TESIS
IF2003
CC

CARACAS UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO DE EMPRESAS EN EL MERCADO DE CAPITALES

AYKAR Y. CONTRERAS RUIZ
C.I. 13.564.071

PROFESOR: JOSE REQUENA

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO PARA OPTAR AL TITULO DE ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS
MENCION: FINANZAS INTERNACIONALES

CARACAS, JULIO 2003

INDICE

INTRODUCCION **3**

1 EL PROBLEMA 4
1.1 Planteamiento del Problema *4*
1.2 Objetivos de la Investigación *5*
1.2.1 Objetivo General 5
1.2.2 Objetivos Específicos 5
2 MARCO METODOLOGICO 6
2.1 Diseño y Tipo de Investigación *6*
2.2 Procedimiento *6*
3 MARCO TEORICO 7
3.1 Sistema Financiero. Los mercados financieros. Aspectos generales *7*
3.1.1 Funciones de los mercados financieros 7
3.1.2 Características de los Mercados Financieros 8
3.1.3 Tendencias de los Mercados Financieros 8
3.1.4 Clasificación de los mercados Financieros 9
3.2 El Mercado Financiero Internacional *11*
3.2.1 Divisiones del Mercado Financiero Internacional 12
3.3 El Mercado de Capitales *13*
3.4 El Mercado de Capitales en Venezuela *14*
3.4.1 Fundamentos Legales 16
3.4.2 Títulos Valores Cotizados en el Mercado de Capitales 17
3.4.2.1 Títulos de Renta Variable 18
3.4.2.2 Títulos de Renta Fija 18
4 DESARROLLO DEL TRABAJO 20
4.1 Financiamiento en los Mercados Internacionales *20*
4.1.1 Aumento del Capital Social y su Colocación en los Mercados Internacionales 20
4.1.1.1 Colocación Internacional de Acciones (mercado de E.E.U.U.) 20
4.1.1.2 Sujetos que Intervienen en el Proceso de Colocación 21
4.1.1.3 Aspectos Básicos de Regulación 21
4.1.1.4 Etapas del Proceso de Oferta Pública 23
4.1.1.4.1 Pre-filing Period (Período Previo) 23
4.1.1.4.2 Waiting Period (período Intermedio) 25
4.1.1.4.3 Post Effective Period 26
4.1.2 Ventajas y Desventajas del Financiamiento 27
4.1.3 Emisión de Títulos de Deuda y su Colocación en los Mercados Internacionales 28
4.1.3.1 Sujetos que Intervienen en la Emisión y Origen 30
4.1.3.2 Entidades Financieras y los Servicios Accesorios a la Colocación 30
4.1.3.3 Compromisos en la Emisión Internacional de Títulos de Deuda 31
4.2 Financiamiento en el Mercado Venezolano *33*
4.2.1 Emisión Primaria de Títulos Valores regidos por la Ley de Mercado de Capitales 34
4.2.1.1 Condiciones para la emisión, oferta publica y colocación de Títulos Valores 35
4.2.1.2 Reglas Especiales de Emisión de cada Titulo Valor 35
4.2.1.3 Acciones y Obligaciones 36
4.3 Evaluación del Financiamiento en Venezuela *41*
4.3.1 Fuentes Alternas de Financiamiento por parte del Estado 42
4.3.1.1 Fondo de Crédito Industrial (FONCRE) 42
4.3.1.2 Banco de Desarrollo (BANDES) 43
4.3.1.3 Fondo de Desarrollo Agropecuario, Pesquero, Forestal y Afines (FONDAFA) 44

CONCLUSIONES **47**

BIBLIOGRAFIA **49**

INTRODUCCION

La presente investigación, está referida al proceso de financiamiento a largo plazo de las empresas en el Mercado de Capitales, tanto en el ámbito internacional como nacional.

La necesidad de obtención de recursos de las empresas se produce por diversas razones, entre las cuales se pueden mencionar ampliación de una planta, para un proyecto de inversión importante, cancelar pasivos para disminuir deudas, entre otros. Estos recursos se pueden obtener por distintas vías, ello dependerá de las decisiones financieras de la empresa en general, evaluando diversos aspectos, oportunidades, amenazas, fortalezas y debilidades, es decir, factores tanto internos como externos, a fin de determinar cual es la mejor opción. Entre los factores internos se pueden mencionar: Características de la empresa en general, a que sector económico pertenece, actividad que desarrolla, características de su flujo de caja, relación control/gerencia, estructura de capital; como factores externos: Situación económica en general, indicadores macroeconómicos, percepción de los inversores e impacto en el mercado de la decisión considerada.

Los mercados financieros, específicamente el mercado de capitales proporcionan diversidad de servicios de financiamiento a las empresas para poder afrontar las exigencias actuales del entorno, son mercados dinámicos, flexibles y de competencia elevada.

El trabajo esta estructurado en cuatro (4) capítulos: el primero denominado el Problema, en el cual se explican los elementos que inciden en el problema de la investigación, así como el objetivo general y los objetivos específicos a desarrollar, el segundo, denominado Marco Metodológico, en el cual se indican los pasos utilizados para el levantamiento de información de la investigación y el posterior desarrollo del mismo, el tercer capítulo, denominado Marco teórico, el cual se indicarán los argumentos teóricos de la investigación, y el cuarto capítulo denominado Desarrollo del Trabajo, donde se presenta la investigación realizada. Posteriormente, se indican las conclusiones, y la bibliografía respectiva.

FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO DE EMPRESAS EN EL MERCADO DE CAPITALES

1 EL PROBLEMA

1.1 Planteamiento del Problema

La evolución de los mercados no se ha detenido; por el contrario, evolucionan más rápidamente y de forma más evidente que en tiempos pasados. En la actualidad estamos envueltos en un mundo creciente y dinámico el cual se mueve de forma interdependiente esto es lo que llamamos globalización, es un proceso de integración que tiende a crear un solo mercado mundial, indica la decreciente importancia de las fronteras territoriales como obstáculo natural para las transacciones financieras.

La integración y globalización observadas en los mercados de capitales han dado lugar a nuevas fuentes y formas de financiamiento de proyectos. Las grandes corporaciones tanto nacionales como extranjeras pueden tener acceso a los mercados de capitales extranjeros con la misma facilidad que quienes se encuentran en el país de origen.

En Venezuela el ingreso al proceso de la globalización se realizó a partir del año 1993, hecho este que repercutió fuertemente en la economía, sector financiero, industrial y petrolero.

Durante la década de los noventa la mayoría de los mercados de capitales vivieron un momento estelar. Ello a pesar de dos crisis, como fueron las de 1994 y 1998, por el contrario en la presente década, este aumento significativo se vio afectado por la caída del mercado de acciones de las empresas tecnológicas y del sector energético debido a los fraudes contables de algunas empresas como por ejemplo Enron y World Com.

En este mismo lapso, el mercado de capitales en Venezuela, no solo que no mostró un dinamismo similar sino que, por el contrario, decreció. Un mercado de capitales deprimido es la otra cara de la moneda de una economía privada, igualmente deprimida ya que ambas van estrechamente de la mano. Si se analiza los años de expansión de la inversión fueron igualmente los mejores años para el mercado de capitales tanto en términos de volumen como de valoración de las empresas. Pero tan importante como las subidas y las caídas en la

inversión ha sido la intensidad con las que ocurre, el mercado de capitales es la fuente más importante de financiamiento a las empresas en cualquier economía moderna. Una vez que el mercado bancario llega a su límite en su capacidad de apoyo en la expansión y crecimiento de las empresas aparece el mercado de capitales para ofrecer un financiamiento ilimitado. Ninguna de las corporaciones líderes del mundo, algunas de las cuales ya tienen un valor que alcanzan los doce dígitos, hubiese llegado a ocupar el espacio que ocupan, sin el apoyo del mercado de capitales.

El planteamiento de este trabajo es analizar y describir el proceso de financiamiento a largo plazo de las empresas en el mercado de capitales tanto en el ámbito nacional como en el ámbito internacional.

1.2 Objetivos de la Investigación

1.2.1 Objetivo General

Analizar el proceso de financiamiento a largo plazo de las empresas en el mercado de capitales.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Explicar los aspectos relativos de los mercados financieros.
- Definir el mercado de capitales
- Describir el proceso de financiación de las empresas en el mercado internacional.
- Describir el proceso de financiación de las empresas en el mercado local.
- Estudiar la influencia del entorno en el mercado bursátil venezolano con respecto al financiamiento de las empresas.

2 MARCO METODOLOGICO

2.1 Diseño y Tipo de Investigación

El diseño de investigación permite proporcionar una estrategia general referida al plan que integra de manera coherente las técnicas de recolección de datos a utilizar y los análisis provistos para lo mismo.

En tal sentido, el objeto de esta investigación, la cual se refiere al proceso de financiamiento de las empresas a largo plazo en el mercado de capitales se abordó, con un diseño bibliográfico cuyos datos se obtienen a partir de la aplicación de técnicas documentales.

El diseño bibliográfico y documental en el cual Ramírez (1997) lograron definirlo como el "proceso de búsqueda que se realiza en fuentes impresas con el objeto de recoger información en ellas contenidas, organizarla, interpretarla y analizarla, de acuerdo con ciertos procedimientos que garanticen confiabilidad y objetividad en la presentación de los resultados" (p. 68) es decir, que permitan las respuestas a las interrogantes formuladas en el trabajo de investigación.

2.2 Procedimiento

Según Hochman y Montero (1988), el análisis crítico es la culminación del trabajo, comenzando con una presentación resumida, la cual consiste en la apreciación definitiva de un texto a partir de los elementos hallados en él. No utiliza criterios exteriores para considerar el trabajo examinado, sino que se centra alrededor de una evaluación interna del desarrollo lógico de las ideas del autor.

Se toma como procedimiento a utilizar en dicho trabajo, investigación y análisis de materiales impresos y electrónicos, así como también visitas a los diferentes entes relacionados con la investigación, como lo es la Bolsa de Valores de Caracas, Fondo de Crédito Industrial, Banco de Desarrollo, entre otros.

