo emitido por el operador del S.G.A.T.V.

[5] Ver descripción del S.G.A.T.V.: "Mecanismos de captación".

[6] Ver descripción del S.G.A.T.V.: "Mecanismos de colocación".

haga a través de la rueda de corredores[7], cuando esto sucede decimos que han sido absorbidas por el "Ciclo Interno" del S.G.A.T.V.

El Ciclo Interno del S.G.A.T.V. constituye, en realidad, una filtración del efecto multiplicador del S.G.A.T.V. (que como explicamos está basado en la influencia del Ciclo Externo sobre lo que definimos como "Liquidez accionaria"), dado que reduce la oferta accionaria que podría salir del sistema hacia el mercado; es decir, que podrían afectar los precios negociados en el mercado bursátil en forma directa.

Como el lector se podrá dar cuenta, el multiplicador del S.G.A.T.V. que aquí se define, principalmente persigue establecer una unidad de medida para el efecto que reálmente tendría el S.G.A.T.V. en el mercado bursátil. El modelo considera que el número de acciones, producto de las manipulaciones especulativas que dentro del ciclo interno se lleven

---

7 Se dice que las operaciones cruzadas no afectan los niveles de precio directamente, porque "un corredor no puede efectuar una 'operación cruzada' sin atender, previamente, los deseos del mercado, revelados por las cotizaciones registradas en pizarra".Morles H., A. Op. Cit. p.29. El evento de una interferencia en el cruze, es considerado como una externalidad en este análisis

a cabo, no afectan al mercado por vía del multiplicador[8], y es por eso que no se toman en cuenta.

Por este motivo, se definió la Liquidez Accionaria (sobre la que mediremos el efecto multiplicador), en base al tipo de documento que soporta la existencia de las acciones. El "Alcista", cuando deja las acciones en garantía, no lo hace bajo la forma de Mutuo, por ende el S.G.A.T.V. puede restituirle la especie en efectivo[9]. Esta pecularíedad nos será muy útil para definir el modelo del efecto multiplicador más adelante.

Para desarrollar el tema ha sido dividido en tres partes;

1) CICLOS INTERNO Y EXTERNO, Y EL SALDO RECICLABLE

2) EL SALDO RECICLABLE Y LAS EXPECTATIVAS ESPECULATIVAS

3) EL MODELO DEL MULTIPLICADOR

---

8 Se reseña que este trabajo sólo analiza el efecto del multiplicador descrito, en forma aislada. Los efectos colaterales que pudiera tener el S.G.A.T.V. sobre el mercado, y que podrían afectar nuestros resultados, se consideran fuera del alcance de esta tesis.

9 Ver Apéndice Legal. "Contrato Alcistas".

4.1.2 CICLOS INTERNO Y EXTERNO, Y SALDO RECICLABLE.

Para analizar el efecto que estas operaciones pudieran tener sobre la "liquidez accionaria" en un momento dado, consideraremos las siguientes premisas[10] :

1) El mercado bursátil se encuentra "sincerado", es decir, que la gran mayoría de los títulos en él comercializados mantienen un precio de mercado más acorde con los rendimientos que generan por motivo de dividendos y expectativas de éstos que por expectativas de ganancias de capital fundadas en informaciones inciertas. Así mismo, las empresas han registrado y mantienen valorados en forma real sus activos.

2) El 100% de los "inversionistas" depositan sus acciones en el S.G.A.T.V., atraídos por los rendimientos adicionales ofrecidos y sin temor a que las manipulacioners especulativas que se hagan con ellos en el corto plazo deterioren el rendimiento de su inversión (ya que dada la primera premisa, las manipulaciónes especulativas a corto plazo no deberían afectar la marcha normal del negocio de la compañía, en cuyas acciones invirtieron a largo plazo).

---

10 Estas premisas suponen en general que el sistema tiene bastante aceptación en el mercado, es decir, que las barreras de desconfianza en el sistema han sido vencidas.

3) El 100% de los "especuladores" financian sus operaciones bursátiles a través del S.G.A.T.V., por ser éste un instrumendo ideal para la especulación.

4) La distribución de poderes accionarios está en equilibrio, es decir, los "propietarios" no intervienen activamente en el mercado, o sea, que la Base Accionaria neta[11] sufre alteraciones insignificantes.

4) Los instrumentos del S.G.A.T.V. se manejan por plazos fijos de 4 días, o lo que es igual, el tiempo promedio por el cual los "especuladores" están dispuestos a mantener su posición es de 4 días.[12]

EL Ciclo Externo

Como explicáramos al comienzo de este capítulo, en principio sólo las acciones que contratan los "Bajistas" dentro del S.G.A.T.V., aumentan la "liquidez accionaria" por vía del multiplicador, y como veremos, esto sólo ocurre por el tiempo que son solicitadas en préstamo, que en nuestro análisis es de 4 días.

---

11 La "Base Accionaria neta" es el total de acciones emitidas menos aquellas en poder de los propietarios.

12 El tiempo promedio dependerá en la realidad principalmente del interés activo del S.G.A.T.V., y de la forma en que se vayan cumpliendo las expectativas de los "especuladores".

La siguiente tabla ejemplifica un flujo de demanda accionaria de los "Bajistas" ante el S.G.A.T.V., analizada durante 9 días:

4.1.1 DEMANDA Especuladores a la baja. ("Bajistas")
(en % de los depósitos de "X" en el S.G.A.T.V.)

DIA	1	2	3	4	5	6	7	8	9
BAJA	10	03	11	10	09	09	08	09	10
-BAJA					10	03	11	10	09
C.E.	10	13	24	34	33	39	36	35	36

En el cuadro, se define como "Baja" el porcentaje del total de acciones de una compañía "X" depositado en el S.G.A.T.V., que es contratado y puesto en venta cada día en el mercado por los "Bajistas"; como "-Baja" se define a las acciones de "X" (tambien como porcentaje de los depósitos de "X" en el S.G.A.T.V), que son compradas en el mercado y devueltas al S.G.A.T.V. por los "Bajistas", cuando liquidan su "préstamo" y se retiran, cosa que, en nuestro ejemplo, sucede a los 4 días de haber recibido el lote de acciones en préstamo. Por "C.E" (de "Ciclo Externo") se define el saldo neto de los rubros anteriormente explicados, o sea, lo que podría efectivamente incrementar la oferta accionaria de "X".

EL CICLO INTERNO

El ciclo externo representaría el aumento en la oferta accionaria de "X". Sin embargo, este aumento no siempre llega a consolidarse, ya que parte de esta oferta adicional es demandada por los "Alcistas" dentro del mismo S.G.A.T.V., lo que eventualmente puede anular parcial o totalmente,el efecto multiplicador recién descrito. Para ilustrar esta afirmación, elaboramos los cuadros 4.1.2 y 4.1.3:

4.1.2. DEMANDA Especuladores al alza ("Alcistas")
(en % de los depósitos de "X" en el S.G.A.T.V.)

DIA	1	2	3	4	5	6	7	8	9
ALZA	02	06	02	03	04	04	05	04	04
-ALZA					02	06	02	03	04
C.I.	02	08	10	13	15	13	16	17	17

Como "Alza" se definen a los fondos concedidos a los "Alcistas" para financiar la adquisición, por día, de acciones de "X" (medidos en forma de porcentaje del total de acciones de "X" depósitados en el S.G.A.T.V.[13]). Como "-Alza" se denomina el producto de la venta de las acciones de "X" que son negociadas en el mercado y que es devuelto al S.G.A.T.V por los "Alcistas" (medido en la misma forma), cuando liquidan su préstamo "ALZA" y se retíran del mercado

---

13 Valorados al precio vigente para el momento de la compra.

(que por simplificación también sucede 4 días después). Finalmente como "Ciclo interno" (C.I), se denomina el saldo de los rubros anteriormente explicados.

Este saldo neto del porcentaje de los depósitos totales de "X" demandado por los "Alcistas" dentro del mismo S.G.A.T.V., contrarresta el aumento de oferta generado por el "Ciclo Externo", del cuadro 4.1.1.

EL SALDO RECICLABLE

El "Saldo Reciclable", que es la diferencia entre los Ciclos Externo e Interno, resultante de la interacción de los dos cuadros expuestos (4.1.1. y 4.1.2.), o sea, el incremento efectivo en la oferta accionaria de "X", se expresa a continuación:

4.1.3 SALDO RECICLABLE
Saldo entre Ciclos Interno y Externo
(en % de los depósitos de "X" en el S.G.A.T.V.)

DIA	1	2	3	4	5	6	7	8	9
SALDO RE-CICLABLE	08	04	14	21	18	26	20	18	19

En nuestro ejemplo esto da como resultado , que la oferta accionaria de "X" registra un aumento neto del 19%

(en términos de los "depósitos totales" de "X"[14]) para el noveno día.

Para puntualizar, podemos dejar formuladas las relaciones expuestas; a saber:

$$(1)\ m = b*T_b - a*T_a$$

en que "m" es el "Saldo Reciclable" promedio; "b" el porcentaje medio de préstamos "baja" (contratos "Bajistas"); "a" es su equivalente en contratos "alcistas", "T_b" y "T_a" son el tiempo promedio que los "especuladores" mantienen sus posiciones, que en el análisis anterior era de 4 días.

En los cuadros anteriores, se puede apreciar que las tendencias presentadas evidencian una expectativa mayor hacia la baja que hacia el alza del precio de las acciones, por parte de los "especuladores":

$$b*T_b > a*T_a$$

La oferta adicional de acciones, generada por el S.G.A.T.V. a través del "Saldo Reciclable" (cuando este es positivo), puede aumentar la "liquidez accionaria" de "X" de dos maneras:

---

[14] De ahora en adelante suprimiremos la expresión:'de "X"', aunque sigamos tratando sobre acciones de "X" hasta el final del capítulo.

1) De ser adquirido el "saldo Reciclabe" totalmente por "propietarios"[15] y/o por "accionistas" desconfiados del S.G.A.T.V., el efecto será sólo de un 19% de aumento en la "liquidez accionaria" (en términos de los depósitos totales en el S.G.A.T.V.).

