

REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA
UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
CENTRO DE INVESTIGACIONES Y DESARROLLO EMPRESARIAL
SECCIÓN DE POSTGRADO
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN
MENCIÓN FINANZAS

LOS PAPELES COMERCIALES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO EN
EL CORTO PLAZO PARA LAS EMPRESAS VENEZOLANAS.

www.bdigital.ula.ve

Proyecto de trabajo para optar
al grado de Magíster Scientiae en Administración
Mención Finanzas

Autora: María Eugenia Zabala Zerpa.

Tutora: Ismaira Contreras.

Mérida, Abril de 2012

Reconocimiento

DEDICATORIA

A Dios Padre Todopoderoso y a la Virgen Santísima por darme la vida y acompañarme siempre, permitiéndome alcanzar las metas trazadas.

A mis padres y hermano, quienes con su ejemplo y paciencia me han acompañado a lo largo de mi vida y han sido parte fundamental para el logro de esta meta.

A mi tutora, Prof. Ismaira Contreras, quien con su orientación, dedicación y apoyo ha permitido que hoy se materialice esta investigación.

A mi sobrina Mariana, para que este logro sea un ejemplo a seguir en tu futuro y puedas alcanzar todas las metas que te propongas en la vida.

María Eugenia

AGRADECIMIENTOS

Al alcanzar una meta más en mi vida, quiero elevar palabras de gratitud a todas aquellos que de una u otra manera han contribuido para la misma, es así como quiero agradecerle a:

A Dios Padre Todopoderoso y a la Virgen Santísima, por otorgarme la vida, bendecirme siempre y permitirme alcanzar los fines propuestos.

A mis padres y hermano, por ser ejemplos de vida, darme tanto amor, acompañarme siempre y ser apoyo constante para el logro de esta meta.

A la profesora Ismaira Contreras, por toda la dedicación, orientación, apoyo, perseverancia y vocación de enseñanza e investigación, que han permitido la materialización de esta investigación, este logro también es de usted.

A todos mis compañeros de estudio de la maestría, especialmente a Laura Del Castillo, Luis González, Marling Rojas, María Lourdes Vargas, Guido Ramírez, María Gabriela Cárdenas y Henry Maggiorani, con quienes compartí momentos inolvidables en la escolaridad de la maestría, conformando un buen equipo de trabajo para el logro de esta meta. Gracias por su apoyo y amistad.

A la profesora Julia Carruyo, por todo su apoyo y orientación durante el curso de la maestría, lo cual fue importante para la culminación de esta meta.

A la Comisión Nacional de Valores, vigente para el período de la investigación, por el apoyo otorgado para la realización de la misma al suministrar los prospectos de emisión de papeles comerciales objetos de estudio.

A los profesores de la maestría en Administración, mención Finanzas del Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial (CIDE) de la Universidad de los Andes (ULA), por su dedicación y esmero para transmitirnos sus conocimientos y poder hacer de los alumnos mejores profesionales y conocedores del gran mundo de las finanzas.

A mis amigos y compañeros de trabajo, por el apoyo y estímulo que me han dado durante el estudio de escolaridad y realización del trabajo de investigación

A todos aquellos, que de una u otra manera me han apoyado para el logro de esta meta.

www.bdigital.ula.ve

Muchas gracias.....

María Eugenia

INDICE DE CONTENIDO

iii

Reconocimiento

	pp.
LISTA DE CUADROS.....	vi
LISTA DE GRÁFICOS	ix
Resumen.....	xii
Introducción.....	1
CAPÍTULO I. EL PROBLEMA	3
Objetivos de la investigación	10
Justificación.....	11
Alcance	13
Delimitaciones	14
CAPÍTULO II. MARCO TEORICO	15
Antecedentes de la investigación	15
Fundamentos teóricos	19
Bases legales	56
Definición de variables.....	59
Definición y operacionalización de las variables.....	61
CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO	68
Enfoque de la investigación	68
Tipo de investigación.....	69
Diseño de la investigación.....	69
Alcance de la investigación.....	70
Población	70
Muestra	71
Instrumentos de recolección de datos.....	72
Validez.....	75
Procesamiento y análisis de datos.....	75
CAPÍTULO IV. PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS	77
Matriz de frecuencia	77
Cuadro de datos de títulos valores	103
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES.....	148
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	157
	pp.
ANEXOS	160

- A Instrumentos de recolección de datos
 - A-1 Matriz de frecuencia
 - A-2 Cuadro de datos de títulos valores
- B Validación de los instrumentos de recolección de datos
- C Resultados de la investigación
 - C-1 Resultado obtenidos en la matriz de frecuencia
 - C-2 Resultados obtenidos en los cuadros de datos años (2006-2008)
 - C-3 Cuadro de datos resumen de papeles comerciales período (2006-2008)

www.bdigital.ula.ve

LISTA DE CUADROS

CUADRO

pp.

v

Reconocimiento

1	Solicitud de autorización a la CNV para emitir y ofertar públicamente los papeles comerciales	33
2	Contenido del prospecto de emisión de papeles comerciales	37
3	Tarifas aplicables por la Comisión Nacional de Valores a los papeles comerciales	47
4	Instrumentos financieros más populares en Venezuela.....	50
5	Nomenclatura de la calificación de riesgo en Venezuela.....	55
6	Definición y operacionalización de las variables de los objetivos específicos de la investigación.....	61
7	Prospectos de emisiones de papeles comerciales objetos de estudio	72
8	Matriz de frecuencia	
9	Cuadro de datos de títulos valores para el año 2006	
10	Cuadro de datos de títulos valores para el año 2007	
11	Cuadro de datos de títulos valores para el año 2008	
12	Sector de actividad económica de las empresas emisoras.....	79
13	Domicilio de la entidad emisora.....	80
14	Fecha de registro del ente emisor	81
15	Capital social de los entes emisores	82
16	Monto máximo autorizado para circular los papeles comerciales.....	83
17	Denominación del papel comercial	84
18	Representación de los títulos.....	85
19	Número de series de papeles comerciales a emitir	85
20	Uso de los fondos de la emisión de papeles comerciales.....	87
21	Uso de las garantías	87
22	Precio de venta de los papeles comerciales emitidos	88
23	Agente de colocación primaria	89
CUADRO		pp.
24	Sistemas de colocación primaria de papeles comerciales.....	90
25	Forma de pago de los papeles comerciales	91
26	Tasa de interés.....	92

27	Ente que realiza el pago de los papeles comerciales al vencimiento	93
28	Ente custodio de los papeles comerciales	95
29	Representante común designado.....	96
30	Información financiera presentada y auditada	97
31	Auditores externos contratados.....	98
32	Calificaciones de riesgo presentadas	99
33	Empresas calificadoras de riesgo empleadas	101
34	Calificación de riesgo obtenida.....	102
35	Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV año 2006	104
36	Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2006	105
37	Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2006 por sector económico	107
38	Títulos valores autorizados en el año & títulos valores autorizados en el año que están en circulación al final de año 2006	109
39	Monto total de valores en circulación al final del año 2006	111
40	Monto de los valores negociados en el año 2006 en a bolsa de Valores de Caracas	112
41	Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2006	113
42	Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV año 2007	114
43	Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2007	115
44	Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2007 por sector económico	118
45	Títulos valores autorizados en el año & títulos valores autorizados en el año que están en circulación al final de año 2007	119
46	Monto total de valores en circulación al final del año 2007	120
47	Monto de los valores negociados en el año 2007 en a Bolsa de Valores de Caracas	122

CUADRO	pp.
48 Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2007	123
49 Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV año 2008	124
50 Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2008	125
51 Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2008 por sector económico	127
52 Títulos valores autorizados en el año & títulos valores autorizados en el año que están en circulación al final de año 2008	128
53 Monto total de valores en circulación al final del año 2008	130
54 Monto de los valores negociados en el año 2008 en la Bolsa de Valores de Caracas	131
55 Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2008	132
56 N° de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV en el período (2006-2008).....	134
57 Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizados por la CNV en el período (2006-2008).....	135
58 Oferta Pública de papeles comerciales autorizada por la CNV para el período (2006-2008) según sector económico.....	137
59 Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizada en el período (2006-2008) & Monto anual de los papeles comerciales autorizados por la CNV, que esta en circulación al final de cada año	140
60 Monto total de papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008).....	142
61 Monto de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas durante el período (2006-2008)	143
62 Tasas de rendimiento promedio anual de los papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008).....	145
63 Resultados matriz de frecuencia	
64 Resultados cuadro de datos títulos valores año 2006	
65 Resultados cuadro de datos títulos valores año 2007	
66 Resultados cuadro de datos títulos valores año 2008	
67 Cuadro de datos resumen de papeles comerciales periodo (2006-2008)	

LISTA DE GRAFICOS

GRÁFICO	pp.
1 Ciclo de operación de una compañía	23
2 Procedimiento para solicitar autorización a la CNV para la emisión de papeles comerciales.....	36
3 Procedimiento para ofertar públicamente la emisión de papeles comerciales...	44
4 Principales pasos a seguir para emitir, ofertar, publicar y negociar papeles comerciales.....	46
5 Capital social de entes emisores de papeles comerciales.....	82
6 N° de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV año 2006.....	104
7 Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2006.....	106
8 Oferta pública de valores autorizados en el año & oferta pública en circulación al final del año 2006.....	110
9 Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2006	111
10 Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2006.....	113
11 Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2007.....	116
12 Oferta pública de valores autorizados en el año & oferta pública en circulación al final del año 2007	120
13 Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2007	121
14 Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2007	123
15 Oferta pública de valores autorizados en el año & oferta pública en circulación al final del año 2008	129
16 Valores negociados en el año 2008 en la Bolsa de Valores de Caracas	131

GRÁFICO	pp.
17 Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2008	133
18 N° de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV en el período (2006-2008).....	134
19 Oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV en el período (2006-2008).....	136
20 Oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV en el período (2006-2008) & oferta pública autorizada de papeles comerciales en circulación al final de cada año	140
21 Monto de papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008).....	142
22 Monto de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas en el período (2006-2008)	144
23 Tasas de rendimiento promedio anual de los papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008).....	145

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
CENTRO DE INVESTIGACIONES Y DESARROLLO EMPRESARIAL
SECCIÓN DE POSTGRADO
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN
MENCIÓN FINANZAS

LOS PAPELES COMERCIALES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO
EN EL CORTO PLAZO PARA LAS EMPRESAS VENEZOLANAS

Autora: María Eugenia Zabala Zepa.
Tutora: Ismaira Contreras
Fecha: Octubre de 2011.

RESUMEN

Los papeles comerciales son una fuente de fondos a corto plazo, disponible en el mercado de capitales de Venezuela, los recursos monetarios obtenidos deben ser usados para el financiamiento del capital de trabajo y su vencimiento oscila entre quince y trescientos sesenta días, por tal motivo se realiza una investigación orientada a analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008) en las empresas venezolanas, mediante un enfoque cuantitativo. Se realizó un trabajo de campo, con un diseño de investigación no experimental y con alcance exploratorio y descriptivo se estudio una muestra de 11 prospectos de emisión de papeles comerciales autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para el período de estudio. Los resultados de la investigación indican que las empresas venezolanas los usan para financiarse en el corto plazo, para lo cual cumplen con los requisitos exigidos por la CNV para su autorización y que principalmente es el sector financiero el que más emisiones ha realizado en este período.

Descriptores: Papeles comerciales, financiamiento a corto plazo, mercado de capitales, prospectos de emisión.

INTRODUCCIÓN

Las finanzas afectan la vida de todas las personas y de las organizaciones, en general, se ocupan de la manera como los agentes económicos (las empresas, los individuos y los gobiernos) asignan recursos escasos a lo largo del tiempo, su campo está relacionado con el proceso, las instituciones, los mercados y los instrumentos implicados en la transferencia de dinero entre los agentes económicos, siendo un aspecto muy general y amplio de la economía. Es así como en la economía de una nación, juegan un papel importante las actividades productivas que realizan las empresas y la interacción que éstas tienen con los individuos y el medio ambiente donde se desarrollan.

Las empresas son organizaciones dedicadas a la producción de bienes y servicios que son ofrecidos al entorno, por los cuales los individuos y otras empresas están dispuestos a pagar. Para lograr la producción de bienes y servicios toda organización emplea recursos materiales, humanos y tecnológicos; los cuales al final no son más que la inversión de recursos monetarios bien sean propios de la empresa o provenientes de un tercero, de su administración eficiente va a depender la operatividad del negocio en el tiempo, es por ello que el administrador financiero debe estudiar las diferentes opciones de financiamiento tanto a corto como a largo plazo, disponibles para las empresas.

A corto plazo las empresas utilizan fuentes de fondos como el crédito comercial, el préstamo bancario y los papeles comerciales, las dos primeras son de uso frecuente, mientras que la obtención de fondos por medio de emisiones de papeles comerciales es poca la información que se tiene, por tal motivo resulta

interesante y necesario desarrollar un estudio particular sobre esta fuente de fondos de manera que se de a conocer más sobre el tema y pueda ser considerada por los administradores como una opción de financiamiento a corto plazo.

La investigación que se presenta a continuación está orientada a analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008) en las empresas venezolanas. Para ello en la investigación se detallarán en primer lugar las fuentes de financiamiento a corto plazo que disponen las empresas; luego se describirán las características de los papeles comerciales y se especificará el procedimiento para la emisión, oferta pública y negociación de los papeles comerciales en Venezuela; posteriormente se estudiarán los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período (2006-2008) y por último se examinarán los papeles comerciales en relación a los valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) durante el período objeto de estudio.

La investigación desarrollada se encuentra estructurada en capítulos, en el capítulo I se expone el planteamiento del problema, los objetivos, la justificación, el alcance y las delimitaciones de la investigación. Mediante el capítulo II se expone el marco referencial de la investigación, donde se establecen los antecedentes, las bases teóricas y las bases legales que sustentan la investigación. En el capítulo III se explica el marco metodológico que se uso para llevar a cabo la investigación indicando el tipo, diseño y enfoque a emplear, la población y muestra objeto de estudio y por último las técnicas e instrumentos de recolección de datos. En el capítulo IV se presentan y analizan los resultados obtenidos, convirtiendo los datos en información útil, mediante la presentación de los resultados en cuadros resumen, su respectivo gráfico según el caso, seguido del análisis de los mismos. En el capítulo V, se presentan las conclusiones, las cuales conllevan al logro de los objetivos planteados en la investigación, por último se muestran las referencias bibliográficas utilizadas en el estudio realizado y los anexos

CAPITULO I

EL PROBLEMA

Planteamiento del problema

Toda empresa requiere de recursos monetarios para transformar la materia prima, en productos terminados y poder ofrecerlos al medio donde se encuentran, de forma tal que éstos permitan la maximización de los resultados económicos a la organización, lo cual puede lograrse más fácilmente con ayuda del administrador financiero.

El administrador financiero, según dentro de una empresa, ejecuta funciones distintas para maximizar la inversión de los propietarios, es así, quien busca los fondos necesarios para la ejecución de pagos, encargándose de la generación de fondos y del control del uso y distribución de los mismos, así como también trata de generar utilidades, colocando el efectivo en inversiones que maximicen el buen resultado para la empresa. De esta manera, el administrador financiero debe analizar y planificar las necesidades financieras, conseguir los fondos necesarios para el cumplimiento de los planes a corto, mediano y largo plazo; invertir los recursos eficientemente, así como controlar y evaluar los resultados financieros obtenidos.

Además del análisis continuo y la planificación financiera, la toma de decisiones con base a las evaluaciones entre rendimiento y riesgos asociados, constituye una de las principales actividades del administrador financiero y están referidas a: decisiones de inversión; decisiones de financiamiento; decisiones de

dividendos y decisiones de capital de trabajo. Las decisiones de capital de trabajo, aseguran a la empresa suficientes recursos para continuar operando, incluye decisiones referentes a la recepción y desembolsos de fondos de la empresa en el corto plazo, estas decisiones cobran importancia en épocas de inflación, porque afectan directamente al efectivo, el cual, en inflación, genera disminución del poder adquisitivo.

En inflación las empresas tienden a extender los plazos de pago para beneficiarse con la tenencia de partidas monetarias, definidas por Contreras (2005) como: “partidas de los estados financieros que se ven afectadas por la inflación y en consecuencia pierden poder adquisitivo” (p. 155) su valor nominal no cambia. Ejemplo de estas partidas son: efectivo, cuentas por cobrar y pagar y préstamos. De esta manera, los deudores desearían alargar los plazos de pago lo más posible para cancelar con una moneda de un menor valor adquisitivo, mientras que los acreedores desean acortar el tiempo del crédito para recuperar rápido el efectivo y no perjudicarse con el efecto de la inflación. Sin embargo, las condiciones que finalmente se acuerden van a depender de factores como la capacidad de negociación de deudas, la importancia del cliente para el acreedor, en cuanto a sí éste representa para el mismo un cliente prioritario o uno del promedio y a las cláusulas de crédito que se establezcan entre ambos.

En ese orden de ideas, la gestión del capital de trabajo como decisión de la administración financiera de corto plazo, consiste en administrar cada uno de los activos circulantes de la empresa (inventario, cuentas por cobrar, efectivo y valores negociables) y los pasivos circulantes (cuentas por pagar, cargos y documentos por pagar), para alcanzar un equilibrio entre rentabilidad y riesgo que contribuya a maximizar el valor de la empresa. El capital de trabajo tiene relación con el sistema de administración del ciclo operativo normal de una empresa, que va de efectivo a inventario, de inventario a cuentas por cobrar y de cuentas por cobrar a efectivo nuevamente, proporcionando éste el efectivo necesario para cancelar los pasivos circulantes.

Por lo anteriormente expuesto, la administración eficaz del capital de trabajo, resulta ser crucial para el crecimiento y sobrevivencia de una empresa, entonces como consecuencia, el administrador financiero debe dedicar la mayor parte de su tiempo y esfuerzo a la supervisión continua del manejo y gestión del capital de trabajo, pues de su eficiente gestión va a depender la continuidad y operatividad del negocio en el tiempo, cobrando mayor importancia la misma en épocas inflacionarias debido a los problemas de liquidez y a las constantes fluctuaciones en las variables macroeconómicas.

En Venezuela, según lo que expresa Lorenzo (2003), la gestión de cobro de las cuentas por cobrar comerciales se hace más difícil debido a la recesión económica que vive el país, pues el retraso por parte de una empresa en el pago de sus deudas, afecta la capacidad de pago de sus acreedoras, las mismas, al tener problemas de flujo de caja, no cancelarán puntualmente a sus proveedores, generando una cadena que puede poner en graves problemas financieros a las empresas. Así mismo, Lorenzo (2003, 1) afirma que “uno de los problemas financieros más usuales que enfrentan las empresas hoy en día es la falta de fondos para financiar sus actividades corrientes (...)”, y sostiene que esto es más delicado por la situación particular del sector financiero venezolano, el cual se caracteriza por la dificultad que afrontan las empresas para obtener préstamos en el corto plazo, así como el alto costo de este tipo de financiamiento.

Por las razones previamente expuestas, el administrador financiero en Venezuela, debe buscar y analizar la mayor cantidad de alternativas para obtener fondos en el corto plazo, y así poder ampliar las posibilidades de escoger entre varias opciones, estudiando las condiciones del préstamo en cuanto a plazo de pago, cuotas, tasas de interés ajustables, comisión flat, garantías reales exigidas, avales, restricciones de monto, costo de las fuentes, facilidad de acceso a los recursos; con el fin de lograr diversificar el riesgo y evitar que exista un único proveedor de fondos.

La obtención de fondos a corto plazo puede darse a través de las siguientes fuentes: el crédito comercial, el préstamo bancario, y los papeles comerciales. El

crédito comercial es una fuente de financiamiento a corto plazo espontánea, porque surge del curso normal del negocio, se ajusta al ritmo operativo de la empresa, Mientras que, el préstamo bancario es una fuente de financiamiento negociable, no espontánea, en la cual se le solicita prestado a un banco.

En lo referente a los papeles comerciales son una fuente de fondos negociable, que consiste en la venta de valores de deuda a corto plazo en el mercado monetario, mercado definido por Garay y González (2006) como el “mercado financiero en el cual fluyen los fondos a corto plazo” (p. 67), tiene un menor costo por ser un mercado sin intermediarios, se da acceso a mayores plazos de financiamiento, pero las empresas que acuden a esta fuente de financiamiento deben cumplir exigentes requisitos legales y de suministro de información, de esta forma se realizan transacciones de demanda de fondos en el mercado financiero, el cual especifican Garay y González (2006) como el “mercado constituido por las transacciones que realizan los oferentes y demandantes de fondos y es el espacio en donde se compran y se venden activos financieros ” (p. 67), realizando transacciones a través de la banca y de la emisión de papeles comerciales.

Los papeles comerciales son adquiridos por empresas que mantienen fondos excedentes tales como: bancos, compañías de seguro, fondos de inversión del mercado de dinero, fondos de pensiones y otras instituciones financieras, quienes convierten los fondos mantenidos para propósitos distintos a las transacciones inmediatas, en títulos valores negociables ganando intereses. El tiempo de vigencia del papel comercial normalmente es menor a un año y su emisión y colocación está regulada por normas establecidas para el Mercado de Capitales de cada país, definido éste como aquel mercado donde fluyen los fondos a largo plazo, pero a pesar de que los papeles comerciales son un instrumento de financiamiento de corto plazo, por ser valores negociables, es decir, por el hecho de utilizar el mecanismo de la oferta pública, están regidos por algunas de las normas establecidas para este mercado.

En Venezuela una de las normas que regula el mercado financiero (mercado monetario y mercado de capitales) para el período de investigación, es la Ley de

Mercado de Capitales (LMC) (1998), la cual fue publicada en Gaceta Oficial el 22 de octubre del mismo año, en ella se establece la Comisión Nacional de Valores (CNV), como un organismo público facultado por la Ley para promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de valores venezolano. Por ende, al ser valores sometidos a oferta pública, los papeles comerciales están regulados por la LMC (1998) y las normas establecidas por la CNV.

Cabe señalar que el 17 de octubre del año 2010, hubo reformas en el sector financiero de Venezuela y a partir de ese momento, la norma que regula el mercado financiero se denomina Ley del Mercado de Valores (2010) y en la misma se transforma a la CNV en la Superintendencia Nacional de Valores, el cual es el órgano facultado por ley para regir el mercado de valores venezolano actualmente, es importante señalar el hecho de que la investigación realizada, se desarrolla para el período (2006-2008), la normativa legal vigente para la fecha es la LMC y las normas de emitidas para ese entonces por la CNV.

Ahora bien, los papeles comerciales en Venezuela, de acuerdo a la LMC en su artículo 50, son caracterizados como valores de deuda, emitidos por sociedades mercantiles, con plazo de vencimiento no inferior a quince (15) días ni superior a trescientos sesenta (360) días, están destinados a la oferta pública, y los fondos que se obtengan de la emisión de papeles comerciales debe aplicarse al financiamiento del capital de trabajo, cuya administración es de vital importancia, ya que una empresa tendrá mayor capacidad de pago de las facturas al vencimiento mientras mayor sea la proporción en la que los activos circulantes superen los pasivos circulantes, de lo contrario, ésta podría incurrir en costos asociados con el deterioro de su calificación de crédito, la posibilidad de una liquidación forzada de sus activos y hasta la bancarrota. Por lo tanto, la posición del capital de trabajo neto de una empresa puede usarse como medida de riesgo, por lo que influirá en la capacidad para obtener financiamiento en forma de deuda.

Por tal razón, uno de los aspectos a considerar en la administración del capital de trabajo, es el pasivo a corto plazo, cuyas fuentes deben diversificarse a objeto de

que la empresa no esté en manos de un único proveedor de fondos, esta realidad obliga estudiar a profundidad cada una de las opciones de financiamiento de corto plazo disponibles, a fin de acudir a aquella que resulte más favorable para la empresa de acuerdo a sus posibilidades de acceso.

En este sentido es conveniente profundizar en el estudio de la emisión de papeles comerciales como alternativa para la obtención de fondos a corto plazo, a objeto de contribuir con su conocimiento y de alguna manera con la motivación de las empresas para la oferta de los mismos, ya que éstos representan una fuente de financiamiento cuyo vencimiento es menor a un año, permite cubrir de manera oportuna las necesidades de capital de trabajo, es menos costosa que los préstamos u otras opciones ofrecidas por la banca, y a pesar de sus ventajas es poco lo que se conoce de ellos.

Según datos tomados de los informes anuales de la CNV para los años (2005) y (2006), en Venezuela del total de la oferta pública de valores autorizados por la CNV (acciones, obligaciones, papeles comerciales y títulos de participación) durante los años finalizados en el período (2003-2006), los papeles comerciales representan un alto porcentaje del total de valores autorizados, constituyendo el 45,25% para el (2003), el 58, 79% para el (2004), el 57,66% para el (2005) y el 32,82% para el (2006), se evidencia el uso de la emisión de papeles comerciales como fuente alternativa de fondos a corto plazo, para el financiamiento del capital de trabajo en las empresas venezolanas que acuden al mercado monetario y cumplen con los requisitos exigidos por la CNV.

De igual manera, al tomar como fuente de datos el boletín informativo de la CNV para el mes de diciembre (2006) y diciembre (2007) en relación al monto en circulación de papeles comerciales en estas fechas, puede indicarse que al 31-12-2006, 17 empresas tenían papeles comerciales en circulación por la cantidad de Bs. 496.710,96 millones; mientras que al 31-12-2007, 15 empresas tenían papeles comerciales en circulación por la cantidad de Bs. 250.266,80 millones, siendo éstas las que reúnen las condiciones exigidas por la CNV para tal fin, más no porque las

empresas restantes no requieran de financiamiento de corto plazo. No obstante, a pesar de ser pocas las empresas que emitieron papeles comerciales, los montos en circulación de los mismos durante estos períodos representan una cifra representativa dentro del total de las ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV, los papeles comerciales en el año (2006) representan un 32,82 % del total ofertado y para el año (2007) éstos equivalen al 19,37 % del total ofertado en el año.

Por su parte, Flores (citado en Pernía, 2008), sostiene que “en la Bolsa de Valores de Caracas se tienen emisiones de papeles comerciales y obligaciones por montos que no es fácil que un banco financie. En la Bolsa es mucho más fácil buscar dinero y es menos costoso”. Afirmación ésta que es reforzada por la opinión de San Martín (2008) , quien indica que por el monto máximo de valores a emitir en el Mercado de Capitales se puede conseguir una tasa de interés más baja que la de cualquier otro préstamo ofrecido en el mercado financiero. Considerando el plazo de vencimiento establecido por Ley.

Por todo lo anteriormente expuesto, resultó interesante realizar un estudio que permita dar a conocer el tema de los papeles comerciales en Venezuela, de manera que muchas más empresas accedan al mismo, de esta forma, la investigación propuesta está orientada a analizar ¿Cómo los papeles comerciales constituyen una fuente de financiamiento de corto plazo para las empresas venezolanas?, estudiando algunas de las empresas que han entregado prospectos de emisión de papeles comerciales ante la CNV para los años (2006), (2007) y (2008).

En este sentido, el estudio en referencia está orientado por las siguientes interrogantes:

1. ¿Cuáles son las principales fuentes de financiamiento de corto plazo disponibles para las empresas?
2. ¿Cuáles son las características de los papeles comerciales en Venezuela?
3. ¿Cuáles son los procedimientos a seguir por las empresas para la emisión, oferta pública y negociación de los papeles comerciales en el mercado financiero venezolano?

4. ¿Cuáles son las características de los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período (2006-2008) en Venezuela?
5. ¿Cómo ha sido la oferta pública de papeles comerciales en relación a los instrumentos de financiamiento autorizados por la CNV durante el período (2006-2008)?

Objetivos de investigación

Objetivo General

Analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008) en las empresas venezolanas.

Objetivos Específicos

1. Identificar las principales fuentes de financiamiento de corto plazo disponibles para las empresas.
2. Describir las características de los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo en Venezuela.
3. Explicar el procedimiento para la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales en Venezuela.
4. Estudiar los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período (2006-2008) en Venezuela.
5. Examinar los papeles comerciales como parte de los valores autorizados por la CNV durante el período (2006-2008).

Justificación

La presente investigación se justifica, en primer término, por la importancia que tiene la administración adecuada del capital de trabajo para la continuidad y operatividad de una empresa en el tiempo, la misma implica la toma de decisiones acerca de los activos y pasivos circulantes, cuya composición, uso y mezcla determinan las características de riesgo y rendimiento de una organización. En segundo término, el administrador financiero dentro de una empresa es quien maximiza el valor de la misma, tiene la responsabilidad de mantener la liquidez adecuada para pagar las cuentas mediante la generación de fondos, el control del uso y distribución de los mismos.

En la búsqueda de fondos el administrador financiero debe considerar las diferentes fuentes de financiamiento y el destino de los recursos, así podrá tomar

decisiones para financiar los activos circulantes y fijos en el corto y en el largo plazo, considerando el ambiente en el cual la empresa se desenvuelve, de manera que se formulen estrategias en respuesta al entorno cambiante existente en el país, en razón del clima de incertidumbre política y económica imperante.

Se justifica también al considerar los siguientes aspectos: (a) toda empresa necesita recursos financieros de corto plazo, los cuales pueden obtenerse mediante diferentes fuentes de financiamiento disponibles en el mercado tales como: crédito comercial, préstamos bancarios y emisión de papeles comerciales. Las dos primeras, suelen ser de uso común, consisten en pedir prestado a los proveedores y a las entidades financieras, para lo cual hay que cumplir una serie de requisitos, dependiendo del tipo de instrumento financiero que se utilice. Mientras que con el financiamiento a través de la emisión de papeles comerciales, se venden valores y constituye una alternativa de obtención de fondos a corto plazo para aquellas empresas que cumplen con los requisitos exigidos por la CNV. (b) Es importante diversificar las fuentes de financiamiento a objeto de que la empresa no esté en manos de un único proveedor de fondos.

Y (c) la emisión de papeles comerciales representa una fuente de financiamiento a corto plazo, pero es poca la información que se tiene de ellos en el medio, resulta entonces, necesario realizar un estudio particular sobre los papeles comerciales en Venezuela, para generar cultura sobre este tema, de manera que los empresarios y gerentes financieros entiendan que esta fuente de financiamiento existe, que es útil y está disponible. La investigación permite analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo en las empresas venezolanas durante el período (2006 – 2008).

Los resultados de la investigación realizada podrán contribuir a generar un mayor conocimiento y difusión de los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo, ofrecida en el mercado financiero venezolano, y así, muchas más empresas en el futuro se motivarían a cumplir los requisitos exigidos por la CNV, ó podrían ejercer presión para flexibilizar los mismos y ciertamente se propiciará la emisión de papeles comerciales como una alternativa de fuente de financiamiento de corto plazo por parte de los administradores financieros venezolanos.

De las fuentes de financiamiento de corto plazo, los papeles comerciales son señalados en los textos de finanzas con un trato muy general, pues, es poca la información que se encuentra sobre los mismos como fuente de fondos en el mercado financiero venezolano, debido a que no existe una compilación de información detallada sobre esta opción de financiamiento, su uso y formas de acceso. Por lo que es pertinente y además se justifica la investigación, ya que un estudio particular sobre esta alternativa de financiamiento, resulta importante para la diversificación de las fuentes de obtención de fondos de las empresas venezolanas, las cuales podrán utilizarlos, considerando sus potencialidades y sus necesidades específicas. De allí la necesidad de realizar estudios que permitan generar propuestas de acción para la obtención de financiamiento a corto plazo coherentes con la realidad analizada.

La realización de la presente investigación se considera viable, pues se estudiaron algunas empresas que entregaron a la CNV prospectos de emisión de

papeles comerciales durante los años (2006 – 2008), además se analizaron las normas establecidas dentro del mercado financiero venezolano en relación a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales.

La investigación a realizada está enmarcada dentro de las líneas de investigación de las Ciencias Contables y Financieras, de la Maestría en Administración mención Finanzas, que ofrece el Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial (CIDE), de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales (FACES) de la Universidad de los Andes (ULA); por estar estrechamente relacionada con las funciones del administrador financiero, debido a que el análisis de los papeles comerciales como opción de financiamiento de corto plazo, representa un tema fundamental en las decisiones de financiamiento y de capital de trabajo del administrador financiero, por lo tanto, se contribuye con el enriquecimiento del conocimiento de temas de interés en el campo de las finanzas venezolanas.

Finalmente, el desarrollo de la presente investigación despertará inquietudes en otros temas vinculados, mediante las interrogantes que pueda dejar planteadas, en consecuencia, servirá de referencia para futuras investigaciones en el amplio campo de las finanzas.

Alcance

El estudio desarrollado analiza los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008) en las empresas venezolanas. El administrador financiero se ve obligado a estudiar profundamente cada una de las opciones de financiamiento de corto plazo disponibles, a fin de acudir a aquella que resulte más favorable para la empresa de acuerdo a sus posibilidades de acceso. La consideración de este factor le permitirá a los gerentes financieros de las empresas venezolanas, tomar decisiones de financiamiento e inversión en concordancia con la realidad económica de la región, de manera que puedan con el

tiempo proveer la rentabilidad y liquidez requeridas por las empresas, garantizándole así su permanencia en el tiempo.

Delimitaciones

La investigación analiza los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008) en las empresas venezolanas, estuvo enfocada al análisis e interpretación en todo lo referente a papeles comerciales, estipulado en la Ley Mercado de Capitales (1998), así como en normativas y boletines emitidos por la CNV, aspectos éstos vigentes para el período de investigación (2006-2008); también se realizó el estudio de los prospectos de emisión de papeles comerciales durante el período (2006-2008), entregados por las empresas a la CNV para su autorización.