3 MARCO TEORICO

3.1 Sistema Financiero. Los mercados financieros. Aspectos generales

Un sistema financiero se puede definir como el vehículo canalizador del excedente de ahorro de las unidades con liquidez monetaria (dinero) hacia las unidades deficitarias de liquidez monetaria, a través de los intermediarios y mediadores financieros, encargados de contactar a ambos agentes. Para ello se necesita un mercado organizado, altamente operativo y transparente, que reduzca el tiempo de las transacciones. Dentro de este sistema se ubica a los mercados financieros, considerándolo como el mecanismo o lugar donde se emiten o negocian activos financieros denominados en una moneda determinada, con un plazo específico y un nivel de riesgo establecido.

No es imprescindible la existencia de un espacio físico donde se realice el intercambio financiero, puede efectuarse a través del teléfono, fax, telex, correo, subasta, etc.

3.1.1 Funciones de los mercados financieros

La función económica básica o primaria de los mercados financieros es la transferencia de recursos de las unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias. Se trata, en otras palabras, de enlazar las decisiones de ahorro con las decisiones de gasto.[1]

Entre algunas de las funciones se destacan:

- Se encargan de poner en contacto a las personas o empresas que interviene directamente en un negocio, es decir como agentes especializados o intermediarios.
- Reducen los costos de transacción tales como costos explícitos (publicidad) y costos implícitos (tiempo utilizado) ya que establecen rápido contacto.
- Interacción de compradores y vendedores determina el precio del activo comerciado. También en forma equivalente, ellos determinan el rendimiento requerido de un activo financiero, mediante el juego de la oferta y la demanda.

[1] PAOLANTONIO, Martín, *Operaciones Financieras Internacionales,* Argentina, 1998

- Mecanismo de liquidez; proporciona un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero, ya que mientras mayor sea el mercado, mayor será la oferta y la demanda y más liquido será el activo.

3.1.2 Características de los Mercados Financieros

Los mercados financieros poseen características propias como todo sistema, entre las principales se pueden mencionar las siguientes:

- Perfecto, en cuanto a la movilidad de sus factores, el conocimiento de compradores y vendedores de todas las oferta y demandas, participación libre de los agentes que lo deseen y los precios deben fijarse en función de la oferta y la demanda.
- Amplio, con gran volumen de activos que se intercambien.
- Transparente y libre
- Profundo, cuantas más órdenes de compra y venta haya, habrá mas operaciones.
- Flexible, para soportar situaciones de crisis.

3.1.3 Tendencias de los Mercados Financieros

Actualmente las tendencias más importantes de los mercados financieros, como consecuencia directa del pensamiento económico de nuestra época, son:

- Transparencia y liberalización de las operaciones.
- Internacionalización de los mercados locales.
- Implantación de nuevas tecnologías.

Tal como se señaló anteriormente, existe una tendencia clara hacia la globalización de las actividades económicas o sociales. La apertura financiera de todos los países hacia el exterior, aboliendo las restricciones a la libre movilidad de capitales, ha sido una necesidad para financiar la mayoría de las economías nacionales. El aumento de las inversiones extranjeras ha sido constante en todos los mercados. Los países desarrollados acuden a los

mercados emergentes[2] en busca de mayor rentabilidad a pesar del riesgo que representan. Así mismo, los mercados del tercer mundo acuden a los países desarrollados en busca de mayor seguridad y ayuda para sus inversiones.

Esta globalización introduce el factor competitividad en los mercados financieros e impone su modernización y especialización, pero desde luego que incrementa su vulnerabilidad ante crisis ajenas y lejanas, ya que siempre habrá inversores muy sensibles ante problemas de otros mercados financieros, con lo que crisis económicas locales se convierten en crisis financieras mundiales.

La implantación de nuevas tecnologías ha cambiado totalmente los mercados financieros, su efecto ha sido enorme debido a la automatización y democratización de las finanzas. Se han sustituido los títulos por anotaciones de cuentas informáticas lo cual ha agilizado la liquidación de las operaciones, aumentando la seguridad de las mismas. También ha permitido la multidifusión de las cotizaciones en tiempo real, a través de complejas redes informáticas. Esto ha aumentado la transparencia y popularidad de los mercados financieros y ha traído a nuevos inversores mas confiados.

3.1.4 Clasificación de los mercados Financieros

Para clasificar los mercados financieros se puede hacer de distintos puntos de vistas o perspectivas, se pueden ensayar diferentes clasificaciones o subdivisiones del mercado financiero entre las que se encuentran:

Por la fase de negociación de los activos

- Primarios: es aquel en el que tiene lugar la primera colocación de un activo financiero por parte de su emisor.
- Secundarios: Cuando se comercia un activo ya existente, es decir, que ya han sido emitidos en el mercado primario. Ej. : las Bolsa de valores.

[2] La corporación Financiera Internacional (C.F.I.) define mercados emergentes como " la existencia de un proceso de cambio, crecimiento y sofisticación, por contraste con los mercados pequeños y estáticos la

Por el grado de formalización

- Organizados: en ellos se comercia con muchos títulos simultáneamente, en el mismo lugar, con normas simultanea y reglamentos específicos.
- No organizados: Actúan libremente, sin normas ni reglas. Las condiciones de cada operación son fijadas entre las partes.

Por el grado de intervención de las autoridades

- Oficiales: la entidad publica determina el precio y la cantidad de los títulos negociados en función de sus necesidades y de la demanda de títulos.
- No oficiales: El precio y volumen de los títulos o activos intercambiados se establece sólo en función de la libre oferta y demanda.

Por el plazo de entrega de los activos

- Mercados al contado: La operación de compra-venta coincide con la entrega del activo financiero adquirido. Ej. : La Bolsa de Valores.
- Mercados a plazo: la operación de compra-venta se realiza al precio de la sesión, pero el activo financiero se entrega en una fecha determinada futura. Ej. : Los mercados de opciones y futuros.

Por la característica de sus activos

- Capitales: se negocian activos financieros a largo plazo. Ej. : La Bolsa de Valores.
- Monetarios Se negocian activos a corto plazo, con poco riesgo y gran liquidez. Los títulos que se negocian en este mercado pueden ser emitidos por el Estado, por entes públicos, intermediarios financieros. Por grandes empresas que se caracterizan por su gran solvencia y reducido riesgo.

pertenecía del mercado a una economía de un país en vías de desarrollo, con abstracción de características

- Divisas: se negocian las monedas de los países mas solventes. Los compradores y vendedores son los bancos que actúan por su cuenta y por cuenta de sus clientes. Se efectúan operaciones al contado (spot[3]), y operaciones a plazo (forward[4])

Por su estructura

- Mercado de búsqueda directa: Compradores y vendedores han de localizarse directamente para la compra-venta de activos financieros.
- Mercado de comisionistas: Existen mediadores especializados que ponen en contacto a los compradores y vendedores, cobrando una comisión por el servicio (brokers).
- Mercado de mediadores: El mediador compra el activo y lo vende a un comprador, es decir toma posiciones por cuenta propia. Su beneficio esta en el margen que obtiene entre el precio de compra y el de venta. (dealers).
- Mercado ciego: (market makers), el creador del mercado publica los precios a los que esta dispuesto a hacer la operación de compra-venta. Su beneficio esta en el margen que obtiene.

3.2 El Mercado Financiero Internacional

Al igual que los mercados financieros locales, los mercados financieros internacionales transfieren recursos monetarios de unidades económicas superavitarias a otras deficitarias. Sin embargo existen algunas variantes, ya que se toma en consideración ciertos rasgos como la exposición financiera, los diferentes marcos regulatorios, al igual que las

particulares del mercado que se trate"

[3] Se le llama mercado spot o de efectivo al mercado donde se comercia un activo financiero para su entrega inmediata.

[4] Un forward o contrato a plazo, es un acuerdo de compra (o venta) de una cantidad especifica de una divisa, en una fecha futura determinada, a un precio fijado en el momento de la firma del contrato.

distintas culturas de los países. De ello se deriva algunos factores de riesgo, que conforman las características distintivas de las finanzas internacionales.

Estas características son las siguientes[5]:

a) **Riesgo de Cambio ("exchange risk");** es el riesgo de perdida derivado de imprevistas alteraciones de la tasa de cambio, es la consecuencia natural de operaciones internacionales en un mundo donde los valores relativos de las divisas varían permanentemente.

b) **Riesgo político("political risk");** es el riesgo de perdida derivado de imprevistas acciones del gobierno u otros eventos de carácter político.

c) **Riesgos asociados a fluctuaciones macroeconómicas**; nos indica que, a pesar de los avances en los procesos de integración económica, los niveles de precio e ingresos, tasas de interés y empleo varían mas internacionalmente que entre las regiones de un mismo país.

3.2.1 Divisiones del Mercado Financiero Internacional

Teniendo en cuenta las operaciones financieras internacionales, el mercado financiero internacional puede segmentarse en cuatro secciones:

a) **Mercado de Divisas ("foreign exchange market"),** que se ocupa del mercado de unidades monetarias.[6]

b) **Banca Internacional ("international banking"),** sector en el que se agrupan operaciones bancarias internacionales (créditos sindicados, securitización, financiación de proyectos, etc.)

[5] PAOLANTONIO, Martín, *Operaciones Financieras Internacionales,* Argentina, 1995, p. 16
[6] Como es el caso de los derechos especiales de giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional.

c) **Mercado de valores internacionales ("international securities markets"),** sección que comprende a las emisiones de títulos de deuda o de capital colocados o negociados internacionalmente y operaciones conexas.

d) **"swaps" financieros (financial swaps"),** segmento que incluye los diversos tipos de swaps financieros (tasa de interés, divisas) y los denominados swaptions.[7]

Hasta el momento se han analizado los aspectos generales de los mercados financieros tanto locales como foráneos, dicha investigación se concentrara en el mercado de capitales en el ámbito internacional y en Venezuela, específicamente en el mercado primario, explicando el proceso de las empresas para conseguir financiamiento de largo plazo a través de la emisión de acciones y bonos.