2) Si es adquirido totalmente por "inversionistas" que actúan de acuerdo a nuestra primera premisa, la oferta se verá *incrementada en más del 19% (en términos de los depósitos totales en el S.G.A.T.V.), ya que se repitiría el ciclo descrito.*

3) Que el saldo reciclable sea adquirido entre los dos sujetos descritos en los puntos anteriores. Dependiendo de la proporción en que se repartan el "Saldo Reciclable" variará la magnitud del efecto multiplicador.

Es sobre esta idea que desarrollaremos más adelante el modelo del multiplicador.

Como veremos a continuación de lo anterior se desprende que, dados los niveles de confianza necesarios[16], la magnitud del multiplicador está fuertemente influenciada por

---

[15] Esta suposición, aunque va en contra de la cuarta premisa, ha sido colocada oportunamente para facilitar al lector la comprensión de la idea central del texto, sin que con esto se quiera invalidar la premisa en cuestión.

[16] Ver premisas, Secc. 4.1.2. de esta tesis.

las expectativas de los "especuladores" a través del Saldo Reciclable.

4.1.3 EXPECTATIVAS ESPECULATIVAS Y SALDO RECICLABLE.

Analizando el ejemplo anterior, pero variando los porcentajes de demanda de "Bajistas" y "Alcistas" hasta que arrojen un Saldo Reciclable negativo (lo que significaría expectativas mayormente alcistas del precio de las acciones, por parte de los especuladores (o sea, el extremo opuesto del caso recién analizado), podemos deducir el siguiente cuadro:

4.1.4. SALDO RECICLABLE

Relación entre las expectativas del mercado y el Saldo Reciclable

$b*T_b > a*T_a$	$m > 0$	**AUMENTA LA OFERTA**
$b*T_b = a*T_a$	$m = 0$	**EL EFECTO SE ANULA**
$b*T_b < a*T_a$	$m < 0$	**DISMINUYE LA OFERTA**

En el cuadro apreciamos todos los comportamientos posibles del Saldo Reciclable, en referencia a las expectativas especulativas.

Es importante resaltar que es el producto de la relación entre días promedio y cantidadas contratadas por los "Alcistas" y "Bajistas" lo que da la magnitud del movimiento especulativo. En este sentido, en el modelo es indiferente que un individuo especule por un (1) día con

veinte (20) acciones, o lo haga por veinte días con una sola acción, el valor registrado en promedio será el mismo. Por esto es relativamente irrelevante el número de días que se utilicen como ejemplo, mientras no se descuide cómo funciona la contrapartida del mecanismo, porque es la resultante de esta interacción la que define el saldo reciclable.

LAS EXPECTATIVAS ESPECULATIVAS Y EL SALDO RECICLABLE

Demostración: $(b*T_b)$ y $(A*T_a)$ son expresiones de las demandas agregadas de los "Bajistas" y "Alcistas" respectivamente, que estudiamos antes, desde otro punto de vista[17], lo que nos permite establecer las siguientes relaciones:

$$(2)\ b*T_b \tilde{} B = Rt_b/e_b \qquad (3)\ a*T_a \tilde{} A = Rt_a/e_a$$

en que (B, A) son la demanda de acciones de los especuladores "Bajistas" y "Alcistas" respectivamente (como se viera en la secc. 4.1.2: a="Alza" y b="Baja".) en función de: $(Rt_{b,a})$, que es el rendimiento total deseado de la inversión, y $(e_{b,a})$, que es el rendimiento esperado de la acción. Así, sustituyendo (2 y 3) en (1) tenemos:

$$(4)\quad m = Rt_b/e_b - Rt_a/e_a$$

17 Ver marco teórico. Modelo de saldos de cartera de Tobin, extensiones del modelo para la demanda especulativa de acciones. Ecuaciones #6 y # 7.Secc. 2.5.2. de esta tesis.

resolviendo:

$$(5) \quad m = \frac{Rt_b * e_a - Rt_a * e_b}{e_b * e_a}$$

donde:

$$(6) \quad e_b = g_b - r \qquad (7) \quad e_a = g_a + r$$

en que (g_b) es el % de ganancia esperada por variación de precio a la baja; (g_a) es el equivalente por variación al alza, y (r)[18] es el rendimiento de la acción, o dividendos, que para el "Bajista" se constituyen en una influencia negativa, ya que cuando los dividendos son decretados, el "Bajista" que ha ordenado la venta de las acciones, ve incrementada su deuda con el S.G.A.T.V (esto por definición del contrato)[19], mientras que para los "Alcistas" el decreto de dividendo constituye una ventaja, o más bien la confirmación de sus expectativas.

---

[18] Por mantener una mayor identidad con el modelo descrito en la secc. 2.5.2., hemos de ver los dividendos de las acciones como un rendimiento conocido (r), sin riesgo. No se discute, que lo más apropiado sería una función de riesgo con areglo a una estimación de los valores posibles para el dividendo. Ver Weston, Brigham, Ibíd., Bierman Harold Jr., Ibíd.

[19] Ver apéndice Legal,"Contrato del Bajista", Cláusula décima primera.

Y por otra parte, de las ecuaciones[20]:

(7) $R_b=((g_b-r)/Q_b)*Q_b$ (8) $R_A= ((g_A+r)/Q_A)*Q_A$

en que expresamos a:

$(R_{b,a})$ en función de $Q_{b,a}$, que es la desviación estándar total del rendimiento de la inversión $(R_{b,a})$ y las expresiónes $((g_b-r)/Q_b)$, y $((g_a+r)/Q_a)$ que constituyen las pendientes de las funciones de $(R_{b,a})$, respectivamente, y que son el cociente entre el rendimiento esperado de la acción $(e_{b,a})$, y la desviación estándar del rendimiento de una acción $(Q_{b,a})$; relación esta que nos muestra el intercambio entre el riesgo $Q_{b,a}$ y la R esperada.

Sustituyendo 6,7,8, y 9 en 5:

$$(10) \quad m = \frac{((g_a+r)Q_b(g_b-r)/Q_b) - ((g_a+r)Q_a(g_b-r)/Q_a)}{(g_b-r)\ (g_a+r)}$$

y simplificando;

$$m = (1/Q_b) * Q_b - (1/Q_a)* Q_a$$

queda el Saldo Reciclable únicamente en función del riesgo que los "especuladores" estén dispuestos a asumir, que era lo que queríamos demostrar.

---

20 Estas fórmulas se deducen de la ecuación #7 del Secc. 2.5.2, sustituyendo #6 en #7, y despejando Rt. Se ha sustituido por razones de imprenta el simbolo Í, por Q.

4.1.4 EL MODELO DEL MULTIPLICADOR DEL S.G.A.T.V.

Una vez explicado el mecanismo del "saldo Reciclable", podemos analizar los efectos que el mismo tendría sobre la "liquidez accionaria" si, es efectivamente ser "reciclado", es decir, de ser implementado el S.G.A.T.V.[21]

Comencemos por definir la "liquidez accionaria", en forma simbólica:

$$L = DT + (AP + AD)$$

Es decir, la "liquidez accionaria" (L) es igual al total de acciones depositadas en en S.G.A.T.V. (DT) + las acciones fuera del sistema, donde se reconocen dos tipos:

1º) Las acciones mantenidas fuera del S.G.A.T.V porque sus propietarios no quieren correr el riesgo de perder el poder que les confieren (AP)[22]. Por este motivo dichas acciones quedan, a los efectos del modelo, "esterilizadas", ya que constituyen acciones legalmente emitidas, pero que por estar bajo los efectos de otra variable, que llamaremos

---

21 Para la formulación del modelo el lector podrá dejar de tener en cuenta las premisas establecidas en la secc. 4.1.2., ya que estas consideraciones pasarán a ser variables del modelo que se va a desarrollar.

22 Ver definiciones, "propietarios".

"poder"[23] , no están en circulación. Esto nos obliga a definir la "liquidez accionaria" "real" (LA), donde las acciones en manos de los propietarios (a diferencia de la definición anterior), no son tomadas en cuenta:

(1) LA = DT + AD

Otro argumento que refuerza el pensamiento anterior es el de que los "propietarios", ejerciendo el poder que sus acciones les confieren, deciden la emisión de nuevas acciones, lo que los coloca nuevamente en el papel de emisores de las acciones circulantes. Los planteamientos recién expuestos demuestran que son los "propietarios" los únicos que pueden afectar la base accionaria directamente, emitiendo o esterilizando acciones.

2º) Las acciones que los "accionistas" mantienen fuera del S.G.A.T.V. por cualquier causa, distinta, a la explicada en el punto 1º, Entre otras, principalmente, por desconfianza en el sistema; o por mantener una especie de reserva de acciones para transacciones. Sea como sea, generalizaremos la causa como desconfianza, y de estas acciones obtendremos el siguiente determinante:

(2) d = AD/LA

---

23 Este análisis supone que no existen pugnas por poder, de aquí que la proporción de acciones mantenidas por este motivo permanezca fija.

donde (d) es el coeficiente de desconfianza del público en el S.G.A.T.V., en función de la "liquidez accionaria" neta (LA). Cabe esperar que este coeficiente vaya disminuyendo a medida que el sistema evolucione.

Para el desarrollo del multiplicador, hemos de suponer que (d) se mantiene constante todo el tiempo. Deduciendo en (2), podemos escribir:

(3) AD = d * LA

Tratemos de hallar ahora los determinantes de las acciones que se mantienen dentro del sistema, a saber

(4) DT = RT / fr

en donde los depósitos totales (DT) son iguales a las reservas totales (RT) divididos por (fr), que es la proporción de reserva que mantiene el sistema, por dos motivos:

a) por no poder colocar el 100 % de las acciones en él depositadas, así que se denominaron reservas obligadas, y que ocurren cuando no hay "Bajistas" suficientes, o lo que es igual, cuando el Saldo Reciclable es menor o igual a 0, y

b) reservas precautorias, que son las que mantendrá el sistema cuando las colocaciones de acciones a los

"Bajistas" sean muy altas, cercanas al 100%, es decir cuando el Saldo Reciclable sea muy alto.

Por último, el nivel de las resevas (RT) es igual a la base accionaria neta, menos la suma de las acciones fuera del sistema (AP+AD).

