

EL MERCADO DE VALORES VENEZOLANO: UNA APROXIMACIÓN A SU EFICIENCIA

ENSAYO

Cororina del Carmen Cardozo-Molina*
Servicio de Rentas Internas (SRI).
Departamento de Gestión Tributaria. Quito, Ecuador
<https://orcid.org/0000-0001-5821-0850>
cdcadozo@sri.gob.ec
coritoorus@hotmail.com

RESUMEN

El propósito de la presente investigación documental y descriptiva, es fijar posición acerca de la eficiencia del mercado de valores venezolano. En Venezuela, el órgano regulador en esta materia es la Superintendencia Nacional de Valores (SNV). El hecho de que en el mercado de valores se oferte una gama de instrumentos financieros que sirvan como fuente opcional de capital e inversión, garanticen liquidez en sus operaciones y sus participantes perciban en este seguridad y transparencia, son las bases fundamentales sobre las que descansa la eficiencia de un mercado. Por ello y en función de la hipótesis de los mercados eficientes, la cual fija su atención en el grado en que el mercado provee información sin necesidad de incurrir en costos de transacción adicionales, se concluye que el mercado de valores venezolano posee un nivel débil e intermedio, ya que la información necesaria para hacer análisis, tanto técnicos como fundamentales, está a disposición de cualquier agente dentro del mencionado sistema. Por otra parte, la opinión última del inversor es la que prevalece en correspondencia al perfil de riesgo que presente y se inclinará por lo tanto hacia una estrategia de inversión pasiva en la medida en que crea que el mercado es en sí mismo eficiente.

Palabras clave: finanzas, Superintendencia Nacional de Valores, hipótesis de los mercados eficientes.

The Venezuelan market of values: approximation on its efficiency

ABSTRACT

The purpose of this documentary and descriptive research is to set position on whether the Venezuelan stock market is efficient or not. In Venezuela, the regulatory body in this matter is the National Securities Superintendency (in Spanish SNV). The fact that market securities are offered in a wide range of financial instruments, which serve as an optional source of capital and investment to ensure liquidity in its operations and that participants perceive in this security and transparency, are the fundamental basis on resting efficiency of a market. Therefore, and based on the hypothesis of efficient markets which focus on how the market provides information without incurring in additional transaction costs. It is concluded that the Venezuelan stock market is efficient at weak level and intermediate, since the information needed for both technical and fundamental analysis is available to any agent therein. Meanwhile the latest opinion of the investor is the prevailing risk profile corresponding to present to and therefore will lean toward a passive investment strategy to the extent that the market created is itself efficient.

Keywords: *finance, National Superintendency of Securities, efficient market hypothesis*

Recibido: 07-01-2018
Revisado: 14-03-2018
Aceptado: 10-11-2018
Publicación on-line (e -prints): 26-02-2019

Como citar este artículo - How to cite this article

Cardozo-Molina, C. (2019). El mercado de valores venezolano: una aproximación a su eficiencia. *Revista Visión Gerencial*, 18(2), 302-316. Recuperado de: <http://revistas.saber.ula.ve/visiongerencial>

* Licenciada en Administración de Empresas. Licenciada en Contaduría Pública. Magister Scientiae en Administración mención Finanzas. SENESCYT N° 7913-R-15-24741. Analista Tributario en el Servicio de Rentas Internas, Departamento de Gestión Tributaria de la Zonal 9, Quito, Ecuador. Magister Scientiae en Administración Mención Finanzas. Asesor Corporativo, Asociación Nacional de Funcionarios del SRI, Quito, Ecuador. Asesora de Auditoría Interna. Instituto de Proyectos Especiales (I.P.E.). Asesora de Control Interno. PROFARMACOS, C. A. Supervisora de Organización y Procesos. FONAPROLE.
<https://scholar.google.es/citations?hl=es&user=AhqzuHUAAAAJ>

Los autores conservan los derechos de autor y otorgan a la revista el derecho de primera publicación de su trabajo bajo la **Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 3.0 Venezuela**, la cual permite compartir el artículo con reconocimiento de la autoría y publicación en esta revista, sin fines comerciales.

1. Introducción

El mercado financiero lo integran tanto el sistema financiero (bancario) como el mercado de valores. El mercado de valores, por su parte, está compuesto por una serie de participantes que ofrecen una variedad de productos financieros (compran y venden acciones e instrumentos de deuda) que incentivan el ahorro interno y las fuentes de capital para las empresas e instituciones.

La creciente necesidad de ampliar el espectro de medios alternativos de inversión ha despertado el interés por el mercado de valores en busca de beneficios para todos los agentes que participen en él. El lugar donde se crean los instrumentos financieros en aras de crecer la economía es el *mercado financiero*, cuya función primordial es transferir los excedentes de algunas unidades a otras deficitarias, canalizándose así el ahorro hacia la inversión. En Venezuela, el mercado de valores es promovido, supervisado, controlado y regulado por la Superintendencia Nacional de Valores (SNV), tal y como lo establece la Ley de Mercado de Valores (2010), a través de la cual se busca la protección de las personas jurídicas y naturales que participen directa e indirectamente en los procesos de emisión, custodia, inversión e intermediación de los títulos valores, así como en todas las actividades relacionadas con ello, estableciendo así sus principios de organización y funcionamiento.

En esencia, la SNV regula y supervisa el funcionamiento eficiente del mercado de valores protegiendo por ende a las personas que han invertido en títulos valores, los cuales se clasifican según lo estipulado en el artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores (2010), en: a) *instrumentos financieros que representan derechos de propiedad o de crédito sobre el capital de una sociedad mercantil*, emitidos a corto, mediano o largo plazo y en masa que posean iguales características y otorguen los mismos

derechos dentro de su clase; b) *instrumentos derivativos*, definidos según la mencionada ley como los distintos tipos de instrumentos o valores que representan un derecho de opción para la compra-venta de valores, así como los contratos a futuro sobre valores en donde las partes se obligan a comprar o a vender una determinada cantidad de valores a un precio y a una fecha predeterminada, y, en general, cualquier otro tipo de instrumento cuyo valor esté determinado y fijado por referencia al valor de otros activos o conjunto de ellos; y c) *valores representativos de derecho de propiedad, garantías y cualquier otro derecho o contrato sobre productos o insumos*.