3.3 El Mercado de Capitales

El mercado de Capitales es aquel en el cual las operaciones se realizan a través de Títulos Valores. El papel central que juega el mercado de capitales es el de facilitar y abaratar el financiamiento a largo plazo; así como el de mejorar la eficiencia en la distribución de los recursos productivos. Este mejoramiento en la eficiencia de la asignación de los factores se materializa, como es natural, en un aumento en la tasa de retorno de la riqueza, incrementándose el nivel de inversión real en la economía.

El mercado de capitales usualmente entraña plazos de inversión medianos y largos. En su dinámica existen tres componentes principales:

- El sector financiero que engloba los bancos, entidades de ahorro y préstamo entre otros intermediarios convencionales;
- Las instituciones de inversión colectiva, esto es: fondos de pensiones, fondos de inversión, sociedades de inversión y compañías de seguros; y
- El mercado de renta fija y de renta variable.

[7] La palabra inglesa *swap* significa intercambio, pero por costumbre no se traduce a otros idiomas.

El mercado de capitales cumple tres funciones que le convierten en una institución socialmente útil y le dan "razón de ser":

1. Sirve como vehículo para canalizar la inversión en capital a largo plazo.
2. Suministra oportunidades para diversificar el riesgo y elevar la movilidad del capital.
3. Actúa como una fuente de información continua, suministrando data de las empresas y el gobierno en cuanto a: estados financieros; criterios de la gerencia; desempeño respecto a los objetivos y metas planteados; política de inversión; apalancamiento, entre otros datos.

Por otra parte, el mercado de capitales suministra alternativas para construir un pool o mancomunidad de fondos, mediante la cual la sociedad puede financiar un conjunto de proyectos que expandan las posibilidades de producción y la calidad de vida; los instrumentos financieros diseñados para tal fin representan una alternativa de bajo costo en términos de riesgo, dadas las posibilidades de diversificación que existen en los portafolios de inversión privada. A este beneficio se añade el aumento de liquidez y la generación de información, variables criticas para el fondeo de proyectos y empresas dedicadas a las nuevas tecnologías; en tal sentido, el mercado de capitales es un vehículo para construir el llamado capital riesgo (venture capital), necesario para apuntalar la innovación en el aparato productivo.

En suma, el mercado de capitales suministra el sustrato para una más eficiente movilización de ahorro, generando economías de escala y asignación de riesgo.

3.4 El Mercado de Capitales en Venezuela

El Mercado de Capitales en Venezuela, como cualquier otro mercado internacional, esta conformado por una serie de participantes que cumplen con una función muy importante en el desarrollo evolutivo del mismo. Entre los aspectos más importantes que ofrece este mercado, están:

- Debe estar en capacidad de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el traslado de capitales hácia este ultimo, a fin de incentivar el ahorro interno.
- Fuente de capital para aquellas empresas que deseen incrementar el mismo.
- Debe brindar facilidad y los medios necesarios a objeto de permitir la entrada y salida de capital, cuando el inversionista así lo desee.
- Debe ofrecer mecanismos óptimos a fin de brindar seguridad, el control y la fiscalización necesaria por el resguardo del patrimonio de los inversionistas.
- Así como también, contar con los mecanismos y operatividad necesaria, ajustada a estándares internacionales, tales como aquellos ofrecidos por mercados de primer mundo a objeto de competir con otros mercados internacionales.

Las entidades que conforman el Mercado de Capitales en Venezuela, posicionando a la Comisión Nacional de Valores (CNV) como el organismo central que vela por el desarrollo y actuación de los entes que interactúan entre sí, tenemos:

Casas de Bolsa: Sociedades de corretaje o intermediaron de títulos valores, constituidas para prestar servicio al publico en las operaciones bursátiles. Deben estar dirigidas por un corredor publico de títulos valores (Ej. Econoinvest Casa de Bolsa, C.A.)

Corredores Públicos de Títulos Valores: Son personas naturales o jurídicas que realizan operaciones dentro o fuera de la bolsa, con previa autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Asesores de Inversión: Son las personas que tienen como objeto principal asesorar al público en cuanto a las inversiones en el Mercado de Capitales, con autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Caja Venezolana de Valores: Tiene por objeto el depósito, custodia, liquidación y compensación de títulos, y su funcionamiento esta regido por la vigente Ley de Cajas de Valores.

Empresas Emisoras: Empresas que emiten y ponen en circulación títulos valores, obligaciones y otros documentos.

Agentes de Traspaso: son aquellos que están autorizados para llevar los libros de accionistas o para emitir certificados de acciones, provisionales o definitivos de una empresa.

Calificadoras de Riesgo: Las sociedades calificadoras de riesgo son las encargadas de establecer los niveles de riesgo de los diversos instrumentos que se negocian en el Mercado de Capitales.

La Bolsa de Valores de Caracas: Tiene como misión facilitar la intermediación de instrumentos financieros y difundir la información que requiere el mercado de manera competitiva, asegurando transparencia y eficacia dentro de un marco autorregulado y apegado a los principios legales y éticos, apoyándose para ello, en el mejor recurso humano y en la solvencia de sus accionistas.

3.4.1 Fundamentos Legales

El Marco legal del mercado de valores en Venezuela, esta conformado por el conjunto de Leyes que regulan la oferta pública de valores. Entre ellas podemos mencionar.

- Ley de Mercado de Capitales.
- Comisión Nacional de Valores.
- Ley de Caja de Valores.
- Ley de Entidades de Inversión Colectiva.
- Ley Especial de carácter Orgánico.
- Ley Banco Central de Venezuela.

- Ley de Impuesto sobre la Renta y su Reglamento parcial en Materia de Retenciones.

3.4.2 Títulos Valores Cotizados en el Mercado de Capitales

En el Mercado de Capitales se hablan de Títulos Valores los cuales se clasifican en instrumentos de renta fija e instrumentos de renta variable, a saber:

Renta Fija

Sector Privado

- Bonos Privados
- Títulos Hipotecarios
- Cédulas Hipotecarias
- Bonos Financieros
- Bonos Quirografarios

Sector Público

- Bonos de Deuda Pública Nacional (DPN)
- Bonos de Deuda Pública Externa Nacional (Bonos Brady)
- Bonos de Exportación

Renta Variable

- Acciones
- GDS y ADS
- Warrants

Títulos Valores

Según la Ley de Mercado de Capitales, son títulos valores, las acciones de sociedades, obligaciones y los demás títulos emitidos que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase.

3.4.2.1 Títulos de Renta Variable

Acciones: Son títulos valores que representan una parte del capital de la empresa que las emite, convirtiendo a su poseedor en co-propietario de la misma en la medida de su inversión. Para el inversionista las acciones representan un activo en su patrimonio y puede negociarlas con un tercero a través de las bolsas de valores.

GDS-S(Global Depositary Shares): Cada unidad de este titulo representa un numero determinado de acciones de la empresa. Se transan en dólares a nivel internacional. Son emitidos por un banco extranjero, sin embargo las acciones que representan están **depositadas en un banco localizado en el país de origen de la compañía.**

Warrants: Es una opción para comprar los títulos o acciones en una fecha futura a un determinado precio.

3.4.2.2 Títulos de Renta Fija

Bonos: También llamados obligaciones, son títulos valores que representan una deuda contraída por la empresa que los emita y poseen características como valor, duración o vida del titulo, fecha de emisión, fecha de vencimiento, cupones para el cobro de los intereses y destino que se dará al dinero que se capte con ellos.

Bonos u Obligaciones: Pueden ser emitidos por empresas privadas o por el gobierno nacional o sus entes descentralizados: Banco Central, Ministerios, Gobernaciones, Consejos Municipales, Institutos Autónomos y otros, siendo susceptibles a ser negociados antes de la

fecha de vencimiento; entre estos tenemos los Bonos de la Deuda Pública Externa Nacional, o Bonos Brady que son los títulos valores emitidos por el Estado, dentro de un programa multinacional, para pagar deuda externa o interna. Estos títulos tienen como característica sobresaliente una interesante tasa de rendimiento, inscritos en los mercados financieros nacionales e internacionales, que pueden ser adquiridos por cualquier inversionista, sin importar su nacionalidad o residencia, puesto que están mundialmente reconocidos y aceptados.

Títulos de Estabilización Monetaria: Son títulos de estabilización monetaria que se pueden comprar a valor par, con prima o con descuento. Son emitidos por el Banco Central.

Títulos Hipotecarios: Son instrumentos de deuda emitidos por Bancos hipotecarios, banco de inversión y entidades de ahorro y préstamo, con la finalidad de captar fondos.

Cédulas Hipotecarias: Denominación que se aplica a algunos títulos de renta fija por sus características peculiares. Son títulos similares a las obligaciones y a los bonos.

Bonos Deuda Pública Nacional (DPN): Son emitidos al portador por organismos descentralizados, a través del Ministerio de Finanzas, con el objeto de cancelar sus pasivos o financiar sus proyectos. Tienen un vencimiento que va de 3 a 15 años, siendo el plazo de 7 a 10 años el más común. En general los Bonos de la Deuda Pública tiene un período de 2 a 5 años. El capital tiene amortizaciones trimestrales, semestrales o al vencimiento. El rendimiento puede ser fijo o ajustable.

Bonos Brady (Bono de la Deuda Pública Externa): Es un titulo en moneda extranjera por un país dentro de la emisión destinada al refinanciamiento de su deuda publica externa de acuerdo al programa propuesto por el Secretario del tesoro de los EE.UU. Nicolás Brady.