(5) BA = B - AP (6) RT = BA - AD

Resumiendo, y para mayor comodidad, a continuación copiamos las ecuaciones antes descritas:

(1)	LA	=	DT	+	AD
(2)	d	=	AD	/	LA
(3)	AD	=	d	*	LA
(4)	DT	=	RT	/	fr
(6)	RT	=	BA	-	AD

Tratemos ahora de expresar la liquidez accionaria neta en función de la base accionaria neta. Sustituyendo (3) en (6), tenemos;

(7) RT = BA - d*LA

Sustituyendo esta expresión en (4):

$$(8) \qquad DT = \frac{BA - d*LA}{fr}$$

Sustituyendo (3 y 8) en (1):

$$(10) \qquad LA = d*LA + \frac{BA - d*LA}{fr}$$

Multiplicando cada termino por fr, tenemos:

$$(11) \quad fr*LA = frd*LA + BA - d*LA$$

Despejando para LA:

$$(12) \quad fr*LA-frd*LA+d*LA = BA$$

donde:

$$(13) \quad LA = (1/(d-frd+fr))BA$$

La fracción que multiplica a la base accionaria en (13) es el multiplicador del S.G.A.T.V.

4.2. CONTRASTACION DE HIPOTESIS.

4.1.1 INTRODUCCION.

Por ser la principal interrogante del presente trabajo una hipótesis plausible, su contrastación no se llevará a cabo en forma empírica. Trataremos de refutarla analizando casos concretos dentro del modelo de relaciones funcionales expuesto en el capítulo 4.1.

Para ampliar al máximo el carácter formal y científico de la presente memoria de grado, analizaremos el mayor número posible de casos, que serán determinados por el intervalo de valores posibles de las variables a utilizar, de forma que cualesquiera que sean los valores reales que estas variables llegaran a tener, nosotros podamos discernir el efecto total sobre la liquidez accionaria, sobre todo para casos extremos.

4.1.2 RELACIONES FUNCIONALES.

Para la comprobación de nuestra hipótesis utilizaremos la fórmula que se dedujo en la secc. 4.1.4 "Modelo del multiplicador del S.G.A.T.V", a saber:

$$M = (1/(d-(fr*d)+fr))$$

donde el multiplicador de la base Accionaria (M) es función del nivel de desconfianza en el sistema (d) y las reservas del mismo (fr). Como se puede observar en el modelo

no se hicieron consideraciones acerca de las demás variables como por ej. la tasa de interés, de manera tal que en esta parte el análisis se supone un Ceteris paribus de las mismas. El objetivo de este ejercicio será analizar los efectos de S.G.A.T.V. sobre la liquidez accionaria.

4.1.3 DEFINICION DE VARIABLES.

Reservas del S.G.A.T.V. (fr). Se reconocen dos clases:

a) las obligadas (ro), llamadas así por que son mantenidas por el operador del S.G.A.T.V. en contra de su voluntad, y ocurren cuando el saldo reciclable (m) es bajo. Son, de hecho, el complemento a la unidad del saldo reciclable, es decir:

$$ro = 1 - m$$

b) las precautorias (rp), mantenidas para garantizar la fluidez del sistema en la oportunidad de valores para el "Saldo Reciclable" por encima del nivel que el operador considere alto, o sea que la intervención de (rp) es dispositiva y a discresión del operador. Estará en función de niveles altos de m, es decir:

$$rp = 0,\ m < X,\ rp = p,\ m > X$$

Es decir, $fr = ro + rp$, o sea que $fr = 1 - m + p$

La Desconfianza de los inversionistas en el S.G.A.T.V. (d), es la variable más imponderable puesto que el sistema no existe aún, al contrario de las variables anteriores, que existen (m es un reflejo de la actividad especulativa y p es determinado a priori por el operador).

El Multiplicador de la base accionaria (M): es nuestra variable dependiente.

Espectro de valores posibles de las variables independientes:

Reservas del S.G.A.T.V.:

Dado que el saldo reciclable ha sido definido como una porción del total de la cartera de acciones depositadas por los inversionistas en el S.G.A.T.V, sólo podrá tomar valores entre el cero (0), y cien (100) por ciento de la mencionada cartera. El que el "Saldo Reciclable" tome valores negativos no está definido dentro del análisis, puesto que significa que las posiciones "Alcistas" sobrepasan las "Bajistas", por lo cual el S.G.A.T.V. estaría actuando como un mero financista de inversiones en títulos valores sin el generar su efecto multiplicador de acciones que aquí nos ocupa. Sin embargo, las reservas precautorias limitarán el campo de variación de m.

El valor de las reservas precautorias se definió también como %, y por ser determinado a priori por los operadores y no por el mercado, lo fijaremos aquí en 10%.

Definido de esta manera, las reservas del sistema podrán variar en el rango entre diez (10%)(cantidad mínima de reservas) y cien (100%), y el Saldo Reciclable variará en consecuencia entre 0.90 y 0.00.

La Desconfianza:

El nivel de desconfianza se mide en porcentajes de la líquidez accionaria neta (LA), y como tal sólo puede tomar valores entre el cero y los valores positivos menores o iguales a la unidad.

Evaluación del Multiplicador:

Dado que la función del multiplicador se define continua y creciente para valores comprendidos entre 0 y 1, sólo deberemos calcular con los valores extremos del segmento para tener el máximo y mínimo respectivos. Según la siguiente tabla de datos serán:

4.2.3. Evaluación Experimental del Modelo.

VAR	T1(MIN.)	T2(MAX.)	
d	1.00	0.00	
m	0.00	0.90	
p	0.00	0.10	(sólo para m > 0.9)
fr	1.00	0.10	
M	1.00	10.00	

siendo d = Desconfianza; m = Saldo Reciclable; p = reservas precautorias; fr = reservas totales, y M = multiplicador.

Los valores posibles estarán dentro del rango de 1.00 a 10.00.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

5.1. CONCLUSIONES.

Del estudio del Sistema de Gestión y Administración de Titúlos Valores (S.G.A.T.V.) propuesto, se derivaron las siguientes conclusiones:

- De acuerdo con la hipótesis planteada, el S.G.A.T.V. podrá tener un efecto multiplicador sobre la "Base Accionaria Neta", sólo cuando el "Saldo Reciclable" sea positivo. Esto sólo ocurre cuando las fuerzas especulativas "Bajistas" exceden a las "Alcistas".

- El efecto multiplicador alcanzó, en nuestra comprobación experimental, y con los valores que a esos efectos se establecieron para las variables, valores máximo de 10.00 y mínimo de 1.00. En otras palabras, la "Liquidez Accionaria Neta" podría alcanzar un valor Máximo e igual a diez veces la "Base accionaria neta". Esto significa que por cada acción en la base, el S.G.A.T.V llegaría a emitir máximo 9 contratos de mutuo.

- El "Comodato Bancario", tal y como funciona actualmente en el mercado bursátil venezolano no tiene efecto multiplicador de la "Base Accionaria Neta", puesto que equivale a que el S.G.A.T.V. estuviera funcionando con la variable "confianza en el sistema" en valor igual a cero "0" (por que no hay depósitos), y con un saldo reciclable también en cero "0", ya que las acciones que ofrece el sistema a los Bajistas son siempre obtenidas de los alcistas, o sea que todo el movimiento se quedaría en el ciclo interno.

- El sistema esta enfocado a agrupar a las transacciones especulativas en su seno. De tener éxito en este sentido:
a) Se aislaría dentro del S.G.A.T.V. el componente especulativo que afecta al mercado bursátil.
b) Las transacciones especulativas se negociarían dentro del sistema, y de él, sólo el efecto neto del "Saldo reciclable" podría emerger afectando el mercado bursátil.
c) Por ser el "saldo reciclable" un valor representativo del signo neto de las expectativas de las fuerzas especulativas del mercado, el sentido que su influencia tendría sobre el mercado, sería fácilmente reconocible.

- El Saldo reciclable depende principalmente del riesgo que esten dispuestos a correr por conseguir sus ganacias, los "Especuladores".

- Los valores obtenidos experimentalmente, no son relacionables con la realidad, sólo han servido para comprobar el comportamiento del modelo dentro del rango para el cual estaban definidas las variables intervinientes.

- El presente análisis es insuficiente para la estimación económica del efecto total en el mercado bursátil, de la implantación del S.G.A.T.V.

5.2. RECOMENDACIONES.

Como el lector se habra dado cuenta por las conclusiones, es muy poco lo que hasta ahora se ha podido concretar en relación al S.G.A.T.V. Es por este motivo que a continuación se plantean algunas de las interogantes en relación al sistema y su implantación.

1- Influencia de la implantación del S.G.A.T.V en Venezuela:

1.1. Estimación del componente especulativo del mercado bursátil venezolano.

1.2. Análisis del mejor diseño organizacional e institucional para su implantación.

Por ejemplo: El S.G.A.T.V. deberá ser operado por la bolsa directamente?, o independiente de esta?, es decir, se debería crear un mercado extra-bursátil?. Deberá involucrar a los corredores directamente, o debería funcionar como un ente completamente ajeno a ellos?. Debera hacer participar a los departamentos de accionistas de cada compañia, o deberían ser estos los que manejaran su propio S.G.A.T.V. a la manera del "Specialist" americano"?. Estudio de factibilidad legal y económica del diseño propuesto.

1.3. Desarrollo de la teoría accionaria.

A la luz de los nuevos elementos propuestos, bajo un nuevo enfoque, como guía para el estudio de las políticas de control de precios accionario a ser implementadas por el operador del S.G.A.T.V. o bien por las instituciones emisoras o compañias.

1.4. Evaluación del impacto de la implantación del mejor diseño institucional/organizacional del S.G.A.T.V.:

Será el efecto que tendría la emigración de las negociaciones especulativas hacia el S.G.A.T.V. sobre la liquidez accionaria del mercado bursatil, mayor que el de la posible expansión del mercado accionario, producto de la

mayor cantidad de instrumentos y opciones de inversion que aporta el mismo S.G.A.T.V.? Como se afectarian los precios? Podrían las funciones de oferta y demanda accionaria tornarse más elásticas?, cómo consecuencia de qué por causa del S.G.A.T.V, se negocien mayores cantidades a los mismos precios? De ser cierto, lo cual luce bastante lógico, el que los precios se determinen dentro de rangos con variaciones relativamente menores, haría que los especuladores aumentaran el valor y volúmen de sus operaciones, aprovechando el nuevo instrumento, para mantener sus niveles de ganancia? Crecería el mercado, o por el contrario, se ahogaría? Que póliticas deberían acompañar la implementación del S.G.A.T.V, en el mercado bursátil venezolano. Consecuencias sobre la práctica de las operaciones llamadas "bicicletas", "centrifugas", "trenes", etc. Efecto sobre las pugnas por el control de una compañia. Instrumentos derivables, opciones, futuros, opciones de futuros.

