

Las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas

Sabatino Costanzo y Urbi Garay

Corría el mes de mayo de 2005 y Nelson Ortiz, Presidente de la Bolsa de Valores de Caracas (BVC), analizaba por qué las Joyas de la Bolsa, un producto financiero lanzado por la BVC en 2002, habían tenido un desempeño tan decepcionante en función de los volúmenes negociados, al tiempo que, paradójicamente, habían proporcionado jugosos rendimientos a sus tenedores. Nelson estaba por reunirse con los miembros de la junta directiva de la BVC para discutir si las Joyas debían ser relanzadas o más bien retiradas del corro bursátil.

Las Joyas de la Bolsa están constituidas por tres instrumentos del tipo *Exchange Traded Funds* (ETF), denominados Perlas, Rubíes y Esmeraldas. Las Perlas son un producto financiero cuyo activo subyacente es una cesta de instrumentos de deuda emitidos en bolívares por el Gobierno venezolano. Los activos subyacentes de los Rubíes están conformados por dos emisiones de deuda denominadas en dólares y realizadas por el Gobierno venezolano. Por último, las Esmeraldas consisten en unos ETF cuyos activos subyacentes son acciones de nueve empresas internacionales de renombre y muy conocidas en Venezuela.

Las Joyas se introdujeron en un intento por incrementar la oferta de productos financieros a disposición de los inversionistas venezolanos, con la esperanza de incrementar los volúmenes transados en la BVC, los cuales habían caído a unos niveles tan bajos que incluso hicieron peligrar la existencia misma de la Bolsa. La negociación de las Joyas puede incrementar el volumen de operaciones realizadas en el corro, proporcionando oxígeno a las casas de bolsa que se beneficiarían de las comisiones percibidas de su compra y venta. Además, las Joyas fueron ideadas para facilitar la entrada al mercado bursátil de pequeños inversionistas, dominado hasta ese entonces por inversionistas institucionales. Sin embargo, y a pesar de los esfuerzos llevados a cabo, a finales de 2004 las Joyas probaron ser una alternativa de inversión poco atractiva y Ortiz se preguntaba si debían ser relanzadas o retiradas del mercado.

Los autores agradecen el apoyo ofrecido por la Bolsa de Valores de Caracas, Econoinvest y U21 para la realización de este caso; asimismo, dejan constancia de que parte de la información obtenida proviene de la tesis de la Maestría en Finanzas que los estudiantes del IESA Alejandro Iranzo y Marcos Martínez elaboraron en 2004, bajo la tutoría de Sabatino Costanzo y Urbi Garay.

Los casos docentes son desarrollados exclusivamente para servir como base de discusión en un ámbito educativo. No implican respaldo a personas u organizaciones, no ilustran el manejo efectivo o no de una situación administrativa ni deben considerarse fuentes primarias de información.

Copyright © 2004 Instituto de Estudios Superiores de Administración, IESA. Para adquirir copias del caso o solicitar autorización para reproducirlo en todo o en parte, contactar a ediesa@iesa.edu.ve o llamar a +58-212-555.44.52. Ninguna parte de este documento puede ser reproducida, almacenada en base de datos, utilizada en hojas de cálculo o transmitida en cualquier forma (incluso métodos electrónicos o mecánicos, fotocopias, grabaciones o cualquier otro) sin el permiso del IESA, titular del derecho de autor que protege esta obra.

La Bolsa de Valores de Caracas

Aunque la actividad bursátil en Venezuela se remonta a comienzos del siglo XIX, la Bolsa de Valores de Caracas fue fundada en 1947. En 1973 fue promulgada la Ley de Mercado de Capitales, con el objeto de regular el mercado de capitales, y en 1975 fue creada la Comisión Nacional de Valores. Según la información publicada en su página web oficial (www.caracastock.com), la misión de la Bolsa de Valores de Caracas es¹:

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 nuestros accionistas.

Desde los años veinte del siglo pasado, la economía venezolana había estado dominada por la industria petrolera, la cual se encuentra en manos del Estado venezolano desde que fuera nacionalizada en 1975. Como resultado, el sector privado de la economía y la bolsa de valores son relativamente pequeños si se comparan con otros mercados emergentes. El volumen transado en la bolsa comenzó a crecer sólo a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa, cuando la economía y la bolsa fueron abiertos a la inversión extranjera y los precios de las acciones aumentaron aceleradamente. Una severa crisis bancaria entre los años 1994 y 1995 afectó la actividad bursátil. De hecho, el mercado no se recuperó excepto por un breve período en 1997 y luego entre 2003 y 2004 a raíz de la implantación del control de cambio por parte del Gobierno venezolano. Los volúmenes negociados promediaban el equivalente a unos veinte millones de dólares diarios en 1997, mientras que cuatro años después no llegaban al millón de dólares diarios. Por otra parte, el sector privado se había contraído como resultado de la severa recesión que sufrió la economía durante la mayor parte de la década de los años noventa².

Ya en el año 2001, la BVC había comenzado a buscar mecanismos que permitieran acrecentar los volúmenes negociados de instrumentos en un intento por contrarrestar los efectos causados por el decreciente número de empresas listadas en la bolsa. Peor aún, la mayor parte de las empresas cotizaban ahora sus acciones en el mercado estadounidense en forma de *American Depositary Receipts* (ADR) y algunas otras estaban ya fuera de la bolsa o habían visto reducidos los volúmenes transados de sus acciones al haber sido vendidas, como en el caso de la compra a mediados de 2000 por parte de la empresa norteamericana AES Corporation de cerca del ochenta por ciento de las acciones de la Electricidad de Caracas, una de las empresas líderes en la bolsa. De hecho, la situación era tan grave que algunas casas de bolsa -particularmente aquellas cuyos volúmenes de negocios habían caído más y, como consecuencia, experimentaban fuertes pérdidas- proponían que el mercado de valores fuese cerrado y las utilidades no distribuidas de la bolsa se repartieran entre los accionistas.

Por otra parte, la situación económica y política de Venezuela lucía complicada. El año 2002 se iniciaba en medio de fuertes rumores de devaluación y control de cambio, con una crisis política que se había exacerbado con la reciente aprobación de la Ley Habilitante por la Asamblea Nacional. Esta ley confería amplios poderes al gobierno del presidente Hugo Chávez para aprobar una serie de controversiales leyes³.

Crecimiento de los ETF a escala internacional

Los ETF son fondos de inversión o cestas de activos que se transan en las bolsas de valores, igual que las acciones y las unidades de inversión. A diferencia de los fondos mutuales tradicionales, los ETF pueden ser comprados y vendidos cada día durante la rueda de negociación del mercado. Pueden, además, ser

¹ El anexo 1 contiene una breve reseña cronológica de la actividad bursátil en Venezuela desde 1975.

² Este apartado puede ilustrarse con los gráficos presentados en el anexo 2.

³ El anexo 3 presenta las perspectivas económicas que preveía la agencia Stratford a comienzos de 2002.

vendidos en corto y comprados con margen. Los ETF permiten invertir en una gran cantidad de portafolios de acciones, bonos y bienes raíces en los EE UU y en el resto del mundo. Para el año 2001, contaban con aproximadamente cien mil millones de dólares en activos y había 169 fondos en diez países.

¿Cuándo surgió el primer ETF? La respuesta a esta pregunta se puede encontrar en la revista *Financial Analyst Journal*⁴, en la cual el profesor Nils Hakansson publicó un trabajo que esbozaba la creación de un fondo de inversión teórico en donde un conjunto de *supershares* proporcionaban un rendimiento que dependía de un nivel de retorno del mercado previamente especificado.

A finales de la década de los ochenta, Leland, O'Brien, Rubinstein Associates (LOR), una empresa que había desarrollado productos financieros que ofrecían protección a los portafolios de los inversionistas, estimó que habría suficiente demanda para un vehículo de inversión capaz de ofrecer cobertura de riesgo. Para que este producto funcionara era necesario realizar una inversión en un índice que representara el activo subyacente, pudiera estar listada en una bolsa y continuamente ofreciera y redimiera acciones. En 1990, LOR comenzó el tedioso camino de solicitar a la Comisión de Valores y Bolsas de EE UU (*Securities and Exchange Commission*, SEC) que autorizara la creación de un ETF. LOR escogió el índice *Standard and Poor's 500* (S&P 500) como la estructura básica y denominó a la inversión *Index Trust SuperUnit*, el cual introdujo en 1993. Si bien este vehículo ofrecía ventajas sobre otros productos de cobertura, resultó ser muy complejo para el mercado.

La bolsa de valores *American Stock Exchange* (AMEX) solicitó la creación de un ETF basado en el índice S&P 500 como una unidad de inversión llamada SPDR (*Standard & Poors Depositary Receipts*), recibiendo en 1992 la autorización de la SEC. Es así como se originó el primer ETF de los EE UU. El SPDR ganó aceptación en el mercado y se convirtió en el primer ETF comercial exitoso, lo cual le permitió a la AMEX incrementar el volumen negociado en esa bolsa y prácticamente salvarla de su cierre.

En 1996, la empresa de servicios financieros Morgan Stanley unió esfuerzos con Barclays Global Investments y AMEX para lanzar los *World Equity Benchmark Shares* (WEBS), los cuales eran similares a los *Optimised Portfolio As Listed Securities* (Opals) que Morgan Stanley había emitido en Luxemburgo en 1993, con la diferencia de que los WEBS estaban registrados en la SEC. Los WEBS, posteriormente denominados iShares, se convirtieron en los primeros ETF basados en una cesta de acciones de un determinado país. Fueron inicialmente introducidos para diecisiete países (catorce países desarrollados y tres mercados emergentes) y están basados en el índice bursátil del país respectivo calculado por *Morgan Stanley Capital International Indexes* (MSCI). Los ETF internacionales representan una gran oportunidad de invertir en carteras diversificadas y a un costo relativamente bajo en el extranjero, lo cual es particularmente importante debido a la evidencia que existe sobre los beneficios que les proporciona a los inversionistas diversificar internacionalmente sus carteras.