También se negocian Bonos de Capital de Deuda Privada Externa, Bonos de deuda Agraria, Bonos de exportación, Bonos de Intereses de deuda Privada externa, Pagares y Letras del Tesoro, todos estos títulos pueden ser públicos o privados. Aquellos que son públicos, son

emitidos y garantizados por el estado y son cotizados en la Bolsa de Valores de acuerdo a la Ley de la oferta y la demanda; y los títulos privados que son aquellos emitidos y garantizados por sociedades o compañías legalmente establecidas, inscritas en el Registro Nacional de Valores, autorizadas a emitirlos por la Comisión Nacional de Valores y que son aceptados por la Bolsa de acuerdo a su régimen interno.

4 DESARROLLO DEL TRABAJO

4.1 Financiamiento en los Mercados Internacionales

Los mercados internacionales ofrecen tres grandes retos, el primero es el riesgo adicional de operar en el contexto internacional derivado de las fluctuaciones del tipo de cambio y de las incertidumbres sobre políticas económicas y competitivas en contextos menos conocidos. El segundo es la posibilidad de acceder a fuentes de financiación y capitalización de las empresas. El tercero es el incremento en las posibilidades de inversión, tanto dentro de la operativa de la empresa como de la gestión de los activos financieros, a los que el directivo financiero tiene acceso.

En el presente capitulo se desarrollara el segundo reto antes mencionado, como lo son las formas de financiamientos de proyectos por parte de las empresas, considerando los aspectos internacionales que se presentan al tratar de obtener capital en el mercado de capitales a través de acciones y bonos principalmente.

4.1.1 Aumento del Capital Social y su Colocación en los Mercados Internacionales

4.1.1.1 Colocación Internacional de Acciones (mercado de EE.UU..)

Es una de las alternativas de financiamiento más conocida; es por la vía de aumento de capital, mediante la emisión de nuevas acciones, que se colocan en una oferta publica (going public), o privada, cada una con distintas consecuencias. Las empresas acuden al financiamiento internacional ya que el monto a colocar es alto, y el mercado local no será suficiente para satisfacer la oferta.

El principal factor a considerar para seleccionar esta alternativa de financiamiento, es el relativo a quien posee (y en que grado) el control de la empresa. De allí que existen dos tipos de acciones: las comunes (que sí implican derecho al voto), y las preferidas (en las que por lo general se ofrece un dividendo mas atractivo, en función de compensar el hecho de que no tiene derecho a voto).

En los siguientes puntos se describirá el proceso de colocación vía oferta pública en el mercado de los E.E.U.U., la cual esta regida principalmente por normas de la Securities Exchange Commission (SEC).

4.1.1.2 Sujetos que Intervienen en el Proceso de Colocación

Como en todas las operaciones financieras internacionales, la colocación internacional de acciones involucra la actuación de una multiplicidad de sujetos, cuya participación es legal y necesaria para lograr la financiación requerida por la empresa. Típicamente, una colocación internacional de acciones involucra la participación de los siguientes sujetos:

(a) La empresa tomadora de fondos (emisora), sus abogados (locales y extranjeros) y auditores externos,
(b) Los agentes de colocación internacionales, llamados underwriters, junto a sus abogados (locales y extranjeros) y contadores,
(c) Los underwriters locales, que dependiendo de la relevancia de su participación, serán acompañados o no por sus abogados y contadores.

4.1.1.3 Aspectos Básicos de Regulación

La regulación del mercado de valores de E.E.U.U. es particularmente compleja, la estructura normativa básica de la regulación federal esta compuesta por seis leyes, cuya aplicación corresponde a un organismo independiente del poder ejecutivo la Securities Exchange Commission (SEC). La normativa mencionada abarca:

a) **La Ley de Valores de 1933 (Securities Act),** que esencialmente prohibe la oferta o venta de valores, a menos que los valores hayan sido previamente registrados ante la SEC; exige además la entrega de un prospecto a los compradores o a quienes se les realice una oferta de venta. Severas normas sancionan la información falsa o engañosa en el registro de los valores, o a la utilización de información falsa o engañosa realizada por los vendedores.

b) **La Ley de Mercado de Valores de 1934 (Securities Exchange Act),** tiene un ámbito de aplicación más amplio que la Securities Act. Se ocupa de la negociación de valores y a emitidos, y contiene diversos grupos de regulación dirigidas a diferentes participantes del mercado.

c) **La Ley de Empresas de Servicios Públicos de 1935 (Public Utility Holding Act),** originalmente concebida para corregir abusos en la financiación y operación de empresas de servicios públicos, actualmente de relevancia menor ante la desregulación posterior a su aprobación.

d) **La Ley de Fideicomiso de 1939 (Trust Indenture Act),** que se aplica generalmente a colocaciones publicas de instrumentos de deuda por montos superiores a los que periódicamente determina la SEC, y se ocupa de determinar el contenido esencial del contrato de fideicomiso (Trust Indenture), y en particular los deberes del fiduciario (trustee) para los tenedores de los títulos de deuda.

e) **La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (investment Company Act),** que se otorga a la SEC el control de los fondos de inversión que captan el ahorro publico.

f) **La Ley de Asesores de Inversión de 1940 (Investment Advisors Act),** que requiere el registro de los asesores con la SEC, prohibe conductas indebidas y especifica diversos requerimientos orientados a asegurar la transparencia en la negociación.

g) Adicionalmente a las disposiciones legales, el marco normativo se complementa con:

1. Las regulaciones de la SEC
2. Las regulaciones de las entidades autorreguladas (self-regulatory organizations, como la NASD- National Association of securities Dealers- y los diferentes mercados bursátiles – NYSE, AMEX -)

4.1.1.4 Etapas del Proceso de Oferta Pública

Los aspectos que se explican a continuación están reflejados en la Sección 5 de la Securities Act, que requiere que las nuevas emisiones de valores sean registradas ante la SEC, mediante el denominado *registration statement*, permite distinguir tres etapas en el proceso de oferta publica de E.E.U.U.:

a) El período anterior a la presentación del *registration statement* ante la SEC, denominado *pre-filing period*;
b) El período que media entre la presentación del *registration statement* y su efectividad, denominado *waiting period,* y
c) El período posterior del *registration statement* llamado *post-effective period.*

4.1.1.4.1 Pre-filing Period (Período Previo)

En esta etapa las ofertas o ventas de valores están prohibidas, igualmente están prohibidos, los esfuerzos de venta respecto a la emisión. Así mismo, debe ser evitados la difusión de proyecciones o predicciones relativas, pero no limitadas a facturación, ingresos o ganancias por acción, y la difusión de opiniones respecto a valuaciones. No esta permitida ninguna alusión –directa o indirecta- a la futura emisión, sea de carácter publicitario o como producto de presentaciones comerciales de la empresa. Sin embargo, la SEC considera como actividades no violatorias lo siguiente:

a) La publicidad de productos y servicios;

b) La entrega de información periódica y habitual a los accionistas;

c) Los avisos de los dividendos;

d) Los avisos a la prensa de negocios o hechos relevantes (apertura de una planta, finalización de una huelga, etc.);

e) La observación de una política de puertas abiertas respecto a la respuesta a consulta de tenedores de valore de la sociedad, analistas financieros y la prensa respecto de información fáctica.

f) La realización de asambleas de accionistas y la contestación de preguntas sobre hechos.

Del registration Statement: este documento es esencial para la mostrar la revelación de información de la compañía (disclosure). Dicho documento consta de dos partes, la primera es el prospecto, que es el documento de venta y es lo que tiene difusión publica real, y la segunda contiene información suplementaria, disponible para el publico en las oficinas de la SEC.

El prospecto, como primera parte del registration statement, contiene la siguiente información:

- Descripción de la empresa emisora y sus negocios.
- Descripción de sus principales activos.
- Descripción de los principales aspectos legales (juicios, conflictos no judiciales)
- Análisis de los factores de riesgo relacionados con la emisora (factores endógenos y exógenos).
- Información acerca del uso de los fondos a obtener por la colocación.
- Distribución e información financiera[8].

La segunda parte del registration statement contiene información concerniente a los gastos de oferta, venta de valores no registrados en el pasado, indemnidad de directores y

[8] Esta información financiera es preparada bajo una normativa legal llamada Regulación S-X, la cual requiere – auditados y consolidados- balances de los dos últimos años y estado de ganancias y perdidas. Esta Información debe ser presentada de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados de EE.UU.. o de acuerdo a los principios del país de la empresa emisora.

gerentes, y diversos documentos anexos(estatutos de la emisora, opiniones legales, contratos particulares, etc.).

4.1.1.4.2 Waiting Period (período Intermedio)

Luego del registration statement, y hasta su efectividad, se abre un periodo en el cual, es posible realizar esfuerzos destinados a la colocación de la emisión. Tres hechos relevantes tienen lugar en esta etapa:

a) La revisión y comentarios de la SEC sobre la información presentada e el registration statement;
b) El mercadeo de la emisión, incluyendo un poco mas de información, se trata de presentaciones comerciales en los centros financieros relevantes para la colocación, sin embargo no se cierra precio de la colocación, esto es denominado road show, y
c) Generalmente al final del período la firma del contrato del agente de colocación, denominado underwriting.

Características del Contrato de Underwriting

La finalización del waiting period o período previo va acompañada generalmente por la suscripción del acuerdo del agente de colocación (underwriting agreement), dicho contrato puede asumir tres modalidades:

Colocación en Firme (firm commitment underwriting), en el cual los underwriting adquieren los valores, de la emisora o de terceros, a un precio determinado. En este caso, el riesgo de la colocación se transfiere a los underwriters, aunque considerando el momento de firma del acuerdo, y su contenido típico, este riesgo es ciertamente acotado.

Colocación a Mayores Esfuerzos (best efforts underwritring), modalidad en la que el riesgo de la emisión es tomada por la emisora, en tanto los underwriters solo se obligan a realizar sus mejores esfuerzos para la colocación de sus valores ofertados.

Colocación Garantizada (stand by underwriting), en el que los underwriters se comprometen a adquirir el remanente no colocado en el mercado, generalmente luego del ejercicio de preferencia por los accionistas.