6. APENDICE METODOLOGICO.

6.1. SIMULADOR DEL S.G.A.T.V.

Relaciones matemáticas utilizadas

El simulador se construyó basado en las relaciones matemáticas de los mecanismos expuestos en la descripción del S.G.A.T.V, en las que se pueden apreciar tres elementos relativamente independientes entre sí, que son los protagonistas conocidos: el "Inversionista", el "Bajista", y el "Alcista", y un elemento dependiente, representado por el operaor del S.G.A.T.V., debido a su actividad de intermediario en las negociaciones que lleven a cabo los tres sujetos recién mencionados.

Las relaciones establecidas para el "Inversionista", el "Bajista" y el "Alcista", son básicamente las mismas que se encuentran en una cuenta de ahorro a plazo, en el caso del "Inversionista", y en el caso de los especuladores (sea cual sea su posición), las de un préstamo a interés.

Las relaciones establecidas para el operador son simplemente las de sus estados financieros, es decir el estado de ganancias y pérdidas, y el balance general.

ESTRUCTURA DEL SIMULADOR.

Consta de seis partes:

1. Tabla de variables
2. Punto de vista del "Inversionista"
3. Punto de vista del "Bajista"
4. Punto de vista del "Alcista"
5. Ganancias y pérdidas del operador
6. Balance general del operador

1. TABLA DE VARIABLES

En esta parte se dejan por sentado las variables cuya influencia sobre el comportamiento del modelo será simulada en el ejercicio. A saber:

a) El número de la rueda; a efectos de ubicación cronológica.
b) Precio de mercado de la acción; donde se registrarán las variaciones de precio; de acuerdo con el supuesto manejado en cada simulación.
c) Dividendos pagados; que es complemento de la variable anterior (1b), en el supuesto[1].
d) El número de acciones captadas; de los inversionistas
e) El porcentaje de colocación; 1 "Bajista", 2 "Alcista" (como % de d).
f) El interés activo diario; que cobra el operador
g) El interés pasivo diario; que paga el operador
h) La garantia exigida; expresada como % de valor inicial de la negociación
i) Corretajes; o sea la tarifa cobrada por los corredores cada vez que se compren o vendan acciones.

---

[1] Explicación: 1b por ser la variable b del punto #1. A continuación todas las variables se nombran así.

2. PUNTO DE VISTA DEL "INVERSIONISTA"

En esta parte del simulador se podrá apreciar cómo es afectadó por las variables antes mencionadas, el depósito en acciones hecho por el inversionista. Este hecho será evidenciado por los rubros siguientes:

a) Valor del capital; depositado por el inversionista en el sistema al iniciarse la simulación, y que es ajustado en cada rueda al valor del mercado (igual al producto de los rubros 1b x 1d).
b) Interés diario devengado; por el capital colocado (igual al producto 2a x 1g).
c) Intereses acumulados; que es la suma de todos los intereses generados ([2] ð 2b).
d) Saldo deudor; donde se registrarán las acreencias del "Inversionista" sobre el operador.(2a+2b+2c)
e) Dividendos acumulados; si los hubiere. Constituyen otra acreencia del "Inversionista" sobre el operador (1d x 1c)[3].
f) Rendimiento para el"Inversionista";generado por la operación, expresado en bolívares por día (2c+2e). Notese que el rendimiento que obtendrá el "Inversionista" de esta forma,es mayor que de no haber depositado en el S.G.A.T.V.

---

[2] El signo ð para Sumatoria.

[3] Ver apéndice Legal, "Contrato del Inversionista", cláusula octava.

3. PUNTO DE VISTA DEL "BAJISTA"

Se describe el punto de vista del Bajista, de la siguiente manera:

a) Préstamo en acciones; donde se registra el número de acciones solocitadas en préstamo por el "Bajista" (1d x 1e).
b) Valor del paquete de acciones; que se entregan bajo Mutuo al "Bajista", siempre valorados al precio de mercado (3a x 1b)
c) Intereses generados; o el interés diario activo *que cobra el operador como contraprestación al* Mutuo (3b x 1f).
d) Intereses acumulados; el rubro anterior acumulado día a día (ð 3c).
e) Dividendos acumulados; se refiere a los *dividendos decretados mientras el Bajista tenga* las acciones en Mutuo, y que se constituyen como una obligación más del "Bajista" para con el operador del S.G.A.T.V.[4] (3a x 1c).
f) Corretaje acumulado; señala los montos *generados cada vez que se efectúa una compra o* venta (1i x 3b).
g) Saldo acreedor; registra el total de las acreencias del operador sobre el "Bajista", acumuladas hasta esa rueda (3b+3c+3d+3e+3f).
h) *Garantía por venta de acciones; es el producto* de la venta del paquete de acciones cedido mediante Mutuo al "Inversionista", que el operador se guarda como garantía[5].
i) Garantía efectivo; que el "Bajista" procurará mantener dentro de los márgenes establecidos en 1h[6].
j) Efectivo para el cliente; donde se registra el monto en bolívares que el especulador ha ganado o perdido hasta esa rueda, = total garantías

---

4 Ver apéndice Legal,"Contrato del Bajista", cláusula décima primera.

5 Ver apéndice Legal, "Contrato del Bajista", cláusula sexta.

6 Ver apéndice Legal, "Contrato del Bajista", cláusula séptima

depositadas - total obligaciones. Valores negativos, significan pérdida para el especulador.

k) Nivel de garantía;control del nivel de garantía mantenido.

4. PUNTO DE VISTA DEL "ALCISTA"

Fue estructurado en forma análoga al punto de vista anterior, con las salvedades siguientes: el rubro 4e) dividendos acumulados, no constituye en este caso una obligación del especulador, sino por el contrario, una acreencia sobre el operador[7]. Así mismo, este rubro aparece con fines informativos, ya que por conveniencia no debe afectar al saldo deudor del "Alcista", como se verá más adelante, en el balance del operador.

5. GANANCIAS Y PERDIDAS DEL OPERADOR

En esta parte se pretende demostrar cómo se va generando la utilidad del operador, a través de los siguientes rubros:

a) Ingresos por intereses; donde se registra la suma de los intereses generados en las negociaciones sostenidas con los especuladores (3d + 4d).

b) Ingresos por comisiones; donde se registran los corretajes cobrados a los especuladores. Esta es una cuenta transitoria, puesto que estos ingresos tienen su contrapartida exacta en los egresos por comisiones, generados al pagar a los corredores que realizaron las operaciones

---

7 Ver apéndice Legal, "Contrato del Alcista", cláusula décima primera.

para el operador, que se denotan bajo el punto 5e) y que damos por explicado[8].

c) Total ingresos; suma de 5a+5b
d) Egresos por intereses; donde se registra el valor del los intereses ganados por el "Inversionista" (1c).
e) Egresos por comisiones.
f) Total egresos; que es la suma de los rubros 5e+5f.
g) Utilidad; del operador (5c-5f).

6. BALANCE DEL OPERADOR

En lo que hemos denominado "El Balance", se pretende demostrar que el operador del S.G.A.T.V, siempre presentará un excelente cuadro de solvencia, sea cuál sea el supuesto que se maneje. Para esto se dan a conocer los siguientes rubros:

a) Activo circulante; igual a la sumatoria de las garantías
en efectivo de los especuladores (3i + 4i), más el valor anotado en el rubro 4j (ya que suponemos que el paquete accionario recibido en garantía se queda, es decir, no es reinyectado al sistema mediante mutuo nuevamente)[9].
b) Plusvalía en acciones y dividendos; donde se registran los aumentos de capital en el paquete accionario prestado al "Bajista" (3b-3h), así como los dividendos que este adeuda al operador del sistema (3e).

---

8 El sistema podría manejar un diferencial entre los corretajes cobrados, como fuente adicional de ingresos. Igualmente podría ahorrarse los corretajes si aprovecha el hecho de que los especuladores cruzan sus operaciones directamente a través del sistema, sin tener que realizarse ni la venta ni la compra de los títulos en la bolsa.

9 Este caso es analizado en el desarrollo del mecanismo multiplicador del S.G.A.T.V. Cápitulo. 4.1.

c) Cuentas por cobrar; que es la suma de los saldos acreedores sobre los especuladores (3g+4g).
d) Total activo; igual a 6a+6b+6c.
e) Cuentas por pagar; o sea las comisiones debidas a los corredores (rubro 5h).
f) Dividendos por pagar; constituidos por la obligación de pagar los dividendos al "Inversionista" y al "Alcista" (1e+4e).
g) Pasivos circulantes; constituidos por las obligaciones con el "Inversionista (rubro 2d) y con los especuladores (3h+4h+3i+4i).
h) Total pasivos; o la suma de 5e+5f+5g.
i) Capital; en este simulador únicamente representado por la utilidad (5h).
j) Total pasivo y capital; y corroboración de los estados financieros

SISTEMA DE GESTION Y ADMINISTRACION DE TITULOS VALORES

ACCION CON DECRETO DE DIVIDENDOS

1. TABLA DE VARIABLES

a) # DE LA RUEDA	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
b) Valor de la accion x	1000	1010	1020	1030	1100	1120	1120	1000	1000	1000	1000
c) Dividendos pagados por accion								120	120	120	120
d) # acciones depositadas al operador	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
e) Porcentaje de colocacion	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
f) Inters. act. diario	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
g) Inters. pas. diario	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
h) Garantia exigida acc. x	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
i) Corretaje	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%

2) "INVERSIONISTA"

a) Valor del capital	100,000.0	101,000.0	102,000.0	103,000.0	110,000.0	112,000.0	112,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0
b) Inter devengado	0.0	61.1	61.8	62.4	63.1	67.4	68.6	68.7	61.4	61.4	61.5
c) Intereses acumulados.	0.0	61.1	122.9	185.3	248.3	315.7	384.3	453.0	514.4	575.8	637.3
d) Saldo deudor	100,000.0	101,061.1	102,122.9	103,185.3	110,248.3	112,315.7	112,384.3	100,453.0	100,514.4	100,575.8	100,637.3
e) Dividendos acumulados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0
f) Rendimiento para el depositante	0.0	61.1	122.9	185.3	248.3	315.7	384.3	12,453.0	12,514.4	12,575.8	12,637.3