Para la presente investigación fueron solicitados a la CNV y suministrados por dicha entidad, algunos de los prospectos de emisión de papeles comerciales entregados por empresas emisoras para su autorización durante el período (2006-2008), los cuales serán objeto de estudio. Cabe destacar que el acceso al mercado de capitales para la obtención de recursos a corto plazo en Venezuela, está limitado a grandes y sólidas empresas que cumplen con los requisitos exigidos por la CNV para tal fin. El estudio abarca el ámbito temporal de tres (3) años (2006-2008) y se realizará con los prospectos de empresas solicitantes de autorización a la CNV para la emisión de papeles comerciales durante ese período, ubicadas dentro del territorio nacional de la República Bolivariana de Venezuela, la información recabada se relaciona con las normas e instituciones que se encontraban vigentes para los años de estudio. La consideración de este tema es importante para el crecimiento, desarrollo y mantenimiento de las empresas dentro de la economía venezolana.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO

Antecedentes de la investigación

En la búsqueda de investigaciones referidas a los papeles comerciales como fuente de financiamiento en el corto plazo para las empresas venezolanas, se pudo determinar que en los últimos cinco años no se han realizado estudios referidos exactamente con el tema de investigación, sin embargo, se encontraron estudios donde se consideran separadamente las variables: fuentes de financiamiento, papeles comerciales, mercado de capitales y calificadoras de riesgo, aspectos estos relacionados con el tema objeto de estudio.

Por tal razón es necesario mencionar el artículo científico de la revista Multiciencias, elaborado por Sandrea y Boscán (2008) intitulado “Inversión privada en el sector confección de Municipio Maracaibo, estado Zulia” proveniente del proyecto de investigación intitulado: “Organización industrial e inversión como factores claves para el desarrollo endógeno de sectores productivos zulianos”, cuyo resumen indica que: actualmente, en gran parte de los sectores productivos venezolanos la inversión privada esta casi exclusivamente dirigida a la supervivencia de la empresa. En este contexto, el objetivo de esta investigación consiste en analizar el proceso inversor en el sector confección zuliano. El estudio realizado es descriptivo, la información primaria se obtuvo a través de una entrevista personal a

18 gerentes. Destacando los siguientes resultados: Las decisiones de inversión en este sector corresponden fundamentalmente a un proceso analítico e intuitivo (50% de los gerentes entrevistados) utilizando como indicadores financieros la tasa de rendimiento promedio (55,56%) y el periodo de recuperación de la inversión (33,33%). Por otro lado, el rol de la inversión en la empresa se orienta a la supervivencia (55,56%), siendo los inventarios la opción normalmente preferida. Se concluye que la inversión en el sector se ve afectada por las propias condiciones de definición y evaluación de los proyectos, así como por las limitaciones en el financiamiento, además ésta se dirige generalmente a los activos circulantes, dejando por fuera rubros vitales para la empresa como son los activos fijos y capacitación de personal, constituyendo ello una limitante importante para competir nacional e internacionalmente.

Se relaciona con la investigación desarrollada, debido a que con ello se afianza el hecho de la necesidad de inversión a corto plazo que tienen las empresas, así como la limitación de financiamiento y dificultad de acceso al mercado de capitales por parte de las pequeñas y medianas empresas.

Por su parte, Rodríguez (2007) en su artículo en la revista Visión Gerencial, intitulado “El mercado de capitales como alternativa de inversión”, indica en su resumen: el propósito de la presente investigación es dar a conocer la importancia de los mercados financieros, los cuales facilitan el flujo de fondos de las unidades superavitarias a las unidades deficitarias. Aquel en el cual fluyen los fondos de corto plazo, se conoce como mercado monetario, mientras el que facilita el flujo de fondos a largo plazo se conoce como mercado de capitales. Este, a su vez, es de vital importancia, dado que facilita la inversión y el financiamiento de los agentes económicos, estimulando el crecimiento económico.

El entorno económico y las expectativas de los diferentes agentes juegan un papel fundamental en el proceso de inversión. El mercado de capitales venezolano se encuentra regulado por la CNV, sus objetivos son velar por la transparencia del mercado de valores, para que, de esta forma se pueda contribuir a la protección de los

inversionistas, al asegurar la mayor difusión posible de información financiera y el cumplimiento de las leyes, por parte de los entes intermediarios y de los emisores del mercado. Entre dichos entes se encuentran las empresas emisoras, las entidades de inversión colectiva, entidades de inversión colectiva de capital de riesgo y entidades de inversión colectiva inmobiliaria y sus sociedades administradoras, casas de bolsa, sociedades de corretaje, corredores públicos de títulos-valores, asesores de inversión, contadores inscritos ante el Registro Nacional de Valores, entre otros. En estos tiempos de alta liquidez y de control de cambio, el mercado de capitales se ha convertido en una oportunidad, y resulta fundamental dar a conocer su potencial al público en general.

Representa un antecedente para la investigación debido a que en la misma se desarrollan aspectos básicos del mercado de capitales y es dentro de este mercado donde se negocian los papeles comerciales, los cuales son objeto de estudio.

En ese mismo orden de ideas, Algieri (2007), en su trabajo de grado publicado para optar al título de Magister Scientiae intitulado “Alternativas de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PYME) de las industrias metálicas y metalmecánicas en Barquisimeto estado Lara”, resume que: las pequeñas y medianas empresas (PYME), son organizaciones que por sus características producen un determinado tamaño de producción, tendiendo un número de empleados pequeños e incluso no calificado, ya que estas se dedican a la producción de determinado producto. Por ello el financiamiento de estas PYME requiere de unos procedimientos particulares que le permitan lograr una base financiera para entrar a competir en el mercado con sus productos.

Es por esto, que el presente estudio analiza las alternativas de financiamiento para la pequeñas y mediana empresa (PYME) de las industrias metálicas y metalmetálicas en Barquisimeto, estado Lara. Para ello la investigación esta concebida en la modalidad de campo de carácter descriptivo. La población estará conformada 66 pequeñas y medianas empresas de este sector con una muestra de 60.

Para la recolección de la información se utilizó un cuestionario de preguntas cerradas en escala likert (siempre, algunas veces, nunca) siguiendo luego con un análisis detallado de las preguntas en le mismo orden que fueron planteadas. Para concluir se pretende dejar en claro que existe una gran variedad de entes que financian este tipo de empresas, y que los empresarios las desconocen en su mayoría, por lo que se recomienda crear una base de datos con dichos entes de forma que ellos puedan ofrecer información a los empresarios sobre el tipo de financiamiento que pueden ofrecerles.

Constituye un antecedente a la investigación, ya que el mismo pretende dar a conocer las diversas fuentes de financiamiento existentes y como dentro de éstas se encuentra el uso de la emisión de papeles comerciales como fuente de financiamiento a corto plazo que es el objeto del presente estudio, para que en futuro pueda ser considerada como posible fuente de financiamiento y a la vez se incremente su uso.

De igual manera, Altuve (2004) en su artículo en la revista Actualidad Contable Faces, intitulado “Riesgo en títulos valores. Métodos científicos comparación con el método intuitivo basado en la Cosmobiología. Caso: empresa Alger”, expone en el resumen lo siguiente: todos los inversores que concurren a un mercado especializado como el que se trata en le presente artículo, van persuadidos de dos aspectos fundamentales: la rentabilidad y el riesgo que acompaña a un determinado portafolio en el mercado de capitales. Es preciso brindar a esos futuros inversionistas confianza y transparencia para que su inversión sea fructífera. De ahí el análisis de los métodos que permitan llegar a conclusiones aproximadas de lo que ese papel generará en términos monetarios futuros.

Representa un antecedente debido a que los papeles comerciales son títulos valores, se negocian en el mercado de capitales y para la autorización de su emisión tiene que presentarse como mínimo dos calificaciones de riesgo, aspectos éste que se detalla en el artículo realizado por el autor.

Por último, Leal (2003) con su artículo en la revista de Ciencias Sociales (Ve) intitulado “Estrategias de financiamiento aplicadas por hipermercados en un entorno competitivo” desarrolló una investigación cuyo resumen indica: el presente estudio tiene como objetivo analizar las estrategias de financiamiento aplicadas en el sector de la distribución de productos de consumo masivo, tomando como referencia la experiencia de los hipermercados ubicados en Maracaibo Estado Zulia. Se desarrolló una investigación de carácter descriptivo; para la recolección de datos se aplicó un cuestionario estructurado a gerentes generales y financieros, así como entrevistas no estructuradas a personal administrativo clave de las organizaciones. Los resultados evidencian que las estrategias de financiamiento utilizadas son la integración vertical en redes de proveedores, el endeudamiento bancario y la reinversión de utilidades, como manera de responder al nuevo escenario planteado por la economía mundial. Se concluye señalando como la creciente penetración de las grandes cadenas produce efectos que inciden directamente en proveedores, consumidores y empresas venezolanas del sector.

Forma parte de los antecedentes debido a que este estudio determina las fuentes de obtención de fondos empleadas por empresas venezolanas, y las fuentes de financiamiento, una de las variables desarrolladas en la presente investigación.

Fundamentos teóricos

Al hacer referencia sobre los papeles comerciales como fuente de financiamiento en el corto plazo para las empresas venezolanas, es pertinente revisar aspectos teóricos obtenidos de fuentes secundarias relacionadas con los mismos, por ello, a continuación se presentan las bases teóricas en las cuales se enmarca el problema de investigación planteado, se desarrollan, entre otros, los siguientes tópicos: la administración financiera, el capital de trabajo, las fuentes de

financiamiento, los papeles comerciales, el mercado financiero, los valores, la Comisión Nacional de Valores y las calificadoras de riesgo.

Administración financiera

La administración financiera según Gitman (2003) “se refiere a los deberes del administrador financiero en la empresa. Los administradores financieros administran activamente los asuntos financieros de todo tipo de empresas (...) (p. 3); de la definición anterior se puede inferir que el administrador financiero es el individuo que tiene como función: (a) la planeación de las necesidades financieras de la organización; (b) la obtención de los fondos necesarios para el cumplimiento del plan; (c) la inversión eficiente de los recursos y (d) el control y evaluación de los resultados financieros obtenidos, todo esto con la finalidad de aumentar el valor de la firma, mediante la maximización de las utilidades en el largo plazo.

En la planeación financiera, el administrador financiero debe coordinar con la dirección general de la empresa, para definir los recursos que se necesitan y así cumplir con los planes de ventas, producción e inversiones que se tienen proyectados, así como la determinación anticipada de los resultados económicos o rentabilidad para un período futuro. Por su parte, en la consecución de fondos el administrador financiero mediante la planificación financiera a través del presupuesto de caja, puede comparar el dinero que será recibido por la empresa con los pagos que ha de desembolsar en un período dado, si se presenta déficit de recursos en algunos meses futuros, el administrador es el responsable de ubicar y obtener los fondos económicos para el cuando éstos se requieran, para ello requiere tomar decisiones de financiamiento.

Las decisiones de financiamiento, determinan la combinación y el tipo de financiamiento de la empresa, se relacionan con la estructura de capital, la cual es de acuerdo a Contreras (2005) la “combinación de los diferentes títulos ofrecidos a la empresa. Está referido a las fuentes de financiamiento de largo plazo de que dispone la empresa” (p. 93) implican decisiones que involucran normalmente el largo plazo.

La función referente a la inversión de fondos, está relacionada con la administración eficiente de los activos de la empresa, de forma tal que, las inversiones en los activos de corto y largo plazo sea la óptima, con el objeto de lograr el máximo rendimiento de ellos en términos de ventas, y la maximización del valor de la empresa. Las decisiones de inversión determinan la combinación y el tipo de activos que tiene la empresa, son a largo plazo y se relacionan con el presupuesto de capital, que según Rosenberg (1994) es aquel “presupuesto que describe los gastos a realizar para la compra de edificios y otros bienes de capital, con identificación del origen de los fondos necesarios para cubrir gastos” (p. 324).

Por último, el análisis y control financiero, se basan en la planeación financiera, debido a que toda labor debe ser planeada para que luego de su ejecución o durante la misma pueda controlarse, el control permite determinar si los resultados obtenidos se ajustan a los planes previamente trazados y si hay distorsión es posible que se tomen las medidas correctivas, para así cumplir con el objetivo final planteado.

La ejecución de estas funciones por parte del administrador financiero, requiere de la inversión de tiempo, dedicación y una visión integral de toda la empresa, de manera que sean consideradas financieramente todas y cada una de las áreas de la organización, de esta forma se garantiza la consecución de los recursos necesarios para el logro de los objetivos propuestos, tanto a corto como a largo plazo. Un aspecto a considerar por el administrador financiero, en el corto plazo, es la administración del capital de trabajo, el cual se detalla a continuación.

Capital de trabajo

Al describir el capital de trabajo se encuentran dos conceptos: capital de trabajo y capital de trabajo neto. El capital de trabajo es definido por Gitman (2003) como “Los activos circulantes que representan la porción de inversión que circula de una forma a otra en el conducto ordinario de negocios” (p. 493), es decir, tiene relación con administración de los activos que normalmente pueden convertirse en efectivo en

un período menor o igual a un año, siendo éstos entre otros: las cuentas por cobrar, los valores a corto plazo e inventarios. Esto implica la conversión de los activos circulantes del inventario a cuentas por cobrar, y de éstas a efectivo, proporcionando la fuente de efectivo usada para pagar los pasivos circulantes, es decir, las obligaciones de pago cuyo vencimiento es menor o igual a un año.

En ese orden de ideas, se tiene el concepto de capital de trabajo neto, el cual define Gitman (2003) como “la diferencia entre los activos y pasivos circulantes de la empresa” (p. 494), puede verse ésta como la medida del grado en que las empresas están protegidas contra problemas de liquidez. El capital de trabajo neto puede ser positivo o negativo, será positivo si la porción del activo circulante es mayor que el pasivo circulante y negativo, cuando ocurra lo contrario; éste indica directamente la capacidad que tiene una empresa para pagar sus facturas al vencimiento, y de allí la importancia que tiene su efectiva administración, de su manejo dependerá el éxito o fracaso de un negocio, el efecto de las decisiones sobre él mismo, influye directamente sobre el riesgo, rendimiento y precio de las acciones de la empresa, por tal motivo, su administración requiere de la inversión de mucho tiempo, para el análisis y supervisión continua.

Así mismo, Moyer, Mc Guigan y Kretlow (2000) indican que “Las políticas de capital de trabajo eficaces son cruciales para el crecimiento, sobrevivencia a la larga de una compañía” (p. 581), es así como, si una compañía no está en condiciones de cumplir con sus obligaciones en efectivo a su vencimiento, la misma corre el riesgo de incurrir en costos asociados con el deterioro de su calificación de crédito, la posibilidad de una liquidación forzada de los activos y hasta la bancarrota.

La administración del capital de trabajo tiene estrecha relación con el ciclo de operaciones de una empresa (ver gráfico 1), el cual consta de tres actividades: compra de recursos, elaboración del producto y venta del mismo, actividades éstas que generan flujos de efectivo irregulares, (los egresos de efectivo ocurren antes que los ingresos de efectivo) e inciertos (por la imposibilidad de pronosticar con precisión las ventas y costos a futuro). Moyer et al. (2000) indica que una compañía debe

invertir durante este ciclo en varios activos a corto plazo (capital de trabajo) para mantener su liquidez y funcionar, así mantiene un saldo de efectivo para pagar las cuentas al vencimiento, invierte en inventarios para cubrir los pedidos de los clientes e invierte en cuentas por cobrar para extender el crédito a sus clientes.

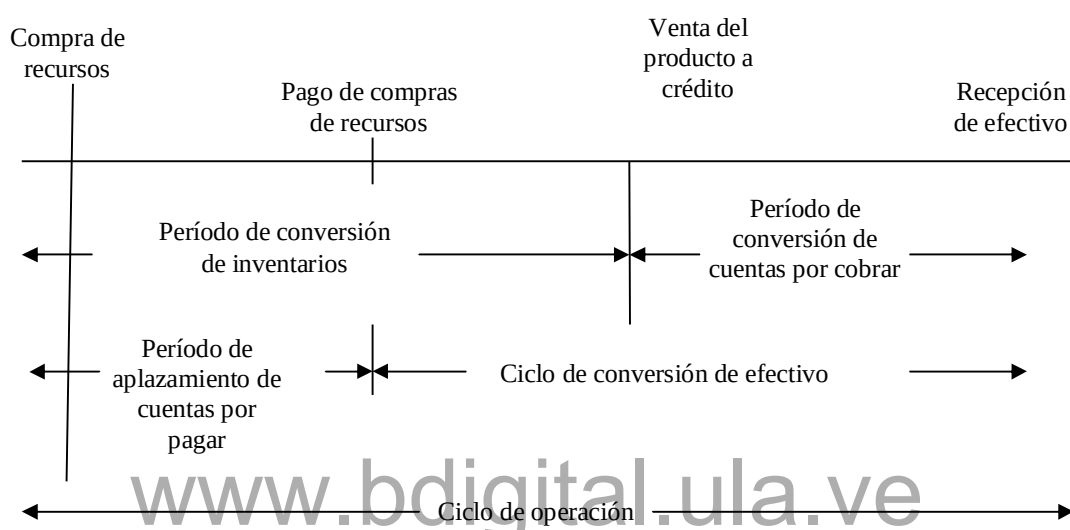


Gráfico 1. Ciclo de operación de una compañía. Tomado de Moyer, McGuigan y Kretlow (2000).

Según indica Moyer et al. (2000) en el ciclo de operación de una compañía se distinguen 4 períodos: primer período, la conversión de inventario, que es el lapso necesario para producir y vender el producto; segundo período, la conversión de cuentas por cobrar, que es el lapso requerido para cobrar los ingresos por concepto de ventas; tercer período, el aplazamiento de las cuentas por pagar, lapso durante el cual una compañía puede posponer el pago de sus diversas compras de recursos y el cuarto ciclo la conversión del efectivo, que es el intervalo de tiempo neto entre la cobranza de los ingresos en efectivo por concepto de ventas del producto y la realización de los pagos en efectivo por las compras de recursos, siendo en este intervalo donde debe acudir a fuentes de financiamiento adicionales no espontáneas, para financiar el

capital de trabajo, y de esta manera poder continuar con las actividades de la compañía.

La administración del capital de trabajo comprende operaciones y decisiones que definen: el nivel de activos circulantes de la empresa; la porción de deuda a corto y a largo plazo que se empleará para financiar los activos; el nivel de inversión en cada activo circulante y las fuentes y mezclas específicas de crédito a corto plazo a las que debería recurrir la compañía.

Las decisiones previamente indicadas se ven influenciadas por el equilibrio que debe existir entre rentabilidad y riesgo, es por ello que existen filosofías gerenciales acerca de cómo debe financiarse el capital de trabajo y de acuerdo a lo expuesto por Emery, Finnerty y Stowe (2000), éstas se pueden caracterizar en cuatro enfoques: el enfoque de equiparación de vencimientos; el enfoque conservador y el enfoque agresivo. El enfoque de equiparación de vencimientos, se basa en que las variaciones del activo circulante se financian por estacionalidad con pasivo circulante que tiene el mismo vencimiento y los activos a largo plazo se financian mediante la emisión de valores de deuda y capital a largo plazo; mientras que con el enfoque conservador, todos los activos a largo plazo y parte del activo circulante, se financian a través de fuentes de financiamiento a largo plazo; por su parte con el enfoque agresivo: se emplea menos financiamiento a largo plazo y más a corto plazo para la adquisición de activos circulantes.

De esta manera puede deducirse que el objeto de la administración financiera a corto plazo, consiste en administrar cada uno de los activos circulantes de la empresa (inventarios, cuentas por cobrar, efectivo y valores negociables) y pasivos circulantes (cuentas por pagar, cargos por pagar y efectos por pagar); para lo cual el administrador financiero debe considerar que la magnitud del capital de trabajo, depende del sector de la economía en que opera la empresa, las condiciones técnicas y operativas del sector, la sucesión de los ciclos operativos y la inflación, siendo entonces, una de las actividades más importantes del administrador financiero y que más tiempo le exige, sobre todo lo concerniente a la elección de las fuentes de

financiamiento para la obtención de sus activos, punto éste que se define a continuación.

Fuentes de financiamiento

Las fuentes de financiamiento son las diferentes opciones que dispone el administrador financiero para la obtención de los recursos económicos necesarios para la ejecución de un plan. Según Moyer, et al. (2000), las fuentes de financiamiento por deuda se clasifican de acuerdo a su vencimiento, en fuentes a corto plazo o a largo plazo; las de corto plazo, son aquellas cuyo vencimiento ocurre en un tiempo menor o igual a un año y las de largo plazo, son aquellas cuyo vencimiento es mayor a un año.

Existen tres fuentes principales de fondos a corto plazo, ellas son: el crédito comercial; el préstamo bancario y el papel comercial. El crédito comercial es una fuente espontánea de financiamiento, pues, surge del curso normal del negocio y se produce cuando el proveedor entrega la mercancía solicitada a una compañía y le permite un lapso de tiempo para pagarla, así el comprador acepta pagarle al proveedor la cantidad requerida de acuerdo a las condiciones de crédito establecidas en la factura del proveedor.

Cuando se emplea esta fuente de financiamiento, la empresa tiene como objetivo pagar las facturas pendientes de la manera más lenta posible, cuidando no dañar su calificación de crédito, de esta manera puede decirse que mediante esta fuente de financiamiento, se le pide prestado a los proveedores sin ofrecer activos como garantía, los requerimientos son simples dependen en gran medida de la relación existente entre las partes (proveedor – cliente). Tiene las siguientes ventajas: es una fuente de financiamiento flexible; tiende a crecer a medida que aumenten las compras de la compañía, y es relativamente fácil de obtener. Mientras que su desventaja está asociada al costo de oportunidad causado por la renuncia a los descuentos por pronto pago, y este costo suele ser muy alto. Para quien lo otorga

puede ser peligroso, ya que el cliente puede caer en mora si no planifica adecuadamente su ciclo de efectivo, perjudicando así su imagen.

Los préstamos bancarios, son otorgados por bancos y es la principal fuente de préstamos no garantizados, de acuerdo a Gitman (2003) “estos préstamos están destinados sólo a mantener a la empresa a través de picos temporales en necesidades de financiamiento, que se deben principalmente a las circunstancias de inventarios y cuentas por cobrar” (p. 535), de donde se desprende que el efectivo para pagar estos préstamos proviene de la conversión del inventario y cuentas por cobrar a efectivo.

Los bancos prestan fondos a corto plazo, mediante tres instrumentos: pagarés, líneas de crédito y contratos de crédito revolvente, aplicando para ellos una tasa de interés que puede ser fija o flotante. Mediante el pagaré, el prestatario firma un documento donde se establecen las condiciones del préstamo, la duración y la tasa de interés, a cambio de los fondos que le presta el banco. Con la línea de crédito, se firma un contrato entre un banco comercial y una empresa y se especifica la cantidad del préstamo y el período de duración, este instrumento le permite al prestatario endeudarse hasta un monto máximo en un momento dado.

Por otra parte, los contratos de crédito revolvente, según Gitman (2003) “son una línea de crédito garantizada, el banco comercial le asegura al prestatario la disponibilidad de una cantidad específica de fondos, aunque haya escasez de dinero (...)” (p. 539), ésta fuente de financiamiento tiene la ventaja de ser flexible, puede emplearse una línea de crédito para satisfacer necesidades estacionales de fondos y posee las siguientes desventajas: se exigen comisiones por la apertura de créditos garantizados; pueden incluirse cláusulas de protección y depuración que limiten las actividades para el financiamiento; y puede exigirse un saldo de compensación superior al saldo normal que la compañía mantenga en sus cuentas. Está disponible sólo para las empresas que cumplan con los requisitos exigidos por las entidades financieras, es costosa y son otorgados mayormente a mediano y largo plazo.

Los préstamos bancarios son una fuente de financiamiento no garantizada a corto plazo, se negocian y son el resultado de la acción del administrador financiero

de la empresa, al igual que los papeles comerciales, sin embargo, éstos son más populares debido a que pueden acceder a ellas empresas de todos los tamaños, mientras que, el papel comercial tiende a estar disponible sólo para grandes empresas, en virtud de los requisitos exigidos y al hecho de ser negociados en el mercado de capitales.

Además de estas fuentes de financiamiento, las empresas pueden obtener recursos financieros mediante el empleo de dos fuentes adicionales como son: los créditos sobre cuentas por cobrar y los créditos sobre inventarios. Los créditos sobre cuentas por cobrar pueden obtenerse mediante la pignoración o factoraje de las mismas. Cuando se acude a un contrato de pignoración la compañía retiene sus derechos sobre las cuentas y el acreedor le adelanta fondos sobre la base en la calidad y monto de las mismas, mientras que cuando se emplea el factoraje, las cuentas por cobrar se venden a un factor, quien asume la responsabilidad del análisis del crédito y la cobranza sobre ellas, esta fuente tiene la ventaja de que es flexible, disponible conforme se incrementan las ventas y las cuentas por cobrar, pero la desventaja de que puede resultar ser más costosa que las fuentes sin garantía por las comisiones de servicio, además la venta o pignoración, puede deteriorar la solidez financiera de una empresa y limitar el acceso al crédito.

La otra fuente, son los créditos sobre inventarios, se recurre al contrato de servicio flotante de retención o recibo fiduciario, en el cual el prestatario retiene el colateral, según Moyer et al. (2000), el derecho flotante de retención da al acreedor derechos generales sobre el inventario; en cuanto al recibo fiduciario el inventario que sirve como colateral se identifica con una serie y se deposita en un almacén, esta fuente tiene la ventaja de estar disponible a medida que se incrementan las ventas y los inventarios, puede haber ahorro de almacenamiento de inventario y tiene la desventaja de que puede ser una fuente de financiamiento costosa por las comisiones del servicio del contrato de almacén.

De acuerdo con Van Horne y Machowicz (2002), el papel comercial consiste en: “pagarés a corto plazo sin garantía, emitidos por empresas financieras y algunas

compañías industriales. Representa el instrumento de mayor volumen monetario en el mercado de dinero” (p. 243). De la definición anterior se puede inferir que son un instrumento de financiamiento de corto plazo, empleado por grandes empresas y se negocian en el mercado financiero. El papel comercial tiene la ventaja de que la tasa de interés sea inferior al interés preferente bancario y la desventaja de que las condiciones de crédito escaso en el mercado o de dificultades financieras temporales pueden limitar el acceso de una compañía a esta fuente de fondos. Cabe destacar que esta fuente de financiamiento puede ser empleada sólo por aquellas empresas que cumplen con los requisitos exigidos por la CNV. Los papeles comerciales serán expuestos con mayor detalle a continuación.

Papeles comerciales

El basamento teórico de los papeles comerciales en la presente investigación, se desarrollará mediante el siguiente orden: (a) definiciones; (b) características de los papeles comerciales; (c) aspectos previos a cumplir para la emisión de papeles comerciales; (d) solicitud de autorización a la CNV para hacer oferta pública de papeles comerciales, (e) requisitos de la CNV para otorgar autorización de emisión de papeles comerciales; (f) autorización de la CNV para emisión de papeles comerciales y su revocación; (g) representación de los títulos e información que deben contener; (h) oferta pública y negociación de papeles comerciales; (i) reglas a cumplir por las sociedades emisoras durante el lapso de tiempo de circulación de los papeles comerciales.

Papeles comerciales. Los papeles comerciales según Garay et al. (2006) “Son obligaciones emitidas por empresas grandes y establecidas con el objeto de financiar capital de trabajo (...). Pueden estar garantizados por un banco u otra empresa” (p. 77). De la definición anterior pueden resaltarse cuatro elementos importantes: primero, son obligaciones, por lo que representan instrumentos de deuda; segundo, grandes y establecidas empresas son las que los emiten, por tener la capacidad para hacerlo; tercero, el fin de los mismos es financiar el capital de trabajo, se deduce que

son un instrumento financiero a corto plazo y cuarto, pueden emitirse con garantía o no.

Cabe destacar que en Venezuela, para el período objeto de estudio de la presente investigación, los papeles comerciales estaban regulados por la Ley del Mercado de Capitales (1998), la cual los define en el capítulo III, en el artículo N° 50 de la siguiente manera:

A los efectos de esta Ley, se entenderá por papeles comerciales los valores representativos de deuda emitidos por sociedades mercantiles destinados a la oferta pública, y cuyo plazo de vencimiento no sea inferior a quince (15) días ni superior a trescientos sesenta (360) días.- La Comisión Nacional de Valores establecerá mediante normas los requisitos que deberán cumplir las sociedades mercantiles que deseen efectuar emisiones de papeles comerciales por medio de oferta pública.- La asamblea de accionistas deberá aprobar los montos máximos de papeles comerciales que desee emitir la sociedad, cumpliendo con los requisitos de quórum y mayoría que se establezcan en las normas antes mencionadas. Dicha emisión deberá ser nominativa o al portador a opción de la sociedad emisora, y ser colocadas con prima, a descuento o al valor par. (p. 33)

De la definición anterior se desprende como la norma establece claramente los siguientes aspectos: ¿qué son los papeles comerciales?, ¿quiénes los emiten?; ¿cuánto es su duración?; ¿qué ente rige lo referente a papeles comerciales?; ¿quién autoriza los montos máximos a solicitar en una emisión?; ¿cómo debe ser la forma de la emisión?; y ¿cómo pueden ser colocados los papeles comerciales en el mercado?.

De esta manera, los papeles comerciales están regulados por la Ley del Mercado de Capitales (1998), la cual establece a la Comisión Nacional de Valores como órgano que se encargará de lo relacionado con estos instrumentos, siendo ésta el ente facultado por Ley para promover, regular, vigilar y suprimir el mercado de valores venezolano y así asegurar la transparencia del mercado con el objeto de proteger a los inversionistas, de esta manera la CNV, es el ente que establecerá normas específicas

para la emisión, oferta pública y negociación de los papeles comerciales en el mercado financiero venezolano.

Características de los papeles comerciales como fuente de financiamiento a corto plazo en Venezuela. Según la normativa legal vigente que rige los papeles comerciales en Venezuela en esta investigación, los mismos presentan las siguientes características:

1. Son una opción de fuente de financiamiento a corto plazo disponible para grandes y sólidas compañías, que cumplan con los requisitos exigidos por la CNV para su autorización, son emitidos por sociedades mercantiles, las cuales son los únicos entes autorizados por la ley para emitirlos, ninguna otra persona natural o jurídica distinta de la sociedad anónima puede hacerlo.

2. La emisión de papeles comerciales por parte de las sociedades mercantiles, debe estar autorizada por la CNV y las mismas quedan sujetas al control de este ente, mediante las normas y resoluciones emanadas por dicho organismo, la emisión se realiza mediante la autorización de un prospecto.

3. Los papeles comerciales son títulos valores representativos de deuda, porque representan una fuente de fondos a muy corto plazo, quienes los compran proporcionan los recursos monetarios a la empresa emisora, la cual debe devolverlos en un plazo no mayor a un año, representando para la empresa una obligación a pagar.

4. Son emitidos en masa, porque se emiten en unidades múltiples equivalentes entre sí, son intercambiables, pues todos tienen el mismo contenido, poseen iguales características y otorgan los mismos derechos a los poseedores dentro de su clase.

5. Pueden emitirse al portador o en forma nominativa, a opción de la sociedad emisora, esto incide en el régimen de circulación del título. Lo normal es emitirlos al portador y que su transferencia se realice por simple entrega. El carácter de títulos al portador o nominativos incidirán en el régimen aplicable en caso de anulación del título en la eventualidad de su destrucción, extravió o sustracción.

6. Son destinados a la oferta pública, es decir, son ofrecidos al público, a sectores o a grupos determinados mediante medios de publicidad o difusión, la oferta pública puede realizarla la misma empresa emisora o a través de un intermediario.

7. El plazo de vencimiento no es inferior a quince (15) días ni superior a trescientos sesenta (360) días, aunque puede ser prorrogado de acuerdo a las condiciones fijadas al momento de la emisión o por acuerdo de las terceras partes de los tenedores de los instrumentos reunidos en asamblea.

8. Pueden ser colocados con prima, a descuento o a valor par, la manera de colocación dependerá de la decisión del ente emisor, pues de allí se determinará el rendimiento que éstos títulos valores ofrecen a quienes invierten en ellos, el rendimiento de los títulos vendrá dado por el diferencial entre su precio de emisión y el de su pago al vencimiento. Este hecho, de acuerdo con la LMC (1998) deberá especificarse en el prospecto y en el título, normalmente se colocan a valor nominal, es decir, el capital desembolsado por el suscriptor es igual al valor nominal del título.

9. Los fondos obtenidos de la emisión deben ser empleados para satisfacer necesidades de capital de trabajo, es decir, el financiamiento de los activos a corto plazo, tales como: cuentas por cobrar e inventario entre otras.

10. La emisión de papeles comerciales esta abierta a sociedades anónimas y los títulos pueden negociarse en la Bolsa, para lo cual deben ser inscritos en la misma, esta inscripción se efectuará una vez finalizada la colocación primaria.

Por su parte, la CNV ha establecido normas para solicitar la autorización de oferta pública de papeles comerciales a: las sociedades anónimas domiciliadas en el país que quieran emitir papeles comerciales y ofertarlos en el territorio nacional; a las sociedades de corretajes o casas de bolsa; a las compañías de inversión y a los entes multilaterales. Para efectos del trabajo de investigación se desarrollará todo lo relacionado a las normas establecidas para las sociedades anónimas domiciliadas en el país.