En 1997, se lanza el ETF Diamonds, el cual sigue al índice Dow Jones Industrials. En 1998, Merrill Lynch introduce la categoría de los *Holding Company Depositary Receipts* (Holdr). Los Holdr que están disponibles actualmente se concentran en sectores específicos del mercado, tales como semiconductores y biotecnología, entre otros. En 1999, se lanzan los QQQ (conocidos como *cubes*), los cuales siguen al índice Nasdaq-100. Este ETF ganó una muy rápida aceptación entre los inversionistas y actualmente es el más negociado, especialmente por los inversionistas llamados *day traders*, quienes compran y venden acciones durante el día intentando obtener ganancias extraordinarias⁵.

Las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas

En un mercado en el cual las tasas de interés pasivas habían sido negativas en términos reales desde finales de los años ochenta y en donde la oferta local de productos financieros es muy reducida (básica-

⁴ N.H. Hakansson (1976): "The Purchasing Power Fund: A New Kind of Financial. Intermediary," *Financial Analysts Journal*, 32, pp. 49-59.

⁵ En el anexo 4 se presentan aquellos ETF disponibles en los Estados Unidos y que cuentan con activos netos en exceso de los mil millones de dólares.

mente, un pequeño número de acciones en la BVC, certificados de depósito de los bancos comerciales, e instrumentos de deuda de corto y mediano plazo emitidos por empresas y por el gobierno nacional), la introducción de nuevos productos financieros parecía tener sentido. En particular, la deuda interna emitida por el Gobierno venezolano ofrecía rendimientos positivos en términos reales, pero no se encontraba a la disposición de los pequeños inversionistas, dado el monto mínimo -relativamente elevado- requerido para poder invertir en estos instrumentos. El mismo problema se les presentaba a los pequeños inversionistas que deseaban invertir en el mercado de deuda externa venezolana el activo subyacente de los Rubíes.

Según Agustín Cangas, "creador" de las Joyas:

La motivación para el lanzamiento de las Joyas provino de replicar unos instrumentos existentes en el mercado americano donde éstos a su vez surgieron a raíz de la controversia existente acerca de si los fondos mutuales eran capaces de ganarle al mercado o no. Y como en la mayoría de los casos no se le puede ganar, entonces a alguien se le ocurrió la idea de inventar un fondo que replicara al mercado. En este caso, la ventaja principal consiste en que no se necesita ni de un *manager* ni de un *trader*, lo cual hace que los costos administrativos sean inferiores⁶.

Para Cangas, otra complicación por resolver era que la liquidez del fondo debía ser igual a la de las acciones subyacentes, para así facilitar las operaciones de compra y venta. Por otra parte, en el caso de un fondo mutual existe un problema de transparencia en las operaciones, pues no se sabe a cuánto se compran o se venden las diferentes posiciones que el fondo asume en cada momento. Por ejemplo, para solucionar el problema de la liquidez del fondo que replica al S&P se procedió a listarlo en la bolsa de los Estados Unidos. Para cualquier inversionista medianamente inteligente se hace muy fácil vigilar las posibilidades de arbitraje bajando las 500 acciones del S&P 500 en una hoja de Excel y comparando el precio de cada una para saber el precio de la unidad de inversión versus el precio del índice. El resultado es que el inversionista cuenta con un fondo mutual indexado que, además, es líquido.

Cangas acota que una de las ventajas que ofrecían las Joyas era la de estar exoneradas del impuesto a las ventas de uno por ciento vigente en ese entonces para todas las operaciones con acciones que se realizaran en la bolsa. Este impuesto hacía que las operaciones bursátiles fuesen muy onerosas y le restaba competitividad a la Bolsa de Valores de Caracas; fue, asimismo, una de las principales causas de la caída en los volúmenes transados en acciones y de que una parte importante de las operaciones con acciones venezolanas, especialmente las relacionadas con empresas grandes -como la telefónica Cantv y la Electricidad de Caracas-, se realizaran en Nueva York en forma de ADR.

El nombre de las Joyas se originó en el Índice Dow Jones, el cual se negociaba en un Holdr llamado *Diamond* (Diamante). Según Cangas, el nombre ayudaba a generar una expectativa positiva. Sin embargo, reconoce que el apelativo generó algo de confusión: algunos inversionistas pensaron que la BVC estaba vendiendo piedras preciosas. "En todo caso, el nombre de las Joyas cumplía con el objetivo de captar la atención de los inversionistas, aun cuando se les tuviese que explicar su naturaleza".

*Perlas, Rubíes y Esmeraldas*⁷

En cuanto a las particularidades de cada "joya", las Perlas representan unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN) con un valor nominal igual a cien millones de bolívares. Por cada una de estas cestas de títulos, el fideicomiso emite 200 mil Perlas, las cuales se negocian en la bolsa a un precio que debe ser muy similar al valor unitario de inversión (VUI) . De no ser así, se podrían presentar oportunidades para obtener ganancias por operaciones de arbitraje. Al momento de comenzar a negociarse en el mercado, en junio de 2002, los bonos DPN sub-

⁶ Las citas textuales que reproducen los comentarios de Agustín Cangas, César Prato, Eduardo Fortuna, Aída Lamus y otros consultados a lo largo de este trabajo han sido extraídas de entrevistas realizadas especialmente para este estudio.

⁷ El VUI representa el valor que por unidad de negociación obtendría un inversionista en caso de que ésta redima.

yacentes devengaban un cupón trimestral que ofrecía un rendimiento al vencimiento anualizado de 31,32 por ciento.

Los Rubíes también consisten en unidades de negociación de un fideicomiso, el cual se encuentra invertido en cestas de bonos emitidos por el Gobierno venezolano en dólares americanos. La diferencia radica en que cada una de estas cestas está conformada por 250 mil dólares en bonos DCB y 150 mil dólares en bonos Global 27, ambos con un valor nominal. Por cada cesta, el fideicomiso emite 150 mil Rubíes, los cuales se negocian en la BVC.

Por último, las Esmeraldas representan unidades de negociación de un fideicomiso que se encuentra invertido en cestas de acciones de nueve empresas multinacionales de gran reputación: Cemex, Citigroup, Coca Cola, Fedex, IBM, Johnson & Johnson, Mc Donald's, Shell y Toyota. Cada cesta está constituida por 50 mil Esmeraldas, las cuales se negocian en la BVC. El número de acciones de cada una de estas empresas en la cesta permanece invariable a lo largo del tiempo.

Agustín Cangas opinaba que para el ensamblaje de las Esmeraldas se escogieron empresas que fuesen fácilmente identificables por el público inversionista venezolano, con estados financieros impecables y acciones altamente líquidas. La Esmeralda es una Joya diversificada conformada por acciones predeterminadas e inamovibles, incluso sólo se contemplaba su salida si la empresa se iba a la bancarrota o era adquirida. Sin embargo, se tenía previsto que, dependiendo de la sofisticación del mercado, se pudiesen llegar a lanzar Joyas por sector productivo⁸.

Los gastos ordinarios anuales estimados del fideicomiso de cada una de las Joyas se habían establecido de la siguiente manera: la comisión del fiduciario en porcentaje promedio de la valoración del fondo era de 0,35; la del promotor, 0,25; la de los vendedores, 0,40, sin generar otros gastos operativos. Todas estas comisiones sumaban un total de gastos brutos de 1,00 por ciento .

Estos gastos se van deduciendo anualmente del VUI de cada una de las Joyas. El contrato con el agente fiduciario de las Joyas contempla el derecho que éste tiene a cobrar una comisión que en ningún caso será menor a veinte mil dólares anuales⁹.

Al igual que en el caso de las acciones transadas en la BVC, las operaciones de compra y venta de las Joyas generan una comisión para las casas de bolsa, la cual promediaba un 1 por ciento por transacción. La BVC percibe también un pequeño porcentaje por estas operaciones. Además, las operaciones con acciones y con Joyas tenían la ventaja de estar exoneradas del Impuesto al Débito Bancario (IDB)¹⁰.

El público inversionista

Para el corredor de una conocida casa de bolsa, desde el punto de vista teórico las Joyas son un producto bien diseñado, sobre todo para los inversionistas pequeños. Las Joyas plantearon al inversionista una excelente oportunidad, dada la escasez de productos en los cuales invertir: las Esmeraldas permitían diversificarse internacionalmente adquiriendo un solo título; los Rubíes facilitaban el acceso a bonos de deuda externa cuya denominación era muy alta para un inversionista pequeño; y las Perlas permitían obtener rendimientos muy superiores a los que ofrecían los certificados de depósito emitidos por los bancos. Por otra parte, las Joyas representaban un instrumento más eficiente que los fondos mutuales con los cuales competía, pues operaban con costos menores.

Las Joyas estaban dirigidas al mercado *retail*, es decir, a los pequeños inversionistas. El gran inversionista podía comprar directamente los activos subyacentes a las Joyas: bonos DCB y Global 27, en el caso

⁸ En el anexo 5 se muestran detalles complementarios sobre cada una de las Joyas, incluyendo una explicación acerca del cálculo de su VUI.

⁹ Instructivo para el cálculo del precio de las Joyas de la BVC, 7 de marzo de 2002.

¹⁰ A modo de comparación, en el anexo 6 se presenta una tabla que resume las comisiones que los fondos mutuales cobraban en Venezuela en 2001.

de los Rubíes; bonos DPN en el caso de las Perlas; y las acciones de las nueve empresas internacionales, en el caso de las Esmeraldas.

Según el asesor de mercadeo de la colocación de las Joyas:

Los consumidores no necesariamente quieren entender tu producto. Lo que quieren es que sea digerible. Cuando la gente compra una salsa de tomate no necesariamente está de acuerdo con su composición. Algunos revisan los precios en el anaquel, otros chequean la composición del producto, o sus valores nutricionales, pero son sólo una minoría. Generalmente, los clientes toman un producto del anaquel sencillamente porque les parece que es bueno. Esta manera de nombrarlos lo que buscaba era precisamente eso, que la gente no se complicara demasiado la vida con lo que los productos realmente eran o no eran.