3) "BAJISTA"

a) Préstamo en acciones	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
b) Valor del paquete de acciones	100,000.0	101,000.0	102,000.0	103,000.0	110,000.0	112,000.0	112,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0
c) Interes generado	0.0	84.1	85.0	85.9	86.8	92.7	94.4	94.5	84.6	84.7	84.7
d) Intereses acumulados.	0.0	84.1	169.1	255.0	341.8	434.5	528.9	623.4	708.0	792.7	877.4
e) Dividendos acumulados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0
f) Corretaje acumulado	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0
g) Saldo acreedor	100,900.0	101,984.1	103,069.1	104,155.0	111,241.8	113,334.5	113,428.9	113,523.4	113,608.0	113,692.7	113,777.4
h) Garantía depositada vent.de acc.	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0
i) Garantía depositada en efectivo	31,170.0	32,579.3	33,989.8	35,401.4	44,614.3	47,334.8	47,457.6	47,580.5	47,690.4	47,800.5	47,910.7
j) Efectivo para el cliente	-900.0	-1,984.1	-3,069.1	-4,155.0	-11,241.8	-13,334.5	-13,428.9	-13,523.4	-13,608.0	-13,692.7	-13,777.4
k) Nivel de garantia	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%

166 B

ACCION CON DECRETO DE DIVIDENDOS

4) "ALCISTA"

a) Préstamo en Bs.	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0
b) Interés generado	0.0	84.1	84.2	84.2	84.3	84.4	84.4	84.5	84.6	84.6	84.7
c) Intereses acumulados.	0.0	84.1	168.2	252.5	336.8	421.1	505.6	590.1	674.6	759.3	844.0
d) Corretaje acumulado	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0
e) Dividendos acumulados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0
f) Saldo acreedor	100,900.0	100,984.1	101,068.2	101,152.5	101,236.8	101,321.1	101,405.6	101,490.1	101,574.6	101,659.3	101,744.0
g) # acciones prestadas	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
h) Valor del paquete de acciones	100,000.0	101,000.0	102,000.0	103,000.0	110,000.0	112,000.0	112,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0	100,000.0
i) Garantia depositada en efectivo	31,170.0	30,279.3	29,388.7	28,498.2	21,607.8	19,717.5	19,827.2	19,937.1	20,047.0	20,157.1	20,267.2
j) Efectivo para el cliente	-900.0	15.9	931.8	1,847.5	8,763.2	10,678.9	10,594.4	10,509.9	10,425.4	10,340.7	10,256.0
k) Nivel de garantia	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	130.00%	118.18%	118.19%	118.20%	118.21%

5) GANANCIAS Y PERDIDAS DEL OPERADOR

a) Ingresos por intereses	0.0	168.2	337.3	507.4	678.5	855.6	1,034.5	1,213.5	1,382.7	1,552.0	1,721.4
b) Ingresos por comisiones	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0
c) Ttl ingresos	1,800.0	1,968.2	2,137.3	2,307.4	2,478.5	2,655.6	2,834.5	3,013.5	3,182.7	3,352.0	3,521.4
d) Egresos por intereses	0.0	61.1	122.9	185.3	248.3	315.7	384.3	453.0	514.4	575.8	637.3
e) Egresos por comiciones	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0
f) Ttl egresos	1,800.0	1,861.1	1,922.9	1,985.3	2,048.3	2,115.7	2,184.3	2,253.0	2,314.4	2,375.8	2,437.3
g) Utilidad	0.0	107.1	214.4	322.1	430.2	539.9	650.1	760.5	868.2	976.1	1,084.1

6) BALANCE DEL OPERADOR

a) Activo circulante	162,340.0	162,858.6	163,378.5	163,899.6	166,222.1	167,052.2	167,284.8	167,517.5	167,737.5	167,957.6	168,177.9
b) Plusvalia acc. + dividendos	0.0	1,000.0	2,000.0	3,000.0	10,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0
c) Cuentas por cobrar	201,800.0	202,968.2	204,137.3	205,307.4	212,478.5	214,655.6	214,834.5	215,013.5	215,182.7	215,352.0	215,521.4
d) TTL Activo	364,140.0	366,826.8	369,515.8	372,207.1	388,700.6	393,707.8	394,119.2	394,531.0	394,920.1	395,309.6	395,699.3
e) Cuentas por pagar	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0	1,800.0
f) Dividendos x pagar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24,000.0	24,000.0	24,000.0	24,000.0
g) Pasivos circulante	362,340.0	364,919.7	367,501.4	370,084.9	386,470.4	391,368.0	391,669.1	367,970.6	368,251.9	368,533.4	368,815.2
h) TTL Pasivo	364,140.0	366,719.7	369,301.4	371,884.9	388,270.4	393,168.0	393,469.1	393,770.6	394,051.9	394,333.4	394,615.2
i) Capital	0.0	107.1	214.4	322.1	430.2	539.9	650.1	760.5	868.2	976.1	1,084.1
j) TTL Pasivo + Capital	364,140.0	366,826.8	369,515.8	372,207.1	388,700.6	393,707.8	394,119.2	394,531.0	394,920.1	395,309.6	395,699.3

7. APENDICE LEGAL.

7.1. CONTRATO BAJISTA, (Boceto).

SUJETOS DEL CONTRATO:

Entre (persona jurídica), en lo sucesivo denominado "El Gestor" por una parte, por otra (persona jurídica), en lo sucesivo "El Inversionista", por la otra (persona jurídica) en lo sucesivo "La Banca", se ha convenido en suscribir el contrato contenido en las siguientes clausulas;

" A los efectos del contrato diseñado para la modalidad de S.G.A.T.V. centralizado y privado, se considera lo más apropiado que se denominen por lo menos tres sujetos, y eventualmente cuatro, para que a través de una asignación de funciones y obligaciones distribuida entre entes especializados, facilitar la comercialización del sistema. En este caso "EL Gestor", que en realidad sera un corredor en valores asociado a "La Banca", fungirá como intermediario entre "La Banca" y el "Bajista" que en lo sucesivo denominaremos como "El Inversionista", para su comodidad, ya que al fin y al cabo a la palabra "especulador" se utiliza muchas veces como peyorativo y no es conveniente que el cliente se sienta ofendido"

NATURALEZA Y OBJETO DEL CONTRATO.

PRIMERA: "El Inversionista" ha manifestado a "El Gestor" su deseo de vender "Títulos Valores" de los cotizados y comercializados en la Bolsa de Valores de Caracas. Ha señalado igualmente que tál deseo obedece al hecho de que en su opinión, determinados "Títulos Valores" están cotizados y comercializados por encima del valor que el mercado le debería atribuir y que en consecuencia tales precios y cotizaciones ,deberán disminuir en el futuro. Finalmente ha manifestado que no posee los "Títulos Valores" en referencia y ha encomendado a el "El Gestor" que solicite a personas que poseen los referidos "Títulos Valores" que se los den en Mutuo a "El Inversionista" en los términos y condiciones del mercado para este tipo de operaciones .

" En esta Cláusula se define la naturaleza del contrato, que como se puede apreciar consiste en un prestamo mediante Mutuo, y simultaneamente regístra las motivaciones que dieron origen al mismo, dejando por sentado igualmente que "El Inversionista" es un participante espóntaneo del mismo, lo cual dificulta una demanda a "La Banca" por estafa

SEGUNDA: "El Gestor" en cumplimiento del mandato de "El Inversionista" ha gestionado frente a "La Banca" la entrega de dichos "Títulos Valores" en mutuo. "La Banca" ha consentido en darlos en Mutuo con sujección a las condiciones generales más adelante establecidas.

"Aquí se refuerza lo comentado, y se hace introducción a las condiciones del contrato"

MECANISMO DEL CONTRATO.
Mecanismo Inicial:

TERCERA: Cada vez que "El Inversionista" desee vender un determinado "Título Valor" e instruya a "El Gestor" en ese sentido, deberá con anterioridad a la colocación de la respectiva orden a el "El Gestor" depositar al menos el cien por ciento (100%) del producto probable de la venta de los referidos "Títulos Valores", de acuerdo a la última cotización que de ellos se hiciere en la Rueda de Corrredores de la Bolsa de Valores de Caracas C.A, inmediatamente precedente, en la cuenta a que se refiere la Cláusula Décima. Sólo una vez realizado el depósito podrá "El Inversionista" instruir a "El Gestor" sobre la operación que desea ejecutar, y el "El Gestor" solicitar en Mutuo a "La Banca" en nombre "El Inversionista" los "Títulos Valores" que este último desea vender , y proceder efectivamente a venderlos. El producto de la venta de los "Títulos Valores" será depositado por "El Gestor" en la cuenta a que se refiere la Cláusula Décima.

"En esta cláusula y en las subsiguientes se explica el mecanismo del contrato; su inicio y evolución y el que "La Banca" fungirá de depositario de las garantias

CUARTA: Tanto las cantidades colocadas por "El Inversionista" en la cuenta a que se refiere la Cláusula Décima , como los colocados por "El Gestor" en ella devengarán la tasa de interés que "La Banca" determine, la cual variará de acuerdo a las condiciones del mercado financiero.

REMUNERACIONES.

QUINTA:"El Inversionista" pagará a "El Gestor" una comisión de setenta y cinco centecimas por ciento (0.75%) flat sobre las cantidades depositadas en la cuenta a que se refiere la Cláusula Décima como producto de la venta de los "Títulos Valores" que el "El Gestor" le hubiere procurado para su venta en ejecución de este contrato, por su gestión en la consecución de esos "Títulos Valores". Pagará remuneraciones

idénticas a las de "El Gestor" a "La Banca", como contrapartida de las funciones que en este contrato se le asignan. Estas comisiones serán pagaderas al efectuarse la venta y debitadas automáticamente a la cuenta que "El Inversionista" se obliga a mantener de acuerdo a la Cláusula Décima

"Se indica la modalidad de tarifa por la que se regirá la remuneración del S.G.A.T.V. en el contrato. Existe también la modalidad a intéres, y ambas pueden estar diseñadas de forma tal que sean prácticamente equivalentes."

GARANTIAS.