Aspectos previos a cumplir las sociedades anónimas para emitir papeles comerciales. De acuerdo a las normas establecidas por la CNV, las sociedades antes

de emitir papeles comerciales deben en primer lugar lograr la aprobación de la asamblea de accionistas con el voto a favor de los socios que representan como mínimo la mitad del capital social; seguidamente elaborar y presentar la información financiera auditada, dicha auditoria deberá ser realizada por auditores independientes; luego elaborar un prospecto de emisión de papeles comerciales, de acuerdo a la normativa establecida por la LMC (1998) y la CNV, el mismo debe ser dictaminado por dos (2) sociedades calificadoras de riesgo; y finalmente solicitar la autorización de emisión y oferta pública de valores.

Solicitud de autorización de emisión y oferta pública de papeles comerciales.

La CNV estableció la resolución N° 79-2005 de fecha 28-06-2005, contentiva del instructivo para solicitar autorización para hacer oferta pública de papeles comerciales (VNV-I-02). El instructivo previamente mencionado indica que en primer lugar, debe presentarse la solicitud por escrito ante la CNV, tanto al realizar nuevas o sucesivas emisiones, como en las prórrogas (ver cuadro 1), la cual debe entregarse junto con documentos de carácter legal y documentos relativos a la emisión y oferta pública de papeles comerciales, incluyendo la versión preliminar del prospecto (ver cuadro 2), debe contener información básica sobre: la emisión; la sociedad emisora y su información financiera, éstos requisitos son estudiados por la CNV para su posterior autorización (ver gráfico 2), la cual será realizada mediante resolución y posteriormente notificada al agente emisor, para la inscripción de la sociedad ante el Registro Nacional de Valores.

Cuadro 1

Solicitud de autorización a la CNV para emitir y ofertar públicamente los papeles comerciales.

Nuevas emisiones	
Solicitud por escrito con información en original y dos (2) copias junto con la consignación de documentos de carácter legal y relativos a la emisión y oferta pública indicando:	a) Identificación de la sociedad emisora y del representante legal indicando: nombres, apellidos, domicilio, nacionalidad, cédula de identidad, estado civil y profesión. b) Monto total de la emisión que se solicita autorizar. c) Relación de documentos que acompañan la solicitud. d) Fecha de la solicitud y firma de la persona autorizada.
Documentos de carácter legal requeridos en copia certificada:	a) Instrumento que acredita la representación de la persona que suscribe la autorización. b) Instrumento que acredita la representación de las personas que firmarán los títulos (papeles comerciales). c) Acta de asamblea de accionistas que acordó la emisión de papeles comerciales y fijó la remuneración del representante común.
Documentos relativos a la emisión y oferta pública de papeles comerciales:	a) Fascímil de los títulos que se utilizarán para documentar los papeles comerciales. b) Carta de aceptación del representante común. c) Proyecto de aviso de prensa. d) Proyecto de contratos con agentes: de pago, de custodia, de colocación y representante común. e) Garantía o fianza de ser el caso. f) Versión preliminar del prospecto. (ver cuadro N° 2)

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados de Resolución N° 79-2005, Comisión Nacional de Valores (2005).

Cuadro 1(Cont.)

Información no requerida en el prospecto: puede ser de uso interno de la CNV y ésta puede disponer que la información esté o no incluida en el prospecto, la información requerida es referida a la entidad emisora y a información financiera.	
a) Información sobre la entidad emisora:	1) Indicar si existen proveedores o clientes que representen más del veinte por ciento (20%) del total de compras o ventas netas de la sociedad emisora. 2) Mencionar litigios o reclamaciones civiles, mercantiles, fiscales o laborales pendientes para la sociedad y que afecten o pudieran afectar la situación financiera de la misma
b) Información financiera	1) Las entidades que hayan sido autorizadas para emitir papeles comerciales debe enviar, durante la vigencia de la autorización a la CNV: a) Con cinco (5) días de anticipación a la emisión de la primera serie copia certificada del acta de la reunión de junta directiva que acordó las características de la emisión: monto de la primera serie, fecha y lugar de la emisión, fecha de vencimiento, lugar de pago, valor nominal de los títulos y precio inicial de colocación. b) Dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la conclusión de la emisión y oferta pública de, indicar el monto colocado y el pago correspondiente. c) Copia del dictamen de calificación de riesgo, dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la fecha de revisión del dictamen de calificación. d) Balance general, estado de ganancias y pérdidas, estado de movimiento de las cuentas del patrimonio y estado de flujo de efectivo con sus explicaciones, dentro de los treinta (30) días siguientes al vencimiento de cada trimestre de su ejercicio económico, siempre y cuando la sociedad emisora tenga papeles en circulación

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados de Resolución N° 79-2005, Comisión Nacional de Valores (2005).

Cuadro 1(Cont.)

Emisiones sucesivas y prórrogas
1) Presentar solicitud por escrito con los requisitos exigidos para las nuevas emisiones. 2) Presentar la misma documentación legal y relativa a la emisión y oferta pública de papeles comerciales que para las nuevas emisiones. 3) En la información financiera si la sociedad ha solicitado autorización a la CNV más de una vez al año o se encuentran inscritas ante el Registro Nacional de Valores (RNV), no deben incluir en el prospecto información contable, que ya haya sido consignada ante el RNV. Para aquellas sociedades no contempladas en el supuesto anterior, debe incluirse en el prospecto un informe contable completo, con una antigüedad no superior al trimestre anterior de la solicitud correspondiente. 4) Información no requerida en el prospecto, la misma que para nuevas emisiones.

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados de Resolución N° 79-2005, Comisión Nacional de Valores (2005).

www.bdigital.ula.ve

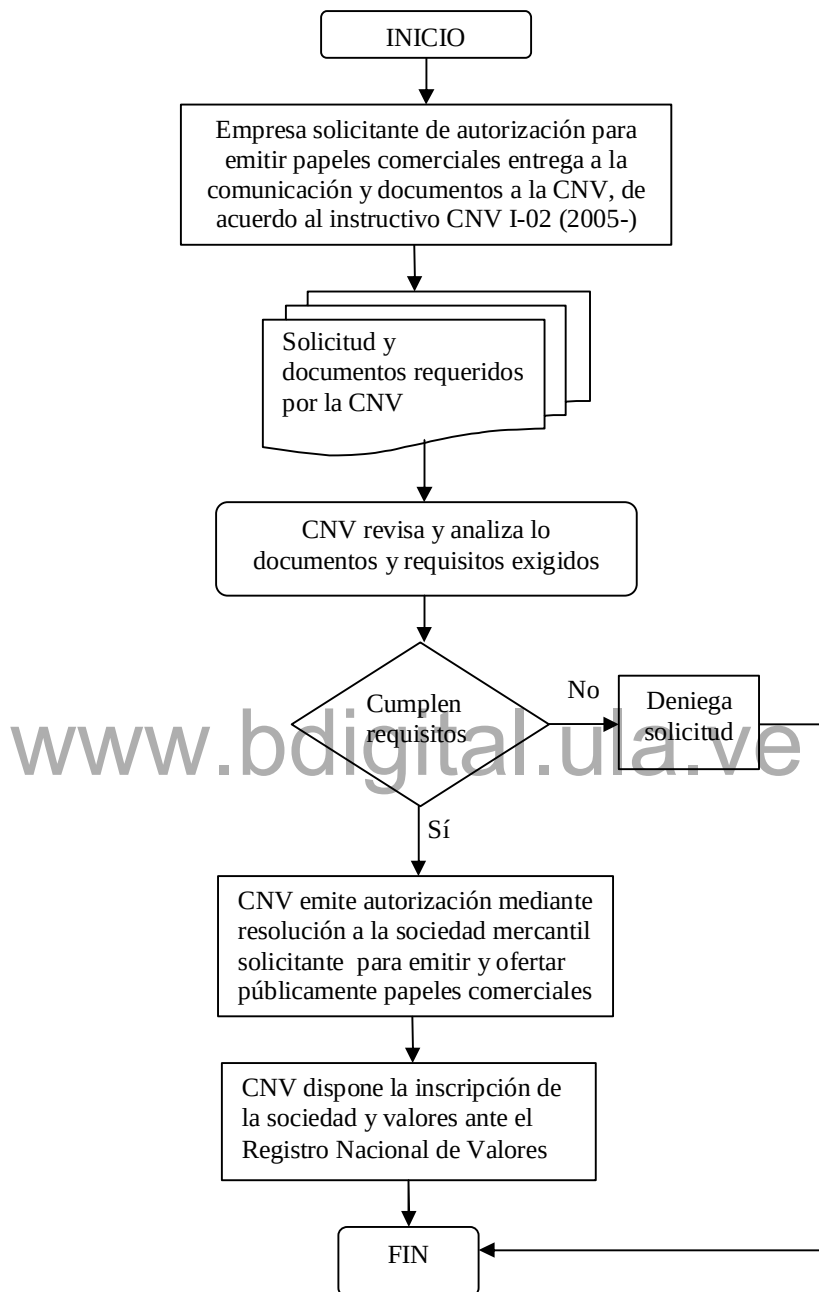


Gráfico 2. Procedimiento para solicitar autorización a la CNV para la emisión de papeles comerciales. Elaborado con datos tomados de la Resolución 32-2002 Comisión Nacional de Valores (2002).

Cuadro 2

Contenido del prospecto de emisión de papeles comerciales

1) Portada: primera página	- Palabra prospecto destacada. - Identificación de la sociedad emisora indicando: capital suscrito y pagado, clase del título valor, monto máximo autorizado para circular, calificación de riesgo, representante común y si la emisión está garantizada identificar el garante y el tipo de garantía. Una vez autorizada la emisión debe imprimirse en la primera página y en letras mayúsculas: La CNV certifica que se han cumplido las disposiciones de las normas relativas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales, en lo que respecta a la solicitud de autorización para hacer oferta pública en los términos y condiciones que se describen en este prospecto. No certifica la calidad de la inversión. Al pie debe imprimirse la fecha de inscripción en el RNV y la fecha de vencimiento de la autorización.
2) Información básica sobre la emisión	- Tipo de documento: papeles comerciales. - Monto autorizado para circular, indicar monto máximo a circular y plazo de vigencia. - Emisiones: Indicar si la emisiones en una o varias series. - Plazo: Vencimiento fijo no inferior a quince (15) días ni superior a trescientos sesenta (360) días. Sólo en mora los tenedores en asamblea podrán convenir un plazo mayor. - Precio al público: Indicar la colocación a descuento, con prima o a valor nominal. Las tasas de interés y el rendimiento se determina en la colocación inicial y se notifica en aviso de prensa de oferta pública - Custodio: Indicar la institución que prestará el servicio de custodio de los títulos o macro títulos. - Representante común: Indicar el nombre del representante común que designó la Junta Directiva o Asamblea de accionistas de la sociedad emisora.

Nota. Cuadro elaborado con datos tomados de Resolución N° 79-2005, Comisión Nacional de Valores (2005).

Cuadro 2 (Cont.)

2) Información básica sobre la emisión	- Mercado secundario: sí el papel se inscribe en la bolsa, debe indicar la fecha estimada de inscripción de la serie en la Bolsa de Valores. - Pago de los títulos: el pago es la vencimiento, en el lugar indicado en los títulos y en el aviso de prensa. - Régimen fiscal: sí los títulos gozan de un incentivo fiscal indicar tipo, plazo y características del mismo - Uso de los fondos: Indicar uso de los fondos obtenidos de la emisión del papel comercial. - Garantía: sí la hay, describir la garantía, último estado financiero auditado del garante, calificación de riesgo del garante y sí es una carta de crédito señalar el banco corresponsal nacional. - Calificación de riesgo: indicar la calificación y un resumen del dictamen de la calificación.
3) Información sobre la sociedad emisora	- Nombre. Actividad principal, domicilio y duración de la compañía. - Fecha y datos del registro y acta constitutiva. - Indicar personas que ejercen cargos de directores ejecutivos y experiencia profesional. - Nombre de los comisarios y firma a la cual pertenecen los auditores externos (deben estar inscritos en el Registro de firmas de contadores públicos en ejercicio independiente que lleva la CNV). - Nombre de las personas naturales o jurídicas que controlan directamente e indirectamente más del diez por ciento (10%) del capital social de la sociedad emisora. - Indicar el nombre de las personas jurídicas que sean controladas directa o indirectamente en más de un veinte por ciento (20%) por la sociedad emisora. - Indicar el impacto o beneficio social de la emisión.

Nota. Cuadro elaborado con datos tomados de Resolución N° 79-2005, Comisión Nacional de Valores (2005).

Cuadro 2 (Cont.)

4) Información financiera	- Presentar los estados financieros correspondientes a los últimos dos (2) años consolidados, auditados por un contador público independiente inscrito en el registro especial que lleva la CNV, entre ellos: Balance General, Estado de ganancias y pérdidas, estado de flujo de efectivo y estado de movimiento de las cuentas del patrimonio. Los estados financieros deben ajustarse a las normas que dicte la CNV sobre estados financieros.
El prospecto debe contener como mínimo la información antes descrita, cualquier otra información adicional que contribuya a instruir al inversor debe incluirse en el prospecto; el cual debe ser remitido vía electrónica a la CNV y una vez aprobado debe imprimirse y colocarse en la última página el nombre, número de cédula de identidad, dirección, teléfono y correo electrónico de las personas responsables del contenido del mismo y la siguiente leyenda: los responsables que suscriben declaran que conjunta e individualmente aceptan, a todos los fines legales consiguientes, la responsabilidad del contenido del presente prospecto y que el mismo es verdadero y no contiene información que pueda inducir a error al público y que no conocen ningún otro hecho o información importante, cuya omisión pudiere alterar la apreciación que se haga por parte del público del contenido de este prospecto.	

Nota. Cuadro elaborado con datos tomados de Resolución N° 79-2005, Comisión Nacional de Valores (2005).

Requisitos para que la CNV autorice la emisión de papeles comerciales.

Considerando lo establecido en la resolución 32-2002 (2002) de la CNV en los artículos del 2 al 17, los requisitos para la autorización son: (a) a los efectos de autorización las sociedades emisoras deben presentar el dictamen de dos (2) sociedades calificadoras de riesgo, dependiendo de las condiciones del mercado la CNV podrá requerir una (1) sola calificación de riesgo; (b) los recursos provenientes de la emisión deben emplearse al financiamiento de las actividades indicadas en el prospecto, siempre que estén destinadas al capital de trabajo; (c) la emisión de papeles comerciales podrá ser aprobada por una asamblea de accionistas donde esté representado como mínimo la mitad del capital social; (d) sólo será autorizada la oferta pública de papeles comerciales con el objeto de realizar operaciones de

intermediación financiera (los recursos captados están destinados para realizar operaciones de otorgamiento de créditos o financiamiento) a las sociedades mercantiles autorizadas para ejercer dicha actividad de acuerdo con las leyes especiales que las regulan.

(e) La junta directiva de la sociedad emisora designará un representante común para los tenedores de los papeles comerciales, el cual será aprobado por la CNV y permanecerá en sus funciones hasta el vencimiento de la última serie en circulación autorizada; (f) si la empresa emisora incurre en mora en el cumplimiento de las obligaciones por la emisión de papeles comerciales, el representante común deberá convocar a una asamblea de tenedores e informar a los mismos la situación.

(g) Los emisores de papeles comerciales pueden tener garantías reales o personales, las cuales deben ser aprobadas por la CNV, las garantías reales requieren de avalúo y deben estar aseguradas a favor de los tenedores de papeles comerciales. Las garantías personales bancarias pueden ser otorgadas por bancos o instituciones financieras reguladas por la ley general de bancos y otras instituciones financieras (2001) o por bancos extranjeros, en todo caso, la garantía debe cubrir el monto de la emisión autorizada, los intereses y demás gastos que se pudiesen generar en el proceso de ejecución de las mismas, deberán estar constituidas mediante documento y serán pagaderas al primer requerimiento. Las garantías pueden emitirse a nombre del representante común de los tenedores de los papeles comerciales. (h) El ente emisor debe designar previa autorización de la CNV al ente custodio de los papeles comerciales, mediante un acuerdo por escrito, ya que se depositan los papeles comerciales en manos de un tercero, el cual conserva su posesión hasta el cumplimiento de ciertas condiciones, en caso de que no se cumplan, el otorgante podrá recuperar el depósito.

Autorización y revocatoria de emisión de papeles comerciales. Una vez cumplidos todos los requisitos establecidos en la resolución de la CNV N° 32-2002 (2002) en los artículos del 18 en adelante, la CNV autorizará mediante resolución a la sociedad mercantil solicitante la emisión de papeles comerciales y dispondrá su

inscripción en el Registro Nacional de Valores. La autorización de la CNV tendrá una vigencia no superior a un año (1) año calendario contado a partir del día siguiente a la fecha de la emisión de la primera serie y establecerá el monto máximo que puede estar en circulación. La primera serie deberá emitirse dentro de los tres (3) meses siguientes a partir de la fecha de autorización de oferta pública de papeles comerciales, la emisión puede hacerse en una o varias series simultáneas o sucesivas, ninguna podrá ser inferior al diez por ciento (10%) del monto máximo autorizado.

El ente emisor deberá publicar en un diario, previa autorización de la CNV el inicio de la oferta pública de los papeles comerciales. La autorización puede ser revocada según el artículo 36 de la resolución de la CNV número 32-2002 (2002) en los siguientes casos: primero, por falla en el cumplimiento de pago a la fecha de vencimiento por parte de la sociedad emisora; segundo, por comprobación de suministro de información falsa o engañosa para lograr autorización; tercero, por uso de prospectos o medios de difusión no autorizados por la CNV para la emisión; y por último debido a una situación económico-financiera precaria de la sociedad emisora, que imposibilita el cumplimiento de sus obligaciones con terceros.

Representación de los títulos y contenido. La emisión de los papeles comerciales según el artículo 20 de la resolución N° 32-2002 (2002) de la CNV, podrán representarse en títulos individuales, globales o macro títulos, o anotaciones en cuenta. Siendo los macro títulos, aquellos títulos que permiten al tenedor de valores el poseer en un único documento la titularidad de varios o muchos valores, permitiendo con ello un más fácil manejo de los mismos. De cualquier forma, los títulos de papeles comerciales deben contener en su texto en letras fácilmente legibles, de acuerdo a lo establecido en el artículo N° 21 de la reforma de las normas relativas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales (2002) la siguiente información:

1. Denominación del papel: nominal o al portador.
2. Datos de la sociedad emisora: fecha y datos del registro, estatutos sociales, capital autorizado, capital suscrito y pagado.

3. Fecha de inscripción en el RNV, de la autorización para la emisión otorgada por la CNV.

4. Identificación de la serie, monto total, fecha y lugar de emisión, fecha de vencimiento y lugar de pago.

5. Número correlativo del título dentro de la serie, valor nominal, precio inicial, tasa de rendimiento anual o efectiva si fuera colocado a descuento o con prima.

6. Obligación de pagar capital e intereses en las fechas previstas.

7. Garantías: características y especificaciones en caso de haberlas.

8. Sociedad calificadora de riesgo: datos referentes a la sede principal, el representante legal, la calificación otorgada, así como la obligación de revisión semestral.

9. Firma autógrafa de dos (2) personas autorizadas por la sociedad emisora.

Si la emisión está representada en un macro título, el emisor autorizará al agente de pago a emitir un certificado de custodia negociable el cual debe contener: el tipo de certificado; la denominación del emisor del certificado; el porcentaje de participación sobre el macro título; la identificación de la serie y características; la autorización de la CNV y la firma autógrafa del emisor del certificado.

Oferta pública de papeles comerciales. Una vez autorizada la emisión de papeles comerciales se procede a realizar la oferta pública, la cual está definida en el artículo veintitrés (23) de la LMC (1998) como “aquella oferta que se hace al público, a sectores o a grupos determinados por cualquier medio de publicidad o de difusión” (p. 19). Se Puede decir que, la oferta pública implica generalmente, el uso de medios de comunicación cuyo alcance permita realizar la mayor difusión posible de la propuesta, pudiéndose realizar propaganda o publicidad mediante avisos en prensa y medios de transmisión electrónica. Una vez realizada la oferta pública se procede a realizar la colocación de los papeles, la cual según Morles (2006) es “el proceso mediante el cual el sujeto emisor de valores en masa hace llegar éstos al público a los efectos de la suscripción” (p. 392).

La sociedad emisora puede realizar directamente la colocación primaria de los papeles comerciales o emplear un agente de colocación, como bancos de inversión, casas de bolsa, o sociedades de corretaje de títulos valores, corredores públicos de títulos valores y corredores de bolsa; los cuales pueden actuar en base a una colocación garantizada, en firme o en base a mayores esfuerzos. La colocación primaria garantizada debe ser realizada por un agente con suficiente capacidad financiera, la CNV puede solicitarle garantías hasta por el 100% del monto asignado a colocar. Con la colocación primaria en firme, los agentes de colocación están obligados a ofrecer públicamente los títulos al precio y condiciones estipuladas en el prospecto y contrato de colocación en un plazo no menor a tres meses. Y en una colocación primaria con base a mayores esfuerzos, los agentes de colocación no pueden comprar los títulos que integren la emisión en cuya colocación estuvieren participando, hasta que ésta concluya.

Sin embargo, el inicio de la oferta pública de papeles comerciales debe publicarse mediante aviso en un diario de alta circulación nacional (ver gráfico 3), de acuerdo al artículo 24 de la resolución de la CNV N° 32-2002 (2002), éste tiene que estar autorizado por la CNV y debe contener lo siguiente: (a) mención de ser oferta pública de papel comercial; (b) la identificación de la sociedad mercantil emisora con capital suscrito y pagado; (c) la fecha de inscripción en el registro nacional de valores de la autorización de la CNV para la emisión, con plazo de vigencia y monto máximo autorizado.

(d) Identificación de la serie y monto total; (e) tasa de descuento o de prima a la fecha de la emisión o en su caso los intereses a pagar y las fechas de pago de los mismos; (f) lugar donde se encuentra disponible el prospecto al público y la dirección electrónica a través de la cual puede ser consultado el prospecto; (g) características y especificaciones de las garantías, en caso de haberlas; (h) la calificación y mención de la empresa calificadora de riesgo de la emisión de papeles comerciales; (i) el monto mínimo de inversión no puede ser inferior a cien bolívares (Bs. 100,00).

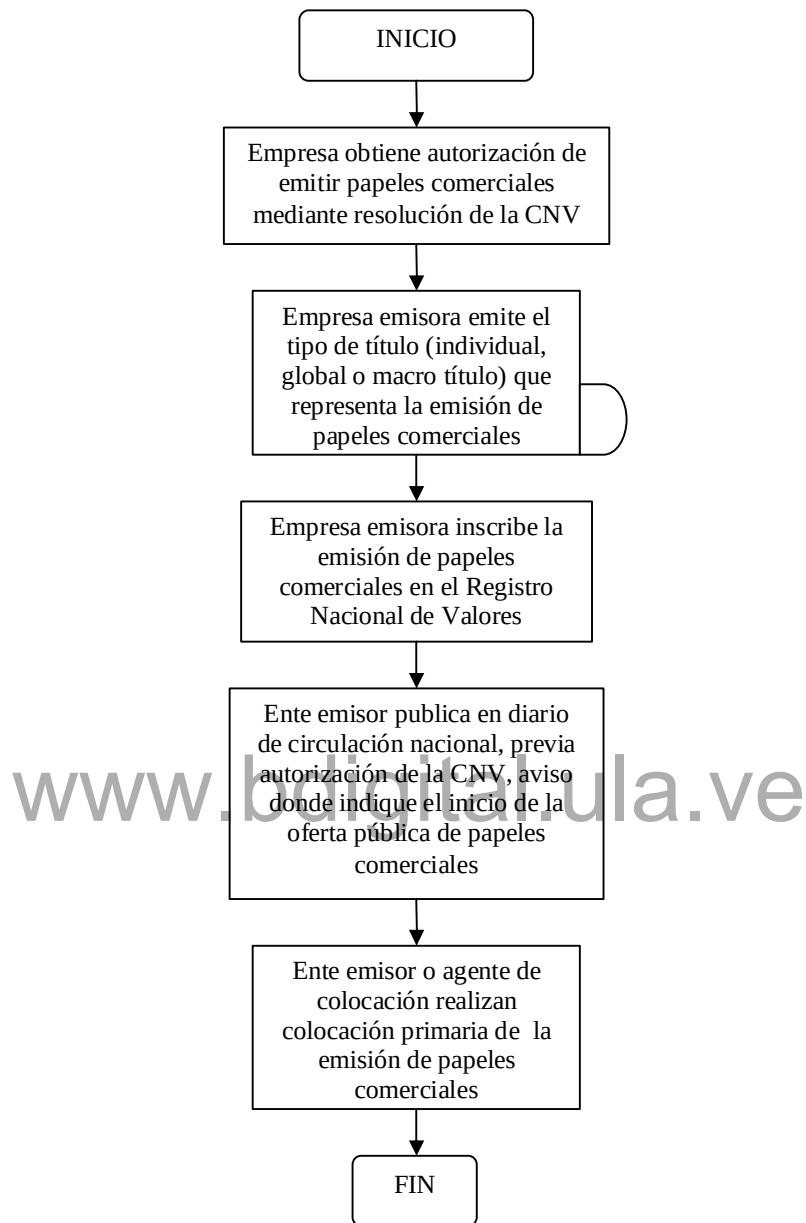


Gráfico 3. Procedimiento para ofertar públicamente la emisión de papeles comerciales Elaborado con datos tomados de la Resolución 32-2002 Comisión Nacional de Valores (2002).

Reglas a cumplir durante el lapso de tiempo de circulación de los papeles comerciales. Durante el lapso de tiempo que estén en circulación papeles comerciales la sociedad emisora está sometida a las siguientes reglas, establecidas en el artículo 38 de la LMC:

1. La sociedad sólo podrá decretar y pagar dividendos provenientes de las utilidades netas obtenidas a partir del momento de la emisión.
2. Puede aumentar el capital pagadero en dinero efectivo o en especie.
3. No puede variar el régimen que consagren los estatutos de la sociedad en relación a los derechos de los accionistas entre ellos y frente a los obligacionistas.
4. La sociedad no podrá disminuir el capital social, salvo en caso de pérdida, ni liquidarse, disolverse o fusionarse con otra sociedad sin autorización previa de la CNV.

Toda sociedad que emita valores debe suministrar información a la CNV, conforme a lo establecido en las normas establecidas para las entidades sometidas al control de la CNV, de igual manera aquellas sociedades que tengan valores inscritos en el RNV, deben suministrar información como: estados financieros, informe de comisarios, declaraciones sobre decreto y pago de dividendos, litigios o reclamaciones civiles, nuevas líneas de productos, proyectos entre otra información, dentro de los siete (7) días continuos siguientes a la celebración de la Asamblea de Accionistas, todo ello con el objeto de suministrar información actualizada sobre el ente emisor y proteger al inversionista. Sin embargo, para entender el entorno de esta fuente de financiamiento es necesario conocer lo que significa el mercado financiero, punto que será desarrollado a continuación, es dentro de éste donde se encuentran las fuentes financieras a las cuales pueden acudir las empresas cuando requieran de recursos monetarios. En el gráfico 4, se resumen los principales pasos a seguir para emitir, ofertar, publicar y negociar papeles comerciales.

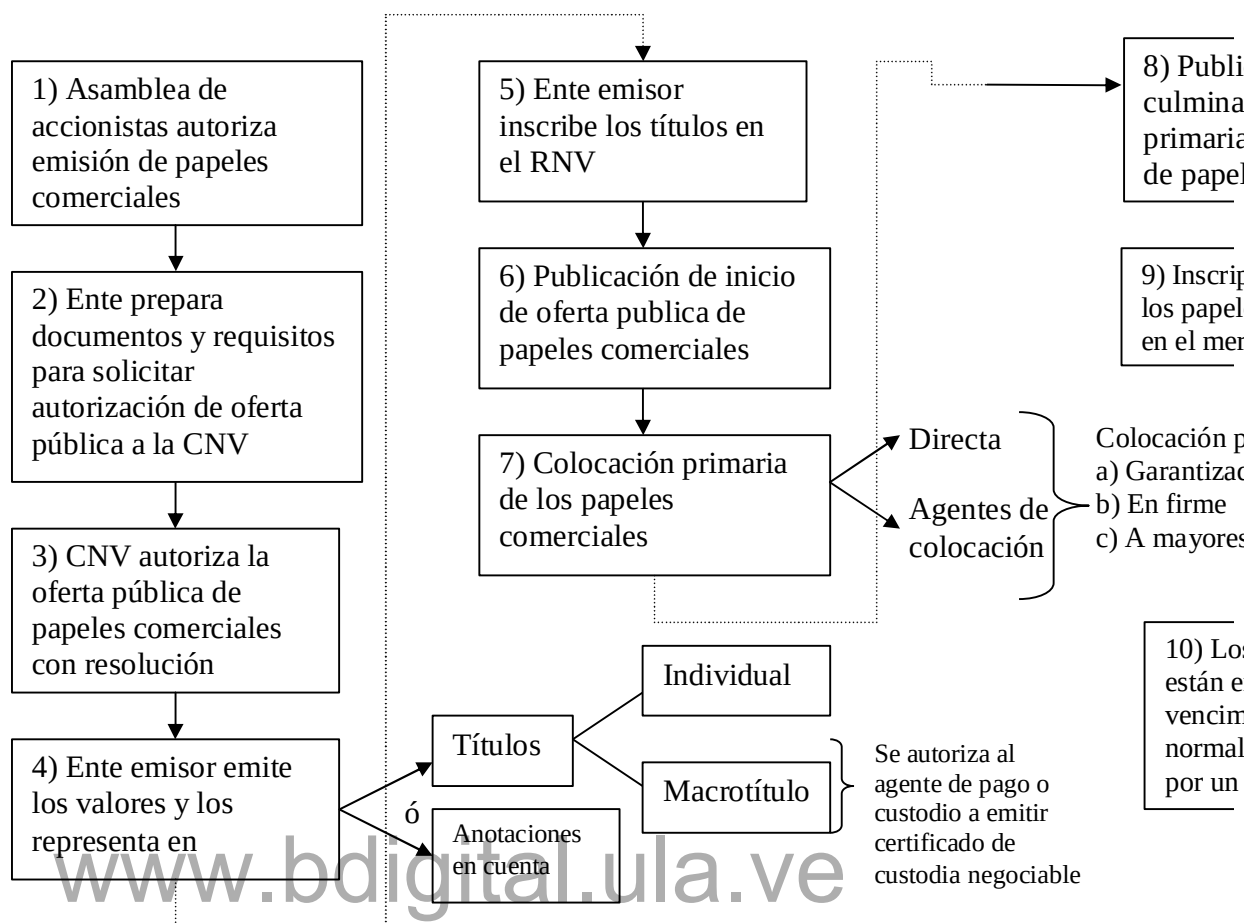


Gráfico 4. Principales pasos a seguir para emitir, ofertar, publicar y negociar papeles comerciales tomados de la Resolución 32-2002 Comisión Nacional de Valores (2002) y Ley del Mercado de Capitales

Tarifas aplicables a los papeles comerciales. En el artículo 17 de la LMC se establecen los ingresos y contribuciones que podrá percibir la CNV de ellos los que están relacionados con los papeles comerciales se muestran en el cuadro 3.

Cuadro 3

Tarifas aplicables por la Comisión Nacional de Valores a los papeles comerciales.

Concepto	Rango	Unidades Tributarias (UT)
Inscripción para hacer oferta pública ante el Registro Nacional de Valores	Hasta Bs. 5.000.000	300 UT
	De Bs. 5.000.000,00 a Bs. 10.000.000,00	600 UT
	De Bs. 10.000.000,00 a Bs. 20.000.000,00	900 UT
	De más de Bs. 20.000.000,00	1.200 UT
Contribución anual por entidad que mantenga títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores	Independiente del tipo y número de emisiones	100 UT

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados del artículo 17 de la Ley de Mercado de Capitales. (1998)

Mercado financiero

Todas las empresas tienen necesidad constante de recursos monetarios, los cuales puede obtener de fuentes externas de tres maneras: una es por medio de las instituciones financieras que captan ahorros y los transfieren a quienes los necesitan; la segunda, es a través de mercados financieros, foros en los que los demandantes y proveedores de fondos pueden hacer transacciones comerciales y la tercera es mediante la colocación privada.

En las instituciones financieras los préstamos y las inversiones se hacen sin el conocimiento directo de los proveedores de fondos (ahorradores), mientras que los proveedores de los mercados financieros saben donde se prestan o se invierten sus fondos. El mercado financiero, también llamado mercado de fondos, según Garay y González (2006) “está constituido por las transacciones que realizan los oferentes y demandantes de fondos y es el espacio en donde se compran y se venden activos financieros” (p. 67). En este mercado se realizan transacciones entre las familias, las empresas y los gobiernos, quienes proveen fondos se llaman unidades superavitarias y quienes acuden a él para conseguir fondos se denominan unidades deficitarias.

El flujo de fondos de las unidades superavitarias a las deficitarias es facilitado por las instituciones financieras y los mercados financieros, siendo los principales mercados, el mercado de dinero o monetario y el mercado de capitales.

Las transacciones con instrumentos de deuda a corto plazo (instrumentos con período de madurez menores a un año) o valores negociables tienen lugar en el mercado de dinero y los valores a largo plazo se negocian en el mercado de capitales.