En la actualidad, el mercado de valores venezolano no ha alcanzado el nivel de desarrollo de otros mercados internacionales, en los cuales se concibe este como una opción primordial para que las personas transformen su cultura del ahorro hacia la inversión. Es posible que el concepto y, por ende, el tratamiento del Gobierno hacia la propiedad privada, así como otras consideraciones de sus funcionarios en contra de las corrientes del libre mercado, hayan mermado el interés de la población venezolana hacia la inversión en el mercado de valores. Sin embargo, sus ventajas han sido estudiadas y corroboradas en la práctica. En este orden de ideas, el presente artículo tiene por finalidad exponer los planteamientos teóricos del enfoque de los mercados eficientes y, sobre la base de ello, fijar una posición con respecto al mercado de valores venezolano, es decir, ver si el mercado de valores de Venezuela garantiza un panorama de seguridad y transparencia que hagan de él una alternativa creíble ante sus inversionistas para que coloquen en él sus ahorros con el fin de lograr mayores márgenes de rendimiento que los ofrecidos por la banca tradicional, además de ser una alternativa fiable como fuente de financiamiento. La credibilidad que se le otorgue estará en función del grado de

información que se maneje dentro y con respecto a él y permita el manejo eficiente de los instrumentos de valor mediante el estudio de variables macro como el conocimiento de las tasas de interés, las tasas de inflación y el Producto Interno Bruto (PIB), así como en el ámbito de cada empresa o institución que cotiza sus títulos valores en cuanto a políticas aplicadas a nivel gerencial y estados financieros, entre otros.

2. Mercado de valores venezolano

De manera somera, ¿cómo funciona el mercado de valores en Venezuela? Inicialmente, los interesados en obtener fondos para financiar sus necesidades de capital (bien sean empresas privadas, Gobierno Nacional, instituciones o gobiernos extranjeros, siempre autorizados por el Ministerio del Poder Popular de Economía, Finanzas y Banca Pública) deberán solicitar a la SNV la autorización respectiva para hacer pública la oferta de sus acciones y otros títulos valores en el mercado primario *, viéndose estos obligados a suministrar a la SNV toda la información necesaria para la protección de los inversionistas según las normas pautadas por esa dependencia gubernamental. Una vez emitida la autorización por la SNV se inscribe la emisión en el Registro Nacional de Valores para iniciar la Oferta Pública de Títulos Valores †. Por su parte, los inversionistas que deseen adquirir estos títulos (acciones y/o bonos, tanto del sector público como privado, cédulas hipotecarias y otros)

* El mercado primario es aquel en el que se colocan por primera vez los títulos que se emiten, ofreciendo al público nuevos activos financieros. Suele llamarse también mercado de nuevas emisiones. Cuando una empresa necesita financiar sus actividades emite generalmente valores, ya sean estas acciones, bonos u obligaciones de cualquier tipo, que normalmente se ofrecen a los inversores. También se habla de un mercado primario cuando se colocan por primera vez las obligaciones gubernamentales.

† La oferta pública de valores es el mecanismo mediante el cual se ofrecen públicamente títulos valores. En Venezuela, la oferta pública se rige por la Ley de Mercado de Valores (2010), y es la que se hace al público, a sectores o a grupos determinados por cualquier medio de publicidad o de difusión. Las ofertas públicas iniciales son aquellas dirigidas por primera vez hacia el público inversionista.

deberán acudir a una Bolsa de Valores ‡ (pública o privada), en razón de lo cual, la actividad de la Bolsa de Valores se conoce como mercado secundario porque en él se transa la compra y venta de títulos valores después del mercado primario. Los inversionistas recurren a ella a través de un corredor (en Venezuela se llaman actualmente *operadores de valores autorizados*), quien recibe las órdenes de comprar o vender los títulos valores en representación de ellos durante la rueda (lapso en el cual los corredores llevan a cabo las transacciones de los títulos de sus clientes), lo cual hará que fluctúe el valor de los títulos. Actualmente, todas las operaciones en la Bolsa de Valores de Caracas se hacen a través del Sistema Integrado Bursátil Electrónico (SIBE). Así, el SIBE es operado por los corredores públicos de valores y las casas de bolsa durante las secciones de mercado en calidad de intermediarios autorizados. Con este nuevo protocolo de comunicaciones (*Frame Relay*) los corredores transan las órdenes (bien sean órdenes simples de compra, órdenes simples de venta, así como también órdenes u operaciones pactadas conocidas como *cruces* y operaciones a *precio convenido*) cumpliendo con los mandatos de sus clientes desde terminales de trabajo ubicados en sus oficinas según los horarios predeterminados por cada producto y/o mercado. En tiempo real, a través de las pantallas de contratación, el SIBE suministra a los operadores toda la información de la actividad del mercado, alimentando al mismo tiempo los servicios de información de la Bolsa de Valores de Caracas a través de una *hoja de datos (datafeed)*. En el caso de los títulos de deuda emitidos por la República

‡ Las bolsas de valores son instituciones abiertas al público que tienen por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para hacer en forma continua y ordenada las operaciones con valores objeto de negociación en el mercado de valores con la finalidad de proporcionar adecuada liquidez. La Ley de Mercado de Valores (2010) establece que las bolsas de valores están reguladas por la Superintendencia Nacional de Valores.

Bolivariana de Venezuela, a partir del funcionamiento del Nuevo Mercado (enlazado el SIBE al Banco Central de Venezuela) se genera una mayor difusión de la información del mercado en tiempo real, determinando a su vez las curvas de rendimiento. En tal sentido, si un tenedor de un bono está interesado en vender su papel a través de este sistema, tiene la posibilidad de conocer la referencia de los precios de dicho instrumento y luego tomará la decisión, la cual será notificada al intermediario (casa de bolsa, entidad de ahorro o banco) (Bolsa de Valores de Caracas, 2015).