Cualquiera sea la forma que asuma el contrato de underwriting este es esencialmente un contrato con cláusulas predispuestas, y las obligaciones de los underwriters se sujetan a diversas condiciones que, de no verificarse a la fecha del cierre del contrato (closing), permiten no ejecutar el contrato sin responsabilidad para los underwriters. Las condiciones más usuales son las siguientes:

a) Verificación de una situación negativa o cambio adverso importante en el mercado, llamado market out clause.
b) Verificación de una situación negativa o cambio adverso importante respecto de la empresa emisora (material adverse change)
c) No mantenimiento de la veracidad de las declaraciones y garantías que la emisora o los socios formulan en el underwriting agreement, y
d) No entrega a los underwriters de la documentación prevista en el contrato (opiniones legales, carta de los auditores, aprobaciones respecto de la cotización de los valores, etc.)

El cierre o closing tiene lugar frecuentemente entre cinco y diez días luego de la firma del acuerdo, momento en el cual la emisora recibe los fondos provenientes de la colocación, netos del descuento que contribuye la retribución de los underwriters.

4.1.1.4.3 Post Effective Period

Esta etapa ocurre cuando la SEC declara efectivo el registration statement presentado; la duración de este periodo la determina el emisor, según sus necesidades también se puede hacer una emisión en varias series con una misma autorización. Al tener el prospecto autorizado, simplemente se publica, se le da la publicidad respectiva, se emite y comienza la

oferta publica. Al final se presenta un informe de cómo quedo la colocación, es decir; cuantas acciones se colocaron y de que tipo (comunes, preferidas, etc.).

4.1.2 Ventajas y Desventajas del Financiamiento

La Decisión de la empresa de captar recursos financieros mediante la oferta pública de títulos valores se muestra como una determinación relevante. La entrada de la empresa al mercado de capitales para captar recursos del público inversor es susceptible de generar las siguientes ventajas para la empresa y sus accionistas:

a) **Acceso a una amplia base de inversores.** La oferta publica de títulos valores permite a la empresa conectarse con una extensa gama de inversores, incluyendo a los institucionales, que pueden tener restricciones legales o estatutarias para adquirir títulos valores de sociedades cerradas.

b) **Posicionamiento de la empresa.** Aunque esto depende de las características propias de cada empresa, su presencia en el ámbito de la oferta pública puede mejorar su imagen o posicionamiento en el mercado.

c) **Liquidez y mayor valor para los accionistas actuales.** Los accionistas aprovecharan la liquidez sobreviniente a la oferta y el consiguiente mayor valor de sus acciones.

d) **Posibilidad de obtener financiación futura en mejores condiciones.** La presencia de una sociedad en el régimen de oferta pública, sumada a la buena gerencia de sus acciones y el cumplimiento de sus obligaciones, le permitirá el acceso a fondos en términos comparativamente favorables y con un valor de mercado determinable.

Mas allá de las repercusiones favorables, la decisión de ingresar al mercado de capitales mediante la oferta pública inicial de títulos valores presenta los siguientes aspectos negativos potenciales para la empresa y sus accionistas:

a) **Costo de acceso.** La preparación de la empresa para una oferta pública inicial puede resultar costosa y demandar un compromiso sustancial del tiempo de la gerencia, impidiendo su dedicación a otros proyectos de la empresa.

b) **Costos Continuos.** Al margen de los costos de acceso, el mantenimiento en el régimen de la oferta publica genera diversas erogaciones derivadas del cumplimiento de las normas aplicables (estados financieros auditados anuales y trimestrales, obligaciones de información continua, etc.)

c) **Potencial perdida de control por el grupo mayoritario**. En la medida que el grupo que controla disminuya su participación a menos de la mayoría simple, se corre el riesgo de que la empresa tomada.

d) **Difusión de información.** Una de las consecuencias más notables de la decisión de la oferta pública, es el deber de difusión de toda la información relevante respecto a la empresa. Aunque ello no es necesariamente negativo, la divulgación de la información sensitiva puede ser apreciada como un elemento perturbador de la normal administración de la empresa.

4.1.3 Emisión de Títulos de Deuda y su Colocación en los Mercados Internacionales

La emisión de títulos de deuda y su colocación en el mercado internacional es una rutina cada vez mas difundida entre las empresas, lo que refleja una de las tendencias más notables en el mercado financiero actual.

Adoptada la decisión de endeudamiento mediante la colocación internacional de títulos de deuda, existen diferentes alternativas para llevar a cabo dicha resolución. Considerando el área geográfica del mercado al que se accede, cabe distinguir entre:

a) Colocación en el euromercado;
b) Colocación en E.E.U.U, y
c) Colocaciones globales

Tomando en cuenta la cotización de los títulos a emitir, se diferencian:

a) Colocación privada, y
b) Colocación pública

a) **Colocación privada en el Euromercado.** Especialmente para aquellas empresas que por su posición o tamaño, no pueden asistir a una oferta publica, obviamente esta colocación no gozará de la misma liquidez, el nivel de información proporcionado a los proveedores de fondos, es considerablemente menor al que corresponde a las otras alternativas. Igualmente, estará mas sometida a la especulación y es común que estas transacciones no sean publicitadas, ni incluyan procedimientos de marketing

b) **Colocación pública en E.E.U.U.** En este caso, se cumple todo el procedimiento que aplica para la emisión de acciones, es decir todos los pasos previos para la revelación de información, prospecto, etc.; esta alternativa no suele ser muy atractiva por sus altos costos, sobre todo para las empresas latinoamericanas.

c) **Colocación pública en Europa.** Combinada con el acceso a los inversores estadounidenses mediante la regla 144-A[9] y la Regulación S[10]. Este tipo de transacción es la alternativa más popular de las empresas latinoamericanas.

[9] Esta norma permite que el inversionista sofisticado pueda acceder a este tipo de papeles a pesar de que no tenga las normas establecidas por la SEC. No esta permitido para personas naturales.
[10] Esta regulación permite a las personas naturales la compra de títulos. Si el comprador es un norteamericano debe estar fuera de los EE.UU.. para poder adquirirlos.

4.1.3.1 Sujetos que Intervienen en la Emisión y Origen

La colocación internacional de títulos de deuda, al igual que la mayoría de las operaciones financieras, involucra la participación de múltiples sujetos. Al inicio de la transacción surge la actuación de un banco de inversión, el cual asume el rol de:

a) Lead manager o director principal, es el sujeto que se origina al inicio de la transacción, es una institución financiera de primera línea, por lo general actúa como banco de inversión, y es quien recibe de la empresa tomadora de fondos el mandato para llevar a cabo la transacción;

b) Co-manager, que son los bancos de una envergadura similar a la del lead manager, o participantes activos en la negociación secundaria, cuya selección obedece a su capacidad de distribución;

c) Underwriters, actúan como colocadores de la emisión;

d) Selling group members, son típicamente intermediarios o bancos más pequeños que participan en la colocación.

4.1.3.2 Entidades Financieras y los Servicios Accesorios a la Colocación

La emisión internacional de títulos de deuda lleva aparejada la necesidad de contratar determinados servicios con entidades financieras. Las principales son:

a) Trust deed o indenture, que es el contrato celebrado por la empresa tomadora de fondos y un fiduciario o trustee, quien debe actuar en representación y protección de los obligacionistas.

b) Fiscal agency agreement, que es el acuerdo por el cual el agente fiscal, como representante de la empresa tomadora de fondos, toma a su cargo la realización de determinadas tareas relativas a la emisión (por ej. Pagos, canje de títulos, recepción de información enviada por la empresa tomadora de fondos).

c) Paying agency agreement, que es el contrato por el cual los agentes de pago-adicionales al fiscal-agent-, situados en centros financieros internacionales, se encargan de pagar a los obligacionistas en los plazos pactados.

4.1.3.3 Compromisos en la Emisión Internacional de Títulos de Deuda

La colocación internacional de deuda es generalmente acompañada por un grupo de compromisos o covenants de la empresa tomadora de fondos, la variedad de covenants, depende concretamente de las características de la emisión, de las propias características de la empresa tomadora de fondos. Entre los más frecuentes se encuentran:

1. **Obligación de no gravar o negative pledge:** Limita el endeudamiento indirecto de la empresa tomadora de fondos, la existencia del compromiso acentúa la igualdad entre los acreedores, previene los problemas causados por el otorgamiento de una segunda garantía. El incumplimiento de este compromiso lleva al llamado event of default.

2. **La cláusula pari passu:** la empresa tomadora de fondos asume el compromiso positivo, que requiere la posición paritaria de todos los acreedores no garantizados y no subordinados. En general se utiliza esta cláusula para los acreedores quirografarios.

3. **Restricciones a la disposición de los activos:** Primero, para mantener la ecuación patrimonial de la empresa tomadora de fondos, y segundo para mantener su identidad empresarial.

4. **Covenants financieros:** Es la obligación de mantener determinados ratios financieros, la cual es monitoreada. Los más importantes son:
   - Endeudamiento (laverage ratio) que indica solvencia y,
   - Liquidez (liquidity ratio or current ratio) que refleja la liquidez de la empresa y solvencia a corto plazo.

5. **Obligaciones de información:** Para permitir un análisis preventivo de la evolución del estado financiero de la empresa tomadora de fondos, evaluar la posibilidad de incumplimiento, e informar además generalmente a los inversores, es usual que la empresa emisora asuma obligaciones de información, la que será remitida según el caso al fiscal agent o trustee. Algunas de las informaciones son: entrega de estados contables auditados o no, certificados de directivos de la emisora y del contador contable que verifique la existencia o no de un event of default.

6. **Mantenimiento de seguros adecuados:** donde se obliga a mantener seguros necesarios para proteger el valor patrimonial de la empresa.