Por ejemplo, para este asesor las Perlas eran un producto de renta fija capaz de ofrecer un rendimiento muy superior al que proporcionaban los depósitos en la banca en ese momento, en lugar de afirmar que representaban una cartera de bonos de la Deuda Pública Nacional con diferentes rendimientos. Pero si el cliente deseaba invertir en dólares, la BVC planteaba la opción de los Rubíes, los cuales le prometían un rendimiento superior al que devengaban las cuentas de ahorro en Estados Unidos, o las Esmeraldas, las cuales podrían ofrecer rendimientos potencialmente altos al invertir en acciones de empresas internacionales.

Se hicieron unas sesiones de grupo y el producto fue bien evaluado. Se hizo una planificación estratégica completa y, desde el punto de vista de mercadeo, se llevó a cabo un análisis que precisaba el tamaño del mercado que podía captar el producto y en cuánto tiempo lo lograría; se proyectó la demanda y, además, se estableció una estrategia a nivel de producto, a nivel de precios, de los canales y de la promoción. Se hizo un gran esfuerzo en la estrategia comunicacional, un *pretest* comunicacional del producto y un *concept and use* para analizar si el producto podía calar. De ahí yo diría que todo salió bien¹¹.

El lanzamiento de las Joyas

Agustín Cangas sugirió lanzar solamente las Esmeraldas para medir su aceptación y propuso que después se lanzaran las otras Joyas, las cuales eran más sofisticadas, dependiendo de las necesidades. Según Cangas, la BVC ordenó que se elaboraran los tres instrumentos para ahorrar a través de las economías de escala por razones de costo. Para Eduardo Fortuny, de Interacciones Casa de Bolsa, cuando las Joyas fueron lanzadas al mercado había dos objetivos contrapuestos, uno estratégico y otro de mercadeo. El primero era posicionar el producto antes de que se implantara un control de cambio -predecible en el ambiente de ese momento-, pues era posible adquirir el activo en bolívares y luego "desempaquetarlo" manteniendo el activo subyacente, el cual estaba denominado en dólares en el caso de los Rubíes y de las Esmeraldas. Para este corredor, si bien el momento de la introducción de las Joyas no fue tal vez el mejor, dada la situación política y económica por la cual atravesaba el país en 2002, varias casas de bolsa sugirieron que se introdujera el producto para que se posicionara mientras se daban las condiciones favorables para su crecimiento.

Según César Prato, de Ezstratego Creative Marketing:

En ese momento, la Bolsa de Valores de Caracas estaba tan hambrienta de tener alguna forma de salida con un producto como el de las Joyas que los participantes de mercado -tanto la bolsa como los corredores y los que de alguna forma contribuimos al diseño del producto- decidieron tomar el riesgo que planteaba este excelente instrumento de inversión. El lanzamiento fue un riesgo controlado. Nelson Ortiz tuvo sus dudas, Agustín Cangas y los desarrolladores del pro

¹¹ El anexo 7 presenta la portada de uno de los folletos informativos de las Joyas de la BVC.

ducto también tuvieron las suyas. Eso motivó muchísimas reuniones de trabajo hasta que finalmente se tomó la decisión de hacerlo, porque como ocurre en el mundo del mercadeo, entre darle y no darle, siempre es mejor darle.

Como se puede apreciar, para el primer día de cotización de las Joyas en la BVC se esperaban órdenes de compra de los inversionistas por el equivalente a 30 millones de dólares. En la primera página del Instructivo para el cálculo del precio de las Joyas de la BVC, presentado por la Bolsa el 7 de marzo de 2002¹², se menciona que:

El próximo lunes 11 de marzo se comenzarán a negociar los nuevos productos de inversión de la Bolsa de Valores de Caracas bautizados con los nombres de Perlas, Rubíes y Esmeraldas. (...) Esta modalidad de inversión está tomando mucho auge en las principales bolsas del mundo dada la posibilidad de negociar carteras de inversión empaquetadas en un solo título, sin los costos y restricciones tradicionales de otros vehículos de inversión.

Resultados

Las Joyas, en función de volúmenes negociados, han probado ser una decepcionante iniciativa para la BVC. Aun a pesar de la campaña publicitaria que se llevó a cabo, de unas pocas operaciones en 2002 se pasó a una situación en los años 2003 y 2004 en la cual las operaciones con estos títulos fueron prácticamente inexistentes. Este resultado es aún más intrigante cuando se considera que estos instrumentos han proporcionado buenos rendimientos a sus tenedores¹³.

Para un corredor de una conocida casa de bolsa, los Vebonos¹⁴ opacaron a las Joyas. Estos instrumentos se introdujeron en la bolsa a comienzos de 2002 y al año siguiente se implantó un control de cambio que produjo una baja en las tasas de interés. Los Vebonos ofrecían rendimientos que llegaron a estar por encima del cincuenta por ciento anual y eran, además, muy líquidos, transparentes y contaban con una gran cantidad de participantes interesados. Posteriormente, en agosto de 2003, el Ministerio de Finanzas realizó la primera emisión de bonos denominados en dólares y pagaderos en bolívares. Esa nueva y muy poderosa competencia para las Joyas permitió comprar dólares a un precio inferior al del mercado paralelo y, además, en forma legal. Para este corredor, el venezolano ha ido poco a poco descubriendo el mercado de capitales gracias a la figura de los Vebonos. Su colocación fue exitosa tanto desde el punto de vista de mercadeo como de inversión.

Para Agustín Cangas, el fracaso de las Joyas -en función del volumen casi nulo negociado desde su lanzamiento- se debe a que los bancos no ofrecieron el producto a sus clientes porque al hacerlo podían opacar a sus propios fondos mutuales, lo que generaba para los bancos un conflicto de intereses. Para Cangas, este problema fue determinante, considerando que son los bancos quienes tienen los recursos, los clientes y la red de distribución que se necesitaba en ese momento. Afirma, además, que fue un error que las Joyas hubiesen sido promovidas por la Bolsa, pues -en su opinión, y analizando su lanzamiento en retrospectiva- debieron haber sido promovidas por un banco, lo que habría permitido que las Joyas alcanzaran una masa mínima de clientes para poder promover el producto, creando un efecto de bola de nieve. A este respecto, Cangas afirma:

¹² El anexo 7 muestra un esquema de la estrategia del lanzamiento de las Joyas que Agustín Cangas presentara en el IESA en enero de 2002.

¹³ Ver el anexo 8.

¹⁴ El Gobierno venezolano emitió Bonos de la Deuda Pública Interna (Vebonos) para cancelar 300 millardos de bolívares correspondientes a pasivos laborales de los profesores universitarios provenientes de la Homologación de Sueldos y Salarios realizada durante los años 1998 y 1999. Los Vebonos representan títulos electrónicos al portador que se negocian en la Bolsa de Valores de Caracas y devengan intereses trimestrales a quienes los posean, según un cronograma. Los Vebonos generan intereses a tasa variable, ajustándose con el mercado cada tres meses, y su rendimiento está exonerado del Impuesto sobre la Renta. Después de esa fecha, el Gobierno venezolano realizó nuevas emisiones de Vebonos, las cuales contaron con una buena aceptación por parte de los inversionistas.

Cuando yo trabajaba en Merinvest (casa de bolsa de la cual fue Presidente y en la que laboré por doce años, perteneciente al Banco Mercantil, uno de los mayores bancos del país) las íbamos a lanzar. En ese entonces yo veía la oportunidad desde el punto de vista contrario: si en el Banco Mercantil ofrecemos el producto entonces los demás bancos lo van a rechazar, con lo cual los volúmenes negociados iban a ser muy bajos. Al ofrecer este tipo de producto es muy importante que posea mucha liquidez en el mercado. Cuando salí del Mercantil y me desempeñaba como asesor independiente me pareció lógico que fuera una entidad neutral como la BVC la que lo lanzara, en cuyo caso los bancos no deberían tener ningún problema en venderlo.

Por otra parte, Cangas opina que la distribución de las Joyas falló porque no existía una red de distribución: había únicamente dos casas de bolsa que colocaban productos. Para que las Joyas funcionaran había que convencer a los inversionistas de que eran un buen producto y de que debían comprarlas. Cangas afirma que la situación del país tampoco ayudó al éxito del proyecto y sostiene que el primer problema con el lanzamiento de las Joyas fue que se realizó a mediados de 2002, luego de la devaluación del bolívar en febrero de ese año, y en medio de una gran inestabilidad política a raíz de los sucesos de abril. A esto le siguió el paro general de diciembre 2002 a febrero 2003 y la implantación del control de cambio en ese momento. Entre 2002 y 2003 la economía cayó cerca de un veinte por ciento, la peor cifra registrada para un período de dos años desde que se llevan estadísticas en Venezuela.

Para el gerente de la Caja Venezolana de Valores, el diseño del producto no era viable porque el mercado no estaba preparado para ello. Además, "en Venezuela es muy difícil que alguien compre algo que tiene un valor subyacente que la gente no sabe qué es y, peor aún, no sabe ni siquiera si existe".

A este comentario se une el de otro corredor que consideraba que el consumidor venezolano estaba herido con respecto a la bolsa después de las pérdidas experimentadas por muchos inversionistas en la crisis bancaria de 1994-95. También pensaba que hubiera sido mejor haber dado un empuje al mercado de renta fija lo cual, irónicamente, hizo el Gobierno al final a través de los papeles de deuda pública por medio de los Vebonos.