En esos escenarios, ¿quiénes se benefician del mercado de valores? Anido (1996) sostiene que el mercado de valores surge como una alternativa para financiarse las empresas, dado que el crédito a largo plazo es más costoso que la emisión de acciones, pues lleva implícita una mayor posibilidad de riesgo, y eso lleva a que las empresas se beneficien de este al minimizarse el costo de capital. También representa una alternativa de inversión para los particulares al convertirse en un puente para canalizar los ahorros hacia la inversión a cambio de generar más rentabilidades que el ahorro convencional bancario. Esto último representa uno de los objetivos primordiales que persigue el mercado de valores: la democratización de la tenencia de capital en aras de dar la oportunidad a los pequeños y medianos ahorristas de acceder a la participación de cualquier empresa que cotice en ese mercado. Del mismo modo se benefician de este todos aquellos intermediarios que participen en él, como corredores y bancos, entre otros, estimulando así el desarrollo productivo del país y la economía nacional.

3. El mercado eficiente

Avanzando en la investigación, ¿cuáles son entonces las bases sobre las que se fundamenta un mercado eficiente?

Se dice que un mercado de valores es *eficiente* cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su *precio teórico o intrínseco* (valor actual de todos los flujos de caja esperados (Aragónés, 1994, p. 78)

Por su parte, Duarte y Mascareñas (2013) sostienen que la eficiencia se alcanza "cuando la igualdad de condiciones de tipo informacional hace que el mercado de valores sea un *juego justo* en el cual ningún agente puede obtener sistemáticamente ganancias extraordinarias a partir de cualquier tipo de información" (p. 22)

Bachelier (1900), Mandelbrot (1963), Samuelson (1965), Fama (1965) y (1991) y Malkiel (1992), citados por Duarte y Mascareñas (*ob. cit.*), han aportado y fundamentado la definición moderna, mediante la cual, un mercado es eficiente "cuando en él se cuenta con suficiente liquidez y racionalidad económica por parte de los agentes como para que cualquier tipo de información relevante sea absorbida por los precios de forma instantánea, generando un comportamiento aleatorio en ellos, lo que hace imposible su pronóstico sistemático" (p. 22).

Al respecto, un mercado de valores está organizado y, por ende, es eficiente, cuando garantiza a sus inversionistas que cuenten con la toda la información de conocimiento público, condición esta básica para que el traslado de capital entre los participantes no implique la pérdida de valor de los títulos por los costos de transacción (Rodríguez, 2007, p. 112).

En aras de alcanzar la eficiencia en el mercado de valores, Rodríguez (*ob. cit.*, p. 113) indica que "es necesario contar con una amplia gama de instrumentos financieros de modo que el inversionista analice distintas alternativas de inversión y de éstas elija la que más le

convenga"* . Una mayor diversidad de instrumentos financieros incrementaría además el número de inversionistas participantes dentro del mercado. Asimismo es necesario poner a disposición del inversionista mejores alternativas de financiamiento (fuentes de capital) que aquellas ofrecidas por la banca tradicional de modo que el costo de capital sea menor.

Por otro lado, señala Rodríguez (*ob. cit.*) que los precios de los títulos valores que se cotizan en el mercado de valores deberían permitir que estos fluyan libremente, es decir, que sean de alta liquidez para garantizar oportunamente la entrada o salida de los capitales. La supervisión, en pro de hacer cumplir la normativa legal, es fundamental, ya que genera una mayor seguridad entre los participantes. Y, por último, la información que se procese en el mercado ha de ser veraz, oportuna y estar libremente disponible a todos los participantes de manera tal que se garantice la igualdad de condición entre ellos sin que haya ventajismo para unos pocos sobre el conjunto.

4. Hipótesis de los Mercados Eficientes

Según la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME), "los precios de los valores reflejan completamente la información disponible sobre los valores" (Bodie, Zvi, Alex Kane y Alan M, 2004, p. 192).

Así, el comportamiento de las acciones se podría predecir si para su análisis se emplea información de la empresa en particular y de la industria en la cual se halle inmersa la empresa, así como de toda aquella vinculante a los planes y la gestión que se prevé que acontezca. Las variaciones que experimenten las acciones, motivadas por la información

que las afecte, tienden a que su precio se equilibre en un nivel justo, de manera que la rentabilidad que reporten esté acorde con el riesgo del valor que presentan (Bodie, *ob. cit.*).

Sin embargo, la información que se pudiera manejar en determinado momento es impredecible (nadie sabe qué irá a pasar en el futuro), y eso se traduce en que el precio del título valor gire por tanto en función de la información que el mercado provea... y esta es la base en la que se fundamenta la eficiencia del mercado. Si, por el contrario, se pudiese predecir el precio de los títulos valores, la ineficiencia del mercado sería notoria al evidenciar que toda la información que había en el mercado no estaba al alcance de todas las partes involucradas, con el consiguiente ventajismo para la persona o institución que pudiera aprovecharse de la situación antes de que el precio de las acciones se ajustara a esta nueva información en el momento que se difundiera por completo en el mercado.

La HME afirma que el precio de los activos negociados en los mercados financieros refleja toda la información conocida por los miembros del mercado y todas las creencias de los inversores sobre el futuro, lo cual implica que no es posible superar de forma consistente los resultados del mercado sino a través del azar. Sugiere también que el flujo futuro de noticias que determinará el precio de las acciones es aleatorio, y que no es posible que se conozca por adelantado. La hipótesis de eficiencia de los mercados se basa en los siguientes supuestos planteados principalmente por Fama (citado por Duarte y Mascareñas, 2013):

- Desde el punto de vista institucional
- Los precios son libres formados por la libre oferta y demanda sin restricción o limitación alguna.
 - Se da la libre entrada y salida del mercado, sin limitar a los agentes para que vendan y compren en cualquier momento los activos.
 - El mercado provee relativamente sin costo toda la información, es decir,

* La conveniencia de su elección girará en función de la Teoría del Inversionista, que considera la decisión de inversión con base en el comportamiento que asuma en referencia a sus expectativas. En este punto, las variables a considerar son: las preferencias del inversionista ante uno y otros títulos valores, la disponibilidad de dinero que tenga y el grado de aversión al riesgo que presente, considerando para esta última la máxima de "a mayor riesgo, mayor rentabilidad".

que de manera gratuita todas las instituciones que administran e intervienen en los mercados facilitan la información relevante de los activos. El internet ha contribuido en divulgar la información de las empresas participantes.