De acuerdo a Garay et al. (2006) el mercado de dinero surge por una relación entre los proveedores y demandantes de fondos a corto plazo, la mayoría de las transacciones se hacen a valores bursátiles de corto plazo, tales como: letras del tesoro, papel comercial y certificados de depósitos negociables emitidos por gobiernos e instituciones financieras. Según Gitman (2003) “En el mercado de dinero, las empresas y los gobiernos demandan fondos a corto plazo (endeudamientos) emitiendo un instrumento del mercado de dinero. Las partes que proveen fondos a corto plazo (inversiones) compran los instrumentos del mercado de dinero” (p. 21) éstos les generan una ganancia o interés por el uso del dinero en el corto plazo.

Los instrumentos del mercado monetario tales como: cuentas de ahorro, depósitos a plazo y bonos con vencimiento menor a un año, según Garay et al. (2006) poseen grado de liquidez mayores que los instrumentos del mercado de capitales, siendo ellos las acciones y bonos con vencimiento mayor a un año, esto debido a la facilidad que tienen para convertirse en dinero. El mercado de capitales es el que

permite que los proveedores y demandantes de fondos a largo plazo realizar transacciones mediante la negociación de valores, entre ellos los bonos (deuda a largo plazo) y acciones ordinarias y preferentes (unidades de propiedad o capital de una compañía anónima o corporación).

En el mercado de capitales se encuentran dos mercados: (a) el mercado primario, que facilita la emisión de nuevos títulos valores, en él los emisores corporativos o gubernamentales se involucran en la transacción y reciben los beneficios directos de la emisión y (b) el mercado secundario, que permite la negociación de instrumentos ya emitidos, en él los valores se empiezan a negociar entre los ahorradores y los inversionistas y algunas transacciones ocurren en un mercado organizado, como lo son las bolsas de valores.

Los instrumentos financieros de los mercados monetario y de capital en Venezuela, poseen características de rendimiento y riesgo propios, es así como, Garay et al. (2006) son de opinión que los rendimientos y riesgos de los instrumentos del mercado monetario son más bajos que los instrumentos de deuda a largo plazo. En el cuadro 4 se pueden apreciar los instrumentos financieros más populares en Venezuela, tanto en el mercado monetario como en el de capitales

Cuadro 4

Instrumentos Financieros más populares en Venezuela

Instrumento financiero	Emisor	Inversionista	Madurez	Actividad del mercado secundario
Mercado monetario				
Letras del Tesoro	Gobierno Central	Familias y empresas	Hasta 270 días	Moderada
Certificados de depósitos	Instituciones bancarias y de ahorro	Familias	De 7 días a un año	Baja
Papeles comerciales	Empresas, compañías financieras	Familias y empresas	De 15 días a 1 año	Baja
Operaciones de reporto (Repos)	Banco central	Familias y empresas	28 días	Moderada
Mercado de capitales				
Bonos de la Deuda Pública Nacional	Gobierno central	Familias y empresas	1 a 5 años	Moderada
Bonos Brady	Gobierno central	Familias y empresas	Emitidos en 1990 a 30 años aproximadamente	Alta
Vebonos	Gobierno central	Familias y empresas	5 y 6 años	Alta
Bonos empresariales	Empresas	Familias y empresas	1 a 3 años	Baja
Acciones	Empresas	Familias y empresas	No maduran	Moderada (caso de acciones de empresas grandes)

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados de Garay y González (2006) (p. 70)

Como se observa en el cuadro anterior, los papeles comerciales representan para las empresas venezolanas una fuente alternativa de financiamiento a corto plazo y constituyen un valor, a continuación se detallan algunos aspectos relacionados con los valores de acuerdo a los lineamientos establecidos en Venezuela.

Valores

La LMC (1998) en su artículo N° 22 define los valores de la siguiente forma:

Se entiende por valores a los efectos de esta Ley, las acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase.- La Comisión Nacional de Valores, en caso de duda determinará cuáles son los valores regulados por esta Ley. (p. 19)

El sistema establecido por la LMC (1998) al incluir los valores como objeto de regulación, señala que son valores todos aquellos instrumentos que sean emitidos en masa, que posean iguales características y que otorguen los mismos derechos dentro de su clase; y dentro del amplio grupo de valores que cumplen esas condiciones, de acuerdo al criterio de Morles (2006) se encuentran los papeles comerciales, las unidades de inversión en fondos de inversión colectivos, los títulos de participación en fideicomisos y derechos sobre los títulos de empresas venezolanas cotizados en bolsas extranjeras, sobre todos los cuales la CNV dicta normas específicas. La LMC (1998) reconoce que los valores son instrumentos destinados a la circulación, lo cual consiste en un documento suscrito por un deudor y entregado a un acreedor. Como los papeles comerciales son valores que están regulados por las normas establecidas por la LMC y la CNV, a continuación se desarrollarán algunos aspectos referidos a la CNV.

Comisión Nacional de Valores

La Comisión Nacional de Valores (CNV) fue creada el 31 de enero de (1973), es un organismo público, facultado por Ley para controlar, vigilar, supervisar y promover el mercado de valores venezolano y está definida en la LMC (1998) en su artículo 2 así:

La Comisión Nacional de Valores es el organismo encargado de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales. Tiene personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional, está adscrito al Ministerio de Hacienda a los efectos de la tutela administrativa; y gozará de las franquicias, privilegios y excepciones de orden fiscal, tributario y procesal que las Leyes de la República otorgan al Fisco Nacional. (p. 3)

De esta manera, la CNV es un organismo con personalidad y patrimonio propio e independiente, de acuerdo con la LMC (1998), la CNV, es la encargada de todo lo referente a la promoción, regulación, vigilancia y supervisión del Mercado de Capitales en Venezuela y esta adscrita al Ministerio de Hacienda. Según Garay et al. (2006) el objetivo principal de la CNV es velar por la transparencia del mercado de valores, para proteger a los inversionistas, al asegurar la mayor difusión posible de información financiera y el cumplimiento de las leyes por parte de las organizaciones intermediarias y los emisores del mercado.

Entre las organizaciones intermediarias y los emisores del mercado se encuentran: (a) las empresas emisoras, (b) las entidades de inversión colectiva, entidades de inversión colectiva de capital de riesgo y entidades de inversión colectiva inmobiliaria y sus sociedades administradoras, (c) las casas de bolsa y sociedades de corretajes, corredores públicos de títulos valores, asesores de inversión, contadores inscritos ante el Registro Nacional de Valores, (d) las bolsas de valores, bolsas de productos, cajas de valores, calificadoras de riesgo, agentes de traspaso, cámaras de compensación de opciones y contratos de futuro.

Atribuciones y deberes de la CNV. La LMC (1998) en su artículo nueve (9) las define, estando entre ellas las siguientes:

1. Autorizar en Venezuela la oferta pública de los valores emitidos por empresas constituidas y domiciliadas en el país.
2. Autorizar la oferta pública, en el país, de los valores emitidos por organizaciones internacionales, gobiernos e instituciones extranjeras.
3. Autorizar la oferta pública, fuera del territorio nacional, de los valores emitidos por personas domiciliadas en Venezuela.
4. Autorizar la publicidad y los prospectos de las emisiones de valores, a los fines de su oferta pública.
5. Autorizar y supervisar la actuación de bolsas de valores, corredores públicos de títulos valores y demás instituciones o personas intermediarias.
6. Registrar los títulos valores.
7. Resguardar y proteger los intereses de los accionistas, especialmente los minoritarios.
8. Dictar normas conformes a las cuales se autorizará el funcionamiento de las sociedades calificadoras de riesgo.
9. Determinar la oferta y el contenido de los estados financieros que deben presentar obligatoriamente, las sociedades que pretenden hacer oferta pública de valores.
10. Practicar visitas a las sociedades bajo su control, en las cuales podrá inspeccionar sus libros y documentos.
11. Publicar un boletín informativo mensual sobre el mercado de capitales y su comportamiento.

En Venezuela los instrumentos financieros que están regulados por la CNV, entre otros son: los bonos; papeles comerciales; acciones; recibos de depósitos americanos (ADR); recibos de depósitos globales (GDR); las joyas de la Bolsa de Valores de Caracas: perlas, rubíes y esmeraldas; Letras del Tesoro; Bonos de la Deuda Pública (DPN); los Repor; los Vebonos; las Opciones y los contratos Forward. Para emitir los papeles comerciales, es necesaria la elaboración de un prospecto de emisión y el mismo debe ser calificado para determinar el riesgo de inversión, resulta

conveniente entonces, conocer algunos detalles de los entes que realizan las mismas: las calificadoras de riesgo, punto que se desarrolla a continuación.

Calificadoras de Riesgo

En Venezuela a partir del año (1994), todos los títulos de deuda, a excepción de los del Gobierno, deben tener impreso por lo menos dos (2) calificaciones de riesgo por las empresas autorizadas para ello, son las únicas que pueden establecer el nivel de riesgo de los instrumentos que se negocian en la Bolsa de Valores. Según Jaramillo (1997) “la calificación de riesgo es una opinión objetiva acerca de la capacidad de una empresa para pagar la deuda que adquiere al emitir instrumentos financieros en el mercado” (p. 30). Esta calificación considera la capacidad de la empresa para generar recursos económicos para pagar la deuda en las fechas comprometidas, así como los seguros y garantías con que cuenta para respaldar sus obligaciones, la calificación es una opinión técnica sobre el nivel de riesgo de un instrumento y son emitidas por empresas especializadas que son reconocidas en el mercado por su capacidad técnica e independencia.

En Venezuela, las calificadoras de riesgo están reguladas por la CNV y están sometidas a un proceso de aprobación previa y control continuo. Algunos de los lineamientos que deben seguir las empresas para la calificación de riesgo de los valores en los mercados de capitales son: (a) cada título valor tiene que ser evaluado por lo menos por dos (2) empresas calificadoras de riesgo, (b) las empresas calificadoras de riesgos deben estar autorizadas por la CNV, (c) las calificaciones deben seguir la nomenclatura común y deben ser aprobadas por la CNV antes de su publicación, (d) la calificación se le realizará a los títulos valores que circulen en Venezuela y estén sujetos al mismo riesgo país, por lo que las calificaciones asignadas localmente no son comparables con las emisiones dirigidas a mercados extranjeros. En el cuadro 5, se definen las nomenclaturas de calificación de riesgo en Venezuela.

Cuadro 5
Nomenclatura de la calificación de riesgo en Venezuela

Categoría	Definición
Categoría A	Instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en términos y plazos pactados, que no debería verse afectado por cambios eventuales en la sociedad emisora, en el sector económico donde se desenvuelve o en la economía. Sólo en casos extremos pudiera afectarse levemente su riesgo.
Subcategoría A1	Se ubican aquí los instrumentos de escaso riesgo, que muestran excelente capacidad de pago de capital e intereses. A juicio del calificador, no existe la posibilidad de que cambios predecibles en la sociedad emisora, en su entorno económico o en la economía incrementen su riesgo
Subcategoría A2	Se ubican los instrumentos de bajo riesgo, con buena capacidad de pago de capital e intereses, los cambios predecibles en la economía no incrementan su riesgo.
Subcategoría A3	Se trata de instrumentos de muy bajo riesgo, con adecuada capacidad de pago de capital e intereses. Sólo en casos extremos o eventuales en la economía podrían afectaren forma moderada su riesgo
Categoría B	Se ubican los instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses, pero el riesgo puede ser afectado en forma moderada por cambios eventuales en la empresa emisora y en el sector económico.
Subcategoría B1	Son instrumentos de bajo riesgo, tienen buena capacidad de pago de capital e intereses, pero eventuales cambios en la empresa emisora y en la economía pueden afectar levemente el riesgo
Subcategoría B2	Estos instrumentos presentan algún tipo de riesgo, tienen capacidad de pago de capital e intereses, pero el riesgo se puede ver afectado por eventuales cambios en la empresa emisora y en la economía
Categoría C	Se trata de instrumentos que no tienen buena capacidad de pago de capital e intereses. El riesgo es vulnerable a cambios adversos en la sociedad emisora o en la economía. Esos cambios podrían ocasionar retardo en el pago o pérdida de intereses.

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados de Altuve (2004).

Cuadro 5 (Cont.)

Categoría	Definición
Categoría D	Instrumentos con una capacidad de pago mínima de capital e intereses, con una elevada probabilidad de retardo o pérdida de los pagos.
Categoría E	Instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa

Nota: Cuadro elaborado con datos tomados de Altuve (2004).

Bases legales

La emisión de papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo para las empresas venezolanas, tiene su base legal en primer lugar en la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (2000), publicada en Gaceta Oficial (G.O.) N° 5.453, en su título III, capítulo VII de los derechos económicos, artículo 112, donde se determina:

Todas las personas pueden dedicarse libremente a la actividad económica de su preferencia, sin más limitaciones que las previstas en esta Constitución y las que establezcan las leyes, por razones de desarrollo humano, seguridad, sanidad, protección del ambiente u otras de interés social. El Estado promoverá la iniciativa privada garantizando la creación y justa distribución de la riqueza, así como la producción de bienes y servicios que satisfagan las necesidades de la población, la libertad de trabajo, empresa, comercio, industria sin perjuicio de su facultad para dictar medidas para planificar, racionalizar y regular la economía e impulsar el desarrollo integral del país. (p. 89)

De acuerdo a este artículo, todas las personas pueden dedicarse a la actividad económica de su preferencia, el Estado promoverá la iniciativa privada, garantizando la creación y justa distribución de la riqueza, existiendo la libertad de trabajo, empresa, industria y comercio para todas aquellas organizaciones que se constituyan

en la Nación. Siendo este artículo un basamento legal, ya que son las empresas las que desarrollan actividad económica y para el logro de la misma en muchas oportunidades requieren de financiamiento, el cual pueden obtener de diversas fuentes y puede ser a corto o a largo plazo.

En segundo lugar, se tiene como base legal el Código de Comercio (1955), en su artículo 1, establece: “El Código de Comercio rige las obligaciones de los comerciantes en sus operaciones mercantiles y actos de comercio, aunque sean ejecutados por no comerciantes” (p. 3). Indicando en su artículo 2 los actos de comercio, entre ellos: compra, venta o permuta de cosas muebles; compra y venta de Deuda Pública u otros títulos de crédito que circulen en el comercio; empresas de fábricas o de construcciones; operaciones de bancos y las de cambio; operaciones de corretaje en materia mercantil; las operaciones de Bolsa; transporte de personas; empresas de manufacturas, almacenes, bazares, fondas, cafés.

Es así como este Código regula todo lo concerniente las compañías de comercio tales como: compañías en nombre colectivo; compañía en comandita; compañía anónima y compañía de responsabilidad limitada, las cuales se rigen por las normas especificadas en el Código de Comercio (1955) desde el artículo 200 hasta el artículo 352, los cuales definen aspectos tales como: las firmas de contratos de sociedad, los administradores, las asambleas, las acciones, las obligaciones, del balance y de los comisarios. En cuanto a las obligaciones el artículo 300 indica que las compañías pueden emitir títulos de obligaciones al portador o nominal, por cantidad que exceda al capital aportado, en el artículo 301 revela que la emisión de las obligaciones debe realizarse previo acuerdo de la Asamblea de socios y en el artículo 302 establece los elementos que debe contener el prospecto de emisión.

Este Código forma parte del basamento legal de la investigación, la misma hace referencia a los entes emisores de deuda como son las compañías anónimas y a la emisión de papeles comerciales, los cuales son títulos de deuda que expresan obligaciones para el ente emisor en busca de financiamiento, a través de los mismos,

aspectos estos que son la fuente fundamental de la investigación y están regulados por el Código de Comercio.

En tercer lugar, forma parte de las fuentes legales de la presente investigación La Ley del Mercado de Capitales (1998), se establece por primera vez en Venezuela en el año (1975) regulaba la oferta pública de acciones y otros títulos valores de mediano y largo plazo, fue reformada y publicada en Gaceta Oficial N° 36.565 de fecha 22 de octubre de 1998, rigiendo a partir de allí, la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean y se encarga de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales, la cual estaba vigente para el período de investigación y en Venezuela esta es la normativa que promueve, regula, vigila y supervisa el mercado de capitales, su objeto se encuentra establecido en el artículo 1, el cual indica:

Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control.- Se exceptúa del ámbito de aplicación de esta Ley los títulos de Deuda Pública y los de Crédito, emitidos conforme a la Ley General de Bancos y otras Instituciones financieras y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo. (p. 3)

El objeto de la LMC (1998) es más amplio, pues, indica que regula la oferta pública de los “valores”, cualesquiera que éstos sean, siempre que se negocien y se oferten públicamente. Además la LMC (1998) regula los sujetos y las entidades que intervienen en el manejo de los valores, entre ellas se encuentran: las sociedades de corretaje de títulos valores, la Bolsa de Valores de Caracas (BVC), la Caja Venezolana de Valores, las Sociedades de Inversión Colectiva y la Comisión Nacional de Valores.

Esta Ley conforma el basamento legal, en ella se norma lo referente a la CNV, órgano que regula todo lo referente a valores que están sometidos al control de la CNV y por ende, regula la emisión de papeles comerciales los cuales son objeto de investigación.

En cuarto lugar, como bases legales se encuentran las Resoluciones que emite la CNV, las cuales controlan, vigilan, supervisan y promueven el mercado de Valores Venezolano, en lo referente a papeles comerciales se han emitido las siguientes normas y resoluciones, cuyo contenido se encuentra vigente en la actualidad: (a) Resolución N° 32-2002 (2002) intitulada “Reforma de las Normas relacionadas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales”; (b) Resolución N° 79-2005 (2005) “Instructivo para solicitar autorización para hacer oferta pública de papeles comerciales (CNV-I-02); (c) Reforma de las Normas relativas a la información periódica u ocasional que deben suministrar las personas sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores (1998), publicada en G.O. N° 36.502; (d) Resolución N° 038-2006 (2006) “Normas relativas a la Oferta Pública y colocación primaria de obligaciones, papeles comerciales y títulos de participación por parte de los entes multilaterales”

Una vez concluido el basamento teórico de la presente investigación, se definen a continuación las variables mediante las cuales es posible desglosar cada objetivo específico, con el fin de hacer posible su logro, y de esta manera contribuir a la obtención del objetivo general.

Definición de variables

A continuación se procede a la operacionalización de las variables, que es el proceso de expresar las variables a través de medios medibles, en el caso de la presente investigación, las variables a medir son: (a) fuentes de financiamiento a corto plazo; (b) características de los papeles comerciales; (c) procedimiento para emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales; (d) empresas emisoras de papeles comerciales durante el período 2006-2008 en Venezuela y (e) oferta

pública de papeles comerciales y demás valores autorizados por la CNV durante el período (2006-2008).

En el cuadro 6 se muestra la definición y operacionalización de las variables establecidas para el logro de cada objetivo específico, los cuales por ende, contribuyen al logro del objetivo general de esta investigación, como es analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período 2006-2008 en las empresas venezolanas.

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 6

Definición y operacionalización de las variables de los objetivos específicos de la investigación.

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
1. Identificar las principales fuentes de financiamiento de corto plazo disponibles para las empresas.	Fuentes de financiamiento de corto plazo para las empresas	Diferentes opciones de que dispone el administrador financiero para la obtención de recursos económicos a corto plazo necesarios para las operaciones de la empresa	Economía Finanzas
2. Describir las características de los papeles comerciales en Venezuela.	Características de los papeles comerciales	Conjunto de rasgos que distinguen particularidades de los valores representativos de deuda emitidos por sociedades mercantiles destinados a la oferta pública y cuyo vencimiento no sea inferior a quince (15) días ni superior a trescientos sesenta (360) días	Finanzas

Nota: Elaboración propia

Cuadro 6 (Cont.)

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
3. Explicar el procedimiento para la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales en Venezuela.	Procedimiento para emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales	Lanzamiento y puesta en circulación en el mercado de valores (papeles comerciales) Mecanismo mediante el cual se ofrecen públicamente para la venta las emisiones de papeles comerciales al público en general. Acto por el cual un instrumento negociable (papeles comerciales) se pone en circulación, pasando físicamente de su propietario originario a otra persona	Mercado de capitales

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 6 (Cont.)

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
4. Estudiar los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales en Venezuela durante el período 2006-2008.	Prospectos de Empresas emisoras de papeles comerciales en Venezuela durante el período 2006-2008	“Parte de la solicitud de inscripción de un valor que señala con detalle la posición operativa y financiera de la empresa, debe estar a disposición de todas las partes interesadas; documento donde se describe una nueva emisión de valores y a la compañía emisora” Contreras (2005) (p. 176) a ser estudiados durante el período 2006-2008.	Economía Finanzas Temporal

Nota: Elaboración propia

Cuadro 6 (Cont.)

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
4. Estudiar los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales en Venezuela durante el período 2006-2008. (continuación)	Prospectos de Empresas emisoras de papeles comerciales en Venezuela durante el período 2006-2008.	“Parte de la solicitud de inscripción de un valor que señala con detalle la posición operativa y financiera de la empresa, debe estar a disposición de todas las partes interesadas; documento donde se describe una nueva emisión de valores y a la compañía emisora” Contreras (2005) (p. 176) a ser estudiados durante el período 2006-2008.	Economía Finanzas Temporal

Nota: Elaboración propia

Cuadro 6 (Cont.)

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
5. Examinar los papeles comerciales como parte de los valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores durante el período 2006-2008 (continuación)	Papeles comerciales y valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores durante el período 2006-2008	Acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa, que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase en Venezuela, a ser estudiados durante el lapso 2006-2008	Comisión Nacional de Valores

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 6 (Cont.)

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
5. Examinar los papeles comerciales como parte de los valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores durante el período 2006-2008 (continuación)	Papeles comerciales y valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores durante el período 2006-2008	Acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa, que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase en Venezuela, a ser estudiados durante el lapso 2006-2008	Comisión Nacional de Valores

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 6 (Cont.)

Objetivo específico	Variables a medir	Definición conceptual	Dimensión
5. Examinar los papeles comerciales como parte de los valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores durante el período 2006-2008	Papeles comerciales y valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores durante el período 2006-2008	Acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa, que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase en Venezuela, a ser estudiados durante el lapso 2006-2008	Comisión Nacional de Valores

Nota: Elaboración propia

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

Enfoque de la investigación

La presente investigación se desarrolla mediante un enfoque cuantitativo, ya que se recolectan y analizan datos con el objeto de responder a preguntas de investigación, y se fía en la medición numérica para definir el comportamiento de una población, de acuerdo a lo definido por Hernández, Fernández y Baptista (2003).

En la investigación se analizan los papeles comerciales, como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008) en las empresas venezolanas, se aplicó un enfoque cuantitativo mediante la revisión, estudio y análisis de algunos de los prospectos de emisión de papeles comerciales, entregados por sociedades anónimas a la CNV, con el objeto de estudiar a las empresas emisoras de los mismos en Venezuela durante el período previamente señalado, y a través de los boletines mensuales e informes anuales que emite la CNV, se examinó la oferta pública de los papeles comerciales en relación a los valores que han sido autorizados por la CNV en Venezuela, durante el mismo período ya indicado.

Tipo de investigación

La investigación realizada en el presente trabajo es de campo, debido a que los datos de interés para la realización de la investigación fueron recogidos directamente de la realidad mediante la observación, revisión y análisis de material bibliográfico tales como: textos especializados en el área financiera, Ley del Mercado de Capitales (1998), prospectos de emisión de papeles comerciales para el período 2006-2008 entregados y aprobados por la CNV, normas y resoluciones de la CNV referentes a los papeles comerciales, boletines informativos e informes anuales emitidos por la CNV; con el objeto de integrar, organizar y analizar la información teórica que existe en Venezuela en relación a los papeles comerciales, además de describir e interpretar estos instrumentos financieros como opción de financiamiento a corto plazo y el empleo de este recurso durante el período (2006 – 2008) por parte de las empresas venezolanas, realizando para ello un estudio analítico-documental.

www.bdigital.ula.ve

Diseño de la investigación

Hernández et al. (2003) señalan que el diseño de la investigación es el procedimiento a seguir para lograr la información requerida, en el desarrollo de la investigación, para analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo durante el período (2006-2008), de acuerdo con las características de las variables, el diseño de la investigación fue no experimental y su alcance es exploratorio y descriptivo. Además el estudio se circunscribió al período (2006 – 2008), es tiempo pasado, por lo tanto, no se puede experimentar con hechos que ya han transcurrido.

Alcance de la investigación

El alcance de la investigación desarrollada fue exploratorio y descriptivo. Al efectuar revisiones bibliográficas, se pudo observar que se han realizado estudios sobre el uso de fuentes de financiamiento de corto y largo plazo, pero ninguno de los trabajos se enfoca en la emisión de papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo para las empresas venezolanas, por lo que la realización de esta investigación fue de tipo exploratoria, ya que se desarrollaron aspectos relacionados con los papeles comerciales, los cuales han sido poco estudiados en Venezuela y el alcance es descriptivo.

El estudio al ser exploratorio y descriptivo recolecta datos sobre diversos aspectos, componentes o dimensiones de los papeles comerciales y de las empresas que emplearon dicha fuente de financiamiento durante el período 2006-2008, buscó además detallar el procedimiento para la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales, como alternativa de financiamiento a corto plazo. De igual manera se midieron y evaluaron las empresas emisoras de papeles comerciales y se examinaron la oferta pública de éstos en relación con los valores autorizados por la CNV durante el período (2006-2008) en Venezuela, utilizando para tal fin un instrumento de recolección de datos cuantitativos basado en la frecuencia y en el análisis comparativo.

Población

Para la investigación realizada la población estuvo conformada por todos los prospectos de emisión de papeles comerciales que fueron autorizados por la CNV durante el período 2006-2008. La CNV autorizó según el informe anual de cada año respectivo: veintitrés (23) emisiones de papeles comerciales para el año (2006), veinte (20) emisiones de papeles comerciales para el año (2007) y veintiún (21)

emisiones de papeles comerciales para el año (2008), para un total de sesenta y cuatro (64) autorizaciones para emitir papeles comerciales por parte de la CNV a las sociedades anónimas, representando éstas la población objeto de investigación.

Muestra

La muestra es un subgrupo de la población, según lo señalado por Hernández et al. (2003). Para la investigación realizada la muestra se consideró como no probabilística, pues su elección no depende de la probabilidad, sino de causas relacionadas con las características de la investigación, de acuerdo a lo definido por Hernández et al. (2003).

En el caso específico de esta investigación, la muestra fue no probabilística y estuvo conformada por una muestra intencional, esto debido a que: el acceso a los prospectos de emisión de papeles comerciales es limitado, pues para ello se le solicitó a la CNV el suministro de ejemplares de prospectos de emisión de papeles comerciales, para la realización del estudio y gentilmente fueron entregados: cinco (5) ejemplares de prospectos para emisiones en el año (2006); tres (3) ejemplares de prospectos para emisiones año (2007) y tres (3) ejemplares de prospectos para emisiones año (2008), para un total de once (11) prospectos de papeles comerciales.

Cabe destacar que estos prospectos son referenciales de la población, pues los requisitos a cumplirse para la presentación de los mismos, están definidos por normas, en consecuencia, su estructura es similar en todos los casos. La diferencia de ellos radica en el año a efectuarse la emisión de papeles comerciales y en características propias de cada empresa, entonces, se puede trabajar con todas la unidades de análisis disponibles, que para este caso en particular serían los once (11) ejemplares de prospectos de emisión de papeles comerciales, correspondientes al período (2006-2008). En el cuadro 7 se detallan los prospectos de las empresas que

representan la muestra estudiada en la presente investigación, las mismas fueron enumeradas para facilitar su identificación.

Cuadro 7

Prospectos de emisiones de papeles comerciales objetos de estudio

Nº	Empresa emisora	Año de emisión
1	C.A. La Electricidad de Caracas	2006
2	Procesadora Venezolana de Cereales, S.A. (PROVENCESA)	2006
3	U21 Servicios Financieros, C.A.	2006
4	Venezuelan Netherland Field Contractors, S.A. (VENEFCO)	2006
5	C.A. Ron Santa Teresa	2006
6	Fondo de valores inmobiliarios, S.A.C.A.	2007
7	Manufacturas de Papel C.A. (MANPA) S.A.C.A.	2007
8	Mercantil Servicios Financieros, C.A.	2007
9	Citibank Mercado de Capitales, C.A. (CITIMERCA)	2008
10	DaimlerChrysler Financial Services Venezuela L.L.C	2008
11	Intervalores Casa de Bolsa C.A.	2008

Nota: Elaboración propia

Instrumentos de recolección de datos

La selección de técnicas e instrumentos de recolección de datos implica determinar por cuáles medios o procedimientos el investigador obtendrá la información necesaria para alcanzar los objetivos de la investigación.

En el caso de la presente investigación, por tratarse de un estudio de campo que implica el análisis, la recolección de datos comprendió la fase interactiva del proceso

metodológico y se realizó mediante la revisión documental bibliográfica con el objeto de identificar y seleccionar la información que permitió conceptualizar los aspectos a analizados.

Con base en el diseño no experimental, de alcance exploratorio y descriptivo que se seleccionó para esta investigación, en primer lugar se estudió el basamento teórico dentro del cual están inmersos los papeles comerciales, siendo necesario acudir a diversas fuentes documentales, para unificar la información referida a: la identificación de las fuentes de financiamiento a corto plazo; las características de los papeles comerciales, y los procedimientos para la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales en Venezuela. Este basamento se obtuvo de la revisión documental exhaustiva sobre los temas mencionados anteriormente y el marco legal dentro del cual se encuentra inserta la emisión de papeles comerciales, como fuente de financiamiento de corto plazo en el caso venezolano

Los siguientes dos objetivos de investigación propuestos fueron tratados cuantitativamente y están relacionados con: el estudio de los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales, para lo cual se empleó el instrumento de recolección de datos denominado matriz de frecuencia adicionalmente, en el examen de los papeles comerciales, como parte de los valores autorizados por la CNV durante el período (2006-2008), se empleó el instrumento de recolección de datos denominado cuadro de datos de títulos valores.

En resumen para el desarrollo de la presente investigación se emplearon los siguientes instrumentos de recolección de datos: la matriz de frecuencia y el cuadro de datos de títulos valores. (ver anexos A-1 y A-2)

La matriz de frecuencia es un instrumento de recolección de datos, de elaboración propia, que fue diseñado para extraer información de los prospectos de emisión de papeles comerciales entregados para su autorización a la CNV, durante el período (2006-2008). La matriz de frecuencia consiste en una matriz de tres (3) columnas, en la primera columna se establece el indicador de las características más relevantes del contenido a estudiar, en la segunda columna las categorías y en la

tercera columna el número del prospecto objeto de estudio, esta columna se encuentra subdividida en once (11) columnas, en cada una de las cuales se registraron los datos que se correspondan con cada uno de los prospectos de emisión de papeles comerciales enumerados anteriormente y objeto de estudio en la presente investigación, para así determinar la frecuencia de repetición existente en cada una de ellas, de manera que los datos obtenidos posteriormente se pudieran transformar en unidades, para realizar un análisis descriptivo porcentual y desarrollar el estudio de las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período (2006-2008) en Venezuela.

En este instrumento cada indicador fue identificado con una letra mayúscula y cada categoría correspondiente con una letra minúscula, en el cuadro 8 (ver anexo A-1) se muestra el instrumento denominado matriz de frecuencia empleado en el desarrollo de esta investigación

El instrumento de recolección de datos denominado cuadro de datos de títulos valores es una matriz que permitió obtener datos de los boletines mensuales e informes anuales que emite la CNV durante el período de estudio, para analizar los papeles comerciales como parte de los valores autorizados por la CNV durante el período (2006-2008), es una la matriz consta de seis (6) columnas y siete (7) filas, en la primera columna se desglosa el aspecto a analizar: (a) N° de autorizaciones de oferta pública otorgadas para cada valor por año, (b) monto de emisión y oferta pública autorizado por la CNV para los valores en cada año, (c) monto anual de oferta pública de valores autorizada por la CNV según sector económico, (d) monto de títulos valores autorizados por la CNV en el año que está en circulación al final de cada año, (e) monto total de valores en circulación al final de cada año; (f) monto negociado de los valores en la BVC y (g) tasa de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del período.

En las siguientes columnas se describen los valores objeto de estudio, en las columnas: dos (2) las acciones, tres (3) las obligaciones, cuatro (4) los papeles comerciales, cinco (5) las unidades de inversión y seis (6) los títulos de participación.

Para el obtener el objetivo de estudio se realizó una matriz para cada año objeto de estudio, como se puede observar en los cuadros, 9,10 y 11 (ver anexo A-2), y después se analizó cada uno de los aspectos a estudiar en los tres años, pero sólo con datos de los papeles comerciales, para determinar el uso y evolución en el tiempo de los papeles comerciales como fuente alternativa para la obtención de recursos económicos en el corto plazo por parte de las entidades venezolanas durante el período (2006-2008). En este instrumento, cada aspecto analizado, fue identificado con un número y cada título valor con una letra minúscula.

Validez

Con el objeto de asegurar la eficacia de los datos obtenidos de los instrumentos de recolección, los mismos fueron sometidos al juicio de tres (3) expertos con las siguientes características: un experto en el área estadística; un experto en el área financiera y un experto en el área de metodología, a quienes se les entregó un ejemplar de los instrumentos de recolección de datos con los objetivos de la investigación; la presentación de los instrumentos; la escala para evaluar cada indicador y la validación mediante la apreciación cualitativa, se presentan en el anexo B. Las observaciones emitidas por los expertos sirvieron para la elaboración definitiva de los instrumentos aplicados.