Para Aída Lamus, Presidenta de la Comisión Nacional de Valores, las Joyas no brindaban una medida de rendimiento clara para el inversionista, mientras que los fondos mutuales sí. Las Joyas competían con los fondos mutuales de las casas de bolsa o los bancos, los cuales tenían una estructura, unos administradores y unos productos que ofrecer. Además, comenta Lamus:

Las Joyas quedaron marginadas por las propias casas de bolsa, son ellas mismas quienes no hicieron la promoción. Las casas de bolsa mercadean en forma directa sus propios productos (como fondos mutuales) pero no los de la bolsa, como es el caso de las Joyas. Y este problema surgió porque la bolsa se colocó en un papel que no le correspondía, el de emisor. En este momento (diciembre de 2004) que hay exceso de liquidez en el mercado los inversionistas están colocando sus recursos en fondos mutuales y en Vebonos.

Para Eduardo Fortuny, de Interacciones, el canal de distribución retail en Venezuela se encuentra poco desarrollado y es difícil competir con la red de distribución de la banca en momentos de escasez de liquidez como los experimentados en los años 2001 y 2002. En ese entonces la red de las casas de bolsa estaba desmantelada. Sin embargo, para Fortuny, cuando el Ministerio de Finanzas ofertó bonos denominados en dólares y pagaderos en bolívares a mediados de 2003 -a raíz de la implantación del control de cambio a comienzos de ese año y posteriormente en 2004-, la red de casas de bolsa colocó en el mercado la misma cantidad de bonos que la red de bancos, demostrando que sí había capacidad de colocación por parte del sector.

Fortuny también considera que el momento elegido no fue el apropiado y afirma que varias casas de bolsa sugirieron que se introdujera el producto para que se posicionara a la espera de condiciones favo-

rables para su lanzamiento. Por último, afirma que en Venezuela no existía una cultura de inversión, y eso influyó en el fracaso de las Joyas. Por ejemplo, los mismos profesores, que se supone tienen un nivel educativo por encima del promedio, no tenían mayor conocimiento de cómo funcionaban los Vebonos, el mercado de renta fija o la Caja Venezolana de Valores, cuando les entregaron estos títulos a comienzos de 2002 como parte de pago de las acreencias laborales que el gobierno mantenía con ellos. Para el asesor de mercadeo de la colocación de las Joyas, hubo una serie de restricciones muy importantes:

Primero, el canal de distribución no le prestó el apoyo necesario al producto. Recuerdo que en ese momento estaban de moda los Vebonos y había casas de bolsa que estaban concentradas en operaciones con esos instrumentos. Y no creo que los corredores percibieran a las Joyas como un producto al cual querían dedicarle tiempo porque, entre otras cosas, requería masificación. El producto fue concebido para masificar la inversión en la bolsa y mejorar los volúmenes negociados. Sin embargo, los corredores manifestaban que ellos no se querían llenar de clientes pequeños y que sólo iban a tomar órdenes de cierto monto, porque además no tenían la infraestructura para eso. Incluso, me llama la atención que después del control de cambio, con productos tan atractivos como el caso de los Rubíes y las Esmeraldas, no se le haya dedicado la atención a estos productos cuyos activos subyacentes se encuentran denominados en dólares.

Este asesor también opinaba que hubo serias limitaciones desde el punto de vista publicitario, comenzando por las presupuestarias. Considera que los productos fueron muy bien diseñados, que hubo buenos comentarios con respecto a la campaña publicitaria, al nombre de los productos y a los dípticos y trípticos elaborados para informar acerca de la nueva opción de inversión. Por otro lado, este asesor opina que, para los corredores, las Joyas no representaban la forma más lógica de democratizar la bolsa y no querían que se creara un mercado masivo, sino más bien corporativo. Por último, desde el punto de vista del consumidor no existía la cantidad de dinero suficiente. Esos tres factores fueron contemplados antes de lanzar el producto, el cual funcionaría mejor en una economía en expansión, con expectativas políticas estables y con un consumidor cuyo poder adquisitivo hubiese estado creciendo.

En mayo de 2005, Nelson Ortiz estaba por reunirse con los miembros de la junta directiva de la BVC para discutir si la Bolsa de Valores de Caracas debía relanzar las Joyas o retirarlas del corro bursátil. La economía venezolana se había recuperado, animada por precios petroleros que alcanzaban niveles históricamente altos y por el excedente de liquidez que el control de cambio había facilitado. La inestabilidad política del país había disminuido después de que en agosto de 2004 el Presidente Chávez ganara un referéndum revocatorio solicitado a su gobierno por la oposición. Los precios de las acciones negociadas en la BVC se habían recuperado y los volúmenes transados en la bolsa promediaban entre dos y cuatro millones de dólares al día, la mitad por concepto de operaciones con acciones y la otra por transacciones con Vebonos, los cuales habían permitido la incorporación al mercado de decenas de miles de nuevos inversionistas pequeños.

Por otra parte, operaciones con bonos en dólares y pagaderos en bolívares emitidos por el Gobierno venezolano desde mediados de 2003 habían proporcionado importantes ingresos a las casas de bolsa, las cuales confiaban en que estas emisiones continuarían pues no había ninguna señal que indicara que el control de cambio sería desmontado, ni en corto ni en mediano plazo. Por el contrario, el control sería reforzado con la aprobación de una ley que penaría las transacciones que los particulares realizaran en el mercado paralelo de divisas con multas y prisión, según fuera el caso. No se sabía si la ley también prohibiría las operaciones de conversión de acciones de empresas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Caracas en American Depositary Receipts negociables en los mercados de valores de Estados Unidos. Y en el caso de prohibirse estas operaciones, se eliminaría la única ventana que hasta los momentos permitía sortear el control de cambios de manera legal, aparte de las colocaciones de bonos gubernamentales denominados en dólares y pagaderos en bolívares. Estas restricciones afectarían también a los Rubíes y a las Esmeraldas por estar sus activos subyacentes denominados en dólares.

Anexo 1**El desarrollo reciente de la BVC**

1975 - Primera reforma de la Ley de Mercado de Capitales. Este año es creada, mediante este instrumento, la Comisión Nacional de Valores, adscrita al Ministerio de Hacienda y responsable de la supervisión del mercado.

1976 - La asamblea extraordinaria de accionistas del 6 de mayo acordó cambiar la denominación de la institución por el de "Bolsa de Valores de Caracas C.A.", aumentar el capital social de la empresa a dos millones 580 mil bolívares, representado por 43 acciones nominativas de 60 mil bolívares cada una, estableciéndose que ninguna persona natural o jurídica podrá ser propietaria de más de una acción. El Registro Mercantil se cumplió, luego de la aprobación respectiva de la Comisión Nacional de Valores, el 21 de mayo de 1976.

1983 - Modificado el esquema cambiario. Las autoridades oficiales y la Bolsa de Valores de Caracas acordaron la creación de una red cambiaria, fijándose un precio de referencia oficial como producto de la interacción de las fuerzas de oferta y la demanda en el mercado. Esta actividad sirvió para difundir el mecanismo bursátil, que hasta la fecha sólo era conocido por algunos industriales y comerciantes, pese a que la Bolsa tenía 36 años de existencia.

1989 - Comienza un proceso de apertura económica y un crecimiento de los volúmenes negociados. Son subastados doce puestos que se encontraban inactivos en la Bolsa de Valores de Caracas, los cuales pasan a manos de instituciones financieras, incorporando este sector al negocio bursátil. Ese año también se dictan las regulaciones para las casas de bolsa y comienza a darse estímulo al mercado para que las empresas emitan papeles comerciales.

1990 - La Bolsa alcanza volúmenes de operaciones y montos negociados nunca antes vistos. El incremento del índice bursátil es de 540 por ciento, convirtiéndose este mercado emergente en el de mayor crecimiento en el mundo. Se hace necesario modificar los procesos operativos e implantar nuevas normas y procedimientos, sentándose las bases para la automatización.

1991 - Comienza un programa de modernización de la Bolsa de Valores de Caracas que abarca diversos aspectos, incluyendo la mudanza a la actual sede de la Urbanización El Rosal.

1992 - Se inaugura un moderno sistema electrónico de negociación desarrollado por la Bolsa de Valores de Vancouver y la empresa TCAM. Es así como el SATB, Sistema de Automatizado de Transacciones Bursátiles, comenzó a operar permitiendo realizar mayor cantidad de operaciones en menor tiempo, lo que optimizó el desenvolvimiento del mercado.

1993 - Se modifica la estructura organizacional de la Bolsa para atender nuevas exigencias dentro del programa de modernización y se firman convenios con empresas internacionales para difundir la información de las operaciones a nivel mundial.

1994 - Comenzó operaciones el Sistema de Conexión Remota (Sistecor) que incorporó tecnología de microondas y fibra óptica, permitiendo que los corredores realicen sus

transacciones desde las casas de bolsa. Ese mismo año, en mayo, arranca el Sistema Electrónico de Compensación y Liquidación (Secomli) que agiliza la liquidación de las transacciones realizadas. La Association of National Numbering Agencies (ANNA) en su asamblea de París, celebrada en junio, admite como miembro a la Bolsa de Valores de Caracas y la designa Agente Numerador Oficial para Venezuela de todos los títulos valores venezolanos.

1995 - A partir de septiembre, el mercado comienza a recuperarse luego de tres años de recesión. Por primera vez se negocian en la Bolsa, en junio, los bonos de la Deuda Externa Pública Nacional, comúnmente conocidos como Bonos Brady. En noviembre, es abierto el sitio web de la Bolsa de Valores de Caracas (www.bolsadecaracas.com), constituyendo la primera entidad financiera venezolana con presencia en la red planetaria de comunicación a través de computadoras.

1996 - Inicia operaciones la Caja Venezolana de Valores, empresa cuya fundación fue promovida por la Bolsa al ser aprobadas por el Congreso Nacional y promulgadas por el Presidente de la República, doctor Rafael Caldera, la Ley de Cajas de Valores y la Ley de Entidades de Inversión Colectiva promovidas por la Bolsa de Valores de Caracas, Caja Venezolana de Valores, Asociación Venezolana de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y Sociedad de Fomento de la Inversión Petrolera. Por otra parte, la Bolsa de Valores de Caracas se incorpora como participante en la Sociedad Euroclear, sistema internacional de custodia, compensación y liquidación de valores al servicio de bancos, casas de bolsa y otras importantes entidades financieras.