Desde el punto de vista de los agentes

- Toda la información relevante está disponible para los inversores, se considera clara está, dependiendo del perfil y del horizonte temporal del inversor, se considerará importante o no dicha información.
- El uso que se hace de la información es económicamente correcto, lo que implica que los inversores son racionales y los precios cercanos al fundamental se fijan conforme a los principios del análisis de la información económica.

Como se puede entender entonces, la eficiencia del mercado estará en función del volumen de información que se obtenga acerca de los títulos valores que en él se coticen.

En este punto valdría la pena preguntarse qué tan eficientes son los mercados de valores en función de la información que sobre ellos se maneje, ante cuya incógnita se hace necesario esbozar los niveles de eficiencia de los mercados de valores definidos por Harry Roberts y citados por Aragonés (1994). A saber:

4.1. La Hipótesis Débil del Mercado Eficiente

Esta hipótesis defiende que los títulos valores reflejan toda la información de este en la historia de los precios en que se ha cotizado. Por tanto, el análisis técnico que implica el estudio de la evolución pasada del precio del título no incidiría en un mayor rendimiento porque estos datos están disponibles al público y no conllevan por tanto costos de transacción. Además, cualquier información que estuviera disponible en algún momento sobre los precios anteriores ya se habría reflejado en el precio actual de los títulos valores. El inversionista que lograra situarse en este

nivel de eficiencia de mercado trataría de beneficiarse recurriendo al análisis fundamental y de la información privilegiada.

Del mismo modo, Fama (citado por Duarte y Mascareñas, 2013) define la forma débil como aquella en que "... la información relevante para tomar decisiones de inversión está recogida en los precios históricos de las acciones..." (p. 22).

4.2. La Hipótesis Intermedia del Mercado Eficiente

Esta hipótesis implica que el precio de las acciones no solo refleja toda la información pasada, sino la disponible acerca de la empresa o de su entorno, que se ha hecho pública, como los estados financieros de las empresas, los anuncios de dividendos y las variables macroeconómicas como las tasas de interés, entre otros.

Fama (citado por Duarte y Mascareñas, 2013) establece que "... la forma semifuerte se presenta cuando además de los precios históricos se cuenta con toda la información pública que contribuye a la formación de los precios..." (p. 22). Así, el análisis fundamental implica la investigación sobre variables que afectan el valor de las acciones, como los tipos de interés futuro, las perspectivas de ganancias y el riesgo de la compañía, entre otras. Una vez más, la HME predice que los análisis fundamentales no añaden valor ya que los títulos valores reflejan en su precio el valor intrínseco, es decir, la afectación de estas variables. Por tanto, quien se quiera situar en este nivel de la hipótesis intentaría lograr un rendimiento superior sólo si hace uso de la información privilegiada.

4.3. La Hipótesis Fuerte del Mercado Eficiente

A este nivel, el precio de los títulos valores refleja toda la información pasada, pública e interna de las organizaciones y se refiere por tanto a la máxima eficiencia del mercado, en la cual, la única forma de lograr un rendimiento superior vendría a ser

meramente el azar. De la misma manera, Fama (citado por Duarte y Mascareñas, 2013) define la forma fuerte de eficiencia del mercado como "... aquella en que los inversores cuentan con información privilegiada relevante para la formación de los precios (además de contar con la información histórica y con la actualmente pública). En definitiva, la forma fuerte contiene a la semifuerte y esta última implica el cumplimiento de la forma débil..." (p. 23).

5. Contradicciones entre las hipótesis de los mercados eficientes

Grossman y Stiglitz (citados por Duarte y Mascareñas, 2013) critican la hipótesis de la eficiencia en su forma fuerte, ya que para ellos los precios solo reflejan de forma parcial la información disponible. Estos críticos parten de que la información es costosa, y si el mercado es eficiente, entonces nadie tendrá incentivos para incurrir en el costo de la información. Igualmente se ha evidenciado que en varios mercados, las decisiones de inversión se toman basándose en elementos psicológicos (efecto manada o moda), lo cual implica negociar por entusiasmo o imitación y no se considera el elemento racional en el sentido económico, y eso induce al alza o a la baja en los precios de los instrumentos financieros, alejándolos así de su valor intrínseco.

Adicionalmente, Stiglitz, condena el comportamiento descontrolado e imprudente de *Wall Street* ante la crisis suscitada en los años previos al 2007 y las medidas adoptadas por los gobiernos que se pusieron en contra de los asalariados y pensionados y no de los banqueros responsables del descalabro. Por último se presenta el problema de la "Teoría de la Agencia", referida a que muchos inversores delegan la administración de sus inversiones en manos de profesionales como bancos y corredores de bolsas, con lo cual se evidencia a menudo que los intereses de estos intermediarios no son los mismos que

los de los inversores, tal como expresan las críticas expuestas a continuación:

(...) ponen de manifiesto que el papel regulatorio del Estado en los mercados podría contribuir a un mayor nivel de eficiencia, sin embargo, desde el punto de vista de los agentes del mercado financiero, una fuerte regulación podría generar ineficiencias en estos mercados (Duarte y Mascareñas, 2013 p. 24).

En definitiva, la regulación ejercida por el Estado se justifica siempre que mejore el funcionamiento del mercado, toda vez que facilite y vigile la libre competencia a la vez que descansa sobre un marco institucional adecuado.