Procesamiento de datos

Para obtener los datos por medio de la matriz de frecuencia se procedió a tomar uno a uno los prospectos de emisión de papeles comerciales objeto de estudio y se marcó la categoría que se correspondía con lo que se encuentra detallado en el mismo, considerando que cada prospecto tiene designado un número, las respuestas

fueron marcadas en el número que pertenecía a éste, con el fin de poder identificar las características que presenta la empresa en su prospecto.

Ahora bien, los datos obtenidos de la matriz de frecuencia, se organizaron y procesaron de manera computarizada empleándose la herramienta de Microsoft Office Excel, los datos obtenidos se traspasaron a una hoja de cálculo, a través de la cual se procedió a totalizar los resultados logrados para las categorías de los distintos indicadores planteados y se determinó el porcentaje que representa cada categoría del indicador en relación al total de la población objeto de estudio, (Ver cuadro 63 en el anexo C-1) posteriormente se realizó su respectivo análisis y los resultados de los indicadores más importantes se mostraron gráficamente, para de esta manera poder desarrollar el estudio de los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período (2006-2008).

En cuanto al cuadro de datos de los títulos valores, los datos se obtuvieron de los informes anuales y boletines mensuales emitidos por la CNV para los años 2006, 2007 y 2008, una vez recopilados todos los valores en el cuadro, los resultados obtenidos para cada aspecto a analizar se organizaron y procesaron de manera computarizada, utilizando para ello una hoja de cálculo proporcionada por el programa Microsoft Office Excel, donde se totalizó, se determinó el porcentaje que representa cada título del total del aspecto a estudiar, (ver cuadros 64, 65 y 66 en el anexo C-2) para luego realizar el análisis de los papeles comerciales para los tres años de estudio, como parte de los valores que han sido autorizados por la CNV en relación a los elementos analizados e indicados en la primera columna de este instrumento (ver cuadro 67 en anexo C-3), tomando el año 2006 como base para determinar la variación relativa de los datos en los años 2007 y 2008, y así determinar el uso y evolución en el tiempo de los papeles comerciales, como fuente alternativa para la obtención de recursos económicos en el corto plazo por parte de las entidades venezolanas.

CAPÍTULO IV

PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Presentación y análisis de los resultados

En el presente capítulo se exponen los resultados obtenidos en el estudio realizado, los cuales fueron analizados con base en los objetivos, variables e indicadores planteados. En principio se presentan y analizan los resultados obtenidos de la matriz de frecuencia, posteriormente exponen los resultados del cuadro de datos de los títulos valores para cada año objeto de estudio y finalmente se hace un resumen de los datos obtenidos para los papeles comerciales en los tres años.

Matriz de frecuencia

Los resultados obtenidos en la matriz de frecuencia, mediante la cual se estudiaron los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales en Venezuela, durante el período 2006-2008, pueden observarse en el anexo C-1.

Para efectos de este capítulo los resultados se mostrarán mediante cuadros resumen, donde se detalla: el indicador, la categoría, la frecuencia y el porcentaje que representa cada categoría del total; para percibir de manera detallada el comportamiento de las variables, acompañado de un texto donde se expone el análisis, para una mejor comprensión de los resultados obtenidos se considera conveniente agrupar los aspectos más importantes referentes a: (1) *Características de las empresas emisoras de papeles comerciales* como son: sector de actividad

económica, domicilio, fecha de registro y capital social los cuales están reflejados en los indicadores de la matriz de frecuencia (a, b, c y d); (2) *Aspectos de la autorización*: monto máximo autorizado, denominación del papel comercial, representación de los títulos, números de series de papeles comerciales a emitir, uso de los fondos y uso de garantías establecidos en la matriz de frecuencia con los indicadores (e, f, g, h, q y r); (3) *Negociación*, incluye: precio de venta al público, agente de colocación primaria y sistema de colocación primaria fijados en los indicadores (i, j y k); (4) *Rendimiento*, implica: forma de pago, tasa de interés y ente que realiza el pago, determinados de los indicadores de la matriz de frecuencia (l, m y n); (5) *Ente custodio y representante común*, definidos de los indicadores (o y p); (6) *Información financiera*, incluye número de años con información financiera presentados y auditores externos empleados, derivados de los indicadores (s y t) y (7) *Calificación de riesgo* se definen el número de calificaciones de riesgo presentadas por las empresas emisoras, el ente calificador y las calificaciones de riesgo obtenidas para las emisiones precisados de los indicadores (u, v, y w). A continuación se desarrollará cada uno de los aspectos mencionados anteriormente.

Características de las empresas emisoras de papeles comerciales

Sector de la economía. Al analizar los aspectos referentes al sector de la economía donde se encuentran ubicadas las empresas objeto de estudio, que emitieron papeles comerciales durante el período (2006-2008) se encontró lo expuesto en el cuadro 12:

Cuadro 12

Sector de actividad económica de las empresas emisoras

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(A) Sector de actividad económica de las empresas emisoras de Papeles Comerciales	(a) Transporte, almacenamiento y comunicación	0	0,00%
	(b) Electricidad, gas y agua	1	9,09%
	(c) Agricultura, caza, silvicultura y pesca	1	9,09%
	(d) Manufactura	3	27,27%
	(e) Financiero	5	45,45%
	(f) Inmobiliario	1	9,09%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

En este sentido se determinó que las empresas del sector financiero representan la mayoría de entidades que emitieron papeles comerciales durante el período de estudio, siendo que cinco de las once empresas emisoras se ubican en este sector, representando el 45,45% , seguidas del sector manufactura con el 27,27%, que son tres de las once entidades y el resto de sectores: electricidad, gas y agua; así como agricultura, caza, silvicultura y pesca y el sector inmobiliario con una entidad, representando cada uno el 9,09%, para un total del cien por ciento.

Es importante señalar, que los recursos provenientes de la emisión de papeles comerciales deben emplearse para el financiamiento de actividades relacionadas con el capital de trabajo. Cabe señalar que las empresas del sector financiero que emplean la emisión de papeles comerciales están estrechamente relacionadas al mercado de capitales siendo estas: U21 servicios financieros, C.A.; Mercantil Servicios

Financieros, C.A.; Citibank Mercado de Capitales, C.A.; DaimlerChrysler Financial Services Venezuela L.L.C.; e Intervalotes Casa de Bolsa C.A.

Domicilio. En cuanto al domicilio de las entidades emisoras de papeles comerciales para el período (2006-2008) se obtuvo los resultados que se muestran en el cuadro 13.

Cuadro 13

Domicilio de la entidad emisora

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(B) Domicilio de la entidad emisora en Venezuela	(a) Aragua	1	9,09%
	(b) Zulia	1	9,09%
	(c) Caracas	9	81,82%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

De los resultados obtenidos, puede determinarse que nueve de las once entidades objeto de estudio, tienen su domicilio en la ciudad de Caracas, representando un 81.82% del total estudiado, en las ciudades de Aragua y Zulia, se localiza una entidad emisora domiciliada en cada estado, representando el 9.09% del total evaluado, para un total del cien por ciento. El siguiente aspecto a analizar dentro de las características de las empresas emisoras de papeles comerciales es la fecha de registro.

Fecha de registro. En la investigación realizada referente a la fecha de registro de las empresas emisoras de papeles comerciales para el período de estudio, se obtuvieron los resultados que se pueden observar a través del cuadro 14.

Cuadro 14

Fecha de registro del ente emisor

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(C) Fecha de registro de las empresas emisoras de papeles comerciales	(a) Entre 1890 – 1930	1	9,09%
	(b) Entre 1930 – 1970	2	18,18%
	(c) Entre 1970– 2010	8	72,73%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados obtenidos, las empresas emisoras de papeles comerciales fueron creadas en su mayoría entre los años (1970-2010), ya que de las once entidades objeto de estudio, ocho fueron registradas durante ese período, representando del total un 72,73%; entre los años (1930-1970) se encuentran dos entidades que fueron registradas durante este lapso, que significan el 18,18% y entre el período (1890-1930), hay una entidad registrada representativa del 9,09% del total estudiado, se puede observar entonces, que la mayoría de las empresas emisoras tienen una antigüedad en el mercado no mayor a treinta años. El siguiente aspecto característico de las empresas emisoras a analizar, es el capital social.

Capital Social. Los resultados del estudio realizado, referidos al capital social de las empresas emisoras de papeles comerciales, pueden verse en el cuadro 15 y gráfico 5, que se muestra a continuación.

Cuadro 15

Capital social de los entes emisores

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(D) Capital social suscrito y pagado de la empresa emisora (expresado en millones de Bs.f.)	(a) De 0 a 150	9	81,82%
	(b) De 150 a 300	1	9,09%
	(c) De 300 a 450 y más	1	9,09%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Capital social entes emisores

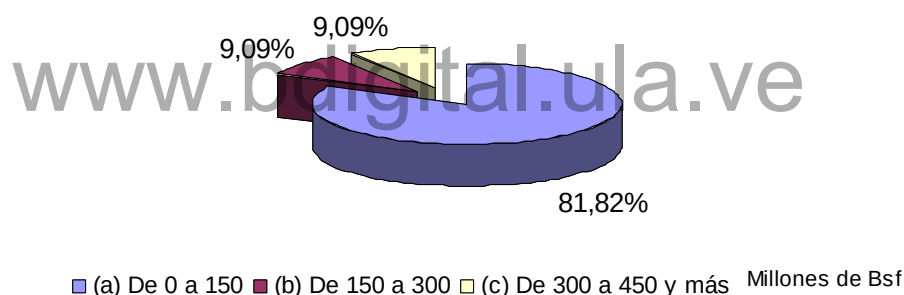


Gráfico 5. Capital social de entes emisores de papeles comerciales

De acuerdo a los resultados obtenidos, el 81,82% de las entidades estudiadas, es decir, nueve de las once organizaciones emisoras de papeles comerciales, poseen un capital social de hasta ciento cincuenta millones de bolívars fuertes (Bs.f.150.000.000); una empresa, es decir, el 9,09% tiene un capital que oscila entre ciento cincuenta y trescientos millones de bolívars fuertes (Bs.f. 150.000.000-Bsf. 300.000.000) y una última objeto de estudio, ostenta un capital social superior a trescientos millones de bolívars fuertes (Bs.f. 300.000.000)

Aspectos de la autorización

Monto máximo autorizado. Los datos obtenidos en cuanto al monto máximo autorizado de emisión de papeles comerciales por la CNV, a los sujetos de estudio durante el período de la investigación se exponen a continuación en el cuadro 16.

Cuadro 16

Monto máximo autorizado para circular los papeles comerciales

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(E) Monto máximo autorizado para circular los papeles comerciales (expresados en millones de Bsf.)	(a) De 0 a 100	8	72,73%
	(b) De 100 a 200	2	18,18%
	(c) De 200 a 300 y más	1	9,09%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Al analizar los datos obtenidos, puede indicarse que el 72,73%, es decir, ocho (8) de las once (11) entidades estudiadas fueron autorizadas por la CNV, para emitir papeles comerciales hasta por cien millones de bolívares fuertes (Bsf. 100.000.000,00); a dos (2) entidades: Electricidad de Caracas y DaimlerChrysler Financial Services Venezuela L.L.C., que representan el 18,18% del total, la CNV les autorizó emitir papeles comerciales por más de cien y hasta doscientos millones de bolívares fuertes y sólo a una entidad: Procesadora Venezolana de Cereales, S.A., que constituye el 9,09% del total, fue autorizada para emitir más de doscientos millones de bolívares fuertes, en papeles comerciales.

Denominación del papel comercial. Al estudiar los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales, se obtiene lo que se muestra en el cuadro 17.

Cuadro 17

Denominación del papel comercial

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(F) Denominación del papel comercial	(a) Nominal	0	0,00%
	(b) Al portador	11	100,00%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Aún cuando los papeles comerciales pueden emitirse mediante dos denominaciones, (a) nominal y (b) al portador, de acuerdo a los datos obtenidos en la investigación realizada, el cien por ciento de las emisiones realizadas a la muestra y durante el período de estudio, fueron efectuadas al portador, lo que facilita la transferencia del valor, pues la misma, se otorga con la entrega del papel comercial al comprador. A continuación se analizará otro aspecto de la autorización: la representación de los títulos.

Representación de los títulos. Según los datos obtenidos en la presente investigación (ver cuadro 18), las once empresas, es decir, el 100% de las empresas que solicitaron la autorización para emitir papeles comerciales a la CNV, durante el período de estudio, representaron las emisiones de los mismos por medio de macro títulos, en un todo de acuerdo con la normativa establecida, lo que implica que el agente de pago debe emitir al inversor, un certificado de custodia negociable donde se indique entre otras cosas el porcentaje de participación sobre el macro título.

Cuadro 18

Representación de los títulos

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(G) Representación de los títulos de la emisión	(a) Títulos individuales	0	0,00%
	(b) Títulos globales o macrotítulos	11	100,00%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Número de series de papeles comerciales a emitir. Los papeles comerciales de acuerdo a la normativa vigente para el período de estudio pueden emitirse en una o más de una serie, los resultados obtenidos en la presente investigación se presentan a través del cuadro 19.

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 19

Número de series de papeles comerciales a emitir

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(H) Número de series de papeles comerciales a emitir	(a) Una serie	3	27,27%
	(b) Más de una serie	8	72,73%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Del cuadro 19 se puede decir en relación con la muestra estudiada que, ocho de las once entidades emisoras, es decir, el 72,73% de las empresas realizaron la emisión de papeles comerciales en más de una serie; sólo tres empresas, que representan el

27,27% emitieron papeles comerciales en una serie, lo que trae como consecuencia que la mayoría de las empresas emisoras estudiadas dividen el monto autorizado en varias series, lo que les permite financiarse en el corto plazo en varias oportunidades, durante el tiempo de vigencia de cada serie emitida.

Uso de los fondos. De acuerdo a la normativa que regula la emisión de papeles comerciales para el período de investigación, los fondos obtenidos de la emisión de papeles comerciales deben ser usados para el financiamiento del capital de trabajo, y según los datos obtenidos en la investigación realizada, esto coincide, pues, en los prospectos analizados el 63,64%, que representa siete de las once empresas, definen que los fondos serán empleados para el financiamiento del capital de trabajo en general, mientras que dos empresas: Citibank Mercado de Capitales C.A. e Intervalores Casa de Bolsa C.A., que representan el 18.18%, indican en el prospecto que emplearían los recursos para la adquisición de títulos valores de oferta pública; por otro lado, una empresa, que corresponde al 9,09%, indica que los usará para cancelar créditos u obligaciones financieras a instituciones financieras venezolanas y la última, que representa el 9,09% establece que los usará para sustituir pasivos corto plazo. Todos estos usos de los fondos corresponden a capital de trabajo. Los resultados de la presente investigación se muestran seguidamente en el cuadro 20.

Cuadro 20

Uso de los fondos de la emisión de papeles comerciales.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(Q) Uso de los fondos	(a) Cancelación de créditos u obligaciones financieras emitidas e instituciones financieras venezolanas	1	9,09%
	(b) Necesidades de tesorería	0	0,00%
	(c) Sustitución de pasivos a corto plazo	1	9,09%
	(d) Repotenciación y compra de maquinaria	0	0,00%
	(e) Financiamiento capital de trabajo	7	63,64%
	(f) Adquisición de títulos valores de oferta pública	2	18,18%
TOTALES		11	100,00 %

Nota: Elaboración propia

Uso de garantías. En relación a la mención del uso de garantía en los prospectos de emisión objetos de estudio se obtuvo lo siguiente:

Cuadro 21

Uso de las garantías.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(R) Uso de garantía	(a) Presenta garantía	0	0
	(b) No presenta garantía	11	100,00%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Según los datos obtenidos de los prospectos estudiados el 100%, es decir, las once empresas que solicitaron autorización de emisión de papeles comerciales realizaron las mismas sin garantía, de acuerdo a las normas establecidas para tal fin, las emisiones pueden o no tener garantías reales o personales y las mismas deben incluirse en el prospecto de emisión, elemento éste que no se mencionó en los prospectos estudiados en la presente investigación, por cuanto todas las emisiones de papeles comerciales fueron no garantizadas, lo que significa que los inversionistas corren el riesgo de que si la empresa emisora entra en quiebra puedan perder la inversión realizada, pues no cuentan con una garantía que pueda ser ejecutada y garantice el pago a los tenedores de papeles comerciales.

Aspectos de la negociación

Precio de venta al público. Los resultados obtenidos en la investigación realizada referente al precio de venta de los papeles comerciales al público durante el período de estudio se muestran en el cuadro 22.

Cuadro 22

Precio de venta de los papeles comerciales emitidos.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(I) Precio de venta al público	(a) A valor par	0	0,00%
	(b) Con prima	0	0,00%
	(c) A descuento	0	0,00%
	(d) Precio definido al inicio de oferta e informado al público en aviso de prensa	11	100,00%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Los papeles comerciales pueden emitirse y ser ofrecidos al público a valor par, con prima o a descuento, sin embargo, en los prospectos estudiados, se determinó que no se indica en los mismos el precio de venta, el cien por ciento de los prospectos estudiados, señalan que el precio de venta será indicado en el aviso de prensa, que debe publicarse al inicio de la oferta pública de la emisión de papeles comerciales. Implica que los inversionistas deben estar muy atentos de los periódicos de gran circulación a nivel nacional, pues es allí donde se publican los anuncios de oferta pública de los papeles comerciales. Seguidamente se analizarán los resultados sobre el agente de colocación primaria.

Agente de colocación primaria. Los resultados para el agente de colocación primaria designado, pueden verse en el cuadro 23.

Cuadro 23

Agente de colocación primaria.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(J) Agente de colocación primaria empleado por la sociedad mercantil	(a) Ente emisor	1	9,09%
	(b) Banco Provincial, Provincial casa de bolsa	1	9,09%
	(c) Multiplicas, casa de bolsa	1	9,09%
	(d) Econoinvest, casa de bolsa	1	9,09%
	(e) Citibank Mercado de capitales, C.A. (CITIMERCA)	1	9,09%
	(f) Mercantil Merinvest, casa de bolsa	1	9,09%
	(g) Define en aviso de prensa o no indica	5	45,45%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

De los once prospectos estudiados, cinco indican que el agente de colocación primaria será informado al público en el aviso de prensa de inicio de oferta pública de papeles comerciales, los restantes seis prospectos, revelan como agente de colocación cada uno a: (a) el ente emisor, (b) el Banco Provincial, (c) Multiplicas, casa de bolsa, (d) Econoinvest, casa de bolsa, (e) Citibank, mercado de capitales y (f) Mercantil, Merinvest casa de bolsa, representando cada uno el 9,09% del total, cuya suma es el cien por ciento. Es importante señalar que los interesados en hacer la inversión en papeles comerciales deben realizar un monitoreo constante en los periódicos de gran circulación a nivel nacional, ya que es allí donde se publican los anuncios de inicio de oferta pública de papeles comerciales y se informa quien será el agente de colocación primaria de los mismos.

Sistema de colocación. El estudio realizado en los prospectos referidos a los sistemas de colocación empleados en la emisión de papeles comerciales para el período objeto de estudio, se presentan en el cuadro 24.

Cuadro 24

Sistemas de colocación primaria de papeles comerciales

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(K) Sistemas de colocación primaria	(a) Mayores esfuerzos	3	27,27%
	(b) En firme	0	0,00%
	(c) Garantizada	0	0,00%
	(d) Determinada al momento de colocación	8	72,73%
TOTALES		11	100,00 %

Nota: Elaboración propia

Los papeles comerciales pueden colocarse por primera vez mediante tres sistemas, a mayores esfuerzos, en firme o garantizada, según los datos obtenidos en la investigación realizada ocho de las once empresas emisoras, que representan el

72,73% en sus prospectos de emisión no establecen cuál será el sistema que emplearán para la colocación de sus valores sino hasta el momento de inicio de oferta pública mediante aviso de prensa, sólo el 27,27% conformado por tres empresas establecen que la colocación de sus títulos será realizada por el sistema de mayores esfuerzos, por lo tanto, los interesados en invertir en estos títulos deberán estar pendientes de la prensa de gran circulación a nivel nacional, porque a través de ella serán publicados los avisos de inicio de oferta pública de papeles comerciales, y así podrán enterarse de ciertos detalles que son de gran interés, no revelados sino hasta el momento de inicio de oferta pública.

Aspectos sobre el rendimiento.

Forma de pago. En la investigación realizada, correspondiente a este aspecto, se obtuvieron los datos que se encuentran en el cuadro 25.

Cuadro 25

Forma de pago de los papeles comerciales.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(L) Forma de Pago	(a) Valor nominal al vencimiento	0	0,00%
	(b) Valor nominal más intereses a vencimiento	11	100,00%
TOTALES		11	100,00 %

Nota: Elaboración propia

Los papeles comerciales tienen una duración que va entre quince (15) días y trescientos sesenta (360) días y de acuerdo a la modalidad su pago se realiza al vencimiento y puede hacerse pagando sólo el valor nominal o el valor nominal más intereses al vencimiento, de acuerdo a los resultados obtenidos en la presente

investigación, el 100% de los prospectos estudiados indican que el pago de los mismos se hará al vencimiento, cancelando el valor nominal más los intereses devengados por cada título valor. A continuación se detallan los resultados encontrados para otro aspecto referente al rendimiento, la tasa de interés.

Tasa de interés. El resumen de los resultados determinados con relación a la tasa de interés se muestra en el cuadro 26.

Cuadro 26

Tasa de interés.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(M)Tasa de interés	(a) Descuento sobre el valor nominal	1	9,09%
	(b) Determinada al momento de colocación inicial en aviso de prensa	10	90,91%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

La tasa de interés es el rendimiento que los títulos valores ofrecen a los inversionistas por la colocación de sus recursos económicos en los títulos emitidos, y por los cuales logran el financiamiento corto plazo, en los prospectos estudiados el 90,91% es decir diez de las once empresas no especifican cual será la tasa de interés que ofrecen, sino que la misma se indica al inicio de la oferta pública a través del aviso de prensa, sólo una empresa que representa el 9,09% establece en su prospecto que la tasa de interés a pagar será el descuento sobre el valor nominal, es decir, el título valor es adquirido por el inversionista por un menor valor que el nominal y al vencimiento de la serie este recibirá el monto nominal del título valor, la diferencia entre lo pagado y lo recibido durante el tiempo de duración del título valor será el

rendimiento que éste ha generado. Existe una contradicción con lo indicado en el cuadro 22 ya que el prospecto indica que el precio de venta al público será definido en aviso de prensa de inicio de oferta pública. A continuación se presentan los resultados de otro aspecto del rendimiento como lo es, el ente que realiza el pago.

Ente que realiza el pago. Al estudiar en los prospectos objeto de estudio el ente que realiza el pago de las emisiones de papeles comerciales al vencimiento, se encontró lo que resume en el cuadro 27.

Cuadro 27

Ente que realiza el pago de los papeles comerciales al vencimiento

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(N) Ente que realiza el pago al vencimiento del papel e intereses	(a) U21 casa de bolsa	1	9,09%
	(b) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal	1	9,09%
	(c) Caja Venezolana de Valores (CVV)	1	9,09%
	(d) Banco Nacional de Crédito, C.A.	2	18,18%
	(e) Entidad emisora	1	9,09%
	(f) Designado por el emisor en aviso de prensa	4	36,36%
	(g) Banco Provincial, S.A.	1	9,09%
	(h) Mercantil C.A. Banco Universal	0	0,00%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

De acuerdo a la normativa establecida en el prospecto debe indicarse quien será el ente que se encargue de realizar el pago del valor al vencimiento del mismo y según los datos obtenidos en la investigación realizada se encuentra que el 36,36%, que son cuatro empresas no indican en el prospecto su ente de pago, sino que lo harán en el aviso de prensa de inicio de oferta pública, el 18,18% que representan dos empresas escogieron al Banco Nacional de Crédito, C.A., como agente de pago y las otras cinco (5) empresas emisoras que representan el 9,09% cada una, designaron como ente de pago a U21 casa de bolsa, Banco Occidental de Descuento, Banco Universal; Caja Venezolana de Valores (CVV); Banco Provincial, S.A., y la misma entidad emisora, para un total del cien por ciento estudiado. Al agente que realice el pago es a donde los tenedores de los papeles comerciales deberán ir al vencimiento de la serie para que sean canjeados los títulos valores en efectivo y obtener así bien sea el valor nominal del título o el valor nominal del título más intereses, según lo que escoja cada ente emisor.

www.bdigital.ula.ve

Aspectos relacionados al ente custodio y representante común

Ente custodio. En la investigación realizada en los prospectos de emisión de papeles comerciales en cuanto al ente custodio, se obtuvieron los resultados presentados en el cuadro 28.

Cuadro 28

Ente custodio de los papeles comerciales.

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(O) Custodio de los títulos (papeles comerciales)	(a) Venezolano de Crédito S.A., Banco Universal	1	9,09%
	(b) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal	1	9,09%
	(c) Banco Provincial, S.A. Banco Universal	1	9,09%
	(d) Banesco, Banco Universal	0	0,00%
	(e) Banco Nacional de Crédito, C.A., Banco Universal	2	18,18%
	(f) Caja Venezolana de Valores, S.A. (CNV)	4	36,36%
	(g) Indicado en aviso de oferta pública de la serie	2	18,18%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Los resultados obtenidos permiten determinar que el 36,36% que representa cuatro de los once prospectos estudiados establecieron a la Caja Venezolana de Valores como ente custodio de los títulos a emitir, el 18,18% es decir, dos empresas designaron como custodio al Banco Nacional de Crédito, banco universal, dos empresas más, que son el 18,18% lo indican en el aviso de prensa de inicio de oferta pública el ente custodio de sus títulos y las otras tres que representan el 9,09% cada una escogió como agente custodio de sus títulos valores, al Venezolano de Crédito, S.A. Banco Universal; Banco Occidental de Descuento, Banco Universal y al Banco Provincial, S.A. Banco Universal respectivamente. Seguidamente se analizarán los resultados de la investigación referidos al representante común empleado.

Representante común. La investigación realizada en relación a este aspecto arrojó los resultados que se muestran en el cuadro 29 que se presenta a continuación.

Cuadro 29

Representante común designado

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(P) Representante común designado	(a) Mercantil Merinvest, Casa de Bolsa, C.A.	1	9,09%
	(b) Banco Canarias de Venezuela, C.A. Banco Universal	1	9,09%
	(c) Venezolano de Crédito S.A., Banco Universal	4	36,36%
	(d) Banesco, Banco Universal	1	9,09%
	(e) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal	1	9,09%
	(f) Banco Nacional de Crédito, C.A., Banco Universal	2	18,18%
	(g) Banco Provincial, S.A. Banco Universal	1	9,09%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Según los datos obtenidos en la investigación realizada el 36,36%, es decir, cuatro de los entes emisores nombra al Venezolano de Crédito S.A. Banco Universal como representante común, dos empresas que conforman el 18,18% designan representante común al Banco Nacional de Crédito, C.A. Banco Universal y el resto de las cinco empresas que representa cada una el 9,09% escogieron a Mercantil Merinvest, Casa de Bolsa; Banco Canarias de Venezuela, C.A. Banco Universal; Banesco, Banco Universal; Banco Occidental de Descuento, Banco Universal y

Banco Provincial, S.A., Banco Universal, respectivamente como ente custodio de los títulos valores que emiten, observándose que, en general los entes designados por las empresas emisoras para jugar el papel de custodio, es desempeñado mayormente por los principales bancos que conforman la red bancaria de Venezuela, ya que por el hecho de ser banca universal les permite desempeñar este rol.

Aspectos relacionados a la información financiera

Número de años de información financiera presentada. Los resultados de la investigación realizada en los prospectos de emisión de papeles comerciales para el período de los años (2006-2008), en relación al número de años de información financiera presentada en los mismos se muestra en el cuadro 30.

Cuadro 30

Información financiera presentada y auditada

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(S) Información financiera presentada y auditada	(a) Un año	0	0,00%
	(b) Dos años	8	72,73%
	(c) Tres años	3	27,27%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Con base en los resultados presentados en el cuadro 30, puede concluirse que el 72,73% de lo estudiado, es decir, ocho prospectos presentan información financiera auditada de los dos últimos años y el 27,27%, correspondiente a las tres empresas restantes presentan información financiera auditada de los tres últimos años, en un todo de acuerdo con la normativa establecida. Ahora bien, si los últimos estados financieros dictaminados tienen más de ciento veinte días de vigencia, la sociedad emisora debe presentar un corte trimestral comparativo, que no requiere ser auditado,

con los dos últimos estados financieros dictaminados expresados a moneda del corte trimestral, deben contener notas y análisis de las variaciones más importantes. Cuando la emisión esté totalmente garantizada por una entidad bancaria extranjera o nacional, no será necesario presentar los cortes trimestrales comparativos. Debido a que los estados financieros consolidados deben estar auditados por un contador público perteneciente a una firma de contadores públicos independientes, inscrita en el registro especial que lleva la CNV. Las firmas auditoras contratadas por las empresas emisoras para que realizaran la auditoría de sus estados financieros, se señalan a continuación.

Auditores externos. La normativa existente para la emisión de papeles comárcales establece que dentro del prospecto de emisión deben presentar la información financiera auditada, los resultados obtenidos relativos a este aspecto pueden observarse, en el cuadro 31.

Cuadro 31
Auditores externos contratados

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(T) Auditores externos contratados	(a) Adrianza, García & Asociados	1	9,09%
	(b) León, Delgado & Asociados	1	9,09%
	(c) KPMG, Alcaraz Cabrera Vásquez	3	27,27%
	(d) Marambio, González & Asociados	1	9,09%
	(e) Espiñeira, Sheldon y Asociados	1	9,09%
	(f) Lara, Marambio & Asociados	3	27,27%
	(g) Perales, González, Figueroa & Asociados	1	9,09%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

En función a los resultados presentados en el cuadro 31, del total de empresas emisoras de papeles comerciales objeto de estudio para el período (2006-2008), el 27,27%, es decir, tres empresas contrataron a la firma de auditores KPMG. Alcaraz Cabrera Vásquez, otras tres empresas más decidieron que sus auditores fueran la firma Lara, Marambio & Asociados, y el resto de las cinco (5) empresas restantes, que representan cada una el 9,09% decidieron que sus auditores fueran Adrianza, García & Asociados; León, Delgado & Asociados; Marambio, González & Asociados; Espiñeira, Sheldon y Asociados y Perales, González, Figueroa & Asociados respectivamente. Cabe señalar, que toda empresa que desee emitir papeles comerciales de acuerdo a las normas establecidas por la CNV, esta en la obligación de presentar los cuatro estados financieros básicos previamente indicados bajo normas internacionales de información financieras (NIIF) de manera conciliada, y auditada por un contador público independiente inscrito en el registro especial que lleva la CNV.

Aspectos referentes a la calificación de riesgo

Número de calificaciones de riesgo presentadas. Las calificaciones de riesgo miden el nivel de riesgo de los instrumentos que se negocian en bolsa, la normativa establecida por la CNV establece que cada título debe ser evaluado por lo menos por dos empresas calificadoras de riesgo, contratadas por la empresa emisora e independientes entre sí. Por tal razón, en los prospectos estudiados se indagó acerca de cuántas calificaciones de riesgo presentaban los mismos y los resultados obtenidos se pueden apreciar seguidamente en el cuadro 32.

Cuadro 32

Calificaciones de riesgo presentadas

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(U) Calificaciones de riesgo presentadas	(a) Una calificación	0	0,00%
	(b) Dos calificaciones	11	100,00%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

El 100% de los prospectos de emisión de las empresas estudiadas presentaron las dos calificaciones de riesgo exigidas por la normativa, significa que, todas cumplen con lo establecido en las regulaciones vigentes para el período de estudio, estas calificaciones de riesgo deben ser realizadas por empresas que estén autorizadas por la CNV y se le realizan sólo a los títulos valores que circulen en Venezuela. Una vez conocido este aspecto, resulta necesario determinar quienes fueron los entes calificadoros de riesgo presentados en los prospectos de emisión estudiados, lo cual es desarrollado a continuación.

Ente calificador de riesgo. La normativa vigente para el momento de la investigación establece que deben presentarse como mínimo dos dictámenes de empresas calificadoras de riesgo, al indagar sobre este ítem determinaron veintidós calificaciones de riesgo efectuadas, ya que son once los prospectos de emisión de papeles comerciales objeto de estudio, así resulta interesante determinar cuáles empresas calificadoras fueron contratadas por el ente emisor para efectuar la calificación de riesgo de los títulos valores a emitir. Los datos obtenidos se muestran seguidamente en el cuadro 33.

Cuadro 33

Empresas calificadoras de riesgo empleadas

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(V) Empresas calificadoras de riesgo empleadas	(a) Fitch Venezuela, C.A. Sociedad calificadora de riesgo	7	31,82%
	(b) Clave, C.A. Sociedad calificadora de riesgo	8	36,36%
	(c) A1a calificadores, sociedad calificadora de riesgo	1	4,55%
	(d) Softline Ratings, C.A. Sociedad calificadora de riesgo	3	13,64%
	(e) Clasificadores Asociados S & S CA. Soc. calificadora de riesgo, C.A.	2	9,09%
	(f) Servifin C.A. Sociedad calificadora de riesgo	1	4,55%
TOTALES		22	100,00%

Nota: Elaboración propia

Del cuadro 33 se puede determinar que el 36,36%, es decir, ocho de las calificaciones realizadas fueron efectuadas por Clave, C.A. Sociedad calificadora de riesgo, siete calificaciones, es decir el 31,82%, fueron realizadas por Fitch Venezuela C.A. Sociedad calificadora de riesgo, el 13,64%, correspondiente a tres empresas fue efectuada la calificación de riesgo por Softline Ratings, C.A. Sociedad calificadora de riesgo; dos calificaciones de riesgo, el 9,09% del total, fueron realizadas por Clasificadores Asociados S & S CA. Soc. calificadora de riesgo, C.A. y mientras que A1a calificadores, sociedad calificadora de riesgo y Servifin C.A. Sociedad calificadora de riesgo efectuaron una calificación de riesgo cada una, lo que representa el 4,55% del total. De acuerdo con lo anterior, las empresas calificadoras de riesgos que efectuaron más dictámenes

de calificación de riesgo en los prospectos objeto de estudio fueron Fitch Venezuela C.A. y Clave C.A.