SEXTA:El producto de la venta de "Títulos Valores" que "La Banca" hubiere dado en Mutuo a "El Inversionista", así como los depósitos que "El Inversionista" hubiere hecho como condición previa para la ejecución de sus operaciones, garantizan a "La Banca" la devolución de los "Títulos Valores" entregados en mutuo; el pago de los dividendos o intereses que dichos "Títulos Valores" devengaren; los intereses de mora causados por el retardo en su devolución; el estipendio ganado, gastos de cobranza extrajudicial y judicial, así como los honorarios de abogados; si los hubiere y a el "El Gestor" y la comisión acordada.

"Se confirma el carácter de Garantía amplia, que adquieren los fondos en depósito a nombre de "La Banca".

MECANISMOS DE CONTINGENCIA.

SEPTIMO: "El Inversionista" conviene en que los mutuos concedidos en ejecución de este contrato no tendrán un vencimiento fijo, y deberán ser devueltos a "La Banca" al día siguiente de la ocurrencia de cualquiera de los siguientes hechos: 1.- Que "El Corredor" o "La Banca" requieran a "El Inversionista" la devolución de "Títulos Valores" por via telefónica, telefacsimil, telex o carta, a la dirección indicada por "El Inversionista" en este contrato; 2.- Que la Bolsa de Valores de Caracas C.A. suspendiere la Rueda de Corredores.; 3.- Que la Bolsa de Valores de Caracas C.A. suspendiere la cotización de los "Títulos Valores" a los que se refiere este contrato.; 4.- Que el valor de la venta de los "Títulos Valores" enajenados en ejecución de este contrato de acuerdo a las cotizaciones que de ellos se hiciera al final de la Rueda de Corredores en la Bolsa de Valores de Caracas, varie de manera tal, que el resultado de la siguiente ecuación sea superior al treinta por ciento (30%):

$$X = (MP/VM) \times 100\% - 1.$$

donde MP es igual monto por el cual fueron vendidos los "Títulos Valores" dados en Mutuo más las cantidades depositadas en garantia; VM es igual al valor de mercado de los "Títulos Valores" registrado en la última Rueda de Corredores. En este último caso, "El Inversionista" puede , a su elección, posponer la devolución de los valores dados en mutuo, depositando dinero en su cuenta, de manera que lo abonado en su cuenta al calcular la ecuación anterior, nuevamente su resultado sea inferior al treinta por ciento (30%).

"Con esta cláusula establece los dispositivos que disuelven por contingencia el contrato, así como la forma en que se deberían mantener las garantías para evitar que "La Banca" resuelva el contrato por incumplimiento del punto 4"

NOVENA:"El Inversionista" por este instrumento autoriza a "La Banca" para que instruya a "El Gestor" en el sentido de proceder a la compra en la Bolsa de Valores de Caracas o en mercado libre si su venta en la Bolsa de Valores de Caracas fuera imposible por haberse suspendido, la Rueda de Corredores, o por haberse producido la suspensión de la cotización del "Título Valor" en particular, de los "Títulos Valores" vendidos en ejecución de este contrato, si ocurriere uno de los hechos señalados en la Cláusula Séptima. Si este fuere el caso, "El Inversionista" autoriza a "La Banca" para debitar a su cuenta y pagar a el "El Gestor" el importe de las operaciones de compra realizados para recuperar los "Títulos Valores" en referencia.

"Cláusula que explica la forma en que "La Banca" operaría de desaparecer los Títulos del mercado por cualquier motivo de los explicados. No se señala ningún valor máximo hasta por el cual "El Inversionista" es resposable, lo cual en un mercado tan pequeño como el venezolano es muy peligroso, y restaría atractivo a la inversión"

DECIMA: "EL Inversionista" por este instrumento se obliga a mantener en cuenta a nombre de "La Banca", la cantidad de dinero objeto de este contrato. Dicha cuenta sera utilizada por "El Inversionista" para depositar las cantidades requeridas por la Cláusula Tercera a fin de proceder a ordenar la venta de los "Titulos Valores" recibidos en mutuo. El "El Gestor" depositará en dicha cuenta de igual forma las cantidades de dinero que se obtengan como producto de la venta de "Títulos Valores". "La Banca" entregará a "El Inversionista" a su requerimiento, las cantidades de dinero objeto de este contrato.

"Describe como se debera manejar la cuenta de garantias"

DECIMA PRIMERA: "El Inversionista" se compromete a pagar a "La Banca" cualquier dividendo o interés que devengarén los "Títulos Valores" mientras tenga los referidos "Títulos Valores" en mutuo. "El Inversionista" autoriza a "La Banca" para debitar a la cuenta de "El Inversionista" a que se refiere la Cláusula Décima, cualquier dividendo o interés pagados por los "Títulos Valores" dados en mutuo.

"Se establece la forma de liquidación de los dividendos e intereses"

GENERALIDADES.

DECIMA SEGUNDA: La falta de cumplimiento de "El Inversionista" de cualquiera de las obligaciones que asume por este instrumento, dará derecho a "La Banca" a ordenar la compra de los "Títulos Valores" entregados en Mutuo a "El Inversionista", y vendidos por éste, restituírlos a "La Banca", y dar por terminado el presente contrato.

DECIMA TERCERA: Para todas las notificaciones que deban hacerse las partes en ejecución de este convenio se escogen las siguientes direcciones; "La Banca",y el "El Gestor" (direccion)."El Inversionista" (direccion).

DECIMA CUARTA:El presente contrato no podrá ser modificado sino por escrito.

DECIMA QUINTA: Dentro de los diez (10)primeros días de cada mes el "El Gestor" tendrá a disposición de "El Inversionista" un estado de cuenta en el cúal se detallará la actividad de la cuenta en el mes precedente, así como su saldo. La falta de formulación de observaciones al mismo dentro de los primeros quince (15) dias del més siguiente, implicará la tácita aceptación del referido estado de cuenta por parte de "El Inversionista".

DECIMA SEXTA:"La Banca" podrá mensualmente incrementar o reducuir la exigencia de margenes de correlación establecidos por la Cláusula Séptima, entre el valor de mercado, de los "Títulos Valores" vendidos por "El Inversionista" y la diferencia que resulte de sumar a su valor de venta los créditos realizados a la cuenta por concepto de pagos de in-

tereses menos las cantidades pagadas en ejecución de la Cláusula Quinta. "La Banca" y el "El Gestor", tendran esta información disponible para inversionista dentro de los diez (10) días siguientes a estas variaciones en sus respectivas sedes, en las cuales "El Inversionista" podrá requerirla.

DECIMA SEPTIMA: Para todos los efectos de este contrato, sus derivados y consecuencias, las partes eligen como domicilio especial, exclusivo y excluyente de cualquier otro, a la ciudad de Caracas, a la jurisdicción de cuyos tribunales declaran expresamente someterse.

Caracas, de de 1.99

7.2. CONTRATO DEL INVERSIONISTA, (Boceto).

"La estructura del presente contrato mantiene en lineas generales las mismas caracteristicas comentadas en el contrato precedente. Por este motivo solo comentaremos aquellas cláusulas que tengan una mayor relevancia"

Entre (persona jurídica), en lo sucesivo denominado "El Gestor" por una parte, por otra (persona jurídica), en lo sucesivo "EL Mutuante", por la otra (persona jurídica) en lo sucesivo "La Banca", se ha convenido en suscribir el contrato contenido en las siguientes clausulas;

PRIMERA: Consta de documento autenticado por ante la Notaría Pública Xava,libro tal tal, que "La Banca" tiene constituido un Fondo de Acciones para Mutuo, en lo sucesivo "El Fondo", con el cual atiende las solicitudes por acciones en Mutuo de los inversionistas que asi lo quieran, y que por tal gestión "La Banca" percibe comisiones e intereses. Igualmente, "El Mutuante" declara conocer todos los terminos y negociaciones relacionados con "El Fondo".

SEGUNDA: "EL Mutuante" ha manifestado a "El Gestor" su deseo de negociar "Títulos Valores" de los cotizados y comercializados en la Bolsa de Valores de Caracas, de su propiedad, a cambio de una participación en los beneficios de "La Banca". Ha señalado igualmente que tál deseo obedece al hecho de que en su opinión, los referidos "Títulos Valores" están cotizados y comercializados por debajo del valor que el mercado le debería atribuir y que en consecuencia tales precios y cotizaciones deberán aumentar en el futuro. Finalmente ha encomendado a el "El Gestor" que solicite a "La Banca" que le reciba los referidos "Títulos Valores" en Mutuo a "EL Mutuante" en los términos y condiciones del mercado para este tipo de operaciones, con el objeto de que "La Banca" los administre en conjunto con "El Fondo", a cambio de una participación en los beneficios que de la negociación de "El Fondo" se generen.

TERCERA: "El Gestor" en cumplimiento del mandato de "EL Mutuante" ha gestionado frente a "La Banca" la entrega de dichos "Títulos Valores" en Mutuo. "La Banca" ha consentido en recibirlos en Mutuo con sujección a las condiciones generales mas adelante establecidas.

CUARTA: "La Banca" garantiza la devolución de los "Títulos Valores" recibidos en Mutuo; así como el pago de los

dividendos o intereses que dichos "Títulos Valores" devengaren (Derechos accesorios) y "el Inversionista" grantiza a su vez pagar los reintegros de capital, suscripción de aumentos de capital, etc.(obligaciones accesorias).

QUINTA: "EL Mutuante" pagará a "El Gestor" una tasa fija del X% por su gestión en la consecución de la negociación de los "Títulos Valores". Estas comisiones serán pagaderas al efectuarse la negociación.