1997 - El 21 de abril entran en funcionamiento el Sistema Automatizado de Información Bursátil y Financiera (Saibf) y el Sistema Automatizado de Rueda en Línea (Sarel), a través de Internet, formando parte del sitio web de la Bolsa de Valores de Caracas.

1998 - Se funda la Red del Mercado de Capitales venezolano y se crea el sitio Intranet de la Bolsa de Valores de Caracas, al servicio de las casas de bolsa, Comisión Nacional de Valores, Caja Venezolana de Valores, Agentes de Traspaso, bancos y otras entidades públicas y privadas. Este año entra en vigencia una nueva Ley de Mercado de Capitales el jueves 22 de octubre de 1998, que otorga autonomía funcional a la Comisión Nacional de Valores.

1999 - Comienza a funcionar en mayo el nuevo Sistema Integrado Bursátil Electrónico (SIBE) al iniciarse primero la operatividad del Módulo de Renta Fija y luego el Módulo de Renta Variable. Al finalizar este lapso, el 2 de julio, se procedió a la inauguración oficial del SIBE, acto presidido por el Presidente del Gobierno español, el Presidente de la Bolsa de Valores de Caracas y el Presidente de la Bolsa de Madrid; además se contó con la asistencia de importantes personalidades.

2000 - La Bolsa supera con éxito la fase de transición del año 2000, luego de una exhaustiva coordinación a fin de garantizar los procesos operativos sin mayores contratiempos. Asimismo, resulta ser un año muy importante en materia de procesos de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA), entre las cuales se pueden destacar la Oferta Pública de Adquisición de la empresa C.A. Electricidad de Caracas y Corporación EDC C.A., por parte de la empresa Inversora DS 2000 C.A., una subsidiaria de The AES Corporation, proceso iniciado el mes de abril y culminado el mes de junio del mismo año. Igualmente, se llevó a cabo la Oferta Pública de Adquisición de Intercambio y Toma de Control de parte del Banco de Venezuela - Grupo Santander al Banco Caracas, durante el mes de diciembre. Adicionalmente, se realizó la fusión por absorción de Interbank por parte del

Banco Mercantil, durante el mes de septiembre. En materia de subastas, la BVC resultó ser el escenario para la apertura de las telecomunicaciones a escala internacional, a través de la cual la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (Conatel) utilizó los servicios de la institución para llevar a cabo las sucesivas subastas de las bandas radioeléctricas del Sistema WLL (Wireless Local Loop), iniciado en noviembre del mismo año.

2001 - La Bolsa continúa con algunos procesos de OPA iniciados el año precedente, correspondiéndole este año durante el mes de marzo a la empresa Mavesa, debido a la oferta pública de toma de control por parte de Primor Inversiones C.A, una subsidiaria del Grupo Polar. Asimismo, resultó importante la toma de control de la Sociedad Amesalud C.A., Inversiones SH6, C.A. con Inversiones Provipo e Invermoni C.A., a la empresa General de Seguros. El mercado de capitales venezolano se apunta un gran logro a partir del mes de julio, por alcanzar la reducción del período de liquidación y compensación de las operaciones realizadas en el mercado bursátil, de cinco días hábiles bursátiles (T+5) a tres días hábiles bursátiles (T+3), fortaleciendo de esta manera la operatividad y desarrollo de la Caja Venezolana de Valores al adecuarse a un estándar internacional concebido por la gran mayoría de mercados internacionales. Igualmente, la Bolsa pone a la disposición del público en general su nuevo portal informativo a partir del mes de junio a objeto de mejorar el suministro de información, e iniciar con ello los servicios de suscripción vía Internet.

2002 - Comienzan a cotizarse los Vebonos, bonos de la deuda pública destinados a cancelar deudas al personal de las universidades a partir de febrero. Estos títulos han sido desmaterializados y su transacción se hace a partir de la apertura de cuentas de valores en la Caja Venezolana de Valores. Del mismo modo, comienzan a realizarse los procesos de colocación primaria de papeles comerciales y obligaciones quirografarias y se inicia la transacción de las denominadas "Joyas de la Bolsa" (Esmeraldas, Perlas y Rubíes).

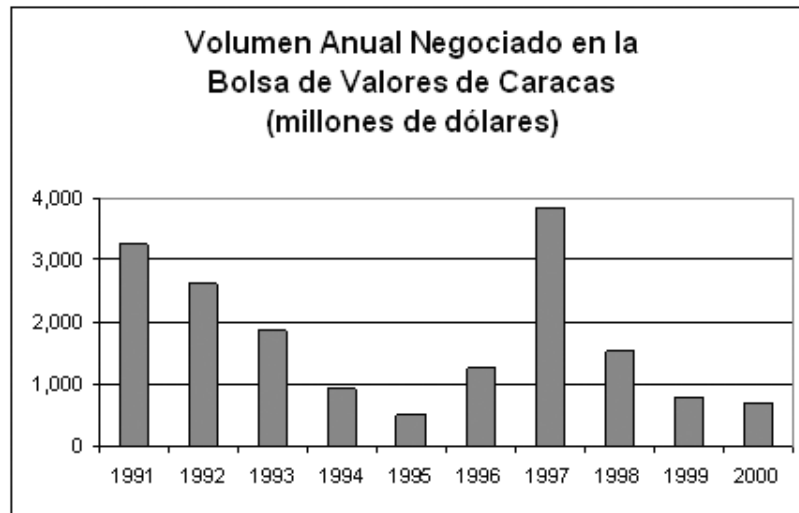
2003 - Continúa el mercado de renta fija en su crecimiento y los montos negociados en renta fija superan los de la renta variable. Se firma un convenio con el Banco Central de Venezuela para la creación de un mercado secundario de títulos de deuda pública en la Bolsa de Valores de Caracas y Banco Central de Venezuela, conocido como "Mercado Sibe-Sicet".

2004 - Son inscritos en la Bolsa dos títulos de un nuevo tipo de Vebonos, incluidos en las Unidades de Inversión emitidas por la República. Comienza el mercado de títulos de renta fija del sector público mediante el enlace entre el Sistema de Transacciones de la Bolsa de Valores de Caracas (SIBE), y el Sistema Integrado de Custodia Electrónica de Títulos (Sicet) del Banco Central de Venezuela. Los montos negociados en los mercados de renta variable y de renta fija comienzan a balancearse. Aumento sustancial en los montos negociados de acciones y ADR de Cantv. Arranca el programa de Responsabilidad Social Corporativa. Comienza el Programa de Formación de Corredor Público y su especialización en Asesor de Inversión a cargo de la Universidad Metropolitana, la Asociación Venezolana de Casas de Bolsa y la Bolsa de Valores de Caracas.

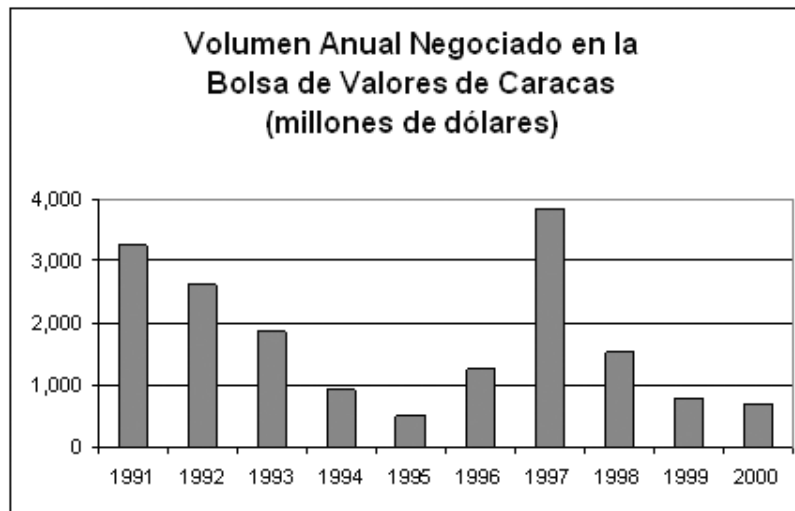
Fuente: www.caracasstock.com en marzo de 2005

Anexo 2

Volúmenes transados en la BVC y evolución del PIB real de Venezuela



Fuente: Standard and Poor's (2001): *Emerging Markets Factbook*.



Fuente: Datastream

Anexo 3

**Artículo del diario El Universal sobre la situación venezolana
fechado el 23 de enero de 2002**

PERSPECTIVAS /// Stratfor prevé crisis económica en Venezuela
La firma estadounidense prevé devaluación del bolívar

VÍCTOR SALMERÓN/EL UNIVERSAL

La firma Stratfor, una organización que asesora a través de sus informes a importantes empresas en Estados Unidos, se suma a quienes desde Nueva York observan con preocupación a Venezuela.

En su reporte más reciente Stratfor concluye que el declive de los precios del petróleo, la demanda de dólares, la pérdida de reservas internacionales y la necesidad de mantener altos niveles de gasto para evitar que crezca el descontento, harán que la administración de Chávez no concluya 2002 sin tener que recurrir a una mayor devaluación del bolívar.

Stratfor explica que, en su última visita a Estados Unidos, Hugo Chávez aseguró a banqueros de inversión que bajo ninguna circunstancia suspenderá el pago de la deuda externa y negó la posibilidad de una devaluación, pero inmediatamente advierte que los datos del Banco Central de Venezuela y otras entidades públicas no soportan la descripción de solidez y estabilidad hecha por el Presidente.

Desde su punto de vista los indicadores muestran que el país sufrirá fuertes problemas fiscales y financieros que obligarán a devaluar el bolívar e imponer control de capitales.