Calificaciones de riesgo obtenidas. De la investigación realizada a las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período de estudio, en relación a las calificaciones de riesgo obtenidas pueden observarse a continuación en el cuadro 34.

Cuadro 34

Calificación de riesgo obtenida

Indicador	Categoría	Frecuencia	Porcentaje
(W) Dictamen de calificación de riesgo obtenida	(a) AA3 / AA3	2	18,18%
	(b) AA2/ AA1	1	9,09%
	(c) AA1/ AA1	4	36,36%
	(d) AA3/ AA2	2	18,18%
	(e) BB1/ BB1	1	9,09%
	(f) BB1/BB2	1	9,09%
TOTALES		11	100,00%

Nota: Elaboración propia

Las calificaciones de riesgo obtenidas presentadas en los prospectos de emisión de papeles comerciales objeto de estudio fueron las siguientes el 36,36%, es decir, cuatro empresas obtuvieron una calificación de AA1/AA1, implica que fueron calificados como instrumentos de escaso riesgo y excelente capacidad de pago, dos empresas, (18,18%) fueron calificadas como AA3/AA2, implica que son instrumentos de riesgo bajo con buena capacidad de pago de capital e intereses; otras dos empresas, (18,18%), fue clasificada su emisión con la categoría AA3/AA3, significa que son instrumentos de riesgo bajo con adecuada capacidad de pago de capital e intereses.

Para una empresa, que representa el 9,09%, su emisión fue clasificada con la categoría AA2/AA1, implica que fueron calificados como instrumentos de bajo riesgo y buena capacidad de pago de capital e intereses, otra empresa, el 9,09%, obtuvo una

calificación de BB1/BB1, dada para aquellos instrumentos de bajo riesgo y buena capacidad de pago pero que cambios eventuales en la empresa u economía pueden afectar el riesgo y una última empresa que es el 9,09% fue calificada su emisión con la categoría BB1/BB2 que son instrumentos que presentan algún riesgo y tiene capacidad de pago, pero el mismo puede verse afectado por cambios en la empresa o economía. Las calificaciones de riesgo efectuadas están en un todo de acuerdo con la normativa legal vigente para el período de estudio

Cuadro de datos de títulos valores.

Para efectos de este capítulo los resultados obtenidos para este instrumento de recolección, se mostrarán por año mediante cuadros resumen, donde se detalla: el aspecto a analizar para cada título valor y el porcentaje que representa cada uno del total, acompañado de un texto donde se expone el análisis. Los resultados obtenidos para los papeles comerciales se presentarán en cuadros resúmenes donde se incluyen los tres años objetos de estudio y se detalla el aspecto a analizar, el porcentaje y la variación relativa, considerando el año 2006 como año base, acompañado de un texto donde se expone el análisis respectivo.

Análisis del cuadro de datos de valores año 2006.

Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV año 2006. Los datos obtenidos para este aspecto se muestran en el cuadro 35 y en el gráfico 6.

Cuadro 35

Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Nº de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	22	17	23	3	5	70
Porcentaje	31,43%	24,29%	32,86%	4,29%	7,14%	100%

Nota: Elaboración propia

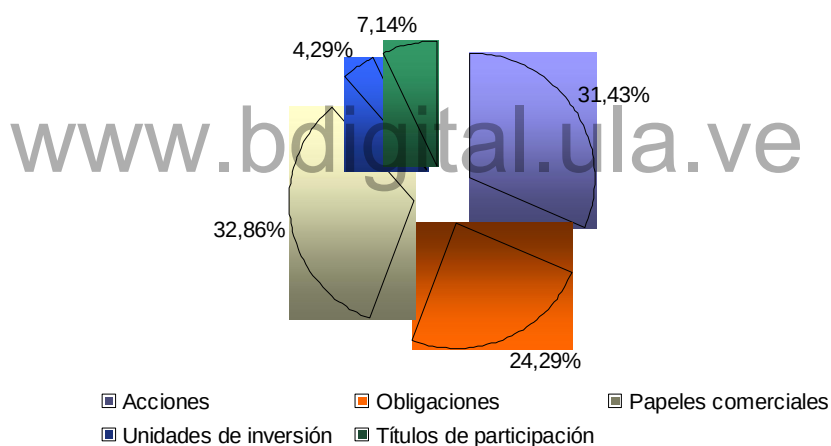


Gráfico 6. N° de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV año 2006

Con base en el cuadro anterior, durante el año 2006 la CNV otorgó 70 autorizaciones para la emisión y oferta pública de valores, de las cuales 23 autorizaciones, que representan el 32,86% fueron para las oferta pública de papeles comerciales; la CNV autorizó 22 ofertas públicas para acciones, representando el 31,43% del total, mientras que se otorgaron 17 autorizaciones para obligaciones, 5

autorizaciones para títulos de participación y 3 autorizaciones para las unidades de inversión. Puede concluirse que durante este año, la CNV otorgó mayor número de autorizaciones para la oferta pública de papeles comerciales, dentro de los instrumentos ofertados por el mercado de capitales para financiamiento a corto plazo, siendo importante profundizar en el análisis y estudio de los mismos.

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2006 El cuadro 36 muestra los datos obtenidos para este aspecto.

Cuadro 36

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2006

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
<i>Monto de oferta pública de valores autorizado al año (expresado en millones de Bsf.)</i>	336,96	1.855,00	1.255,00	103,36	273,00	3.823,32
<i>Porcentaje</i>	8,81%	48,52%	32,82%	2,70%	7,14%	100%

Nota: Elaboración propia

Durante el año 2006 la CNV autorizó la oferta pública de valores por la cantidad en bolívares de Bsf. 3.823.000,32, de los cuales el 48,52% del monto autorizado corresponde a obligaciones, en papeles comerciales se autorizó Bsf.1.255.000,00 lo que representa el 32,82% del monto total autorizado, ocupando el segundo lugar en valores monetarios durante el año; a las acciones corresponde el

8,81% del monto total autorizado; el 7,14% a títulos de participación y el 2,70% a unidades de inversión, por lo tanto, puede indicarse que el mayor monto de oferta pública autorizada para este año por la CNV, corresponde a las obligaciones y por ende, es el mayor valor de deuda presente dentro de las fuentes de financiamiento que controla la CNV en Venezuela, para el período de estudio, los resultados puede observarse en el gráfico 7.

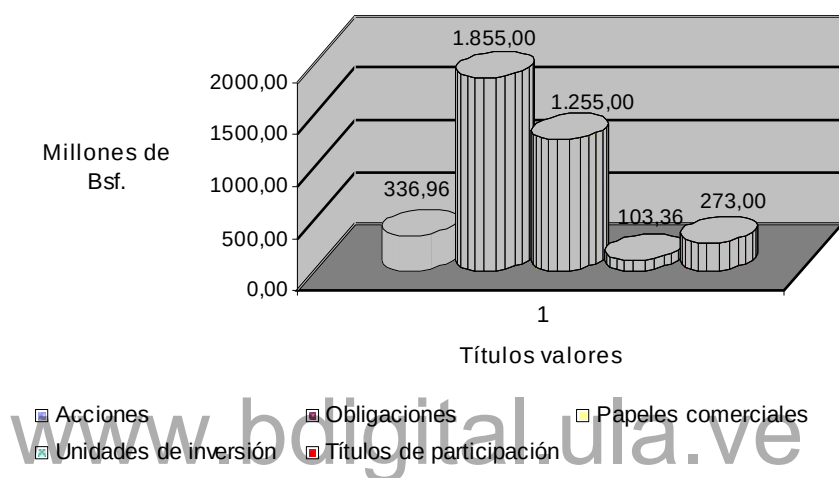


Gráfico 7. Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2006

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2006, por sector económico. El cuadro 37 muestra los datos obtenidos para este aspecto de la investigación.

Cuadro 37

Monto oferta pública de valores autorizados por la CNV
en el año 2006 por sector económico

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
<i>Oferta pública de valores autorizado por la CNV según sector económico (expresado en millones de Bs.).</i>	336,96	1.855,00	1.255,00	103,36	273,00
Manufacturero	41,22	310,00	133,00		
Electricidad, gas y agua	15,04		150,00		
Financiero y seguros	280,70	1.385,00	652,00	103,36	273,00
Agricultura, caza y pesca			300,00		
Transporte, almacenamiento y comunicación		130,00	20,00		
Comercio al mayor y al por menor		30,00			
PORCENTAJES					
Manufacturero	12,23%	16,71%	10,60%	0,00%	0,00%
Electricidad, gas y agua	4,46%	0,00%	11,95%	0,00%	0,00%
Financiero y seguros	83,31%	74,66%	51,95%	100,00%	100,00%
Agricultura, caza y pesca	0,00%	0,00%	23,90%	0,00%	0,00%
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,00%	7,01%	1,59%	0,00%	0,00%
Comercio al mayor y al por menor	0,00%	1,62%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Nota: Elaboración propia

Del cuadro se puede determinar que del total de ofertas públicas de acciones autorizadas por la CNV para el año 2006, el 83,31% de lo aprobado fue para el sector

financiero y de seguros, el 12,23% para el manufacturero y el 4,46% para empresas del sector electricidad, gas y agua. Ahora bien, del monto total aprobado para la oferta pública de obligaciones, el 74,66% corresponde a empresas del sector financiero, el 16,71% del sector manufacturero, el 7,01% del sector de transporte, almacenamiento y comunicación, mientras que el 1,62% del total corresponde a empresas que pertenecen al comercio al por mayor y al por menor.

En relación al total aprobado en el año para la oferta pública de papeles comerciales, se puede observar que el 51,95% de lo aprobado corresponde a empresas del sector financiero; el 23,90% de lo aprobado en el año pertenece a empresas del sector agricultura, caza y pesca; el 11,95% de las ofertas aprobadas fueron para entes que forman parte del sector de electricidad, gas y agua; el 10,60% de las ofertas aprobadas en el año 2006 es de empresas del sector manufacturero, mientras que el 1,59% del total aprobado corresponde a empresas del sector transporte, almacenamiento y comunicación.

Puede observarse que el 100% del monto aprobado para la oferta pública de unidades de inversión y de títulos de participación, corresponden a empresas pertenecientes al sector financiero y de seguros. Llama bastante la atención el hecho que en la investigación realizada puede determinarse que son las empresas del sector financiero y de seguros las que emplean la mayoría de los valores que están regidos por la CNV para la obtención de recursos económicos y son éstos los entes que trabajan con dinero de terceros para realizar sus operaciones. Tal vez podría ser la utilización de los recursos captados por entes pertenecientes al sector financiero y de seguros, en el mercado de valores de Venezuela, uno de los medios empleados por las mismas, para la obtención de recursos que permitan cubrir los rendimientos ofrecidos por éstos entes para las inversiones realizadas por sus clientes.

Es importante señalar también que en la oferta pública de papeles comerciales es donde intervienen empresas pertenecientes a varios sectores económicos de Venezuela, se puede intuir que, empresas de diferentes sectores económicos requieren

de recursos monetarios a corto plazo y acuden a esta fuente alternativa de fondos que le brinda el mercado de capitales en Venezuela.

Monto anual de valores autorizados en el año & valores autorizados en el año que están en circulación al final del período En la investigación realizada resulta interesante determinar, que cantidad de los valores aprobados para oferta pública durante el año, se encuentran en circulación al final del período de estudio, ya que la emisión de los mismos en algunos casos no se realiza en el mismo período en que fue autorizada la oferta pública, por ejemplo, en el caso de los papeles comerciales la emisión de la primera serie puede hacerse dentro de los tres meses siguientes a partir de la autorización de oferta pública de la CNV y sí la autorización fue otorgada dentro del último trimestre del año, puede ser que la primera emisión se efectuó a inicios del año siguiente y por lo tanto, estará en circulación en ese año.

Esta relación puede observarse en el cuadro 38.

Cuadro 38
Títulos valores autorizados en el año & títulos valores autorizados en el año que están en circulación al final del año 2006

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Total oferta pública de valores autorizada por la CNV (expresada en millones de Bs.)	336,96	1.855,00	1.255,00	103,36	273,00
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bs.)	336,96	777,37	496,71	0,00	221,25
Porcentaje	100,00%	41,91%	39,58%	0,00%	81,04%

Nota: Elaboración propia

Del cuadro 38 se puede indicar que, el 100% de las acciones autorizadas para oferta pública durante el año 2006, se emitieron y estaban en circulación al final del año, así mismo, el 81,04% de las autorizaciones otorgadas para oferta pública de los títulos de participación, estaban en circulación al final del año; por su parte, el 41.91% de las autorizaciones otorgadas por la CNV para las obligaciones estaban en circulación al final de año 2006 y sólo el 39,58% de las autorizaciones para ofertas públicas de papeles comerciales, fueron emitidas en el año y estaban en circulación al final del período, cabe señalar que las unidades de inversión que fueron autorizadas para ser ofertadas públicamente en el año 2006, no estaban en circulación al final del año. Los resultados pueden visualizarse en el gráfico 8.

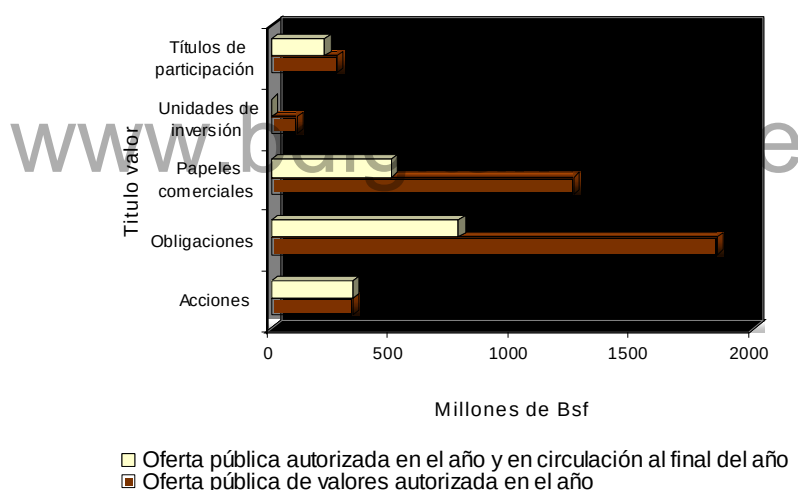


Gráfico 8. Oferta pública de valores autorizados en el año & Oferta pública en circulación al final del año 2006

Monto total de valores en circulación al final del año. Resulta interesante determinar en la investigación, el monto total de los valores que se encuentran en circulación al final del año, aquí se incluyen los valores autorizados en el año y en años anteriores, debido a que mediante estos puede observarse como cerró el mercado

de valores en Venezuela, los resultados obtenidos para este ítem se muestran en el cuadro 39 y en el gráfico 9.

Cuadro 39

Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2006

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bs.f.)	2.836,66	963,87	760,50	0,00	340,00	4.901,03
Porcentaje	57,88%	19,67%	15,52%	0,00%	6,94%	100,00%

Nota: Elaboración propia

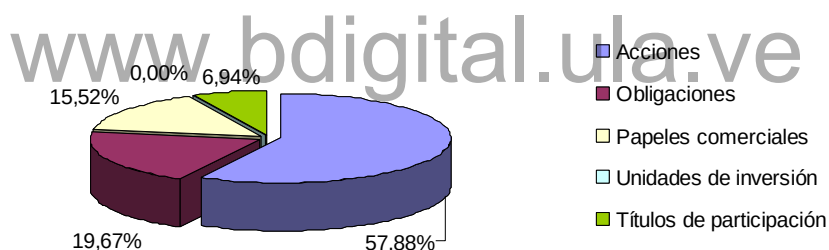


Gráfico 9. Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2006

Del cuadro 39 y del gráfico 9, se puede concluir que el total de valores en circulación al final del año 2006, bajo normativa de la CNV, está compuesto en un 57,88% de acciones, un 19,67% de obligaciones, un 15,52% de papeles comerciales y un 6,94% corresponden a títulos de participación, implica que el mayor monto de valores en circulación al final del período corresponde a acciones.

Monto de los valores negociados durante el año en la Bolsa de Valores de Caracas. En la investigación realizada es importante determinar el monto de los valores negociados en el mercado secundario, en este caso en la Bolsa de Valores de Caracas, debido a que no todos los valores que se rigen por la LMC están obligados a participar en el mercado secundario, caso específico de los papeles comerciales. Los resultados obtenidos se presentan en el cuadro 40. De este cuadro puede inferirse que durante el año 2006, en la BVC los mayores montos negociados corresponden a dos instrumentos, ellos son: con un 53,24% los títulos de participación, seguida de las acciones con un 43,43%, ahora bien, del total negociado en el año sólo el 3,03% concierne a papeles comerciales y por último el 0,30% de todo lo negociado en la bolsa durante el año, compete a obligaciones. Como bien corresponde, los instrumentos de deuda de mediano y largo plazo son los que principalmente se negocian en BVC por su naturaleza.

Cuadro 40

Monto de los valores negociados en el año 2006 en la Bolsa de Valores de Caracas

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bs.f.)	2.432,51	16,67	169,50	0,00	2.982,00	5.600,68
Porcentaje	43,43%	0,30%	3,03%	0,00%	53,24%	100,00%

Nota: Elaboración propia

Tasas de rendimiento promedio de los valores que se encuentran en circulación al final del año 2006. Los títulos valores generan un rendimiento a los inversionistas

que los adquieren, por la investigación realizada se puede determinar cuales fueron en promedio la tasas que éstos presentaron, en el cuadro 41 se muestran.

Cuadro 41.

Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2006

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Tasa de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del período (%)	0,00	11,29	7,94	0,00	12,69

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

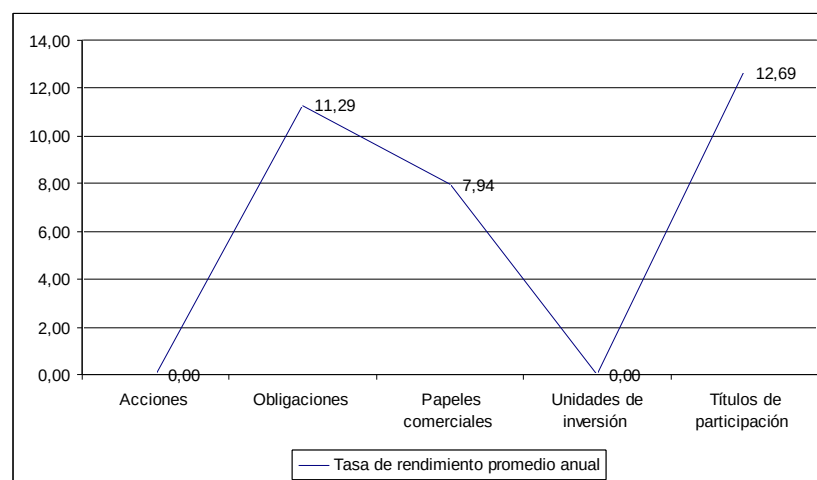


Gráfico 10. Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2006.

De acuerdo con los resultados obtenidos la tasa de rendimiento promedio de los títulos valores que se encontraban en circulación al final del año 2006 es, un 12,69% promedio anual es ofrecido para los inversionistas en títulos de participación, un 11,29% para los que invirtieron en obligaciones y un 7,94% de rendimiento anual promedio a quienes realizaron inversiones en papeles comerciales. Cabe señalar que en la investigación no se presenta tasa de rendimiento promedio ni para las acciones, las cuales ofrecen a los inversionistas dividendos, ni para las unidades de inversión, debido a que la misma no está disponible en los informes anuales que presenta la CNV. Al compararse estas tasas con la ofrecida por la banca, es decir, la tasa pasiva para el mes de diciembre fue 10,04%, sólo los títulos de participación y las obligaciones ofrecían un rendimiento superior al de la banca, lo que puede convertirlos en instrumentos de renta fija atractivos para los inversionistas, por el rendimiento que estos podrían obtener.

Análisis del cuadro de datos de valores año 2007.

Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV. Los datos obtenidos se muestran en el cuadro 42.

Cuadro 42

Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV. Año 2007

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Nº de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	27	27	20	-	4	78
Porcentaje	34,62%	34,62%	25,64%	0,00%	5,13%	100,00%

Nota: Elaboración propia

Durante el año 2007 la CNV otorgó 78 autorizaciones para la oferta pública de valores, 8 autorizaciones más que el año 2006, del total de autorizaciones dadas, el número de ofertas públicas autorizadas para acciones y obligaciones son 27 para cada una, lo que representa el 34,62% por cada título valor, mientras que la CNV concedió 20 autorizaciones para la emisión de papeles comerciales, representando un 25,64% del total, por su parte, para los títulos de participación sólo otorgó 4 autorizaciones para oferta pública. Cabe señalar que no existen autorizaciones de oferta pública por parte de la CNV, para las unidades de inversión en el año objeto de estudio.

Se concluye que la CNV durante este año otorgó igual número de autorizaciones para la oferta pública de acciones y obligaciones, mientras que los papeles comerciales quedaron como el tercer título valor autorizado dentro de los instrumentos para financiamiento que ofrece el mercado de capitales. Es importante señalar que los dos títulos que tuvieron un mayor número de autorizaciones corresponden a instrumentos de deuda de mediano a largo plazo, es decir, son fuentes de financiamiento cuyo vencimiento es superior a un año.

www.bdigital.ula.ve

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV al año El cuadro 43 y en el grafico 11 se muestran los resultados obtenidos.

Cuadro 43

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2007

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
<i>Monto de oferta pública de valores autorizado al año (expresado en millones de Bsf.)</i>	1.339,95	3.041,50	1.171,50	-	494,00	6.046,95
<i>Porcentaje</i>	22,16%	50,30%	19,37%	0,00%	8,17%	100,00%

Nota: Elaboración propia

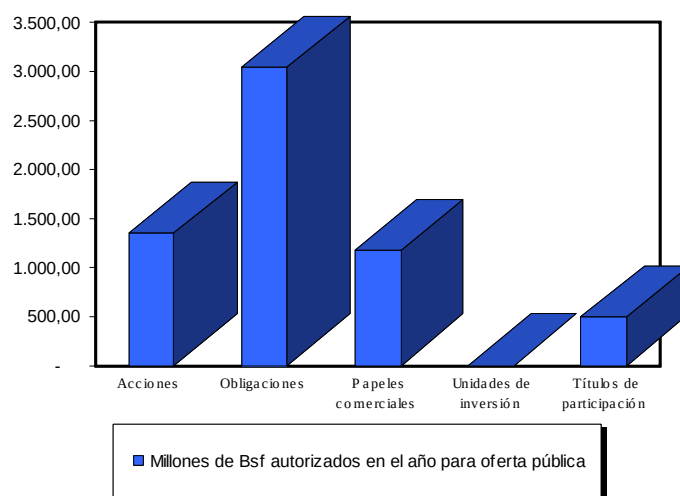


Gráfico 11. Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2007

El monto autorizado por la CNV para oferta pública de valores durante el año 2007 ascendió a la cantidad de seis mil millones cuarenta y seis mil novecientos cincuenta bolívares fuertes (BsF. 6.046.950,00), de los cuales BsF. 3.041.500,00, que representan el 50,30% del monto autorizado corresponde a obligaciones; para las acciones, la CNV autorizó ofertas públicas en el año por un monto de BsF. 1.339.950,00 lo que representa el 22,16% del total autorizado; el monto autorizado para papeles comerciales constituye el 19,37% del total autorizado, mientras que los títulos de participación son el 8,17% del total y no existe autorización para las unidades de inversión, por lo tanto, puede decirse que el mayor monto de emisión y oferta pública autorizada para este año por la CNV, corresponde a las obligaciones, el cual para el año objeto de estudio fue el instrumento financiero preferido para obtener financiamiento y cumplir con las actividades económicas propuestas.

Monto de oferta pública de valores autorizada por la CNV en el año 2007, por sector económico. Los datos obtenidos se presentan en el cuadro 44. Del cual se puede determinar que del total de ofertas públicas autorizadas por la CNV para acciones en el año 2007, el 98,41% de lo aprobado fue para el sector financiero y de seguros y el 1,59% para el manufacturero, observándose que las empresas del sector financiero son las que en mayoría han obtenido financiamiento mediante la emisión de acciones. Con respecto al monto autorizado para la emisión de obligaciones, el 56,21% corresponde a empresas del sector financiero y de seguros, el 26,80% a entes pertenecientes al sector de transporte, almacenamiento y comunicación, mientras que el 8,86% fue autorizado para empresas del sector manufacturero, el 5,51% para entes que se encuentran en el sector agricultura, caza y pesca; y el 2,63% del total corresponde a empresas que pertenecen al sector comercio al por mayor y al por menor.

En relación al total aprobado en el año para la oferta pública de papeles comerciales, se puede observar que el 62,94% de lo aprobado corresponde a empresas del sector financiero, el 25,62% de lo aprobado en el año pertenece a empresas del sector transporte, almacenamiento y comunicación; el 9,31% de las ofertas aprobadas fueron para entes que forman parte del sector de manufacturero; y el 2,13% corresponde a empresas del comercio al por mayor y al por menor. En otro orden de ideas el 100% del monto aprobado para la emisión de títulos de participación para el año 2007, fue aprobado para empresas pertenecientes al sector financiero. Durante este año no hubo autorización para la emisión de unidades de inversión.

Cuadro 44

Monto oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2007 por sector económico

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
<i>Oferta pública de valores autorizado por la CNV según sector económico (expresado en millones de Bs).</i>	1.339,95	3.041,50	1.171,00	-	494,00
Manufacturero	21,25	269,50	109,00	-	-
Electricidad, gas y agua	-	-	-	-	-
Financiero y seguros	1.318,70	1.709,50	737,00	-	494,00
Agricultura, caza y pesca	-	167,50	300,00	-	-
Transporte, almacenamiento y comunicación	-	815,00	-	-	-
Comercio al mayor y al por menor	-	80,00	25,00	-	-
PORCENTAJES					
Manufacturero	1,59%	8,86%	9,31%	-	-
Electricidad, gas y agua	-	-	-	-	-
Financiero y seguros	98,41%	56,21%	62,94%	-	100,00%
Agricultura, caza y pesca	-	5,51%	25,62%	-	-
Transporte, almacenamiento y comunicación	-	26,80%	-	-	-
Comercio al mayor y al por menor	-	2,63%	2,13%	-	-
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%	100,00%

Nota: Elaboración propia

Monto anual de valores autorizados en el año & valores autorizados en el año que están en circulación al final del período La cantidad de valores que fueron aprobados durante el año y que se encuentran en circulación al final del período de estudio, pueden observarse en el cuadro 45.

Del cuadro 45 y del gráfico 12, puede deducirse que de las acciones autorizadas para oferta pública durante el año 2007 el 100% se emitieron y estaban en circulación al final del año, así mismo, el 93,81% de las autorizaciones otorgadas para oferta pública de los títulos de participación estaban en circulación al final del año; sólo el 51,61% de las autorizaciones otorgadas por la CNV para las obligaciones estaba en circulación al final de año 2007, por su parte el 15,32% de las autorizaciones para ofertas públicas de papeles comerciales fueron realizadas en el año y estaban en circulación al final del período, cabe señalar que durante el año 2007 no hubo autorizaciones para emitir unidades de inversión.

Cuadro 45

Títulos valores autorizados en el año & títulos valores autorizados en el año que están en circulación al final del año 2007

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Total oferta pública de valores autorizada por la CNV (expresada en millones de Bsf.)	1.339,95	3.041,50	1.171,50	-	494,00
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	1.339,95	1.569,87	179,43	-	463,42
Porcentaje	100,00%	51,61%	15,32%	-	93,81%

Nota: Elaboración propia

Los resultados obtenidos en la investigación pueden verse en el gráfico 12.

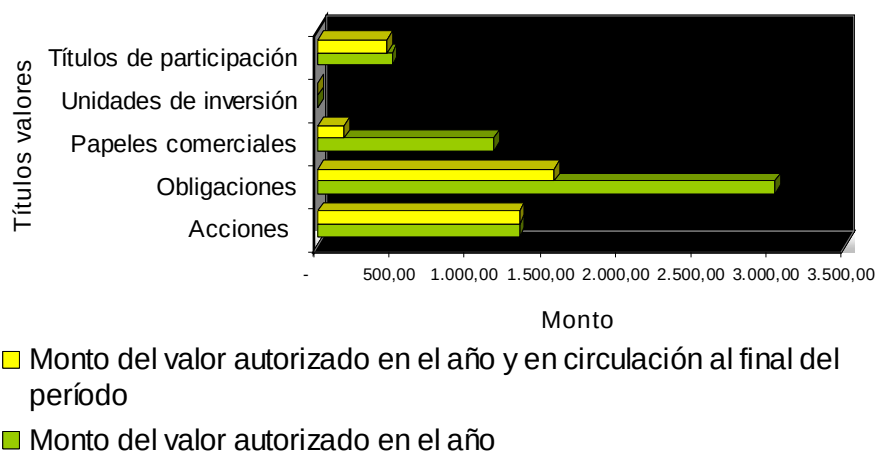


Gráfico 12. Oferta pública de valores autorizados en el año & Oferta pública en circulación al final del año 2007

Monto total de valores en circulación al final del año 2007. En la investigación realizada se determina el monto total de los valores en circulación al final del año, los resultados obtenidos para este ítem se muestran en el cuadro 46 y gráfico 13.

Cuadro 46

Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2007

Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Aspecto a analizar						
Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bs.f.)	3.828,08	2.843,87	250,27	-	615,42	7.537,64
Porcentaje	50,79%	37,73%	3,32%	0,00%	8,16%	100,00%

Nota: Elaboración propia

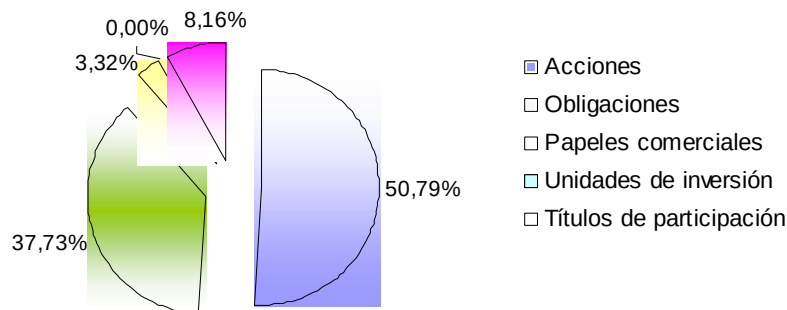


Gráfico 13. Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2007

En el cuadro 46 y gráfico 13, se puede observar que el total de valores en circulación al final del año bajo normativa de la CNV, está compuesto en un 50,79% por acciones, un 37,73% de obligaciones, un 8,16% de títulos de participación y sólo el 3,32% corresponden a papeles comerciales, implica que el mayor monto de valores en circulación al final del período corresponde a acciones, y el menor monto en circulación es para los papeles comerciales, observándose una disminución con respecto al año 2006.

Monto de los valores negociados durante el año 2007 en la Bolsa de Valores de Caracas. Es importante determinar el monto de los valores que son negociados en la BVC, es decir, en el mercado secundario, los resultados obtenidos a tal fin se muestran en el cuadro 47.

Cuadro 47

Monto de los valores negociados en el año 2007 en la Bolsa de Valores de Caracas

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bs.f.)	2.310,64	14,13	125,98	-	513,25	2.964,00
Porcentaje	77,96%	0,48%	4,25%	0,00%	17,32%	100,00%

Nota: Elaboración propia

De este cuadro puede deducirse que en la BVC durante el año 2007 del monto total negociado en el año, el 77,96% corresponde a negociaciones con acciones, el 17,32% con títulos de participación, así mismo un 4,25% del monto negociado corresponde a transacciones de papeles comerciales y sólo un 0,48% de lo negociado en este mercado durante el año, es por obligaciones. Durante este año se negociaron principalmente acciones y títulos de participación que corresponden a instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, por su naturaleza, son los que principalmente se negocian en Bolsa de Valores.

Tasa de rendimiento promedio de los valores que se encuentran en circulación al final del año 2007. Los títulos valores generan un rendimiento a los inversionistas que los adquieren, por la investigación realizada se puede determinar cuales fueron en promedio las tasas de rendimiento generadas, en el cuadro 48 y grafico 14, se muestran los resultados.