"Con esta cláusula se patentiza el incentivo del corredor para conseguir Mutuantes al S.G.A.T.V. sin que ello signifique una erogación mayor de gastos para "La Banca""

SEXTA: "EL Mutuante" conviene en que los mutuos concedidos en ejecución de este contrato tendrán un vencimiento fijo mínimo de 15 dias, y serán renovados automáticamente por plazos iguales, salvo expresa notificación en contrario de "El Mutuante" a "la Banca", con por lo menos 10 días de antelación. Igualmente se establece que "La Banca" podra devolver los Títulos a "El Mutuante" al día siguiente de la ocurrencia de cualquiera de los siguientes hechos: 1.- Que "El Gestor" o "La Banca" requieren a "EL Mutuante" la recepción de los "Títulos Valores" por via telefónica, telefacsimil, telex o carta, a la dirección indicada por "EL Mutuante" en este contrato; 2.- Que la Bolsa de Valores de Caracas C.A. suspendiere la Rueda de Corredores.; 3.- Que la Bolsa de Valores de Caracas C.A. suspendiere la cotización de los "Títulos Valores" a los que se refiere este contrato.; 4.- Que el valor de los "Títulos Valores" negociados en ejecución de este contrato de acuerdo a las cotizaciones que de ellos se hiciera al final de la Rueda de Corredores en la Bolsa de Valores de Caracas, varie de manera tal, que el resultado de la siguiente ecuación sea superior al veinte por ciento (20%):

$$X = (MP/VM) \times 100\% - 1.$$

donde MP es el valor de los "Títulos Valores" negociados en ejecución de este contrato de acuerdo a las cotizaciones que de ellos se hiciera al final de la Rueda de Corredores en la Bolsa; y VM es igual al valor de mercado (MP) promedio de las ultimas cinco cotizaciones al cierre de la Reda, de esos "Títulos Valores".

SEPTIMA: "EL Mutuante" por este instrumento autoriza a "La Banca" para que instruya a "El Gestor" en el sentido de proceder a la compra en la Bolsa de Valores de Caracas o en mercado libre si su compra en la Bolsa de Valores de Caracas fuera imposible por haberse suspendido, la Rueda de

Corredores, o por haberse producido la suspensión de la cotización del "Título Valor" en particular, de los "Títulos Valores" vendidos en ejecución de este contrato, si ocurriere uno de los hechos señalados en la Cláusula Séptima al menor precio registrad menor precio registrado desde qu referido. Si este fuere el caso, "EL Mutuante" autoriza a "La Banca" para devolverle el equivalente en efectivo de los referidos "Títulos Valores" valorados al menor precio registrado desde que ocurriera el hecho referido y dar por terminado el presente contrato, de no poder "El Gestor" realizar las operaciones de compra para recuperar los "Títulos Valores" en referencia.

"Por medio de esta cláusula se limita el valor que "La Banca" habra de pagar en el caso de no ser posible adquirir los Titulos para honrar el compromiso", este por ejemplo; en el caso de que la clausula fuera activada por el Pto.4, sería de Máx. 20% por encima del valor de la ultima venta registrada.

OCTAVA: "La Banca" se compromete a pagar a "EL Mutuante" cualquier dividendo o interés que devengarén los "Títulos Valores" mientras tenga los referidos "Títulos Valores" en Mutuo.

NOVENA: El capital representado por los "Títulos Valores" cedidos por "EL Mutuante" a "La Banca" devengará la tasa de interés que "La Banca" determine para estos casos, la cual variará de acuerdo a las condiciones del mercado. Para el cálculo de intereses se tomará como valor capital a él del producto probable de la venta de los referidos "Títulos Valores", de acuerdo a la última cotización que de ellos se hiciere en la Rueda de Corrredores de la Bolsa de Valores de Caracas C.A, inmediatamente precedente.

"Esta cláusula sólo podría utilizarse en el supuesto caso de que el S.G.A.T.V. estuviera tan bien establecido, que el flujo entre inversionistas y especuladores permitiera ofrecer un rendimiento fijo contractual, lo cual es muy difícil de lograr en un comienzo, asi que la mejor alternativa para no comprometer la rentabilidad es el de repartir proporcionalmente los beneficios netos de "El Fondo" entre los Mutuantes, claro está, una vez reducidos los gastos administrativos"

DECIMA : Para todas las notificaciones que deban hacerse las partes en ejecución de este convenio se escogen las si-

guientes direcciones; "La Banca",y el "El Gestor" (direccion)."EL Mutuante" (direccion).
DECIMA SEGUNDA: El presente contrato no podrá ser modificado sino por escrito.
DECIMA TERCERA: Dentro de los diez (10)primeros días de cada mes "La Banca" tendrá a disposición de "EL Mutuante" un estado de cuenta en el cúal se detallará la actividad de su participación en el fondo en el mes precedente, así como su saldo. La falta de formulación de observaciones al mismo dentro de los primeros quince (15) dias del més siguiente, implicará la tácita aceptación del referido estado de cuenta por parte de "EL Mutuante".

DECIMA CUARTA: "La Banca" podrá mensualmente incrementar o reducuir la exigencia de margenes de correlación establecidos por la Cláusula Séptima, entre el valor de mercado, de los "Títulos Valores" vendidos por "La Banca" y el promedio pasado del mismo valor. "La Banca" y el "El Gestor", tendran esta información disponible para "El Mutuante" dentro de los diez (10) días siguientes a estas variaciones en sus respectivas sedes, en las cuales "EL Mutuante" podrá requerirla.

DECIMA QUINTA: Para todos los efectos de este contrato, sus derivados y consecuencias, las partes eligen como domicilio especial, exclusivo y excluyente de cualquier otro, a la ciudad de Caracas, a la jurisdicción de cuyos tribunales declaran expresamente someterse.

Caracas, de de 1.99

7.3. CONTRATO DEL ALCISTA, (Boceto).
S.G.A.T.V

Contrato Alcista

SUJETOS DEL CONTRATO:

Entre (persona jurídica), en lo sucesivo denominado "El Gestor" por una parte, por otra (persona jurídica), en lo sucesivo "El Inversionista", por la otra (persona jurídica) en lo sucesivo "La Banca", se ha convenido en suscribir el contrato contenido en las siguientes clausulas;

PRIMERA: "El Inversionista" a manifestado a "El Gestor" su deseo de adquirir "Títulos Valores" de los cotizados y comercializados en la Bolsa de Valores de Caracas. Ha señalado igualmente que tál deseo obedece al hecho de que en su opinión, determinados "Títulos Valores" están cotizados y comercializados por debajo del valor que el mercado le debería atribuir y que en consecuencia tales precios y cotizaciones ,deberán aumentar en el futuro. Finalmente ha manifestado que desea que estas adquisiciones le sean financiadas y ha encomendado a el "El Gestor" que solicite a "La Banca" fiananciamiento para "El Inversionista" en los términos y condiciones del mercado para este tipo de operaciones .

SEGUNDA: "El Gestor" en cumplimiento del mandato de "El Inversionista" ha gestionado tál préstamo frente a "La Banca". "La Banca" ha consentido en otorgar el financiamiento con sujección a las condiciones generales mas adelante establecidas.

TERCERA: Cada vez que "El Inversionista" desee comprar un determinado "Título Valor" e instruya a "El Gestor" en ese sentido, deberá con anterioridad a la colocación de la respectiva orden a el "El Gestor" depositar al menos el cincuenta por ciento (50%) del importe de la misma en la cuenta a que se refiere la Cláusula Décima. Sólo una vez realizado el depósito y disponibles las cantidades, podrá "El Inversionista" instruir a "El Gestor" sobre la operación que desea ejecutar, y el "El Gestor" ejecutarla efectivamente. La diferencia entre el monto depositado y el total de la operación sera cubierto automáticamente por el "La Banca", en el entendido de que ese monto constituirá un préstamo a interés concedido por "La Banca" a "El Inversionista". Alternativamente "El Inversionista" podra entregar en propiedad a "La Banca", "Títulos Valores" con un valor de mercado de al menos el cincuenta por ciento (50%) del im-

porte de la operación proyectada, siempre que este "La Banca" aceptare los referidos Títulos en subsitución del depósito en efectivo. En este último "La Banca" prestará el total del importe de la operación. Los Títulos Válores serán comprados por "El Gestor" a nombre de "La Banca"; a su nombre permaneceran mientras se halle vigente el presente contrato; a él entregará "El Gestor" los Títulos Válores y cualquier documentación que reciba a consecuencia de cada operación bursátil, y hara la transferencia de ellos a quien el corrdor le indique, cuando este hubiere recibido intrucciones de "La Banca" en el sentido de vender dichos Títulos , para imputarle el producto de la venta a la cuenta deudora de "El Inversionista".

CUARTA: Los préstamos concedidos por "La Banca" a "El Inversionista" devengarán un 38% de interés anual, los cuales se capitalizaran mensualmente. Si lo deseare, podrá "El Inversionista" cancelar a "La Banca" los intereses por mensualidades vencidas. En caso de mora, "El Inversionista" pagará a "La Banca" un 2% adicional.al interés convencional pactado.

QUINTA:Los "Títulos Válores que "La Banca" adquiera por cuenta de "El Inversionista", así como los cedidos en propiedad en ejecución de la Cláusula Tercera, y que figurarán a nombre de "La Banca", bajo su custodia, garantizan a "La Banca" la devolución de los fondos préstados; el pago de los dividendos o intereses que dichos "Títulos Valores" devengaren; los intereses de mora causados por el retardo en su devolución; el estipendio ganado, los gastos de cobranza extrajudicial y judicial, asi como los honorarios de abogados, si los hubiere; y a el "El Gestor" , la comisión acordada.
"El inversionista" pagará a "El Gestor" una comisión de cero,setenta y cinco centecimas por ciento (0.75%) flat sobre las cantidades préstadas como producto de la venta de los "Títulos Valores" que el "El Gestor" le hubiere procurado en ejecución de este contrato, por su gestión en la consecución de esos "Títulos Valores". Pagará remuneraciones idénticas a las de "El Gestor" a "La Banca", como contrapartida de las funciones que en este contrato se le asignan. Estas comisiones serán pagaderas al efectuarse la compra y debitadas automáticamente a la cuenta que "El Inversionista" se obliga a mantener de acuerdo a la Cláusula Décima

"Se indica la modalidad de tarifa por la que se regirá la remuneración del S.G.A.T.V. en el contrato. Existe también la modalidad a intéres, y ambas pueden estar diseñadas de forma tal que sean prácticamente equivalentes."

GARANTIAS.

SEXTA: Los "Títulos Valores" que "El Inversionista" comprare en ejecución de este contrato, así como los depósitos que "El Inversionista" hubiere hecho como condición previa para la ejecución de sus operaciones, garantizan a "La Banca" la devolución de los fondos préstados, los intereses devengados, el estipendio ganado, los gastos de cobranzas, judicial y extrajudicial, y los honorarios de abogados si los hubiere, así como al gestor la comisión acordada.