La firma estima que la situación económica de Venezuela coincide en algunos aspectos con la que desencadenó la crisis en Argentina, como un gobierno con una gran y creciente deuda que se une a la sobrevaluación de la moneda.

El informe analiza el Fondo de Estabilización Macroeconómica, una alcancía donde el Ejecutivo ha ahorrado parte del ingreso petrolero y cuenta con 6 mil millones de dólares.

Stratfor advierte que ya fue necesario disponer de \$894 millones y que Pdvsa tiene presupuestado recurrir a los \$3,8 millardos que posee en el Fondo para cumplir con el aporte al gobierno, con lo que para mantener las reservas internacionales sólo restan dos mil millones de dólares.

La inconsistencia del presupuesto no pasa inadvertida y la firma llama la atención sobre el hecho de que está soportado por un precio promedio de la cesta petrolera por el orden de \$18,50 cuando Pdvsa sólo contempla \$15,50.

Con este informe Stratfor se une a importantes bancos de inversión como Citi Group, JP Morgan, Lehman Brothers y Salomon Smith Barney que han alertado sobre la posibilidad de un fuerte deterioro económico en 2002.

Fuente: http://buscador.eluniversal.com/2002/01/23/eco_art_23203BB.shtml

Anexo 4

ETF con más de mil millones de dólares en activos disponibles en EE UU

Nombre del Fondo	Simbolo	Categoría	Clase de Activos	Revoluciones del Último Año	Revoluciones de los Últimos 3 Años
Energy Select Sectoral SPDR	XLE	Sectorial	0.26%	60.6	12.66
Financial Select Sectoral SPDR	XLF	Sectorial	0.26%	1.66	7.16
Health Care Select Sectoral SPDR	XLV	Sectorial	0.26%	-2.36	4.66
iShares Cohen & Steers Realty Major	ICF	Sectorial	0.26%	10.16	23.0
iShares DJ US Real Estate	IRE	Sectorial	0.60%	16.66	22.17
iShares Dow Jones Select Dividend Index Fund	DIV	Sectorial	0.40%	11.66	-
iShares Goldman Sachs Corporate Bond Fund	LDD	Bonos	0.16%	3.24	-
iShares Lehman 1-3 Year Treasury Bond Fund	SHY	Bonos	0.16%	-0.21	-
iShares Lehman Aggregate Bond	AGG	Bonos	0.20%	2.11	-
iShares Lehman TIPS Bond Fund	TIP	Bonos	0.20%	4.14	-
iShares MSCI EAFE	EFA	Regional	0.26%	16.21	11.66
iShares MSCI Emerg Mkts	EEM	Global	0.76%	26.66	-
iShares MSCI Japan	EJW	Country	0.64%	12.66	11.66
iShares MSCI Pacific Rim Ex-Japan	EPP	Regional	0.60%	26.66	20.01
iShares Nasdaq Biotechnology	IBB	Sectorial	0.60%	-12.12	-6.06
iShares Russell 1000	IWB	Large Cap	0.16%	7.36	4.16
iShares Russell 1000 Crecimiento	IWF	Crecimiento	0.20%	0.94	-0.97
iShares Russell 1000 Valor	IWD	Valor	0.20%	16.66	6.34
iShares Russell 2000	IWM	Small Cap	0.20%	0.36	11.36
iShares Russell 2000 Crecimiento	IWO	Crecimiento	0.26%	6.12	6.64
iShares Russell 2000 Valor	IWN	Valor	0.26%	16.46	16.27
iShares Russell 3000	IWR	Total Market	0.20%	7.46	4.66
iShares Russell Midcap Index	IWK	Mid Cap	0.20%	14.7	12
iShares Russell Midcap Valor	IWS	Valor	0.26%	16.44	16.3
iShares S&P 400/MidCap Valor	IJJ	Valor	0.26%	12.66	14.16
iShares S&P 500	IVV	S&P 500	0.00%	6.66	3.46
iShares S&P 500/Crema Crecimiento	IWO	Crecimiento	0.16%	3.31	0.44
iShares S&P 500/Crema Valor	IWE	Valor	0.16%	10.34	6.27
iShares S&P 500 SmallCap/Crema Crecimiento	IJS	Crecimiento	0.26%	17.66	12.07
iShares S&P 500/Crema SmallCap Valor	IJS	Valor	0.26%	16.7	16.61
iShares S&P Europe 350	IEV	Regional	0.60%	17.66	10.46
iShares S&P MidCap 400	IJK	Mid Cap	0.20%	11.64	10.32
iShares S&P MidCap 400/Crema Crecimiento	IJK	Crecimiento	0.26%	10.76	6.16
iShares SmallCap 600	IJR	Small Cap	0.20%	17.41	16.11
MidCap SPDRs	MDY	Mid Cap	0.26%	11.62	6.67
Nasdaq-100 Index Tracking SPDR 100	QQQ	Large Cap	0.16%	2.67	-0.02
SPDR 500	SPY	S&P 500	0.12%	6.67	3.36
SmartTRACKS Gold Shares	GLD	Sectorial	N/A	-	-
Technology Select Sectoral SPDR	XLU	Sectorial	0.26%	-1.72	-3.4
Total Stock Market VPPERs	VTI	Mercado	0.16%	7.66	6.36
Utilities Select Sectoral SPDR	XLU	Sectorial	0.27%	24.66	3.76
Promedio todos los ETFs			0.03%	11.66%	6.66%

Fuente: www.etf-

zone.com, 5 de abril de 2005

Anexo 5**Características de las Joyas de la BVC***PERLAS*

Las Perlas son unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de títulos de Deuda de la República denominados en bolívares con un valor nominal de cien millones. Los títulos actualmente en cartera tienen un cupón de 31,32 por ciento que se ajusta trimestralmente. Al 7 de marzo, los bonos tenían acumulado un cupón de 2,4 millones de bolívares y en el fideicomiso se encontraban depositados 4,9 millones, netos de pasivos. A continuación un ejemplo para el cálculo del valor aproximado de una Perla el día 7 de marzo de 2002:

VALOR NOMINAL DE LOS TÍTULOS EN UNA CESTA (MILES DE Bs.):	100.000
CUPÓN ACTUAL:	31,32%
PRECIO DE MERCADO REFERENCIAL (%):	80
VALOR DE MERCADO DE LOS TÍTULOS (MILES DE Bs.):	80.000
CUPÓN ACUMULADO (MILES DE Bs.)	2.436
EFFECTIVO NETO DE PASIVOS (MILES DE Bs.):	4.983
TOTAL VALOR DE UNA CESTA (MILES DE Bs.):	87.419
NÚMERO DE PERLAS POR CESTA (UNIDADES):	200.000
VALOR ESTIMADO DE UNA PERLA (VUI) (Bs.):	437,10
RENDIMIENTO CORRIENTE (%):	38,2
RENDIMIENTO AL VENCIMIENTO (%):	43,2

- Por cada cien millones de bolívares en valor nominal en DPN (emisión DPN 1068 G) siempre existirán 200.000 Perlas en circulación.
- Los bonos en el fideicomiso siempre serán de cupón variable, de al menos 88 por ciento de la TAM (tasa activa promedio de la banca comercial) y de distintos plazos entre 180 días y cinco años. Los bonos se mantienen al vencimiento salvo en los casos que los títulos sean canjeados por Perlas. Todos los bonos en fideicomiso representan una única cartera cuyos beneficiarios son los tenedores de las Perlas.
- Los precios de mercado de los bonos son variables y cambian según los movimientos de las tasas de interés en el mercado monetario y la tasa nominal del cupón promedio de la cartera. Las variaciones en el precio de los bonos afectan la valoración de las Perlas en forma proporcional.
- Los cupones acumulados crecen diariamente hasta que se cobran. El efectivo aumenta en la medida que se cobran cupones. Al cierre del trimestre calendario, el efectivo se convierte en pasivos hasta que se repartan entre los tenedores que estén inscritos el último día de cada trimestre calendario. Debido a esto, la valoración de la Perla disminuye el primer día de negociación (en fecha valor) de cada trimestre calendario. El efectivo es neto de pasivos por lo que también es afectado diariamente por una provisión para gastos de 1 por ciento anual.
- El valor estimado por Perla o VUI es calculado por el fiduciario diariamente e informado por la

Bolsa de Valores de Caracas antes de la apertura del mercado con la información de cierre del día anterior. Este precio es solo referencial. El precio de mercado será fijado por la oferta y la demanda reales, las cuales son afectadas por las variaciones en los mercados de tasas de interés durante la jornada bursátil.

■ Los rendimientos son estimados y dependerán principalmente de las variaciones en los cupones de los bonos en cartera, el precio efectivamente pagado por las Perlas y las ganancias o pérdidas de capital en las operaciones de compra y venta. El rendimiento corriente es un estimado conservador de los flujos a recibir por el fideicomiso en los próximos tres meses ya que no contemplan las ganancias de capital por vencimientos de bonos en cartera.

RUBÍES

Los Rubíes son unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de títulos de deuda de la República denominados en dólares estadounidenses. Cada cesta está conformada por 250 mil dólares en bonos DCB y 150 mil dólares en bonos Global 27, ambas cifras a valor nominal. Cada cesta tiene una porción en efectivo y cupones acumulados por cobrar. Por cada cesta, el fideicomiso emite 150 mil Rubíes. A continuación presentamos un cuadro contentivo de la información necesaria para realizar los cálculos básicos:

	DCB	Global 27	Totales
Valor nominal (US\$)	250.000	150.000	400.000
Valor residual (luego de amortizaciones) (US\$)	142.855	150.000	292.855
Precio de mercado (%)	79,50	67,75	73,11
Amortización semestral (sobre valor nominal)	4,762%	0,000%	2,98%
Tasa de cupón actual (% anual)	2,875	9,25	6,14
Amortización anual (US\$)	23.810	0	23.810
Cupón anual (US\$)	4.107	13.875	17.982
Total flujo anual (US\$)	27.917	13.875	41.792
Valor de mercado de los títulos (US\$)	113.570	101.625	215.195
Cupón acumulado (US\$)	901	6.629	7.530
Efectivo neto de pasivos (US\$)			1.963
Total valor de la cesta (US\$)	114.471	108.254	224.688
Número de Rubíes por cesta (unidades)			150.000
Valor estimado de un Rubí (VUI) (Bs.)			1,50
Tasa de cambio (Bs./US\$)			980,50
Valor estimado para un Rubí (VUI) (Bs.)			1.469
Rendimiento corriente (incluye ganancia por amortización) (% en US\$)	7,91	13,65	10,62
Rendimiento al vencimiento (% en US\$)	15,4	15	15,21

■ Las variaciones en los precios de los bonos y en la tasa de cambio, afectan la valorización de los Rubíes en forma proporcional.