Cuadro 48

Tasas de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del año 2007

Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Aspecto a analizar					
Tasa de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del período (%)	-	13,13	11,93	-	11,97

Nota: Elaboración propia

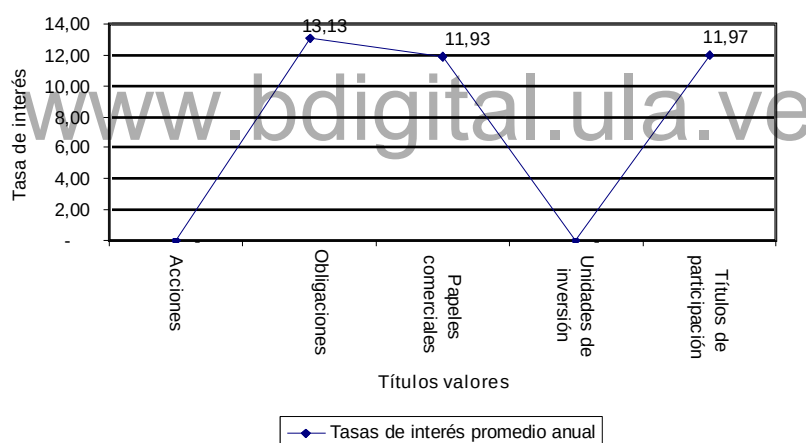


Gráfico 14. Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2007

De acuerdo a los resultados obtenidos la tasa de rendimiento promedio de los títulos valores que se encontraban en circulación al final del año 2007 es, un 13,13% promedio anual es ofrecido para los inversionistas en obligaciones, un 11,97% para los que invirtieron en títulos de participación y un 11,93% de rendimiento anual

promedio a quienes realizaron inversiones en papeles comerciales. No se presenta tasa de rendimiento promedio para las acciones, las cuales ofrecen a los inversionistas dividendos, ni para las unidades de inversión, debido a que la misma no esta disponible en los informes anuales presentados por la CNV.

Análisis del cuadro de datos de valores año 2008.

Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV. La CNV para el año 2008 autorizó un total de 67 ofertas públicas para los diversos valores que se rigen por sus normas, por consiguiente otorgó 11 autorizaciones menos que el año 2007. Los datos obtenidos se muestran en el cuadro 49.

Cuadro 49

Número de ofertas públicas de títulos valores autorizados por la CNV año 2008

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Nº de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	25	15	21	0	6	67
Porcentaje	37,31%	22,39%	31,34%	0,00%	8,96%	100,00%

Nota: Elaboración propia

Del cuadro 49, puede indicarse que del número total de ofertas públicas autorizadas por la CNV para el año 2008, 25 fueron para la oferta pública de acciones representando del total el 37,31%, en segundo lugar, se encuentran los papeles comerciales, con 21 autorizaciones de oferta pública, que constituyen el 31,34% del

total, mientras que para las obligaciones se concedieron 15 autorizaciones para oferta pública, implica el 22,39% del total, cabe señalar que durante el año 2008 sólo se otorgaron 6 autorizaciones de oferta pública para los títulos de participación, lo que representa tan sólo el 8,96% del total autorizado en el año. Se concluye así que, el mayor número de ofertas públicas autorizadas por la CNV durante este año corresponde a las acciones, seguidamente de los papeles comerciales, las obligaciones y por último los títulos de participación.

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2008 Los datos relacionados a este aspecto se presentan en el cuadro 50.

Cuadro 50

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV año 2008

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
<i>Monto de oferta pública de valores autorizados al año (expresado en millones de Bsf.)</i>	1.406,59	1.526,50	1.202,00	0,00	646,40	4.781,49
<i>Porcentaje</i>	29,42%	31,93%	25,14%	0,00%	13,52%	100,00%

Nota: Elaboración propia

El monto autorizado por la CNV para oferta pública de valores durante el año 2008 ascendió a la cantidad de cuatro mil millones setecientos ochenta y un mil cuatrocientos noventa bolívares fuertes (Bsf. 4.781.490,00), de los cuales Bsf. 1.526.500,00 que representan el 31.93% del monto autorizado corresponde a

obligaciones; para las acciones, la CNV autorizó ofertas públicas en el año por un monto de Bs. 1.406.590,00 lo que representa el 29,42% del total autorizado; el monto autorizado para papeles comerciales constituye el 25,14% del monto total autorizado, durante este año la CNV autorizó oferta pública de títulos de participación que representan el 13,52 del total autorizado, mientras que y no existe para el año 2008, autorizaciones otorgadas por la CNV para las unidades de inversión. De este modo, el mayor monto de oferta pública autorizada para este año por la CNV corresponde a las obligaciones, siendo para este año el instrumento financiero preferido en el mercado de capitales para obtener financiamiento y poder así cumplir con las actividades económicas propuestas.

Monto de oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2008, por sector económico. Los datos obtenidos se presentan en el cuadro 51. Puede observarse que el total anual de oferta pública autorizada para las acciones por la CNV en el año 2008, está conformado de la siguiente manera: el 79,33% autorizado pertenece al sector económico financiero y de seguros, el 12,18% pertenece al sector dedicado al transporte, almacenamiento y comunicación y el 8,49% restante fue autorizado para empresas pertenecientes al sector manufactura.

La distribución del total autorizado por la CNV para las obligaciones, por sector económico para el año 2008 es: el 65,21% de lo autorizado fue para empresas pertenecientes al sector financiero, el 15,46% para empresas manufactureras, el 13,10% autorizado fue para empresas dedicadas al área del transporte, almacenamiento y comunicación, un 3,20% fue autorizado para empresas del área de la agricultura, caza y pesca y por último el 2,95% de lo autorizado corresponde a empresas que pertenecen al sector de electricidad, gas y agua.

En cuanto al monto autorizado por la CNV para la oferta pública de los papeles comerciales por sector económico, puede indicarse que el 48,04% fue a empresas del área financiero y de seguros, por su parte, a las empresas del sector de agricultura, caza y pesca, les fue autorizado un 33,28%, mientras que a entes del sector

manufacturero se les autorizó el equivalente a un 11,61% de total, ahora bien, a las empresas que desarrollan actividades de transporte, almacenamiento y comunicación se les autorizó en relación al total del año, un 4,16%, y a aquellas dedicadas al sector del comercio al por mayor y al por menor, les fue autorizado un 2,91% para un total del cien por ciento.

Cuadro 51

Monto oferta pública de valores autorizados por la CNV en el año 2008 por sector económico

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
<i>Oferta pública de valores autorizado por la CNV según sector económico (expresado en millones de Bsf.)</i>	1.406,59	1.526,50	1.202,00	-	646,40
Manufacturero	119,36	236,00	139,50	-	
Electricidad, gas y agua		45,00		-	
Financiero y seguros	1.115,86	995,50	577,50	-	646,40
Agricultura, caza y pesca		50,00	400,00	-	
Transporte, almacenamiento y comunicación	171,37	200,00	50,00	-	
Comercio al mayor y al por menor			35,00	-	
PORCENTAJES					
Manufacturero	8,49%	15,46%	11,61%	-	-
-Electricidad, gas y agua	-	2,95%	-	-	-
Financiero y seguros	79,33,%	65,21%	48,04%	-	100,00%
-Agricultura, caza y pesca	-	3,20%	33,28%	-	-
Transporte, almacenamiento y comunicación	12,18%	13,10%	4,16%	-	-
Comercio al mayor y al por menor	-	-	2,91%	-	-
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	-	100,00%

Nota: Elaboración propia

En este año la CNV no autorizó ofertas públicas para las unidades de inversión y el 100% de las ofertas públicas autorizadas para títulos de participación, pertenecen a empresas del sector financiero y de seguros.

Monto anual de valores autorizados en el año & valores autorizados en el año que están en circulación al final del año 2008 La cantidad de valores que fueron aprobados durante al año y que se encuentran en circulación al final del período de estudio, pueden observarse en el cuadro 52.

Cuadro 52

Títulos valores autorizados en el año & títulos valores autorizados en el año que están en circulación al final del año 2008

Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Aspecto a analizar					
Total oferta pública de valores autorizada por la CNV (expresada en millones de Bsf.)	1.406,59	1.526,50	1.202,00	-	646,40
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	1.406,59	397,50	405,48	-	622,50
Porcentaje	100,00%	26,04%	33,73%	0,00%	96,30%

Nota: Elaboración propia

Los resultados obtenidos pueden visualizarse en el gráfico 15.

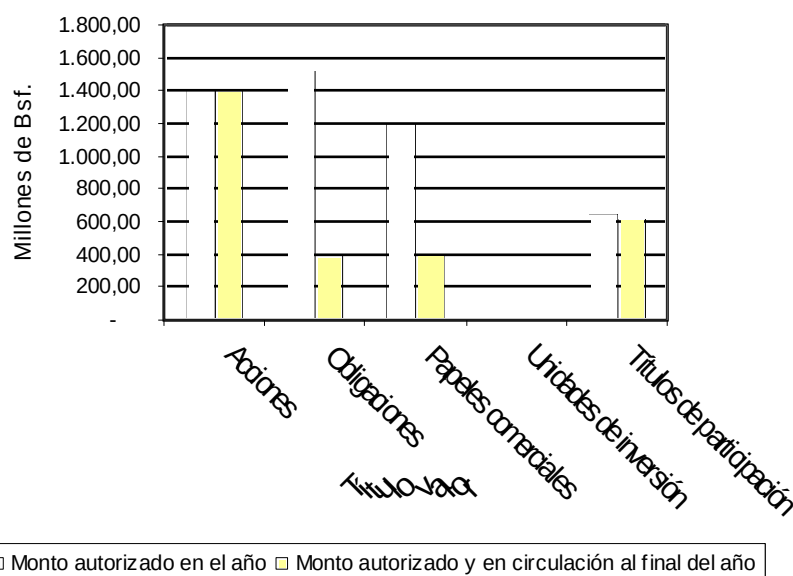


Gráfico 15. Oferta pública de valores autorizados en el año & Oferta pública en circulación al final del año 2008

www.bdigital.ula.ve

Del éste, puede deducirse que el monto autorizado para la oferta pública de las acciones durante el año 2008 el 100% se emitieron y están en circulación al final del año, así mismo, el 96,30% de las autorizaciones otorgadas para oferta pública de los títulos de participación estaban en circulación al final del año; por su parte el 33,73% de las autorizaciones para ofertas públicas de papeles comerciales fueron realizadas en el año y estaban en circulación al final del período, sólo el 26,04% de las autorizaciones otorgadas por la CNV para las obligaciones estaba en circulación al final de año 2008, cabe señalar que durante el año 2008 tampoco hubo autorizaciones para emitir unidades de inversión.

Monto total de valores en circulación al final del año 2008. En la investigación realizada se determina el monto total de los valores en circulación al final del año, los resultados obtenidos para este ítem se muestran en el cuadro 53.

Cuadro 53

Monto total de títulos valores en circulación al final del año 2008

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bsf.)	5.012,75	4.057,41	561,68	0,00	707,65	10.339,49
Porcentaje	48,48%	39,24%	5,43%	0,00%	6,84%	100,00%

Nota: Elaboracion propia

En el cuadro 53, se puede observar que el total de valores bajo normativa de la CNV y en circulación al final del año 2008, está integrado por un 48,48% de acciones, un 39,24% de obligaciones, un 6,84% por títulos de participación y sólo el 5,43% corresponden a papeles comerciales, implica que el mayor monto de valores en circulación al final del período, corresponde a acciones y el menor monto en circulación es para los papeles comerciales, observándose un incremento con respecto al año 2007 .

Monto de los valores negociados durante el año en la Bolsa de Valores de Caracas. En la investigación realizada resulta interesante determinar el monto de los valores negociados en la Bolsa de Valores de Caracas, es decir, en el mercado secundario, los resultados obtenidos a tal fin se muestran en el cuadro 54 y gráfico 16.

Cuadro 54

Monto de los valores negociados en el año 2008 en la Bolsa de Valores de Caracas

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL
Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bs.f.)	1.099,73	1.730,73	1.259,74	0,00	131,15	4.221,35
Porcentaje	26,05%	41,00%	29,84%	0,00%	3,11%	100,00%

Nota: Elaboración propia

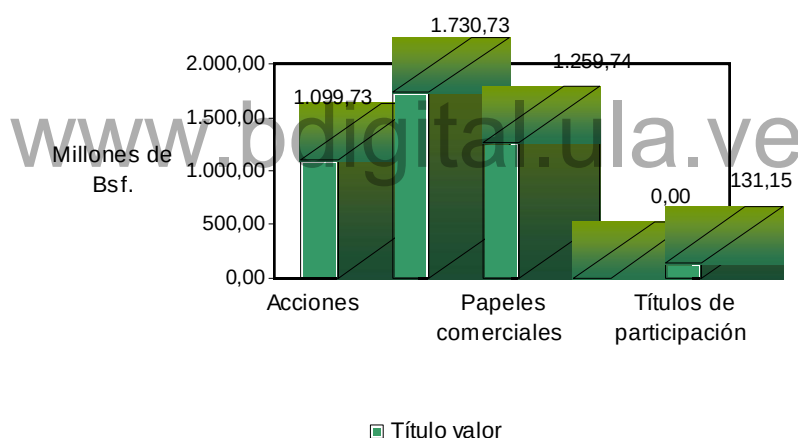


Gráfico 16. Valores negociados en el año 2008 en la Bolsa de Valores de Caracas

Al analizar los resultados obtenidos para este aspecto es importante señalar que el 100,00% de los títulos valores negociados en la Bolsa de Valores de Caracas y que se rigen por la normas de la CNV durante el año 2008, esta compuesto de la siguiente manera: un 41,00% por del negociaciones de obligaciones en Bolsa, un 29,84% del monto negociado corresponde a transacciones de papeles comerciales, un 26,05% de

negociaciones para acciones y sólo un 3,11% de lo negociado en este mercado durante el año, es por títulos de participación. Los valores más negociados durante este año fueron principalmente las obligaciones, seguidas de los papeles comerciales, luego las acciones y por último los títulos de participación.

Tasa de rendimiento promedio de los valores que se encuentran en circulación al final del año 2008. Los títulos valores generan un rendimiento a los inversionistas que los adquieren, en el cuadro 55 se muestran cuáles fueron en promedio las tasas de rendimiento de los valores en circulación al final del año.

Cuadro 55

Tasas de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del año 2008

Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Tasa de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del período (%)	-	17,78	20,75	-	19,05

Nota: Elaboración propia

Según los resultados obtenidos las tasas de rendimiento promedio de los títulos valores que se encontraban en circulación al final del año 2008 es, un 20,75% de rendimiento anual promedio a quienes realizaron inversiones en papeles comerciales, un 19,05% para los que invirtieron en títulos de participación y un 17,78% promedio anual es ofrecido para los inversionistas en obligaciones. Siendo atractivas las tasas

tanto para los emisores como para los inversores, al ser comparadas con las tasas bancarias activa 21,67% y pasiva 17,63%. Cabe señalar que en la investigación no se no presenta tasa de rendimiento promedio ni para las acciones, las cuales ofrecen a los inversionistas dividendos, ni para las unidades de inversión, debido a que la misma no esta disponible en los informes anuales presentados por la CNV. Los rendimientos promedios pueden observarse a continuación en el gráfico 17.

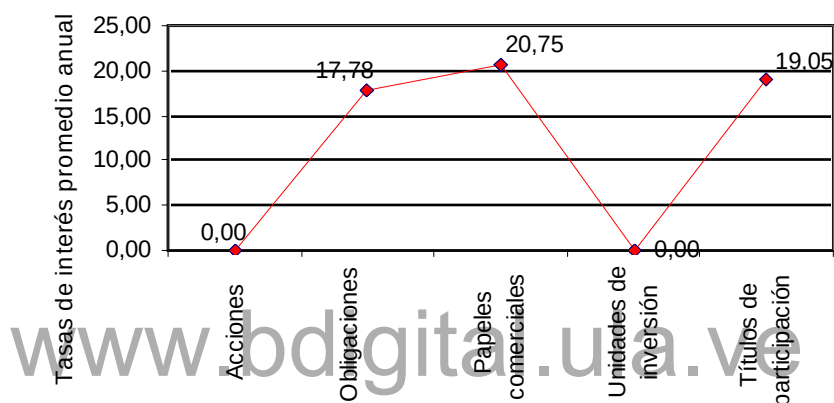


Gráfico 17. Tasas de rendimiento promedio anual de los valores en circulación al final del año 2008

Análisis del comportamiento de los papeles comerciales en el período (2006-2008). Ahora bien debido a que el tema de estudio principal en la investigación realizada son los papeles comerciales, se procedió a realizar un cuadro con los aspectos a analizar para los tres años objeto de estudio, pero considerando sólo los datos obtenidos para los papeles comerciales, con el fin de observar su evolución en el tiempo y su uso como instrumento de financiamiento de corto plazo en las empresas venezolanas, durante el período analizado, es decir, del año 2006 hasta el año 2008. Para el análisis de los resultados obtenidos y la determinación de la

evolución de los papeles comerciales en el tiempo de estudio se considerará el año 2006 como año base y se determina la variación relativa que han tenido los papeles comerciales durante los años 2007 y 2008, en relación con el año 2006, todo esto con ayuda de la hoja de cálculo Microsoft Excel.

Nº de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV en el período (2006-2008). Los datos obtenidos en la investigación para este aspecto se presentan a continuación en el cuadro 56 y gráfico 18.

Cuadro 56

Nº de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV en el período (2006-2008)

	Año 2006	Año 2007	Año 2008
Aspecto a analizar	Papeles comerciales	Papeles comerciales	Papeles comerciales
Nº de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV	23	20	21
Porcentaje	100 %	86,96%	91,30%
Variación relativa	-	-13,04%	-8,70

Nota: Elaboración propia

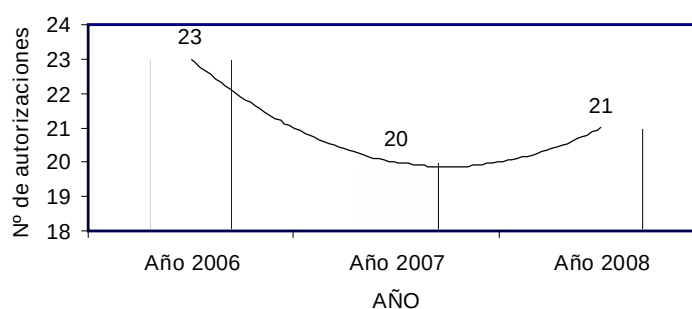


Gráfico 18. Nº de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV en el período (2006-2008)

Del cuadro y gráfico anterior se puede indicar que, el número de autorizaciones para oferta pública de papeles comerciales que ha otorgado la CNV, en el período estudiado tiende ligeramente a la baja, pues, en el año 2006 se autorizaron 23 ofertas públicas, mientras que el número de autorizaciones para oferta pública en el año 2007, tuvo una reducción del 13,04% en relación a las autorizadas para el año 2006, ya que la CNV autorizó 20 ofertas públicas de papeles comerciales, por su parte en el año 2008, fueron autorizadas sólo 21 ofertas públicas por parte de la CNV, representando una reducción del 8,70% en comparación con las ofertas públicas autorizadas del año 2006.

Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizados por la CNV en el período (2006-2008). La investigación realizada en relación al monto de oferta pública de papeles comerciales autorizados para el período de estudio se muestra en el cuadro 57.

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 57

Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV en el período (2006-2008)

	Año 2006	Año 2007	Año 2008
Aspecto a analizar	Papeles comerciales	Papeles comerciales	Papeles comerciales
Monto de oferta pública de papeles comerciales al año (expresado en millones de Bs.f.)	1.255,00	1.171,50	1.202,00
Porcentaje	100,00%	93,35%	95,78%
Variación relativa	-	-6.65%	-4.22%

Nota: Elaboración propia

La CNV en el año 2006 autorizó 23 ofertas públicas de papeles comerciales por un monto de Bs. 1.255.000.000,00, para el año 2007 la CNV autorizó 20 ofertas públicas por Bs. 1.171.500.000,00 representando una reducción del 6,65% en relación al monto autorizado del año 2006, por su parte, para el año 2008 la CNV autorizó 21 ofertas públicas por un monto de Bs. 1.202.000.000,00, representando éste último una reducción del 4,22% en relación al monto autorizado en el año 2006. Cabe señalar que, la reducción en los montos de oferta pública autorizados para los papeles comerciales en el período objeto de estudio, se da en un porcentaje menor que la disminución presentada en el número de ofertas públicas de papeles comerciales autorizadas por la CNV para el período de tiempo objeto de estudio.

Los resultados se muestran mediante el gráfico 19.

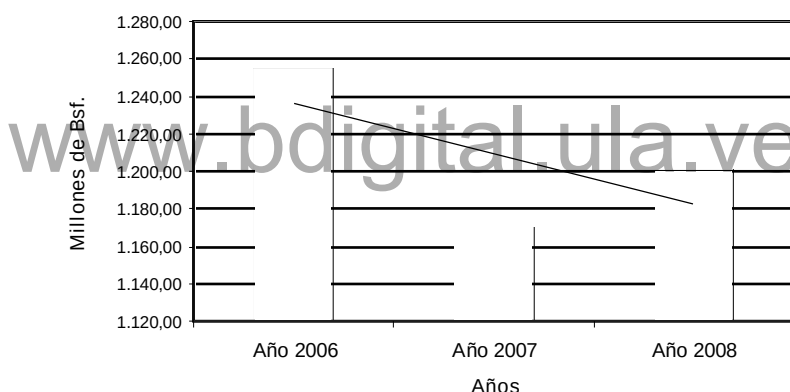


Gráfico 19. Oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV para el período (2006-2008)

Oferta Pública de papeles comerciales autorizada por la CNV para el período (2006-2008) según sector económico. En la investigación realizada es importante determinar, como ha sido la evolución de la oferta pública de papeles comerciales por los sectores económicos que han emitido los mismos, con el fin de obtener recursos económicos a corto plazo mediante esta opción de financiamiento disponibles en el

mercado de capitales para el período de estudio. Los datos alcanzados para este aspecto se muestran en el cuadro 58.

Cuadro 58

Oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV para el período (2006-2008), según sector económico

Aspecto a analizar						
Oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV según sector económico:	Año 2006	Año 2007	Año 2008	Porcentajes		
				Año 2006	Año 2007	Año 2008
(a) Manufacturero	133,00	109,00	139,50	100,00%	81,95%	104,89%
(b) Electricidad, gas y agua	150,00			100,00%		
(c) Financiero y seguros	652,00	737,00	577,50	100,00%	113,04%	88,57%
(d) Agricultura, caza y pesca	300,00	300,00	400,00	100,00%	100,00%	133,33%
(e) Transporte, almacenamiento y comunicación	20,00		50,00	100,00%	0,00%	250,00%
(f) Comercio al mayor y al por menor		25,00	35,00	0,00%	100,00%	140,00%
TOTAL OFERTA	1.255,00	1.171,00	1.202,00			

Nota: Elaboración propia

Al analizar los resultados obtenidos en la investigación realizada, puede indicarse que la oferta pública de papeles comerciales por sector económico en el período de estudio evolucionó de la siguiente manera: (a) *Sector manufactura:* en el

año 2006 este sector solicitó autorización para ofertar Bs.f. 133.000.000,00; que representan en este caso el 100%, ahora bien, para el año 2007 se observa una disminución del 18,05% en relación al monto de oferta pública autorizado en el año 2006 por entes pertenecientes a este sector, mientras que, en el año 2008 se presenta un incremento del 4,89% en el monto de oferta pública autorizado para ese año, en relación al monto autorizado para oferta pública en el año 2006.

(b) *Electricidad, gas y agua*: Los entes pertenecientes a este sector económico durante el año 2006 obtuvieron autorización para la oferta pública de papeles comerciales por un monto de Bs.f. 150.000.000,00, en los años 2007 y 2008 las empresas pertenecientes a este sector no presentaron autorización para la oferta pública de papeles comerciales, existiendo una disminución del 100% para ambos años; (c) *Financiero y de seguros*: durante el año 2006 las empresas pertenecientes a este sector obtuvieron autorización de oferta pública por Bs.f. 652.000.000,00, lo que en este caso representa el 100%; en el año 2007 se observa un incremento del 13,04% del monto autorizado para la oferta pública de papeles comerciales, en relación al monto autorizado para oferta pública del año 2006, mientras que, en el año 2008 se presenta una disminución del 11,43% del monto de oferta pública autorizada para empresas del sector financiero, en relación al monto autorizado para ofertar en el año 2006.

(d) *Agricultura, caza y pesca*: Las autorizaciones para la oferta pública de papeles comerciales para empresas pertenecientes a este sector durante los años 2006 y 2007, son por el orden de los Bs.f. 300.000.000,00 cada año, no presentando variación alguna durante este período, mientras que durante el año 2008 la autorización de oferta pública para el valor objeto de estudio, se incrementó en un 33,33%, observándose una tendencia de aumento en el monto autorizado para oferta pública de papeles comerciales para las empresas pertenecientes a este sector económico.

(e) *Transporte, almacenamiento y comunicación*: Durante el año 2006 empresas pertenecientes a este sector obtuvieron autorización para ofertar Bs.f.

20.000.000, representando para el presente análisis el 100%; durante el año 2007 se determina una reducción del 100% del monto autorizado para ofertar papeles, en comparación con el año 2006, pues, durante este año la CNV no autorizó a ninguna empresa de este sector para la oferta pública de este título valor. Sin embargo, en el año 2008, se autorizó la oferta pública de Bs. 50.000.000, lo que implica un incremento del 250% del monto autorizado en relación al año 2006.

(f) *Comercio al por mayor y al por menor:* Durante el año 2006 no existe autorización para oferta pública de papeles comerciales para este sector. Para el año 2007 se autorizó la oferta pública de papeles comerciales por la cantidad de Bs. 25.000.000,00, representando un incremento del 100%, en relación al monto autorizado para el año 2006, por su parte en el año 2008 se presenta un incremento del 140% en el monto autorizado de oferta pública en relación al monto autorizado en el año 2006.

Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizada en el período (2006-2008) & Monto anual de los papeles comerciales autorizados por la CNV, que esta en circulación al final del año. Resulta interesante analizar este aspecto debido a que la primera serie de papeles comerciales puede emitirse dentro de los tres meses siguientes a la fecha de autorización de oferta pública, por tal razón, pueden existir diferencias en relación al monto de oferta pública autorizada en el año y el monto de esa oferta que se encuentra en circulación al final de cada año, los resultados se presentan en el cuadro 59 y gráfico 20.

Cuadro 59

Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizada en el período (2006-2008) & Monto anual de los papeles comerciales autorizados por la CNV, que está en circulación a final de cada año

Aspecto a analizar	Año 2006	Año 2007	Año 2008
Monto de oferta pública de papeles comerciales autorizado en el año (expresado en millones de Bsf.)	1.255,00	1.171,50	1.202,00
Monto anual de papeles comerciales autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	496,71	179,43	405,48
Porcentaje en circulación	39,58%	15,32%	33,73%
Variación relativa	-	-61,29%	-14,78%

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

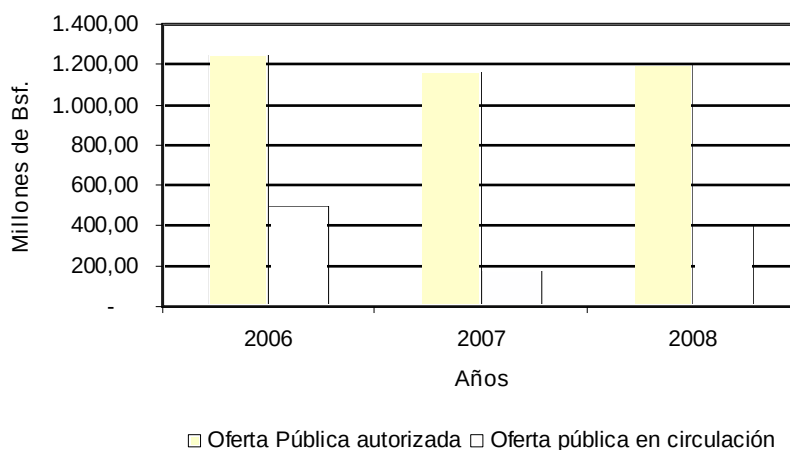


Gráfico 20. Oferta pública de papeles comerciales autorizada por la CNV en el período (2006-2008) & Oferta pública autorizada de papeles comerciales en circulación al final de cada año

De acuerdo a los datos obtenidos se puede indicar que durante el año 2006 el 39,58% de los papeles comerciales que fueron autorizados en el año se encuentran en circulación al final del mismo, mientras que en el año 2007 el 15,32% del monto autorizado en el año se encontraba en circulación, observándose una disminución del 61,29% en relación al año 2006. Para el año 2008 se determina que el 33,73% de los papeles comerciales que fueron autorizados en el año se encuentran en circulación, representando una disminución del 14,78% en relación al año 2006. Puede suponerse que la diferencia entre el monto autorizado de papeles comerciales en el año y el monto en circulación al final del período, puede deberse a que pudieron ser emitidas y vencerse en el transcurso del año o que existan series de papeles comerciales que aún no se han emitido y por lo tanto no están en circulación al final del año en que fueron autorizados.

Sí se realiza el análisis bajo el último supuesto se puede decir entonces que; en el año 2006 faltó por emitir y ofertar el 60,42% del monto total autorizado en el año, por su parte, en el año 2007 no se emitieron y por lo tanto no se ofertó públicamente, el 84,68% del monto total autorizado y para el año 2008, se puede decir que el 66,27% del monto total autorizado en el año, no se emitió ni se ofertó públicamente durante ese período. Es interesante destacar que en los años estudiados un porcentaje superior al 50%, representa la diferencia entre lo autorizado y lo que está en circulación del monto autorizado en el año, debido a una de las siguientes causas: (a) los papeles comerciales autorizados fueron emitidos y vencidos en el transcurso de cada año; (b) la emisión de papeles comerciales se efectuó en el año siguiente debido a que la autorización se otorgó en el último trimestre del año, ya que la primera serie de los papeles comerciales puede emitirse dentro de los tres meses siguientes a la fecha de autorización, y (c) la emisión de papeles comerciales fue suspendida bien por el ente emisor o por la CNV.

Monto total de papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008). En la investigación realizada es interesante comparar el monto de los papeles comerciales en circulación al final de cada año, que pueden incluir valores autorizados en el año anterior pero se emitieron en el siguiente año, para ello los datos obtenidos se presentan en el cuadro 60 y gráfico 21.

Cuadro 60

Monto total de papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008)

Aspecto a analizar	Año 2006	Año 2007	Año 2008
Monto total de papeles comerciales en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bsf.)	760,50	250,27	561,68
Porcentaje	100,00%	32,91%	73,86%
Variación relativa	-	-67,09%	-26,14%

Nota: Elaboración propia

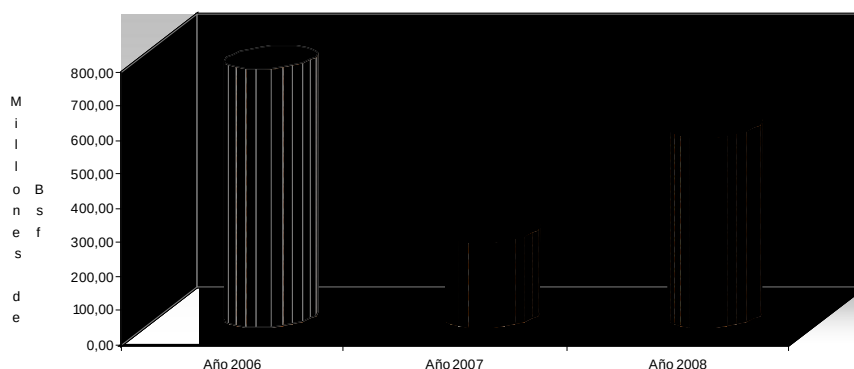


Gráfico 21. Monto de papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008)

Al analizar los datos obtenidos en la investigación, se puede indicar que al final del año 2006 se encontraban circulación Bs. 760.500.000,00 y por ser el año base se considera un cien por ciento; al final del año 2007 el monto que estaba en circulación representa el 32,91% en comparación con el año 2006, representando una disminución del 67,09%, mientras que en el año 2008, se encontraba en circulación el 73,86% de lo que se estaba en circulación el año 2006, presentándose una disminución con respecto al monto en circulación del año 2006 del 26,14%. Comparando los montos en circulación durante los tres años objeto de estudio, puede decirse que éste ha tendido a la baja ya que durante los años 2007 y 2008, los montos en circulación al final de cada período han sido inferiores al que existía en el año 2006.

Monto de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas durante el período (2006-2008). El monto en circulación de los papeles comerciales que fue negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el período (2006-2008) se presenta en el cuadro 61 y gráfico 22.

Cuadro 61

Monto de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas durante el período (2006-2008)

Aspecto a analizar	Año 2006	Año 2007	Año 2008
Monto de papeles comercial es negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bs.)	169,50	125,98	1.259,74
Porcentaje	100,00%	74,32%	743,21%
Variación relativa	-	-25,68	643.21%

Nota: Elaboración propia

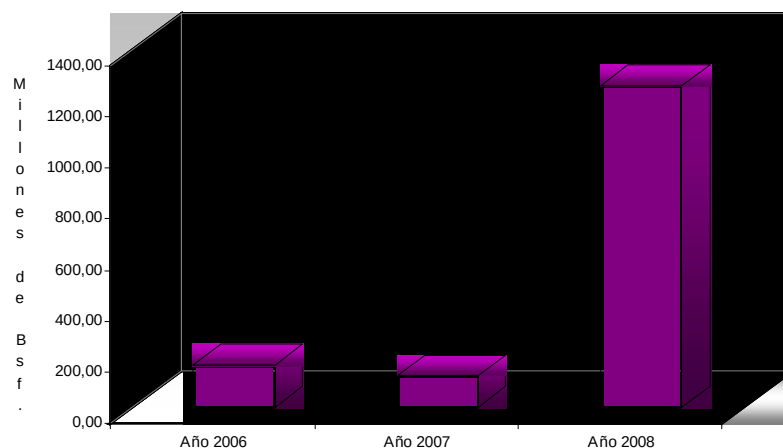


Gráfico 22. Monto de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas en el período (2006-2008)

De los resultados obtenidos puede decirse que durante el año 2006 se negociaron en bolsa Bs.f. 169,50 millones, que para efectos del análisis representan el 100%, en el año 2007 se negoció el 74,32% de lo que se negoció en el año 2006, presentándose una reducción del 25,68% en el año 2007 en comparación con éste. Sin embargo, durante el año 2008 se presentó un alza considerable en el monto de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas, ya que durante este año se negoció el 743% del monto negociado durante el año 2006, es decir, hubo un incremento del 643% en el monto negociado en Bolsa de Valores de Caracas y al compararse con el año 2007 el incremento es del 999,95%. Según el informe anual presentado por la CNV para el año 2008, este incremento se debe al aumento de las tasas de rendimiento que ofrecieron los instrumentos de renta fija.