7. **Mantenimiento de la existencia de la identidad societaria y de determinados contratos**; es decir, mantener la identidad crediticia de la empresa tomadora de fondos, al tiempo que titulen en la ultima instancia el derecho de crédito de los obligacionistas. Algunas son: prohibición de fusionarse o adquisición, mantenimiento de licencias o contratos esenciales para el desarrollo de la actividad de la empresa tomadora de fondos, y la limitación al cambio del objeto o actividad principal de la emisora.

Así mismo existen una serie de supuestos para que se produzca un evento de incumplimiento o event of default, los más comunes son:

- Falta de pagos de sumas debidas en razón de los títulos emitidos.

- Falta de incumplimiento de determinados covenants no alcanzados por otra disposición especifica por el periodo establecido en el documento de la oferta.
- Incumplimiento de otras deudas, llamado cross default.
- Ilicitud del fiscal agency.
- Decisión societaria de liquidación de la empresa emisora.
- Cese de actividades.
- Concurso o quiebra o cualquier procedimiento de reorganización colectiva del pasivo.
- Retiro de la autorización de oferta publica.
- Incumplimiento de sentencias judiciales.

4.2 Financiamiento en el Mercado Venezolano

Por colocación primaria se entiende el proceso de suscripción o adquisición inicial, por parte del inversionista, de una emisión de títulos valores. La colocación primaria puede realizarse a través de dos vías, a través de una colocación primaria directa, realizándose directamente la colocación por parte del emisor al inversionista, o a través de una colocación indirecta, utilizando para ellos Contratos de Colocación.

El contrato de colocación es aquel celebrado entre el emisor o propietario de determinados títulos valores y uno o más agentes de colocación, con el objeto de lograr la suscripción o compra de los títulos valores ofertados.

Agente de colocación primaria es aquella persona legalmente facultada para realizar operaciones de corretaje de títulos valores que actúa como intermediario entre el ente emisor y el inversionista, con el objeto de realizar la colocación de una emisión de títulos valores o una fracción de ella.

Los contratos de colocación son semejantes a los de emisión en el mercado internacional, y se dividen en:

1. **En firme:** Es aquel mediante el cual el agente de colocación primaria suscribe o adquiere la totalidad o parte de una emisión de títulos valores, obligándose a

ofrecer al publico inversionista los títulos por el suscritos o adquiridos al precio que se hubiese establecido y durante un plazo determinado.

2. **Garantizada:** es aquel mediante el cual, el agente de colocación garantiza al oferente de títulos valores la colocación de los mismos o de un determinado lote de ellos dentro de un plazo estipulado para ello, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo.
3. **En base a los Mayores Esfuerzos:** Es aquel mediante el cual, el agente de colocación se compromete con el oferente de títulos valores a prestarle su mediación para procurar la colocación total o parcial de los mismos, pero sin garantizarla.

El precio de la oferta publica deberá establecerse en el prospecto y deberá mantenerse durante la colocación primaria. El ente emisor o la persona autorizada para hacer oferta publica deberá publicar en un diario de alta circulación nacional y en otro de la localidad o región donde este domiciliado el ente emisor, un aviso haciendo el conocimiento publico, con cinco (5) días de anticipación por lo menos, la fecha a partir de la cual se iniciara la respectiva colocación primaria, indicando los nombre, direcciones u teléfonos de los agentes de colocación. En igual forma deberá publicarse un aviso en el cual la conclusión del periodo de colocación, la cual publicación se hará los cinco (5) días siguientes de terminada la colocación.

Toda propaganda o publicidad relacionada con la oferta publica de títulos valores deberá someterse a la aprobación de la Comisión Nacional de Valores antes de ser divulgada, y podrá contener ninguna contradicción tácita o expresa con el prospecto de la emisión.

4.2.1 Emisión Primaria de Títulos Valores regidos por la Ley de Mercado de Capitales

La emisión es el proceso por medio del cual una persona, generalmente una sociedad decide expresar su voluntad de crear un conjunto de títulos valores en masa. La emisión no esta aisladamente regulada por la Ley de Mercado de Capitales. Para que este proceso caiga dentro del ámbito de la mencionada Ley, es necesario que este vinculado a la oferta publica.

4.2.1.1 Condiciones para la emisión, oferta publica y colocación de Títulos Valores

La oferta publica y colocación primaria de títulos valores esta regida por las normas dictadas al efecto por la Comisión Nacional de Valores. Dichas normas disponen que las personas naturales o jurídicas que pretendan hacer oferta publica de acciones, obligaciones u otros títulos valores de mediano y largo plazo, deberán obtener previamente autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores.

La autorización para hacer oferta publica y la inscripción de la emisión en el Registro Nacional de Valores son condiciones previas e indispensables para ofrecer públicamente títulos valores regidos por la Ley de Mercado de Capitales.

Ahora bien, para poder entender el proceso de oferta publica y colocación primaria de títulos valores en el mercado de capitales, es menester realizar algunas precisiones conceptuales:

- Ente **Emisor**, es toda persona natural o jurídica que emita o pretenda emitir títulos valores cuya oferta publica este regulada por la Ley de Mercado de Capitales.
- Por **Inversionista**, se entiende el público en general o aquellos sectores o grupos determinados a los cuales se ofrezcan títulos valores.
- Oferente de **Títulos Valores**, es toda persona que, directa o indirectamente ofrezca al inversionista títulos valores objeto de oferta publica.

4.2.1.2 Reglas Especiales de Emisión de cada Titulo Valor

La Comisión Nacional de Valores, en el uso de las atribuciones, tiene la facultad de dictar normas mediante el cual, se regulan cada uno de los aspectos regidos por la Ley de Mercado de Capitales. En cuanto a los procesos de emisión de títulos valores, la Comisión Nacional de Valores ha venido dictando normas, las cuales regulan los procesos de emisión de cada uno de los títulos valores objeto de oferta publica, regidos por la Ley. En estas normas, se establecen los indicadores financieros requeridos por las entidades emisoras, la información que debe suministrar, los tipos de garantías de las emisiones, la información que

debe suministra, los tipos de garantías de las emisiones, la información periódica u ocasional que deben suministra los emisores y el contenido de los prospectos de las Emisiones.

4.2.1.3 Acciones y Obligaciones

La emisión de acciones y obligaciones a través de procesos de oferta pública en el mercado de capitales están sujetas a las normas de la Comisión Nacional de Valores, y a los formularios establecidos por la Comisión a tal efecto, el cual es común para ambos tipos de títulos valores; por esa circunstancia, se tratará de forma conjunta.

En caso de emisiones de acciones de acuerdo a estas normas, pueden presentarse diversos supuestos, a saber:

- Oferta pública de acciones ya emitidas
- Oferta pública de acciones a ser emitidas por aumento de capital
- Oferta publica de acciones ya emitidas por parte de un accionista que posee mas del 10% del capital social de una Sociedad Anónima, de acuerdo con el del Artículo 28, el cual dispone:

> Articulo 28, Ley de Mercado de Capitales.- Cuando un accionista o grupo de accionistas, que sea titular de por lo menos, el diez por ciento (10%) de las acciones representativas del capital suscrito de una sociedad, cuyo patrimonio no sea inferior a quinientas mil unidades tributarias (500.000 U.T.), desee hacer oferta pública de ellas, la sociedad de que se trate estará obligada a suministrar a la Comisión Nacional de Valores la información que se le requiere conforme a lo establecido en el articulo 25 de esta Ley. Se considera que existe un grupo de accionistas cuando la oferta pública va a versar sobre un monto de acciones que represente por lo menos el diez por ciento (10%) del capital suscrito de una sociedad.

La oferta publica de acciones, al contrario que la de la generalidad de los títulos valores regidos por la Ley de Mercado de Capitales, no esta sujeto a ningún tipo de requisitos patrimoniales a ser cumplidos por parte de la Sociedad Emisora, ni tampoco al cumplimiento de índices financieros o de liquidez, por la única razón de ser títulos valores representativos

de capital social de la empresa. De acuerdo a la Ley vigente, las Sociedades Anónimas y las Sociedades en Comandita por Acciones pueden emitir y realizar la oferta pública de sus acciones en el mercado de capitales. Para la emisión de acciones es necesario solicitar la autorización de la Comisión Nacional de Valores y realizar un prospecto contentivo de la información de la emisión.

El prospecto de la emisión de acciones u obligaciones, debe contener de manera obligatoria, la siguiente información:

1. **Información sobre la entidad emisora:** Se refiere a la información general de la sociedad emisora, necesaria para que el inversionista tome su decisión de inversión.

- Nombre y domicilio de la Sociedad emisora y forma societaria adoptada.
- Dirección completa y los números de teléfono y telex de la oficina principal de la entidad emisora.
- Historia de la entidad emisora, desde su fundación hasta el presente, comprendiendo el tipo de negocios, cómo ha desarrollado sus actividades, los datos de creación, fundadores, la forma en la cual ha obtenido sus recursos económicos, los cambios de denominación y objeto social y otro dato de la misma naturaleza. En el caso de que la sociedad hubiese sido constituida durante los cinco (5) años previos a la realización de la emisión, la información suministrada debe ser más amplia y detallada.

- Proyectos futuros que la entidad emisora pretende desarrollar.
- Materias primas utilizadas, haciendo mención si los mismos se producen en el país o en el extranjero y cualquier problema en referencia a la obtención de tales materias primas, ya sea por escasez o por estar sometidas al control de los proveedores.

- Principales clientes, haciendo especial mención si algún cliente compra el 20% o más de las ventas netas, realizándose una explicación de las relaciones con este cliente.

- Principales líneas de productos o servicios, realizando una breve descripción de sus características. Debe incluir una relación, por años, de las ventas por líneas de productos o servicios durante los últimos cinco años.

- Ubicación de las propiedades de la entidad emisora, incluyendo oficinas, almacenes, fabricas, yacimientos y otras de igual importancia. Debe explicarse si tales propiedades están siendo utilizadas en las operaciones actuales. Pueden utilizarse fotografías para identificarse las propiedades actuales.