■ Los cupones acumulados crecen diariamente hasta que se cobran. El efectivo aumenta en la medida que se cobran cupones. Al cierre del trimestre calendario, el efectivo se convierte en pasivos hasta que se reparta entre los tenedores que estén inscritos el último día de cada trimestre calendario. El

efectivo se mantiene en dólares estadounidenses hasta tres días antes de su distribución entre los tenedores, momento en el que se venden para ser distribuidos en bolívares. Debido a esto, la valoración del Rubí disminuye el primer día de negociación (en fecha valor) de cada trimestre calendario. El efectivo es neto de pasivos y es afectado también diariamente por una provisión para gastos de 1 por ciento anual.

- Los rendimientos de la cartera son en dólares estadounidenses, por lo que los rendimientos en bolívares serán el resultado de agregarle la depreciación de la tasa de cambio. De cualquier forma, los rendimientos son estimados y dependerán principalmente de las variaciones en el cupón del DCB, el precio efectivamente pagado por los Rubíes y las ganancias o pérdidas de capital en las operaciones de compra y venta. El rendimiento corriente es un estimado de los cupones totales más las ganancias de capital semestrales en los DCB.
- El valor estimado por Rubí o VUI es calculado por el fiduciario diariamente y notificado por la Bolsa de Valores de Caracas antes de la apertura del mercado con la información de cierre del día anterior. Este precio es solo referencial. El precio del Rubí en el mercado será el resultado de la oferta y la demanda reales que se afectan por las variaciones en los precios de mercado de los bonos y la tasa de cambio durante la jornada bursátil.

ESMERALDAS

Las Esmeraldas son unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de acciones de compañías globales de primera línea. El número de acciones de cada compañía en cada cesta permanecerá invariable en el tiempo. El fideicomiso tiene también una porción en efectivo. Por cada cesta, el fideicomiso emite cincuenta mil Esmeraldas. A continuación les presentamos un cuadro contentivo de la información necesaria para realizar los cálculos básicos detallados por compañía:

Titulos	# de acciones	Precio	Total
Cemex (CX)	600	27,21	16.326
Citigroup (C)	300	48,72	14.616
Coca Cola (KO)	300	46,95	14.085
Fedex (FDX)	300	59,60	17.880
IBM (IBM)	150	103,71	15.557
Johnson & Johnson (JNJ)	300	63,62	19.086
Mc Donald's (MCD)	600	27,74	16.644
Shell (SC)	300	43,64	13.092
Toyota (TM)	300	59,69	17.907
Total valor de la cartera			145.193
Efectivo neto de pasivos (US\$)			1.976
Total valor de la cesta (US\$)			147.169
Número de Esmeraldas por cesta (unidades)			50.000
Valor estimado de una Esmeralda (VUI) (US\$)			2,94
Tasa de cambio (Bs./US\$)			980,50
Valor estimado de una Esmeralda (VUI) (Bs.)			2.886

- Los valores representados son estimados al cierre del 7 de marzo de 2002.
- Por cada cesta de acciones igual a la representada en el cuadro anterior, siempre habrá 50.000 esmeraldas en circulación.
- Las variaciones en el precio de las acciones y en la tasa de cambio afectan la valoración de las Esmeraldas en forma proporcional.
- El efectivo aumenta en la medida que se cobran dividendos. Al cierre del trimestre calendario, el efectivo se convierte en pasivos hasta que se reparten entre los tenedores que estén inscritos el último día de cada trimestre calendario. El efectivo se mantiene en dólares estadounidenses hasta tres días antes de su distribución entre los tenedores, momento en el que se venden para ser distribuidos en bolívares. Debido a esto, la valoración de las esmeraldas disminuye el primer día de negociación (en fecha valor) de cada trimestre calendario. El efectivo neto es neto de pasivos y es afectado también diariamente por una provisión para gastos de 1 por ciento anual.
- El precio estimado de mercado por Esmeralda o VUI es calculado por el fiduciario diariamente y notificado informado por la Bolsa de Valores de Caracas antes de la apertura del mercado con la información de cierre del día anterior. Este precio es solo referencial. El precio de la Esmeralda en el mercado será el resultado de la oferta y demanda reales, las cuales se verán afectadas por las variaciones en los precios de mercado de las acciones y las fluctuaciones en la tasa de cambio durante la jornada bursátil.

Fuente: *Instructivo para el Cálculo del Precio de las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas,*

http://www.caracasstock.com/pdf/joyas/instructivo_de_calculo.pdf.

Anexo 6

Comisiones de entrada, de salida y anuales cobradas por los fondos mutuales venezolanos

Tipo	Fondo Mutual	Comisión de		Cobros Anuales de Administración
		Entrada	Salida	
Renta Fija en Bolívares	BBO Mercado Monetario/ BBO RF/ Banex	NC	NC	1,4% del Patrimonio diario
	Renta Fija Exterior	N/D	N/D	N/D
	La Ceiba	NC	NC	3,5% anualizado
	Portafolio Mercantil Renta Fija	0,20%	NC	5,0% del VUI
	Primus Renta Fija	NC	NC	4,0% anualizado
	Pro Dinero Provincial/ Provincial Inv. Publicas	NC	NC	3,5% anualizado
	Pro-Renta Provincial Union RF	NC	NC	3,5% anualizado 5,0% del Patrimonio
Renta Variable en Bolívares	Portafolio Mercantil Acciones	1,50%	NC	5,0% del VUI
	Primus Acciones	NC	NC	4,0% anualizado
	Pro Acciones Provincial (La Seguridad)	NC	NC	1,75% anualizado
	Union Valores/ Union MC	NC	NC	4,0% del Patrimonio
Mixtos en Bolívares	La Ceiba	NC	NC	3,5% anualizado
	Portafolio Mercantil Balanceado	1%	NC	5,0% del VUI
	Provincial Balanceado	NC	NC	1,75% anualizado
	Venezuela	NC	NC	4,3% del Patrimonio diario
	Voi Mixto	NC	NC	N/D
Renta Fija en Dólares	B.B.O. Internacional RF	NC	NC	1,25% del Patrimonio promedio diario
	La Ceiba Renta Moneda Extranjera	NC	NC	3,0% anualizado
	Portafolio Mercantil en Dólares	2%	NC	5,0% anual sobre el valor promedio del VUI
	Primus USA Renta	NC	NC	0,75% anualizado
	Pro Divisas Provincial	NC	NC	2,0% anualizado
	Union Dólares	NC	NC	1,5% del Patrimonio
Renta Variable en Dólares	B.B.O. Internacional Acciones	NC	NC	2,25% del Patrimonio promedio diario
	Mercantil Wall Street	1%	NC	5,0% anual del VUI
	Primus USA	NC	NC	4,0% anualizado

NC: No cobra comisión por este concepto

N/D: No hay información disponible

VUI: Valor de la Unidad de Inversión

Fuente: AVAF

Fuente: Luis Martínez (2001): Análisis del desempeño de los Fondos Mutuales en Venezuela 1993-2000,

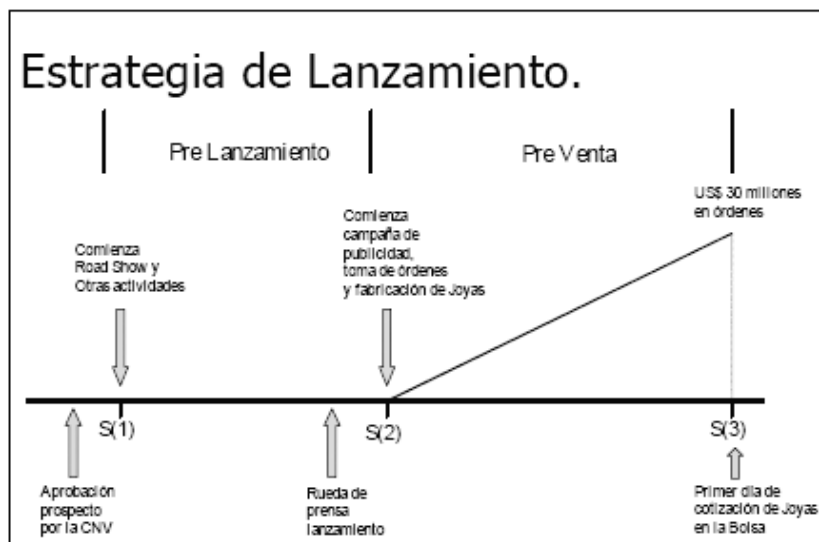
Tesis de Maestría en Finanzas, IESA. Tutor: Urbi Garay.