6. Panorama actual del mercado de valores venezolano

Entre las medidas adoptadas a partir de enero del 2010 por el Ministerio de Economía y Finanzas a través de la extinta Comisión Nacional de Valores –hoy Superintendencia Nacional de Valores– se cuenta la prohibición a los operadores de valores autorizados (lo que anteriormente eran casas de bolsa y corredores públicos de títulos valores) miembros de la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) * de hacer transacciones de títulos valores en el mercado permuta. Adicionalmente les solicitó la eliminación de los mutuos y contempló también la prohibición, por la nueva Ley de Mercado de Valores (2010), de que dichos operadores negociaran los bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN), tanto en dólares como en bolívares. García (2010) explica que tales medidas obedecieron a la distorsión de un instrumento muy interesante llamado mutuo† por parte de algunas casas de

* La Bolsa de Valores de Caracas, C.A. es una institución de carácter privado fundada desde 1947 que tiene en un local abierto al público inversionista donde antes acudían los operadores de valores autorizados (anteriormente casas de bolsa). Desde febrero del año 1992, la Bolsa de Valores de Caracas, C.A. inauguró el sistema electrónico de negociación desarrollado por la Bolsa de Valores de Vancouver, razón por la cual la mayoría de los operadores de valores autorizados operan desde su sitio de trabajo, es decir, remotamente. A partir de julio de 1999 hasta la fecha funciona el Sistema Integrado Bursátil Electrónico (SIBE).

† El mutuo es un contrato en virtud del cual una persona (prestamista o mutuante) entrega a otra (prestataria),

bolsa y sociedades de corretaje de valor, mencionando además que...

... bajo el respaldo que amparaba la figura del mutuo, éstos agentes del mercado crearon situaciones que colocaban en riesgo a los inversionistas. Los niveles de apalancamiento alcanzados por algunas Casas de Bolsa excedían los niveles adecuados en relación a sus patrimonios. Bajo las leyes del Mercado de Valores, las intermediaciones financieras que permiten los mutuos no tienen encaje legal ni garantía por parte de algún organismo del Estado, como la que ofrece FOGADE al sistema bancario (p. 1).

Tal como plantea Aguirre (2011), el adecuado funcionamiento del mercado financiero descansa en el cumplimiento de las condiciones mínimas de liquidez y un conjunto de reglas claras, con lo cual contribuirá a generar crecimiento económico. Es necesario además que el Gobierno impulse la incursión en el mercado de valores con instrumentos y normas que contribuyan a enraizar en el individuo la conveniencia del ahorro. Según Aguirre (*ob. cit.*), *"la regulación debe tener como finalidad primaria proteger a los inversionistas, garantizar el funcionamiento como depósitos de valores, asegurar que los mercados sean imparciales, equitativos, eficientes y transparentes, además de reducir el riesgo sistémico"* (p. 4).

García (2012), por su parte, hace hincapié en una característica importante de las economías desarrolladas, el hecho de que posean un mercado de valores amplio a través del cual el ahorro interno de los ciudadanos es canalizado hacia este, permitiendo así que el sector privado financie sus inversiones y crecimiento, además de que contribuyen a que el sector público financie sus necesidades de financiamiento en sus tres niveles de gobierno (central, municipal y entes estatales). Sostiene García (*ob. cit.*) que...

... si se cometieron irregularidades en algunas casas de bolsa y se violaron normas en ciertos niveles de apalancamiento permitido,

funciones fuera de sus alcances de negocios y delitos probados, esas casas de bolsa deben ser sancionadas y excluidas del mercado, pero la solución no debe ser eliminar el mercado de valores y reducir casi todas las posibilidades de negocios de las casas de bolsa del país... Esta difícil situación del mercado de hoy, puede tornarse en una oportunidad para ordenar y depurar el mercado de valores nacional, y potenciarlo con nuevos actores del mercado bursátil con el conocimiento, experiencia y honestidad, así como la creación de nuevos instrumentos y mercados de inversión. El país, el mercado y los inversionistas, todos salen ganando (p. 2).

Según los resultados que arrojó el Informe Anual 2013 emitido por la Superintendencia Nacional de Valores en cuanto a emisiones en el mercado primario en millones de bolívares, se podría inferir que, pese a las fluctuaciones propias que puede experimentar el mercado de valores venezolano en un determinado periodo debidas a tensiones de orden económico o político, la tendencia reflejaría la incursión en este de distintos sectores de la actividad económica y en distintos tipos de instrumentos financieros, tal como se muestra en el Tabla N° 1.

mutuario o mutuatario) dinero u otra cosa consumible para que se sirva de ella y devuelva después otro tanto de la misma especie y cantidad.

Tabla N° 1. Títulos valores emitidos por actividad económica. Periodo 2011-2013 (emisiones en el mercado primario)

Distribución por Sectores de Actividad Económica y Tipo de Título Valor de las Ofertas Públicas Autorizadas por la SUNAVA
 (Millones de Bolívares) Tomado del Informe Anual 2013 de la SUNAVAL

Concepto	Oferta Públicas (Millones de Bolívares)			Variación Relativa		Distribución Porcentual (%)		
	Monto Año 2011	Monto Año 2012	Monto Año 2013	Año 2012	Año 2013	Año 2011	Año 2012	Año 2013
TOTALES	40620,97	24650,66	32691,16	-15970,3		100,00	100,00	100,00
I ACCIONES	390,92	175,66	1981,16	-215,26	1805,5	0,96	0,71	6,06
Industria Manufacturera	0	6,55	0	6,55	-6,55	0,00	3,73	0,00
Electricidad, Aguas, Luz y Aseo	26,53	0	0	-26,53	0	6,79	0,00	0,00
Construcción	2,21	0	0	-2,21	0	0,57	0,00	0,00
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a Empresas	362,18	169,11	1981,16	-193,07	1812,05	92,65	96,27	100,00
II OBLIGACIONES	39680,05	24175	30140	-15505,1	5965	97,68	98,07	92,20
Industria Manufacturera	35	220	200	185	-20	0,09	0,91	0,66
Agricultura, Caza, Sicultura y Pesca	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Electricidad, Aguas, Luz y Aseo	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Petróleo	39345	15900	28350	-23445	12450	99,16	65,77	94,06
Comercio al Por Menor y al Por Mayor	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Restaurantes, Hoteles y Casinos	0	150	60	150	-90	0,00	0,62	0,20
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	30,05	0	500	-30,05	500	0,08	0,00	1,66
Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a Empresas	270	7905	1030	7635	-6875	0,68	32,70	3,42
III PAPELES COMERCIALES	550	300	570	-250	270	1,35	1,22	1,74
Agricultura, Caza, Sicultura y Pesca	500	0	0	-500	0	90,91	0,00	0,00
Industria Manufacturera	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Electricidad, Aguas, Luz y Aseo	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Construcción	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Comercio al Por Menor y al Por Mayor	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Restaurantes, Hoteles y Casinos	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a Empresas	50	300	570	250	270	9,09	100,00	100,00
IV UNIDADES DE INVERSIÓN	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Entidades de Inversión Colectiva	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00