- Patentes y marcas registradas, su fecha de vencimiento, así como franquicias, regalías, concesiones y otras modalidades de la cesión de uso de patentes y marcas, explicando los aspectos más resaltantes de los respectivos contratos. Debe realizarse la explicación de la influencia que tienen estas marcas y patentes en las ventas de la sociedad.

2. Uso de los fondos provenientes de la Colocación de la Emisión de Títulos Valores.

Contiene la descripción de la utilización de los fondos recibidos por parte de la empresa emisora, debiéndose realizar la explicación detallada de los siguientes aspectos:

- Usos a que se destinaran los fondos provenientes de la venta de la emisión. En el supuesto de que fueran varios los destinos a los cuales serán aplicados los fondos recibidos, debe realizarse el detalle de la asignación de fondos a cada concepto.

- En el supuesto que para el desarrollo del plan de inversiones presentado requiera de financiamiento mayor al obtenido a través de la emisión, y estos fondos provengan de otra fuente, debe señalarse el origen de esos fondos describiendo las garantías

otorgadas para su obtención. Si el financiamiento obtenido a través de la emisión es superior a la inversión que pretende realizar la emisora, debe detallarse el destino de los fondos excedentarios provenientes de la emisión.

- En el caso de que la colocación primaria de títulos valores, fuese realizada bajo la modalidad de "Colocación en base a mayores esfuerzos", deberá realizarse la indicación del orden de prioridades conforme la cual se realiza la inversión de los fondos recibidos.
- Debe realizarse la indicación de cómo los fondos obtenidos permitirán aumentar la capacidad productiva de la empresa emisora o el mejoramiento de las condiciones operativas de la misma.

3. **Información sobre la Industria:** Engloba la información sobre el sector industrial en la cual el ente Emisor desenvuelve su actividad industrial o comercial; debe contener específicamente:

- Condiciones competitivas de la industria dentro de la cual se desenvuelve y una relación de la posición dentro de dicho sector industrial. Cuando se desenvuelve en varios sectores industriales, se debe realizar la explicación de los sectores de mayor importancia en los negocios del emisor.
- Deben realizarse cuadros estadísticos explicativos del crecimiento de la industria. Estos deben tener como fuente, publicaciones oficiales y de reconocida reputación en la comunidad financiera.

4. **Fuentes de Financiamiento:** Contiene la información relativa a las fuentes de financiamiento utilizadas anteriormente por la Entidad Emisora para el financiamiento de sus operaciones. Contiene lo siguiente:

- Deudas a corto plazo, clasificadas por entes acreedores y tipos de instrumentos.

- Deudas a largo plazo, clasificadas por entes acreedores y tipos de instrumentos.

- Detalles del capital neto del Emisor, discriminándolo en autorizado, suscrito y pagado, utilidades no distribuidas y cualquier otro componente que contribuya a u mejor distribución.

- Incidencia de la colocación de los títulos valores en sus fuentes de financiamiento.

5. **Resumen de Resultados:** Deben presentarse de forma tabular los resultados obtenidos por la Entidad Emisora en los últimos cinco (5) ejercicios. Este resumen debe contener:

- Variaciones de mayor importancia en los resultados anuales

- Ganancia por acción.

- En caso de que haya títulos convertibles, la ganancia hipotética por acción, suponiendo que al capital se sume el monto de las obligaciones convertidas en acciones.

6. **Derechos de los Accionistas u Obligacionistas:** Se refiere a los derechos que confieren los títulos que conforman la emisión. En caso de emisión de acciones, debe detallarse: Clases de acciones existente y sus modalidades en cuanto a voto, dividendos, liquidación de activos, nuevas emisiones y otros derechos. En caso de que estas modalidades puedan ser modificadas, debe señalarse el porcentaje de acciones con derecho a voto, requeridas para hacer las modificaciones.

4.3 Evaluación del Financiamiento en Venezuela

Los mercados de capital permiten a las empresas conseguir financiamiento de largo plazo mediante la emisión de acciones y bonos. La existencia de un mercado eficiente facilita el desarrollo económico, al ofrecer a las empresas opciones de financiamiento para sus proyectos, diferentes de los prestamos bancarios o los recursos propios. Además, ofrece a los ahorristas instrumentos de inversión con características de riesgo y rendimiento que les permiten diversificar sus carteras. Existe diversidad de factores por los cuales el mercado bursátil en Venezuela no ha tenido gran profundidad, se puede decir que el mercado de capitales venezolano fue el único que disminuyó su importancia (en términos de capitalización de mercado) como porcentaje de la economía (PIB total), si se compara con el resto de los grandes mercados emergentes de la región.

El deficiente desempeño del mercado de capitales venezolano en años recientes puede atribuirse a los siguientes factores:

1) Larga y severa recesión.
2) Inestabilidad e incertidumbre política.
3) Altos costos de transacción.
4) Fuentes alternas de financiamiento por parte del Estado.

Larga y Severa Recesión

La economía venezolana ha estado en recesión desde el estallido de la crisis bancaria; durante este largo periodo la economía ha crecido menos que la población y, en algunos años, ha disminuido su actividad. Evidentemente, cuando una economía no crece las empresas paralizan o reducen sus planes de inversión, con la consecuente reducción de la demanda de fondos tales como prestamos o emisiones de acciones (iniciales o secundarias.

Inestabilidad e Incertidumbre Política

La inestabilidad política de los últimos años, que se ha manifestado en un alto nivel de riesgo-país, ha estimulado grandes salidas de capital y ha restado incentivos a la inversión privada, con el consecuente efecto negativo sobre precios y volúmenes negociados en la Bolsa de Valores de Caracas.

Altos Costos de Transacción[11]

Un estudio llevado a cabo por Elkins y McSherry, y presentado en el informe anual de la International Finance Corporation (1999), reveló que los costos de hacer operaciones en la Bolsa de Valores de Caracas son los mayores en una muestra de 45 mercados. Los costos de negociación analizados incluyen la comisión pagada al corredor, cualquier impuesto erogado como resultado de la operación y el "impacto de mercado" de la operación. Este impacto es mayor en los mercados poco líquidos, en los cuales la venta de un lote de acciones de cierto tamaño disminuye su precio, mientras que una compra equivalente lo aumenta.

4.3.1 Fuentes Alternas de Financiamiento por parte del Estado

Las empresas en Venezuela consideran el financiamiento del gobierno antes de considerar la emisión de acciones o la venta de bonos, ya que esta negociación se da bajo términos favorables, lo cual ocasiona menores costos. Existen instituciones que proporcionan oportunidades a la hora de buscar un financiamiento, estas son:

4.3.1.1 Fondo de Crédito Industrial (FONCREI)

Es un ente con personalidad jurídica y patrimonio propio, creado para impulsar el proceso de desarrollo industrial, mediante la promoción de programas crediticios dirigidos al aumento, diversificación e integración de la producción industrial. FONCREI otorga los créditos, a través de las Sociedades Financieras y Bancos, que han manifestado interés en adherirse a su Programa Certifico y con los cuales ha celebrado contrato para tal fin.

[11] IESA, *Debates IESA, Y las empresas venezolanas que?, Presente y perspectivas del mercado bursátil venezolano, Volumen VI, Nro. 3, pp.48-49.*

FONCREI orienta sus recursos financieros fundamentalmente hacia el financiamiento de:

- La instalación, ampliación o traslado de empresas industriales manufactureras, entendidas tales empresas como aquellas dedicadas a la transformación mecánica o química de sustancias orgánicas e inorgánicas en productos nuevos, así como a la fabricación y montaje de partes que conformen productos manufacturados.
- La instalación de empresas de servicio directo o de apoyo a la industria manufacturera.
- La formulación de "Proyectos de Significativa Prioridad".

4.3.1.2 Banco de Desarrollo (BANDES)

BANDES es un instituto autónomo, adscrito al Ministerio de Planificación y Desarrollo que actúa como agente financiero del Estado, para atender el financiamiento de proyectos orientados hacia la desconcentración económica, estimulando la inversión privada en zonas deprimidas y de bajo rendimiento, apoyando financieramente proyectos especiales de desarrollo regional.

BANDES financia estudios de preinversión y la ejecución de proyectos, directamente o mediante créditos globales, a través del sistema financiero.

Entre las funciones principales que realiza este banco se encuentran:

- Promoción de empresas mediante capital de riesgo: Promoción de empresas en formación, cuyo objeto sea la producción o comercialización de bienes o servicios en sectores prioritarios para el país, mediante los fondos de capital de riesgo.
- Cooperación comercial, técnica y financiera internacional: BANDES desarrolla programas de cooperación internacional los cuales se efectúan con recursos propios o

asignados por el Ejecutivo Nacional y se realizan en moneda de libre curso internacional, una tasa de interés no inferior a la prevaleciente en las operaciones con capital ordinario de las instituciones públicas de financiamiento internacional.

- Financiamiento para los Fondos Regionales: BANDES puede otorgar créditos globales a los fondos regionales del país para la ejecución de programas y proyectos de desarrollo.

- Operaciones concesionales y no reembolsables: BANDES puede realizar operaciones en términos concesionales o no reembolsables, utilizando sus propios recursos por hasta un 5 por ciento de los beneficios obtenidos en el ejercicio anual inmediatamente anterior.

- Contratación de créditos: BANDES puede contratar en el país o en el exterior para el financiamiento de proyectos de desarrollo.

- Emisión de valores: BANDES puede emitir títulos valores en moneda nacional o extranjera, para su colocación en el mercado nacional o extranjero.

- Fondos autónomos: Para cumplir con su objeto, BANDES, con recursos de su patrimonio, puede crear Fondos Autónomos, los cuales estarán destinados a fines específicos. Estos fondos no tendrán personalidad jurídica y serán administrados por el Banco.