Anexo 7

Portada del folleto publicitario de las Joyas de la BVC y su estrategia de lanzamiento



Fuente: Bolsa de Valores de Caracas

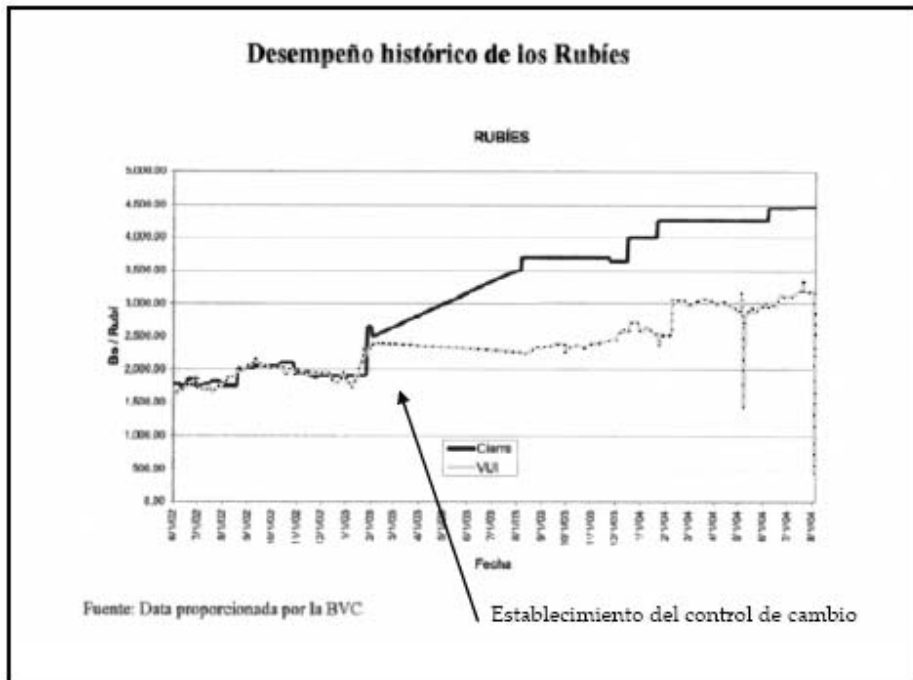
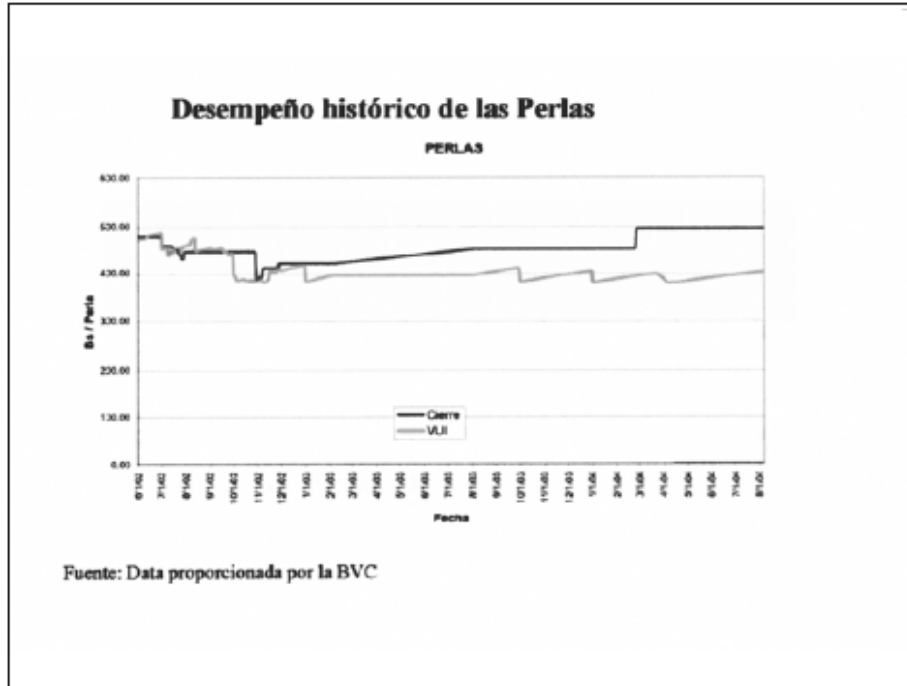


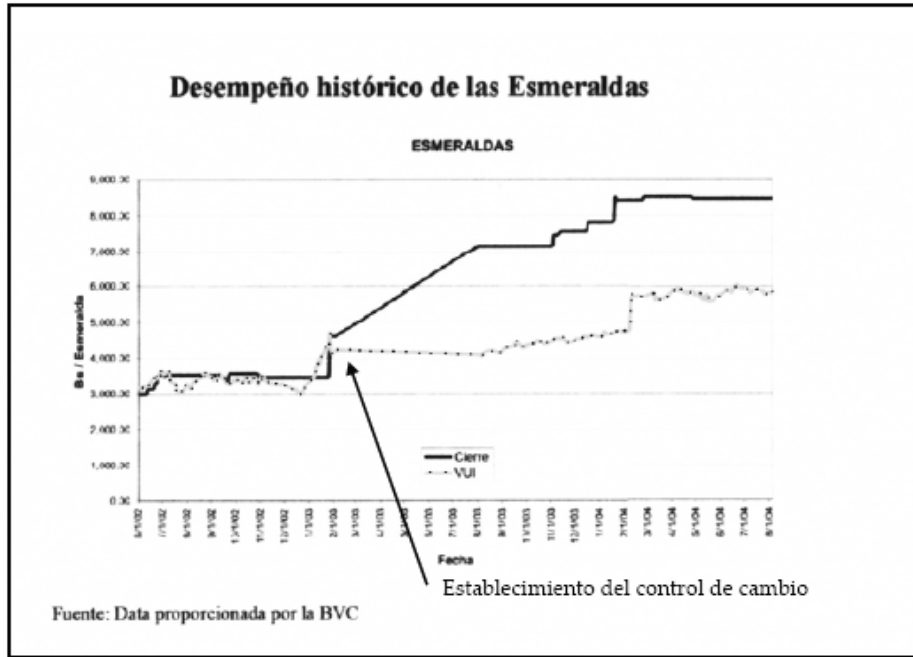
Fuente: Presentación que Agustín Cangas realizara en el

Seminario del Centro de Finanzas del IESA en enero de 2002.olsa de Valores de Caracas

Anexo 8

Desempeño de las Joyas de la BVC y de algunos vehículos de inversión alternativos





Años	Tasa de Depósitos a Plazo Fijo a 30 días	Rendimiento Índice de Renta Fija FMI	Rendimiento Fondos Mutuales Renta Fija	Tasa de Inflación Puntual	Tasa de Devaluación del Bolívar
1993	65.5	54.3	53.3	45.9	30.5
1994	42.4	68.0	48.2	70.8	60.4
1995	26.6	62.7	25.9	56.6	70.6
1996	26.9	54.8	36.9	103.2	64.3
1997	14.1	24.3	16.8	37.6	5.8
1998	41.2	57.8	35.0	29.9	12.0
1999	21.1	33.8	29.8	20.0	14.8
2000	15.5	23.0	16.1	13.4	7.5
Rendimiento Promedio	30.7	46.4	32.2	44.8	30.8
Desviación Estándar	17.2	17.7	13.5	29.4	27.5

BOLIVARES: RENDIMIENTOS REALES (%)

Años	Tasa de Depósitos a Plazo Fijo a 30 días	Rendimiento Índice de Renta Fija FMI	Rendimiento Fondos Mutuales Renta Fija
1993	13.4	18.2	53.3
1994	-16.6	4.7	48.2
1995	-19.2	-4.6	25.9
1996	-37.5	-5.8	36.9
1997	-17.1	17.5	16.8
1998	8.7	40.9	35.0
1999	0.9	16.6	29.8
2000	1.9	14.4	16.1
Rendimiento Promedio	-9.7	11.9	32.2
Desviación Estándar	17.2	15.0	13.5

DOLARES: RENDIMIENTOS NOMINALES (%)

Años	Bonos del Tesoro de EEUU a 10 años	Índice Standard and Poor's 500	Rendimiento Fondos Mutuales Renta Variable
1993	5.87	5.67	-
1994	7.08	0.46	-
1995	6.58	33.37	-
1996	6.44	21.01	-
1997	6.35	27.56	-
1998	5.26	28.15	-
1999	5.64	25.04	37.3
2000	6.03	-12.54	-26.5
Rendimiento Promedio	6.2	15.0	0.5
Desviación Estándar	0.6	16.3	

Fuente: Banco Central de Venezuela, Datastream, Fondo Monetario Internacional y Luis Martínez (2001): *Análisis del desempeño de los Fondos Mutuales en Venezuela 1993-2000*, Tesis de Maestría en Finanzas, IESA. Tutor: Urbi Garay.

Nota: La tasa de depósitos a plazo a treinta días es la que reporta el Banco Central de Venezuela (BCV) para los seis principales bancos del país por Certificados de Depósito a treinta días. El rendimiento del índice de renta fija FMI es una serie que pondera las colocaciones bancarias y la serie de rendimientos de los títulos de la Deuda Pública Nacional (DPN) que reporta el Fondo Monetario Internacional (FMI) mensualmente en sus anuarios estadísticos. El rendimiento de los fondos mutuales de renta fija venezolanos fue calculado por Martínez (2001) y es neto de comisiones y gastos de administración. La tasa de inflación puntual se calculó a partir del Índice de Precios al Consumidor que reporta el BCV. La tasa de devaluación del bolívar es la variación porcentual anual de la cotización bolívar/dólar, la cual es reportada por el BCV. El rendimiento de los Bonos del Tesoro de EE UU a diez años es el rendimiento al vencimiento de los bonos emitidos por el Gobierno de Estados Unidos a diez años y reportado por Datastream. El rendimiento del Índice Standard and Poor's 500 es la variación porcentual anual de este índice e incluye los dividendos percibidos por las acciones que lo conforman. Esta estadística es reportada por Datastream. El rendimiento de los fondos mutuales de renta variable venezolano en dólares fue calculado por Martínez (2001) y presenta el rendimiento promedio obtenido en 1999 y 2000, los únicos dos años para los cuales fue posible calcularlo, registrado por estos fondos mutuales, los cuales invierten en acciones en los mercados internacionales, particularmente en los Estados Unidos.