Fuente: Informe Anual 2013. Superintendencia Nacional de Valores

En cuanto al mercado primario se refiere, durante el periodo 2011–2013, las obligaciones lideraron las preferencias (por encima del 90%) como instrumentos

para el financiamiento de las empresas, aun cuando en el 2013 se evidencia una baja asociada con el aumento en la emisión de acciones, las cuales se

incrementaron a un 6% en comparación a los años anteriores, en los cuales no se alcanzaba ni el 1%. La proporción de los *papeles comerciales* experimentó igualmente un alza en el 2013 llegando al 1,74% con respecto al 2012 que significó solo el 1,22% de la oferta.

Con respecto al sector económico resultó ser el petrolero el que más se valió del mercado de valores para financiarse mediante la emisión de obligaciones (94,06% en el año 2013), seguido por el financiero, por el orden del 3,42% en 2013.

Según Franco (2012) se creó el gran despegue de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario* (BPVB) por la emisión de bonos del Estado para pagar prestaciones sociales a los trabajadores del Estado venezolano. El compromiso del Gobierno Bolivariano, según el funcionario, es captar como inversionistas a las cajas de ahorro ofreciendo como ventaja un menor riesgo al que se expondrían los inversionistas si acudieran a una casa de bolsa, destacando la quiebra que en los años previos sufrieron muchas de esas instituciones privadas a causa del mal manejo por parte de sus dueños. La actividad fundamental de la BPVB es la colocación de la deuda pública y privada en el mercado.

A propósito de las operaciones de personas jurídicas particulares se transan *bonos quirografarios* y *papeles comerciales* (instrumentos garantizados por los activos de la empresa, una garantía real o una póliza de seguro). En el caso de la deuda del Estado se tendrían previstos *vebonos* de momento,

estimando negociar en el futuro *títulos de interés fijo* (TIF). La BPVB, sostiene Franco (*ob. cit.*), contribuirá con la democratización del capital, ya que los trabajadores que dispongan de pequeños ahorros tendrán la posibilidad de invertir en títulos que generen mejores rendimientos que las cuentas de ahorro o los fideicomisos de los bancos (esta institución cobra una comisión mínima y ofrece rendimientos cercanos al 18%).

Con relación a lo anterior, el Informe Anual 2013 emitido por la Superintendencia Nacional de Valores evidencia que la puesta en funcionamiento de la BPVB no obstaculizó la operatividad de la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) para el periodo en cuestión, aun cuando los resultados financieros favorecieron a la institución pública debido a los volúmenes de operaciones de renta fija que se transaron en ella (Tabla N° 2).

* La Bolsa Pública de Valores Bicentenario es un ente de derecho público que inició operaciones el 31 de enero de 2011, creado por la ley para la prestación de todos los servicios de operaciones con valores emitidos por los entes públicos, empresas de propiedad social o colectiva, empresas mixtas, cajas de ahorro de entes públicos, comunidades organizadas, institutos autónomos, empresas privadas, pequeñas y medianas empresas y la República, con la finalidad de proporcionarles adecuada liquidez y financiamiento y contribuir al desarrollo económico-social mediante la inversión en los sectores productivos del país. Adicionalmente, la Bolsa Pública de Valores Bicentenario podrá prestar los servicios de depósito, custodia, transferencia, compensación y liquidación de los valores inscritos en la Bolsa, pudiendo también actuar como agente de colocación de los títulos-valores que emitieron sus respectivos emisores.

Tabla N° 2. Montos negociados en la Bolsa de Valores de Caracas y en la Bolsa Pública de Valores Bicentenario. Periodo 2011-2013

Año	Bolsa de Valores de Caracas					Bolsa Pública de Valores Bicentenario	Mercado Secundario Total			Caja Venezolana de Valores C. A.
	Montos Negociados en la Bolsa de Valores de Caracas 2012-2013 (Millones de Bolívares)			Distribución Prorcentual (%)		Montos Negociados en la Bolsa Pública de Valores Bicentenario 2012-2013 (Millones de Bolívares)	Total Montos Negociados en el Mercado Secundario (Millones de Bolívares)	Distribución Prorcentual (%)		Subcuentas
	Renta Variable	Renta Fija	Total Montos Negociados	Renta Variable	Renta Fija			Bolsa de Valores de Caracas	Bolsa Pública de Valores Bicentenario	
2013	1206	66,18	1272,18	94,80	5,20	6.522,58	7.794,76	16,32	83,68	310.918
2012	603,29	80,16	683,45	88,27	11,73	3.267,94	3.951,39	17,30	82,70	310.169
Variación Relativa Anual	602,71	-13,98	588,73			3.254,64	3.843,37	-0,98	0,98	749
Variación Porcentual Anual (%)	99,90			6,53	-6,53	49,90	97,27			0,24

Fuente: Informe Anual 2013. Superintendencia Nacional de Valores

Según lo anterior, en el año 2013, tanto la BVC como la BPVB duplicaron prácticamente los montos negociados en el mercado secundario con respecto a lo transado durante el año 2012. En la BVC se destaca que los instrumentos de *renta variable* son los que más se transan (por el orden del 94,80%, habiéndose experimentado un incremento en ellos por el orden de los 6 puntos porcentuales.

En cuanto a los montos negociados por una u otra bolsa se nota que el 97,27% se transa en la BPVB debido a que asumió la mayor cuantía en la negociación de valores de *renta fija* emitida por el Estado venezolano. Por último, el incremento en la apertura de *subcuentas de valores** reflejados por la Caja Venezolana de Valores, C.A. indica que 749 nuevas personas ingresaron como inversionistas del mercado de valores venezolano, lo

cual induce a pensar que este va ganando poco a poco la confianza del mercado. Es importante acotar que en la fecha en que se efectuó la revisión documental, aún la SNV no había publicado en su portal Web el informe anual correspondiente al año 2014, razón por la cual no se consideró dicho año para el análisis.