"Se confirma el carácter de Garantía amplia, que adquieren los fondos en depósito a nombre de "La Banca".

MECANISMOS DE CONTINGENCIA.

SEPTIMA: "El Inversionista" conviene en que los fondos concedidos en ejecución de este contrato no tendrán un vencimiento fijo, y deberán ser devueltos a "La Banca" al día siguiente de la ocurrencia de cualquiera de los siguientes hechos: 1.- Que "El Gestor" o "La Banca" requieren a "El Inversionista" la devolución del préstamo por vía telefónica, telefácsimil, télex o carta a la dirección indicada por "El Inversionista" en este contrato; 2.- Que la Bolsa de Valores de Caracas C.A. suspendiere la Rueda de Corredores.; 3.- Que la Bolsa de Valores de Caracas C.A. suspendiere la cotización de los "Títulos Valores" a los que se refiere este contrato.; 4.- Que el valor de la venta de los "Títulos Valores" comprados en ejecución de este contrato de acuerdo a las cotizaciones que de ellos se hiciera al final de la Rueda de Corredores en la Bolsa de Valores de Caracas, varíe de manera tál, que el resultado de la siguiente ecuación sea superior al veinte y cinco por ciento (25%):

$$X = (MP/VM) \times 100\% - 1.$$

donde MP es igual monto del préstamo objeto de este contrato; VM es igual al valor de mercado de los "Títulos Valores" dados en garantía (calculado según el precio de la última Rueda de Corredores), más las cantidades depositadas en garantía. En este último caso, "El Inversionista" puede , a su elección, posponer la devolución de la cantidad dada en préstamo, haciendo un pago parcial del mismo, de manera que lo abonado en su cuenta al calcular la ecuación anterior, nuevamente su resultado sea menos del veinte y cinco por ciento (25%). "El Inversionista" se obliga a calcular diariamente este margen de correlación y a hacer los abonos que fueran necesarios para guadarlos dentro de los términos contractuales. Si el valor de mercado de los Títulos adquiridos mediante este contrato aumentare, "El

Inversionista" podrá solicitar a "La Banca" una ampliación de crédito, para adquirir más Títulos, por una cantidad no mayor del doble de la diferencia entre el valor de mercado de los Titulos Válores, de acuerdo a las cotizaciones hechas al cierre de la rueda de corredores de la bolsa C.A., y su costo de adquisición.

OCTAVA:"El Inversionista" por este instrumento autoriza a "La Banca" para que instruya a "El Gestor" en el sentido de proceder a la venta en la Bolsa de Valores de Caracas o en mercado libre si su venta en la Bolsa de Valores de Caracas fuera imposible por haberse suspendido, la Rueda de Corredores, o por haberse producido la suspensión de la cotización del "Título Valor" en particular, de los "Títulos Valores" comprados en ejecución de este contrato, si ocurriere uno de los hechos señalados en la Cláusula Sexta y "El Inversionista" incumpliere su obligación de devolver las cantidaes constitutivas de su saldo deudor de su cuenta para con "La Banca" dentro del lapso estipulado. "La Banca" puede a su sóla elección, decidir entre la venta de la tyotalidad de los titulos adquiridos en ejecución de este contrato, o una porción de ellos, de manera tal que el saldo total de la cuenta, luego de abonar al mismo el producto total de las ventas, represente no más del cincuenta por ciento del valor de mercado de los Títulos Válores remanentes.

NOVENA: "EL Inversionista" por este instrumento se obliga a mantener en cuenta a nombre de "La Banca", la cantidad de dinero objeto de este contrato. Dicha cuenta sera utilizada por "El Inversionista" para depositar las cantidades requeridas por la Cláusula Tercera a fin de proceder a ordenar la venta de los "Títulos Valores" recibidos en mutuo. "El Gestor" depositará en dicha cuenta de igual forma las cantidades de dinero que se obtengan como producto de la venta de "Títulos Valores". "La Banca" entregará a "El Inversionista" a su requerimiento, las cantidades de dinero objeto de este contrato.

"Describe como se debera manejar la cuenta de garantías"

DECIMA: "La Banca" se compromete a pagar a "El Inversionista" cualquier dividendo o interés que devengarén (derechos accesorios) los "Títulos Valores" mientras tenga los referidos "Títulos Valores" depositados en garantía. "El Inversionista" autoriza a "La Banca" para abonar a la cuenta de "El Inversionista" a que se refiere la Cláusula Décima, cualquier dividendo o interés pagados por los "Títulos Valores" dados en garantía. Así mismo "El Inversionista" se

compromete a responder ante las suscripciones de aumento de capital, asi como por los reintegros del mismo a que hubiere lugar, por causa de los Títulos depositados en garantía.

"Se establece la forma de liquidación de los dividendos e intereses"

GENERALIDADES.

DECIMA PRIMERA: La falta de cumplimiento de "El Inversionista" de cualquiera de las obligaciones que asume por este instrumento, dará derecho a "La Banca" a ordenar la venta de los "Titulos Valores" suficientes para el pago del saldo deudor que el inversionista tuviera conela banca, y dar por terminado el presente contrato.

DECIMA SEGUNDA: Para todas las notificaciones que deban hacerse las partes en ejecución de este convenio se escogen las siguientes direcciones; "La Banca",y el "El Gestor" (direccion)."El Inversionista" (direccion).

DECIMA TERCERA:El presente contrato no podrá ser modificado sino por escrito.

DECIMA CUARTA: Dentro de los diez (10)primeros días de cada mes el "El Gestor" tendrá a disposición de "El Inversionista" un estado de cuenta en el cúal se detallará la actividad de la cuenta en el mes precedente, así como su saldo. La falta de formulación de observaciones al mismo dentro de los primeros quince (15) dias del més siguiente, implicará la tácita aceptación del referido estado de cuenta por parte de "El Inversionista".

DECIMA QUINTA:"La Banca" podrá mensualmente incrementar o reducuir la exigencia de margenes de correlación establecidos por la Cláusula Séptima, entre el valor de mercado, de los "Títulos Valores" vendidos por "El Inversionista" y la diferencia que resulte de sumar a su valor de venta los créditos realizados a la cuenta por concepto de pagos de intereses menos las cantidades pagadas en ejecución de la Cláusula Quinta. "La Banca" y el "El Gestor", tendran esta información disponible para inversionista dentro de los diez (10) días siguientes a estas variaciones en sus respectivas sedes, el las cuales "El Inversionista" podrá requerirla.

DECIMA SEXTA: Para todos los efectos de este contrato, sus derivados y consecuencias, las partes eligen como domicilio especial, exclusivo y excluyente de cualquier otro, a la ciudad de Caracas, a la jurisdicción de cuyos tribunales declaran expresamente someterse.

Caracas, de de 1.99

BIBLIOGRAFIA

Aguirre, Antonio S.J.:
Guía para el estudio de La Macroeconomía, U.C.A.B., 1977.

Goldschmidt, Roberto:
Curso de derecho mercantil. Caracas, Ediar Venezolana, 1979, 480 p.

Mármol Marquís, Hugo:
Fundamentos de derecho mercantil Titulos Valores. Caracas, U.C.A.B., 1982, 242p.

Zambrano, L., Vivancos, F., Lattanzi, R.:
Sistema Financiero, Mercado de Capitales y Mercado Bursátil en Venezuela. Caracas, Bolsa de Valores de Caracas, 1988, 182 p.

Morles Hernandez, Alfredo:
La Bolsa, Los Corredores y Los Contratos Bursátiles. Caracas, U.C.A.B., 1988, 271 p.

Aguirre Rodríguez,José Antonio:
La Bolsa en España y en el Mundo Occidental. Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1976. 538 p.

W. Branson y J. Litvack:
Macroeconomía, México, Harla, 1976. 420 p.

Tobin, J:
"Liquidity Preference as Behavior Toward Risk", en Review of Economic Studies, Febrero 1958.

Bierman, Harold Jr.:
Un modelo de valuación de acciones", en: Planeación Financiera Estratégica. Mexico,CECSA, 1984. 280 p.

Weston, J.F., Brigham, E.F.:
Finanzas en Administración, México, Interamericana, 1985. 2 vol. 1167 p. p.583.

F. Messineo:
El comodato Bancario", en: Operaciones de bolsa y banca, Barcelona, Bosch, 1957. 472 p.

Ander-Egg, Ezequiel:
Técnicas de Investigación Social". Buenos Aires, El Cid, 1983. 461 p., p. 77.

Van Dalen, D.B. Meyer, W.j.:
Manual de tecnica de la investigación Educacional. Madrid, Paidós, 1981. 542 p.

Popper, Karl:
La Lógica de la investigación científica, MADRID, TECNOS, 1967. 451 p.

Fortune Executive Enciclopedia.
New York, Baron's, 1987. 649 p.

Bilas, Richard:
Microeconomía, Bogotá, Mc.Graw-Hill, 1982.

Clement, M.O., Pfister, R.L. y Rothwell, K,J.:
Manual de Economía. Buenos Aires, Amorrortu, 1967.

López C. R.:
Inducción al Cálculo de probabilidades e Inferencia Estadistica. Caracas, U.C.A.B., 1984.

Echevarría, O.:
La Economía Venezolana. Caracas, Fedecamaras, 1984.

Dornbush Fischer:
Macroeconomía. Bogotá, Mc.Graw-Hill, 1978.

Chiang, Alpha :
Matematicas aplicadas. Buenos Aires, Amorrortu, 1976.

Sassot, M.A., Sassot,M.:
Sociedades Anonimas, Los Dividendos. Buenos Aires, Abaco, 1977. 419 p.

Wehrmut, D Odjinsky, W.:
Strategien an den Devisen Markten. Wiesbaden, Gabler, 1983. 230 p.

Ammer, Christine:
The A - Z of Investing. New York, New American Library, 1986.

LEYES VENEZOLANAS:

LEY DE MERCADO DE CAPITALES.
Gaceta Oficial #1.566. Fecha 31-01-73 Extr. y
#1.744 Fecha 22-05-75

LEY GENERAL DE BANCOS Y OTROS INSTITUTOS DE CREDITO
Gaceta Oficial #4.021 Fecha 04-02-88 Extr.

LEY DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA
GACETA Oficial #3.252 Fecha 12-09-83

CODIGO CIVIL VENEZOLANO
GACETA Oficial #2.990 Fecha 26-07-82 Extr.