4.3.1.3 Fondo de Desarrollo Agropecuario, Pesquero, Forestal y Afines (FONDAFA)

El Fondo de Desarrollo Agropecuario, Pesquero, Forestal y Afines (FONDAFA) tiene por objeto de acuerdo a su ley de creación, promover y financiar la ejecución de proyectos orientados al desarrollo de la producción y productividad agrícola, pecuaria, pesquera, forestal y afines así como la canalización de recursos destinados al financiamiento de programas de carácter social.

A tales fines, FONDAFA, desarrolla las siguientes operaciones:

- Otorgar créditos mediante el establecimiento de líneas de crédito a entidades financieras públicas y privadas, y/o cofinanciamiento con las instituciones de desarrollo regionales.
- Actuar como Fiduciario a los fines de canalizar recursos de terceros a programas de carácter social.
- Promover proyectos de carácter social, bajo las condiciones que establezca el Ejecutivo Nacional.
- Ejercer la supervisión y fiscalización de los créditos que otorgue.
- Efectuar estudios destinados a diagnosticar necesidades de inversión en áreas objeto de financiamiento.
- Conformar y mantener actualizado el Registro Nacional de Activos Agropecuarios y el Registro Nacional de Expertos Agropecuarios.
- Administrar el Fondo Especial Agropecuario de Contingencias (destinado a la cobertura de las consecuencias de catástrofes naturales que afecten la producción agropecuaria).
- Efectuar depósitos a plazos y colocaciones e inversiones rentables y seguras, a los fines de la preservación del valor de sus activos

FONDAFA elabora sus planes crediticios considerando los lineamientos generales establecidos en el Plan Agrícola Nacional del Ministerio de la Producción y el Comercio y las regulaciones financieras emitidas por el ministerio de Finanzas, cumpliendo así los siguientes objetivos:

- Garantizar el crédito oportuno y suficiente.
- Promover y financiar la ejecución de proyectos orientados al desarrollo de la producción y la productividad agrícola, pecuaria, pesquera, forestal y afines, y lograr la participación de los productores en el proceso agroindustrial.

- Canalizar recursos financieros para ejecutar programas sociales conforme a lo establecido en la ley de FONDAFA, con la finalidad de beneficiar a los productores que presentan dificultad para acceder al financiamiento de la Banca.
- Suscribir con las entidades financieras comerciales y/o universales, públicas y privadas, líneas de créditos, contratos de provisión de fondos, fideicomisos y cualquier otro tipo de instrumento financiero que permita el otorgamiento de créditos a los productores, para la ejecución de proyectos dentro del sector agrícola.

CONCLUSIONES

Los mercados financieros son un vehículo que permite la transferencia de fondos desde los ahorradores hacia empresas que no tienen suficiente capital para acometer proyectos específicos. Es, en tal sentido, un canal para la asignación de recursos hacia sus usos más eficientes. El mercado de capitales es importante en todo país, ya que con ello se puede lograr profundidad en la economía y un empleo eficiente, se puede decir que es uno de los principales motores que mueve la productividad, cabe destacar que tiene que ser eficiente para que regule las actividades, pero sin interferir en la libertad de sus inversores. De allí sus *principales características la transparencia y la liberalización de las operaciones; sin embargo* dicha libertad de los inversionistas e intermediarios se acompaña de una mayor vigilancia por parte de las autoridades para evitar fraudes y manipulaciones, penalizando la negociación con información privilegiada y confidencial. Es por ello que existen diversos organismos que regulan dichas actividades (SEC en EE.UU. y la Comisión Nacional de Valores en Venezuela, entre otros).

Por otra parte, el mercado de capitales suministra alternativas para construir un pool o mancomunidad de fondos, mediante la cual la sociedad puede financiar un conjunto de proyectos que expandan las posibilidades de producción y la calidad de vida; los instrumentos financieros diseñados para tal fin representan una alternativa de bajo costo en términos de riesgo, dadas las posibilidades de diversificación que existen en los portafolios de inversión privada. A este beneficio se añade el aumento de liquidez y la generación de información, variables criticas para el fondeo de proyectos y empresas dedicadas a las nuevas tecnologías; en tal sentido, el mercado de capitales es un vehículo para construir el llamado capital riesgo (venture capital), necesario para apuntalar la innovación en el aparato productivo. En suma, el mercado de capitales suministra el sustrato para una más eficiente movilización de ahorro, generando economías de escala y asignación de riesgo.

Sin embargo, las empresas deben tener mucho cuidado a la hora de escoger esta forma de financiamiento, se deben evaluar diversos aspectos tanto externos como internos a la empresa, factores macroeconómicos, riesgo país, decisiones gubernamentales, estructura de la empresa, actividad que desarrolla, control de la gerencia, etc.

Durante los últimos años el mercado financiero internacional, específicamente el mercado de capitales, se ha tornado muy volátil, debido a erradas decisiones de las gerencias de las empresas que cotizan en la Bolsa, esto ha traído como consecuencia un efecto dominó que se ha ido incrementando, sin embargo hasta hace poco se esta comenzando a ver horizontes mejores en este mercado.

En cuanto al mercado de capitales venezolano, el comportamiento de la economía ha estado muy ligado a este, y ambos han sido muy volátiles y desfavorables, este mercado está afectado no-solo por problemas de índole macroeconómico, sino también por problemas estructurales muy profundos algunos de los cuales afectan a otros mercados de la región y están amenazando a los mercados locales con su desaparición. Esta volatilidad puede atribuirse a los siguientes factores: Larga y severa recesión, inestabilidad e incertidumbre política, altos costos de transacción y fuentes alternas de financiamiento por parte del Estado, entre otras. Igualmente, entre los problemas estructurales más notables está la migración al mercado de ADR'S y la evolución hacia un mercado global.

Para que el mercado bursátil en Venezuela se convierta en un mercado más eficiente y desarrollado es necesario que los volúmenes de títulos negociados aumenten. Esto requiere cumplir con las siguientes condiciones:

- Que la economía crezca de una manera sostenida durante un período largo, para que se genere ahorro interno y hay oportunidades de inversión.
- Crear confianza en el inversionista a través de un marco legal adecuado, es decir, donde existan leyes con bases y procedimientos claros y favorables para el inversionista, igualmente a través de medidas económicas, políticas y sociales que disminuyan el riesgo-país, no solo para que la economía crezca sino para que el inversionista se anime a colocar sus ahorros en el mercado local.
- Que un mayor numero de empresas inscriban sus acciones en la Bolsa de Valores, en Venezuela, al igual que en otros países, muchas empresas siguen siendo familiares y temen inscribirse en la Bolsa porque creen perder el control de sus empresas.
- Dinamizar el mercado de capitales a través de la entrada de los fondos de pensiones.

Además de esto, se deben reducir los costos de transacción, una de las condiciones necesarias para que el mercado bursátil recupere su vitalidad.

BIBLIOGRAFIA

Acedo, C. (2000). **Instituciones Financieras.** Editorial Carnel C.A.. Caracas, Venezuela.

Aranguren (1998). **La Globalización Mundial.** Editorial Atenas.

Chacholiades, M.(1992). **Economía Internacional**. Editorial Mc Graw-Hill Interamericana, S.A., 2º. Edición. México.

Diccionario Práctico Larousse. Sinónimos y Antónimos (1991). Ediciones Larousse.

Dominick, S. (1995). **Economía Internacional,** Editorial Mc Graw-Hill, 4º Edición, Santa fé De Bogotá, Colombia.

Fabozzi, F. y Modigliani (1999). **Mercado e Instituciones Financieras.** Editorial Prentice Hall, México.

Garay, U. (2001) "Presente y Perspectivas del Mercado Bursátil Venezolano" **Debates IESA**, 48-49. Venezuela.

Hernández, Fernández y Baptista (1991). **Metodología de la Investigación** (1er.ed.) Editorial McGraw-Hill Interamericana S.A. México.

Hochman J. Y Montero (1998) **Manual para la elaboración e investigaciones.** Editorial McGraw-Hill Interamericana S.A. México.

Kozikowski, Z (2000). **Finanzas Internacionales** (2da Edición). Editorial Mc Graw Hill Interamericana S.A. México.

Ley de Mercado de Capitales (1998). **Gaceta Oficial de la República de Venezuela, 36.565** (Extraordinaria), Octubre 22, 1998

Levi, M (1997). **Finanzas Internacionales.** (3ra. Edición), Editorial Mc Graw Hill Interamericana S.A. México.

Méndez, C. (1988) **Metodología Guía para Elaborar Diseños de investigación en Ciencias.** Editorial McGraw-Hill Interamericana S.A. Colombia.

Paolantonio, M. (1998) **Operaciones Financieras Internacionales.** Rubinzal-Culzoni Editores, Argentina.

Ramírez, J., (1997) **Metodología de la Investigación.** Editorial McGraw-Hill Interamericana S.A. Colombia.

Sabino, C. (1992) **El proceso de Investigación** Caracas Editorial Panapo Senge Peter (1993) La quinta Disciplina España. Ediciones Granica, S.A.

Tamayo, M (1995). **El Proceso de la Investigación Científica,** Editorial Limusa, S.A., 3ra. Edición, México D.F., México.

Universidad Católica Andrés Bello, Estudios de Postgrado (2003). **Guía para la Elaboración del Trabajo de Especialización Postgrado en Instituciones Financieras"**

Universidad Santa María (1999) **Normas para la elaboración, Presentación y Evaluación de trabajos Especial de Grado**. Caracas, Venezuela.

Zambrano, S. y Vivancos (1987) **Sistema Financiero, Mercado de Capitales y Mercado Bursátil en Venezuela**. Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, UCAB. Caracas, Venezuela.

Consultas a través de Internet:

http://www.bandes.gov.ve

http://www.bolsadecaracas.com

http://www.fondafa.gov.ve

http://www.foncrei.org.ve

http://www.econ.duke.edu/

http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/

http://cep.lse.ac.uk/fmg/publications/index.html

http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/list.htm

http://www.duke.edu/~charvey/research.htm

http://www.nber.org/new.html

http://www.ucm.es/info/jmas/

http://www.sec.gov/