7. Otras consideraciones

Una vez desarrollado el marco conceptual para dar respuesta al tema que nos ocupa se podría llegar a una primera conclusión:

Para que un mercado sea eficiente es necesario que los participantes en el mismo utilicen el *análisis técnico* (que busca formas en las series históricas de precios que sean recurrentes y, por tanto, predecibles) y el *análisis fundamental* (que utiliza las predicciones de beneficios y dividendos de la empresa, las expectativas sobre los tipos de interés y la valoración del riesgo de la compañía para determinar el precio

* Las subcuentas de valores son cuentas abiertas por la Caja Venezolana de Valores en su sistema, según la notificación que haga el depositante a la Caja, con la finalidad de abonar y cargar los valores producto de las operaciones de depósito, retiro y transferencia ordenadas.

intrínseco de la acción) con objeto de que la competencia entre los analistas asegure que, como regla general, los precios de los títulos reflejarán toda la información disponible (Aragonés, 1994, pp. 80-81).

En el caso venezolano, mediante –por ejemplo– la información publicada en el portal Web de la Bolsa de Valores de Caracas, específicamente en la sección de referida a las empresas emisoras, se puede llevar a cabo la primera fase o análisis fundamental, en el cual se evalúa a la empresa emisora de la acción o título valor en la que está interesado el inversor. Aspectos como medir la experiencia de la empresa, el riesgo moral con base en la evaluación de los directores y el análisis de la información de los estados financieros públicos (liquidez, rentabilidad, manejo de sus activos y el endeudamiento) son de suma importancia, así como los índices de dividendos por acción, utilidad por acción, tasa de pago de dividendos y relación precio-utilidad, que configuran este análisis.

Adicionalmente, en cuanto al análisis técnico se refiere, la Bolsa de Valores de Caracas, a través de la suscripción al Servicio de Consulta Histórica de Beneficios de Empresas Emisoras ofrece información para que a partir de ella se logren pronosticar los comportamientos futuros del título financiero, identificando de ese modo si los comportamientos son repetitivos y se basan en ciclos. La utilización de herramientas e indicadores estadísticos permite hacer más exactos los pronósticos. Asimismo, al final de cada jornada diaria se publican los resultados de las cotizaciones de acciones y obligaciones (cantidad, último precio de la acción, precio para la compra y precio para la venta de los obligaciones, entre otros).

Diversos autores como Duarte y Mascareñas (2013) reseñan las pruebas que se llevaron a cabo con respecto a las anomalías* que se han presentado en el

mercado de valores, las cuales solo se mencionan como referencia debido a que eso implicaría un análisis más laborioso y no tan conveniente para contestar la interrogante que se plantea en esta investigación.

Se puede concluir entonces que la eficiencia del mercado está íntimamente relacionada con el volumen y calidad de la información obtenida acerca de los títulos valores que en él se coticen.

Si se retoman las premisas de Fama (1970) y las presentadas por Duarte y Mascareñas, en las que descansa el mercado eficiente, podemos analizar a continuación el caso del mercado de valores venezolanos desde el punto de vista institucional:

Ofrece una gama de productos. En nuestro país, aun cuando el volumen o cantidad de acciones es bajo si se compara con el de de otras bolsas latinoamericanas, el mercado de valores oferta una variedad de títulos emitidos por empresas privadas, tales como acciones (valores de renta variable) y obligaciones (valores de renta fija). De igual manera se negocian valores emitidos por el Estado, tales como los *DPN* y las *letras del tesoro*. Asimismo, el inversor puede recurrir a las entidades de inversión colectiva en aras de que profesionales en el área, debidamente autorizados por la SNV, gestionen estos fondos. Utiliza aquí el inversor una estrategia llamada *gestión de cartera pasiva* †. En definitiva, el inversor elige el nivel de riesgo bajo el cual desea invertir. En este sentido, en Venezuela se cotizan distintos tipos de valores para permitir que el inversor decida y escoja por el que se adapte más a su perfil y a sus preferencias.

fin de semana, el efecto tamaño, el efecto olvido y el efecto liquidez y el valor de mercado de las acciones frente al valor, según libros, de esta.

† La *gestión de cartera pasiva* es una estrategia que se basa en la premisa de que los valores tienen un precio justo y evita el costo que implica la elaboración de un análisis de valores. Por el contrario, una estrategia activa de cartera implica un análisis continuo de los títulos-valores a fin de intentar la obtención de beneficios al encontrar o reconocer valores infravalorados.

* Estas se han denominado *anomalías de la eficiencia del mercado* por ser irregularidades persistentes y de gran magnitud. Veamos a continuación las siguientes: el efecto

Es una fuente de capital. Como se ofertan títulos para invertir a distintos plazos, las empresas que coticen en las bolsas de valores podrán satisfacer sus necesidades de financiamiento a un costo menor, ya que los plazos de los títulos valores son menores y se facilita la pronta convertibilidad con un menor riesgo. Esto último se traduce obviamente en menores costos por el financiamiento.

Fomenta la liquidez: Tal es el caso de las acciones, las cuales, mientras el inversor las mantenga en su poder, recibirá dividendos proporcionales al desempeño de la empresa, e igualmente serán de fácil convertibilidad a efectivo al momento en que él decida venderlas. De igual manera, las obligaciones generan intereses por la inversión y representan igualmente un título que ha de ser canjeable a efectivo con facilidad en el momento de su venta o vencimiento. Esta es la razón por la cual el mercado de valores permite la movilidad oportuna de los capitales.

Ofrece seguridad: El mercado de valores venezolano cuenta con leyes, reglamentos y normas que regulan su funcionamiento y es supervisado además por la SNV. La Ley de Mercado de Valores fundamenta su acción en la protección de los inversores. Por su parte, la SNV ejerce control y supervisión a las empresas emisoras, las cuales se obligan a presentar información sobre su desempeño. Esta información es revisada por la SNV y publicada al mercado. Los intermediarios (asesores de inversión y los operadores de valores autorizados) son obligados a prestar sus servicios con ética, y la SNV tiene formulado para ello un marco de acción y las sanciones a las cuales están sujetos. La BVC y la BPVB son reguladas igualmente por la SNV y cuentan con reglamentos internos que permiten brindar a sus inversores control, seguridad y eficiencia.

Brinda transparencia: la SNV se asegura de que los emisores de las acciones e instrumentos de deuda en el mercado primario suministren oportunamente y de manera continua

información financiera y contable, además de velar porque esta sea pública y disponible para todos los inversores. Con respecto al mercado secundario aplica sobre él jornadas de inspección en aras de vigilar los registros contables de las operaciones llevadas a cabo por los distintos intermediarios. De la misma manera, para el mercado primario obliga a los participantes a que publiquen la información económica y financiera al público en general. Igualmente, la BVC cuenta con el Sistema Integrado Bursátil Electrónico (SIBE), que consta de una moderna plataforma tecnológica propia de los estándares de las bolsas internacionales y permite la interacción pública y transparente entre compradores y vendedores.

En cuanto al punto de vista de los agentes, toda la información relevante que requiera el inversor para llevar a cabo tanto un análisis fundamental como técnico se encuentra disponible –tal es el caso de la que se publica en el portal web de la Bolsa de Valores de Caracas– y siempre será el inversor quien decida, con base en su perfil y su horizonte temporal, cuál utilizar para sus análisis. Adicionalmente, el inversor recurre a información económicamente correcta, ya que los precios de los valores se fijan tras el análisis de la información económica que arroja cada empresa emisora según su desempeño, con lo cual las decisiones de inversión resultan más que racionales por parte de los participantes de este mercado.

Por último, el Banco Central de Venezuela publica información en su página Web con respecto a las variables macroeconómicas a considerar en los análisis fundamentales, e igualmente publica en prensa informaciones relevantes al caso. De la misma manera, en los plazos correspondientes, las empresas que cotizan en las bolsas de valores publican en prensa los estados financieros del período económico que recientemente hayan culminado. En definitiva, la información existe, lo importante es saber en dónde ubicarla y,

por supuesto, asimilarla para sacarle el mayor provecho posible.

8. Conclusiones

Luego de caracterizar el mercado de valores de Venezuela y con base en el análisis documental de la Teoría de los Mercados Eficientes y las Hipótesis de Mercado Eficiente (HME) se llegó a la conclusión de que el mercado de valores venezolano es eficiente en grados débil e intermedio debido al hecho que quien quiera elaborar –teniendo el conocimiento necesario– tanto un análisis técnico como otro fundamental, encuentra la información sobre las variables a considerar por cada uno de estos de manera oportuna y veraz, contando con la supervisión y vigilancia de la SNV y sin mayores costos de transacción.

En síntesis, desde el punto de vista institucional, el mercado de valores venezolano oferta distintos productos (tanto valores de renta variable como de renta fija), los cuales podrá elegir el inversor según su perfil y a sus preferencias. Con esta inversión, el participante garantiza la movilidad oportuna de los capitales, ya que en el momento de requerir efectivo, tanto la inversión que tenga en acciones como en obligaciones resultarán fácilmente convertibles cuando venda, y mientras las tenga en su poder recibirá dividendos según el desempeño de la empresa (cuando sean acciones) y/o intereses por la inversión (cuando sean obligaciones). Adicionalmente, los inversores participan en este mercado con la seguridad de que está siendo supervisado por la Superintendencia Nacional de Valores, la cual, en aras de garantizar la transparencia de las operaciones, vela por que las empresas emisoras suministren oportunamente y de manera continua información financiera y contable que además esté disponible para todos los inversores.

Desde el punto de vista de los agentes, el mercado de valores venezolano

garantiza a los inversores la información necesaria y relevante para que lleven a cabo análisis fundamentales y técnicos, y el uso de la información que reporta este mercado permite la toma de decisiones racionales de inversión, ya que se basa entonces en el análisis de la información económica que arroja cada empresa emisora según su desempeño.

En definitiva, el mercado de valores venezolano debería incrementar la participación de la población en él permitiendo así la democratización de los capitales, lo cual resultaría muy beneficioso para la economía nacional en general. En definitiva, el desarrollo de esta investigación dejó ver, al menos durante el año 2013, un incremento importante en los montos negociados en La BPVB, los cuales se duplicaron en el mercado secundario con respecto a lo transando durante el año 2012.

9. Referencias

- Aguirre, N. (2011) *Régimen del mercado de valores. Situación actual*. Recuperado de: <http://www.venamcham.org>
- Anido, D. (1996) *El mercado de capitales: algunos aspectos conceptuales*. Recuperado de: webdelprofesor.ula.ve.
- Aragonés, J. (1994) La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital; en *Análisis Financiero*. Universidad Complutense De Madrid, 64, 76-89
- Bodie, Zvi; Alex, Kane; Alan, M. (2004) *Principio de inversiones*. McGraw-Hill/Interamericana de España. Madrid, 5ª edición.
- Bolsa de Valores de Caracas (2015) *El Sistema de transacciones SIBE* Recuperado de <http://www.caracasstock.com>
- Duarte, J; Mascareñas, J. (2013) La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. En *Análisis Financiero*, 122, 21- 35.
- Franco, F. (2012, marzo 04) *Para convertirse en inversionista solo se requieren mil bolívares*. La Bolsa

Pública de Valores evitará la especulación con los Petrobonos para pagar pasivos laborales. Recuperado de <http://www.correodelorinoco.gob.ve>
García, G. (2010) *Los mutuos: un terreno bursátil.* El Universal. Recuperado de <http://www.eluniversal.com>
García, G. (2012, julio 15) *El mercado de valores y su importancia.* El Universal. Recuperado de <http://www.eluniversal.com>

Ley de Mercado de Valores. G. O. 39546 de fecha 5 de noviembre de 2010.
Rodríguez, Ángel (2007) El mercado de capitales como alternativa de inversión. En *Visión Gerencial*. Año 6, N° Especial, 105–116.
Superintendencia Nacional de Valores (2013) *Informe Anual 2013.* Recuperado de: <http://www.sunaval.gob.ve>