Tasas de rendimiento promedio anual de los papeles comerciales en circulación a final de cada año del período (2006-2008). La tasa de interés promedio ofrecida por

los papeles comerciales durante el período de estudio se encuentran detalladas en el cuadro 62 y gráfico 23.

Cuadro 62

Tasas de rendimiento promedio anual de los papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008)

Aspecto a analizar	Año 2006	Año 2007	Año 2008
Tasa de rendimiento promedio de los papeles comerciales en circulación al final del período (%)	7,94	11,93	20,75
Porcentajes	100,00%	150,25%	261,34%
Variación relativa	-	50,25%	161,34%

Nota: Elaboración propia

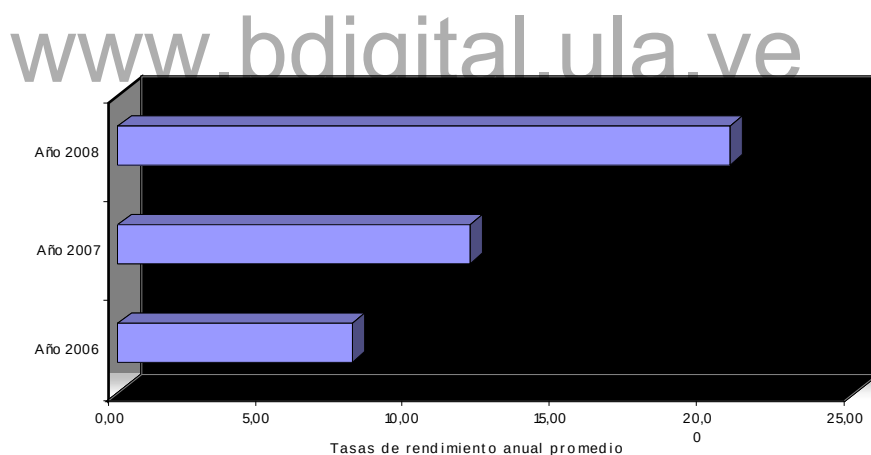


Gráfico 23. Tasas de rendimiento promedio anual de los papeles comerciales en circulación al final de cada año del período (2006-2008)

Al analizar los resultados obtenidos, puede observarse que la tasa promedio anual que ofrecen los papeles comerciales con el transcurrir del tiempo se ha

incrementado, así se tiene que para el año 2006, estos instrumentos de deuda y de renta fija, ofrecían un rendimiento del 7,94%, representando para efectos del análisis por ser año base el 100%, para el año 2007, los papeles comerciales ofrecían en promedio una tasa de rendimiento del 11,93%, lo que implica un incremento del 50,25% con respecto al año anterior; sin embargo, la tasa de rendimiento ofrecida por éstos títulos valores para el año 2008 es del 20,75%, constituyendo un incremento con respecto de la tasa de rendimiento ofrecida para estos instrumentos en el año 2006 del 161,34%. El incremento de estas tasas de rendimiento provocó una gran alza en el monto negociado de papeles comerciales durante este año en la BVC.

Por todo lo anteriormente analizado para los papeles comerciales en el período (2006-2008), puede determinarse que no obstante el número de autorizaciones en el transcurrir del tiempo ha disminuido se ha mantenido en el rango de 20 a 23 autorizaciones por año, así como el monto de oferta pública negociado se ha mantenido por encima de los Bs. 1.100,00 millones. El sector que más financiamiento ha tenido mediante la emisión de papeles comerciales durante el período, ha sido el sector financiero y de seguros, pues del total emitido por todos los sectores, los entes emisores que pertenecen a este sector ha ofertado entre el 48% y el 62% de los mismos.

En otro orden de ideas, es interesante determinar que más de 50% del monto autorizado para la oferta pública de papeles comerciales en cada año, no se encuentran en circulación al final del mismo, es decir, del total autorizado para oferta pública en el año, más del 50% es emitido y puede estar en circulación a finales del año siguiente al que la CNV autorizó su oferta, lo cual es factible, porque las ofertas públicas pueden hacerse en una o varias series, la primera serie deberá emitirse dentro de los tres (3) meses siguientes a partir de la fecha de autorización de oferta pública de papeles comerciales y la emisión puede hacerse en una o varias series simultáneas o sucesivas, ninguna podrá ser inferior al diez por ciento (10%) del monto máximo autorizado.

De la investigación resulta interesante destacar la evolución que han tenido los montos de papeles comerciales negociados en la Bolsa de Valores de Caracas en el período objeto de estudio, ya que éstos son instrumentos de renta fija, de corto plazo, normados por la LMC, vigente para el tiempo del estudio, y en la misma se contempla su negociación tanto en el mercado primario como en el secundario, por tal razón, en la investigación se analiza la negociación de los mismos en el mercado secundario, los montos transados en el mismo se han incrementado año a año, pero llama mucho la atención el incremento del 999,95% que tuvieron las negociaciones en Bolsa en el año 2008 en comparación con el año 2007, ya que pasaron de Bs. 125,98 millones a Bs. 1.259,74 millones, todo en parte debido a lo atractivo de las tasas de interés ofrecidas, ya que para este año los papeles comerciales ofrecían un 20,75%, que al ser comparadas con las tasas bancarias pasivas y activas (21,67% y 17,63%), resultaban atractivas tanto para los entes emisores como para los inversionistas. Por todo lo anteriormente expuesto puede concluirse que, los papeles comerciales realmente son una opción alterna de financiamiento de corto plazo para las empresas venezolanas durante el período de la investigación.

CAPITULO V

CONCLUSIONES

Una vez establecidos y analizados cuantitativamente los resultados obtenidos, se determinan las siguientes conclusiones que dan repuesta a los objetivos de la investigación, cuyo propósito era analizar los papeles comerciales como fuente de financiamiento en el corto plazo para las empresas venezolanas. Las conclusiones serán presentadas de acuerdo a cada objetivo específico propuesto en la investigación.

En primer lugar, en cuanto a las fuentes de financiamiento de corto plazo de que disponen las empresas, se concluye que a corto plazo existen principalmente tres fuentes de fondos disponibles para las empresas tales como: (a) el crédito comercial, (b) el préstamo bancario y la última fuente es (c) la emisión de papeles comerciales. Las dos primeras fuentes de fondos son las más usadas, mientras que la última representa una alternativa menos costosa que los préstamos u otras opciones ofrecidas por la banca, y a pesar de sus ventajas es poco lo que se conoce de ellos, además sólo es accesible a empresas grandes que cumplan con los requisitos exigidos por la normativa legal vigente establecida por la CNV de Venezuela.

En cuanto a las características de los papeles comerciales como fuente de financiamiento de corto plazo, puede concluirse que los papeles comerciales en Venezuela son valores de deuda, emitidos por sociedades mercantiles, con plazo de vencimiento no inferior a quince (15) días ni superior a trescientos sesenta (360) días, están destinados a la oferta pública, y los fondos que se obtengan de la emisión de papeles comerciales deben aplicarse al financiamiento del capital de trabajo

Sus características están referidas a:

1. Son títulos valores representativos de deuda a corto plazo, asignado a la empresa emisora una obligación a pagar.
2. Son una fuente de financiamiento a corto plazo, emitidos por grandes y sólidas sociedades mercantiles.

3. El plazo de vigencia de los mismos no puede ser inferior a quince días ni superior a trescientos sesenta días.

4. Son emitidos en masa y son intercambiables, pues todos tienen iguales características y otorgan los mismos derechos a quienes los poseen.

5. Su emisión debe estar autorizada por la CNV, la cual, en Venezuela para el momento de la investigación, es el ente controlador.

6. Pueden emitirse al portador o nominal.

7. Son destinados a oferta pública y pueden ser colocados con prima, a descuento o a valor par.

En relación al procedimiento para la emisión, oferta pública y negociación de los papeles comerciales se determina que la CNV impone las normativas a seguir para la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales, para la emisión y oferta pública deben cumplirse los siguientes requisitos: (a) la emisión solamente podrá ser aprobada por asamblea de accionistas donde esté representado, por lo menos la mitad del capital social de la empresa emisora; (b) la emisión y oferta pública de papeles comerciales debe estar autorizada por la CNV; (c) para autorizar la emisión y oferta pública de papeles comerciales, la CNV exige a las sociedades emisoras la presentación de un prospecto de emisión que debe incluir el dictamen sobre los mismos realizados por dos sociedades calificadoras de riesgo.

(d) Los recursos obtenidos por la emisión deben emplearse para el capital de trabajo; (e) la autorización de la emisión y oferta pública por parte de la CNV será mediante resolución y ésta dispondrá la inscripción ante el Registro Nacional de Valores (RNV), lo cual será notificado al agente emisor. Dicha autorización no será superior a un año contado a partir del día siguiente a la fecha de emisión de la primera serie, la cual debe efectuarse dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha de autorización de oferta pública de papeles comerciales; (f) la emisión y oferta pública de papeles comerciales puede hacerse en una o varias series, de manera simultánea o sucesiva y su monto no puede ser menor al 10% del monto máximo autorizado.

El procedimiento para solicitar la autorización de oferta pública de papeles comerciales ante la CNV empieza con la aprobación de parte de más de la mitad de los accionistas del ente emisor, luego se debe enviar a la CNV una comunicación y los documentos exigidos de acuerdo al instructivo CNV I-02 (2005), si la empresa cumple con todo lo requerido entonces, la CNV mediante resolución emite la autorización de oferta pública a la sociedad mercantil solicitante y dispone su inscripción ante el Registro Nacional de Valores.

Ahora bien, una vez autorizada por la CNV la oferta pública de papeles comerciales, la empresa puede efectuar la primera serie dentro de los tres meses siguientes a la fecha de autorización. Para ello la empresa emite el tipo de título (individual, global o macro título) que representa la emisión de los papeles comerciales y los inscribe ante el RNV y procede a dar inicio a la oferta pública de los mismos mediante la publicación en un diario de alta circulación nacional, previa aprobación de la CNV, de un aviso donde indique el inicio de la oferta pública de papeles comerciales.

En cuanto a la negociación, el ente emisor puede realizar la colocación primaria de la emisión realizada directamente o hacerlo por medio de un agente de colocación, quienes efectuarán la misma bien de manera garantizada, a mayores esfuerzos o en firme, la colocación primaria debe hacerse pública mediante aviso de prensa autorizado previamente por la CNV, una vez terminada la colocación primaria los papeles comerciales objeto de negociación en el mercado secundario serán inscritos en la bolsa y transados en la misma.

En otro orden de ideas, al estudiar los prospectos de las empresas emisoras de papeles comerciales durante el período (2006-2008) en Venezuela, se pueden destacar en los mismos, seis elementos resaltantes referidos a: (a) las características de las empresas emisoras; (b) aspectos de la autorización; (c) elementos referentes a la negociación; (d) ente custodio; (e) representante común; y (f) información financiera, que incluye la calificación de riesgo, los cuales se resumen a continuación.

En relación a las *características de las empresas* emisoras de papeles comerciales al analizar los datos obtenidos, se puede concluir que de las once (11) empresas cuyos prospectos se estudian, cinco (5) pertenecen al sector financiero, y tres (3) al sector manufacturero, representando así del total un porcentaje de 45,45% y 27,27% respectivamente, siendo entonces, las empresas del sector económico financiero, las que mayoritariamente en este período de estudio, emplearon la emisión de papeles comerciales para la obtención de fondos a corto plazo. En cuanto al domicilio cabe destacar que nueve (9) de las once (11) empresas estudiadas se encuentran ubicadas en Caracas, representando el 81,82% de los entes emisores. En este mismo orden de ideas, el 72,73% de los entes emisores fueron fundados en el período comprendido entre los años (1970 al 2010), lo que corresponde a ocho (8) de las once (11) empresas que emitieron papeles comerciales para el período de estudio, teniendo entonces, en promedio la mayoría de las empresas emisoras objeto de estudio, una vida económica de cuarenta (40) años. Es importante señalar que el (81.82%) de las empresas emisoras poseen un capital social suscrito y pagado que oscila entre cero (0) y ciento cincuenta (150) millones de bolívares fuertes.

En lo que corresponde a los *aspectos de la autorización* se obtuvo que el monto máximo para circular de papeles comerciales osciló entre cero (0) y más de trescientos (300) millones de bolívares fuertes, pero para el período de estudio, el monto máximo autorizado mayormente aprobado fue de cero (0) a cien (100) millones de bolívares fuertes, representando un (72,73%); por otra parte el (100%) de los papeles comerciales que se emitieron durante este período, fueron bajo la denominación al portador, y la representación de los títulos de las emisiones es en un cien por ciento (100%) a través de macro títulos o títulos globales. Por otra parte, el setenta y dos con setenta y tres por ciento (72,73%) de las emisiones de papeles comerciales para el período de estudio se realizaron en más de una serie. Cabe destacar que el sesenta y tres con sesenta y cuatro por ciento (63,64 %) de los fondos obtenidos de la emisión fueron empleados para el financiamiento del capital de trabajo en general, es decir, no especificando en los prospectos en que aspecto del

capital de trabajo serán invertidos los recursos, además el cien por ciento (100%) de los prospectos no especifican el uso de garantía alguna para las emisiones de los títulos.

En lo concerniente a la *negociación*, en su mayoría el aviso de prensa de inicio de oferta pública es el que indicó al público ciertos aspectos importantes, el cien por ciento (100%) de los prospectos de emisión definen el precio de los mismos al inicio de la oferta pública mediante aviso de prensa; cabe señalar que el (45, 45%), es decir, cinco (5) de los once (11) prospectos de emisión especifican quien será el agente de colocación primaria en el aviso de prensa al inicio de la oferta pública y ocho (8) de los once (11) prospectos, es decir, el (72,73%) determina el sistema de colocación primaria al momento de la emisión.

Referente al rendimiento, cabe señalar que el cien por ciento (100%) de las emisiones de papeles comerciales objeto de estudio establecen como forma de pago el valor nominal más intereses al vencimiento, diez (10) de los once (11) prospectos, es decir un (90,91%) determinan la tasa de interés al momento de colocación inicial de los valores en aviso de prensa y el treinta y seis con treinta y seis por ciento (36,36%) de los prospectos, que representa cuatro (4) de los once (11) objeto de estudio, definen el ente que realiza el pago al vencimiento, en aviso de prensa al inicio de la oferta pública.

El *ente custodio* que resultó seleccionado en la mayoría de prospectos estudiados es la Caja Venezolana de Valores, con un (36,36%), y el ente que fue designado con mayoría como *representante común*, es el Banco Venezolano de Crédito S.A. Banco Universal, el cual del total posee el (36,36%) de preferencia para los años de estudio.

En otro orden de ideas, la *información financiera* presentada en la mayoría de los prospectos objetos de estudio, es de dos (2) años, siendo estos el (72,73%) del total, los auditores externos contratados por los entes emisores son dos (2) firmas de auditores reconocidas tales como KPMG, Alcaraz Cabrera Vázquez con un (27, 27%) y Lara Marambio & Asociados con un (27,27%) de preferencia.

El 100% de los prospectos presentan dos (2) calificaciones de riesgo, la empresa calificadora de riesgo más empleada por los entes emisores es Clave, S.A. Sociedad Calificadora de Riesgo, la cual realizó ocho (8) de las veintidós (22) calificaciones representando un (36,36%) y el dictamen de calificación de riesgo presentado por los prospectos que más predominó es AA1/AA1, con un (36,36%), significa, que la mayoría de los títulos valores emitidos en el período de estudio son de escaso riesgo y muestran gran capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados.

Ahora bien, al realizar el análisis de los cuadros de datos de títulos valores para cada año del período estudiado (2006-2008), con el fin último de examinar los papeles comerciales como parte de los valores autorizados por la CNV, se concluye para cada año lo siguiente:

Cuadro de datos de títulos valores año 2006.

Al analizar los resultados obtenidos puede concluirse que el número de autorizaciones de oferta pública otorgadas en el año por la CNV fue de 70, de las cuales 23 autorizaciones correspondían a ofertas públicas de papeles comerciales, sin embargo, el monto total mayor de oferta pública autorizado para los valores en el año fue en primer lugar para las obligaciones y en segundo para los papeles comerciales.

Durante el año el sector que ofertó públicamente todos los valores que se rigen por la LMC fue el sector financiero y de seguros, con porcentajes superiores al 50% en todos los títulos de deuda. Es importante señalar que las acciones son el único título valor que el 100% de las ofertas públicas autorizadas en el año, está en circulación al final del período, las autorizaciones de oferta pública de los demás títulos valores no son emitidas en su totalidad durante el año, faltando así desde un 18,96% hasta un 60,42% por emitirse en el año en que fueron autorizadas.

Ahora bien, del monto total de títulos valores que se rigen por la LMC, en circulación al final del año 2006, el 57,88% corresponde a acciones. Por su parte, del total negociado de los títulos valores en la Bolsa de Valores de Caracas para el año 2006, el 53,24% correspondió a transacciones con títulos de participación,

seguidamente del 43,43% con operaciones de acciones, lo cual puede deberse al rendimiento ofrecido en el año por el título valor de rendimiento fijo, como lo son los títulos de participación, ya que la misma fue de un promedio anual de 12,69%, que al ser comparadas con las tasas activas bancarias (15,23%) y pasivas bancarias (10,04%), resultan ser un instrumento atractivo tanto para el emisor como para el inversor

Cuadro de datos de títulos valores año 2007.

La CNV autorizó 78 ofertas públicas en el año entre todos los títulos valores que se rigen por su ley, autorizando 27 ofertas públicas tanto para las acciones como para las obligaciones, lo que representa un 34,62% cada una, es decir el 69,24% del número total autorizado. Sin embargo, en lo relacionado al monto total autorizado entre todos los valores, puede decirse que el 50,30% del mismo corresponde a obligaciones y el 22,16% a acciones.

En otro orden de ideas, el sector económico que más hace vida dentro del mercado de capitales venezolano es el financiero y de seguros, pues este año este sector logró autorizaciones para oferta pública de los diferentes valores con un porcentaje superior al 51,21%, es así, como del total de autorizaciones otorgadas en el año 2007, el 100% de las dadas para los títulos de participación fueron para emisores de este sector, al igual que el 98,41% de las autorizaciones para oferta pública de acciones fueron otorgadas para entes emisores del sector financiero y de seguros.

Resulta importante señalar que en este año el 100% de las ofertas públicas para acciones fueron emitidas y estaban en circulación al final del período, seguido de los títulos de participación, los cuales se encontraban en circulación el 93,81% del monto autorizado en el año. Sin embargo, al final del año 2007 del monto total de títulos valores que estaban en circulación al final del período, los principales porcentajes son el 50,79% que corresponde a acciones y el 37,73% pertenecientes a obligaciones.

Los principales montos negociados en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año 2007, son de transacciones con acciones, que son el 77,96%, seguido de los

títulos de participación cuyos montos transados representan el 17,32% del total negociado en Bolsa.

En otro orden de ideas, es importante señalar que durante el año el título valor que ofrece una tasa de rendimiento promedio anual más alta son las obligaciones (13,13%), sin embargo, los títulos de participación ofrecen un 11,97% y los papeles comerciales un 11,93%, que al ser comparadas con la tasa pasiva que ofrece la banca para el mes de diciembre del 2007 (11,15%) y la promedio pasiva anual (10,62%), todas las tasas de rendimiento están por encima de la que daría la banca por la colocación de dinero en sus arcas, siendo atractivos para los inversionistas los rendimientos ofrecidos por los títulos valores antes mencionados.

Cuadro de datos de títulos valores año 2008.

La CNV otorgó en el año 2008, 67 autorizaciones de oferta pública entre todos los títulos valores por ella regidos, los mayores números de autorizaciones pertenecen a acciones y papeles comerciales, representando un 37,31% y un 31,34% respectivamente. En relación al monto total autorizado para oferta pública de todos los valores se determina que los principales montos fueron para las obligaciones que representan un 31,93% del total, las acciones que corresponden a un 29,42% del total autorizado y los papeles comerciales implican el 25,14% del monto total autorizado para todos los títulos valores en el año 2008.

En este año continúa siendo el sector financiero y de seguros el que mayormente ha obtenido las autorizaciones para la oferta pública de valores, pues, obtuvo el 100% para los títulos de participación, el 79,33% de las autorizaciones para acciones, el 65,21% para las obligaciones y el 48,04% de las autorizaciones para oferta pública de papeles comerciales.

Así mismo, de toda la oferta pública autorizada en el año, el 100% de lo concerniente a acciones está en circulación, el 96,30% de lo autorizado para títulos de participación está en circulación y para los papeles comerciales sólo está en circulación el 33,73% de lo autorizado en el año para este valor. En lo que respecta al monto total de los valores en circulación al final del año, los principales valores que

lo integran son, el 48,48% que corresponde a ofertas públicas de acciones y el 39,24% que está relacionado a las obligaciones.

El monto total de los valores que fueron negociados en la Bolsa de Valores de Caracas en el año 2008, está integrado principalmente de la siguiente manera: el 41,00% por transacciones de obligaciones; el 29,84% por operaciones con papeles comerciales y un 26,05% por transacciones con acciones. Es importante señalar que la tasa promedio anual de rendimiento que ofrecen los valores durante el año 2008 son el 20,75% por los papeles comerciales, el 19,05% que ofrecen los títulos de participación y un 17,78% que otorgan las obligaciones. Siendo atractivas estas tasas tanto para los emisores como para los inversores, al ser comparadas con las tasas bancarias activa 21,67% y pasiva 17,63%, ya que todas están por encima de lo que ofrece la banca por la colocación de dinero en ella.

Ahora bien, en relación con el comportamiento de los papeles comerciales como fuente de financiamiento en el corto plazo durante el período (2006-2008), se puede concluir que, (a) el número de autorizaciones de oferta pública ha oscilado entre 20 y 23; (b) el monto de oferta pública autorizada por la CNV fue en promedio Bs. 1.209,50; (c) el sector económico financiero fue el que emitió mayor cantidad de papeles comerciales durante el período (2006-2008); (d) existe una diferencia promedio del 29,54% entre el monto de oferta pública autorizado en el período y el monto autorizado en el año que está en circulación al final del año; (e) el monto de papeles comerciales en circulación durante al final de cada año del tiempo estudiado ha tendido a la baja, (f) el monto de papeles comerciales negociados en bolsa se incrementó en un 743,21% al realizar una comparación éste aspecto en el año 2006 con relación al año 2008; (g) la tasa de rendimiento ofrecida por los papeles comerciales en circulación a final del período se ha incrementado con el tiempo presentando una mínima de 7,94% y una máxima del 20,75%; Por todo lo anteriormente expuesto puede concluirse que, los papeles comerciales realmente son una opción alterna de financiamiento de corto plazo para las empresas venezolanas durante el período de la investigación

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

Algieri, M. (2007). *Alternativas de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PYME) de las industrias metálicas y metalmecánicas en Barquisimeto estado Lara*. Tesis para optar al grado de Magíster Scientiarum, [versión electrónica], Universidad Centroccidental Lisandro Alvarado, Barquisimeto, Venezuela.

Altuve, J. (2004). El riesgo en títulos valores. Métodos científicos. Comparación con el método intuitivo basado en la cosmobiología. Caso: empresa Alger, [Versión electrónica], *Revista Actualidad Contable Faces*, 7(008), 23-36..

Block, S. y Hirt, G. (2001). Fundamentos de gerencia financiera. (9ª. ed., pp.182-221). Colombia: Mc Graw – Hill.

Contreras de Ussher, I. (2005) “Glosario y formulario de Administración Financiera” Venezuela: Universidad de los Andes, Consejo de publicaciones.

Código de Comercio (1955) Texto Oficial, julio 26, 1955.

Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (2000). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, 5453, (Extraordinario), Marzo, 24, 2000.

Emery, D., Finnerty, J. y Store, J. (2000). Fundamentos de administración financiera. (pp. 592-605). México: Prentice Hall.

Garay, U. y González, M. (2005 / 2006). Fundamentos de finanzas con aplicaciones al mercado Venezolano. (pp. 67-86). Caracas: Ediciones IESA.

Gitman, L. (2003). Fundamentos de administración financiera. (3ª. ed.). México: Pearson Educación.

Hernandez, S., Fernández, C., y Baptista P. (2003). Metodología de la investigación. (3ª. ed). Mexico: Mc Graw Hill.

Jaramillo, C (1997). Todo lo que usted quería saber sobre...riesgo e inversión en mercados emergentes. *Revista Debates IESA*, 3, 24-36.

Leal, M. (2003). Estrategias de financiamiento aplicadas por hipermercados en un entorno competitivo. *Revista de Ciencias Sociales*, IX, 2, Mayo-Agosto, 3611-322.

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

Lorenzo, R (2003) ¿cómo enfrentar los problemas de flujo de caja en las empresas? [página Web en línea], disponible en (consulta: 2009, octubre 10)

Moyer, R., Mc Guigan J.y Kretlow W. (2000) *Administración Financiera Contemporánea*". (7ª. ed). México: Internacional Thomson Editores, S.A.

Morles H, (2006) *Régimen Legal del Mercado de Capitales*" (2ª. ed) Caracas. Universidad Católica Andrés Bello.

Pernía, A. (2008) "Queremos recuperar a Cantv y a la EDC" *Revista Gerente Venezuela*, 243, 24-25

República Bolivariana de Venezuela, Comisión Nacional de Valores. (2005). Informe anual 2005. Caracas: Autor.

República Bolivariana de Venezuela, Comisión Nacional de Valores. (2006). Informe anual 2006. Caracas: Autor.

República Bolivariana de Venezuela, Comisión Nacional de Valores. (2006) Boletín informativo diciembre 2006. Caracas: Autor.

República Bolivariana de Venezuela, Comisión Nacional de Valores. (2007) Boletín informativo diciembre 2007. Caracas: Autor.

Resolución N° 32-2002. Comisión Nacional de Valores reforma de las normas relativas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales) 2002, marzo 21

Resolución N° 79-2005. Comisión Nacional de Valores (instructivo para solicitar la autorización para hacer oferta pública de papeles comerciales VNV-I-02) 2005, junio 28

Rodríguez, A. (2007). El mercado de capitales como alternativa de inversión. [versión electrónica]. *Revista Visión Gerencial*, Marzo, 105-116

Rosenberg, J. (1994). Diccionario de Administración y Finanzas. Barcelona España. Ediciones Océano S.A.

Sandrea, M, y Boscan M. (2008) Inversión privada en el sector confección de Municipio Maracaibo, estado Zulia. [Versión electrónica]. *Revista Multiciencias*, 1,(8), 71-80

San Martín, P. (2008) “Un mercado para las Pymes”. *Revista Pymes*, 53, 40-50.

Universidad Nacional Abierta (1979). Técnicas de documentación e investigación II. Estudios Gerenciales II. (10ma Reimp. 2005). Universidad Nacional Abierta. Caracas.

Universidad Pedagógica Experimental Libertador, Vicerrectorado de Investigación y Postgrado (2006). Manual de trabajos de grado de especialización y maestría y tesis doctorales. (4ª. ed.) Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador. Caracas: Autor.

Van Horne, J. y Machowicz Jr, J. (2002). Fundamentos de administración financiera. (11ª. ed., pp. 210-294). México: Prentice Hall.

ANEXOS

www.bdigital.ula.ve

ANEXO A

Instrumentos de recolección de datos

Reconocimiento

[ANEXO A-1]

[Instrumentos de recolección de datos]

Cuadro 8

Matriz de Frecuencia

Indicador	Categoría	Nº de prospecto											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
(A) Sector de actividad económica de las empresas emisoras de Papeles Comerciales	(a) Transporte, almacenamiento y comunicación												
	(b) Electricidad, gas y agua												
	(c) Agricultura, caza, silvicultura y pesca												
	(d) Manufactura												
	(e) Financiero												
	(f) Inmobiliario												
(B) Domicilio de la entidad emisora en Venezuela	(a) Aragua												
	(b) Zulia												
	(c) Caracas												
(C) Fecha de registro de las empresas emisoras de papeles comerciales	(a) Entre 1890 – 1930												
	(b) Entre 1930 – 1970												
	(c) Entre 1970– 2010												
(D) Capital social suscrito y pagado de la empresa emisora (expresado en millones de Bsf.)	(a) De 0 a 150												
	(b) De 150 a 300												
	(c) De 300 a 450 y más												
(E) Monto máximo autorizado para circular los papeles comerciales (expresados en millones de Bsf.)	(a) De 0 a 100												
	(b) De 100 a 200												
	(c) De 200 a 300 y más												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 8 (Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
(F) Denominación del papel comercial	(a) Nominal												
	(b) Al portador												
(G) Representación de los títulos de la emisión	(a)Títulos individuales												
	(b) Títulos globales o macro títulos												
(H) Número de series de papeles comerciales a emitir	(a) Una serie												
	(b) Más de una serie												
(I) Precio de venta al público	(a) A valor par												
	(b) Con prima												
	(c) A descuento												
	(d) Precio definido al inicio de oferta e informado al público en aviso de prensa												
(J) Agente de colocación primaria empleado por la sociedad mercantil	(a) Ente emisor												
	(b) Banco Provincial, Provincial casa de bolsa												
	(c) Multiplicas, casa de bolsa												
	(d) Econoinvest, casa de bolsa												
	(e) Citibank Mercado de capitales, C.A. (CITIMERCA)												
	(f)Mercantil Merinvest, casa de bolsa												
	(g) Define en aviso de prensa o no indica												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 8 (Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
(K) Sistemas de colocación primaria	(a)Mayores esfuerzos												
	(b) En firme												
	(c) Garantizada												
	(d) Determinada al momento de colocación												
(L) Forma de Pago	(a) Valor nominal al vencimiento												
	(b) Valor nominal más intereses a vencimiento												
(M) Tasa de interés	(a) Descuento sobre el valor nominal												
	(b) Determinada al momento de colocación inicial en aviso de prensa												
(N) Ente que realiza el pago al vencimiento del papel e intereses	(a) U21 casa de bolsa												
	(b) Banco occidental de descuento, Banco Universal												
	(c) Caja Venezolana de Valores (CVV)												
	(d) Banco Nacional de Crédito, C.A.												
	(e) Entidad emisora												
	(f) Designado por el emisor en aviso de prensa												
	(g) Banco Provincial, S.A.												
	(h) Mercantil C.A. Banco Universal												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 8 (Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
(O) Custodio de los títulos (papeles comerciales)	(a) Venezolano de crédito S.A., Banco Universal												
	(b) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal												
	(c) Banco Provincial, S.A. Banco Universal												
	(d) Banesco, Banco Universal												
	(e) Banco Nacional de Crédito, C.A., Banco Universal												
	(f) Caja Venezolana de Valores, S.A. (CNV)												
	(g) Indicado en aviso de oferta pública de la serie												
(P) Representante común designado	(a)Mercantil Merivest, Casa de Bolsa, C.A.												
	(b) Banco Canarias de Venezuela, C.A. Banco Universal												
	(c) Venezolano de Crédito S.A., Banco Universal												
	(d) Banesco, Banco Universal												
	(e) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal												
	(f) Banco Nacional de Crédito, C.A., Banco Universal												
	(g) Banco Provincial, S.A. Banco Universal												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 8 (Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
(Q) Uso de los fondos	(a) Cancelación de créditos u obligaciones financieras emitidas e instituciones financieras venezolanas												
	(b) Necesidades de tesorería												
	(c) Sustitución de pasivos a corto plazo												
	(d) Repotenciación y compra de maquinaria												
	(e) Financiamiento capital de trabajo												
	(f) Adquisición de títulos valores de oferta pública												
(R) Uso de garantía	(a) Presenta garantía												
	(b) No presenta garantía												
(S) Información financiera presentada y auditada	(a) Un año												
	(b) Dos años												
	(c) Tres años												
(T) Auditores externos	(a) Adrianza, García & Asociados												
	(b) Leon, Delgado & Asociados												
	(c) KPMG, Alcaraz Cabrera Vásquez												
	(d)Marambio, González & Asociados												
	(e)Espiñeira, Sheldon y Asociados												
	(f) Lara, Marambio & Asociados												
	(g) Perales, González, Figueroa & Asociados												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 8 (Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
(U) Calificaciones de riesgo presentadas	(a) Una calificación												
	(b) Dos calificaciones												
(V) Empresas calificadoras de riesgo empleadas	(a) Fitch Venezuela, C.A. Sociedad calificadora de riesgo												
	(b) Clave, C.A. Sociedad calificadora de riesgo												
	(c) A1a calificadores, sociedad calificadora de riesgo												
	(d) Softline Ratings, C.A. Sociedad calificadora de riesgo												
	(e) Calificaciones Asociadas S & Soc. calificadora de riesgo, C.A.												
	(f) Servifin C.A. Sociedad calificadora de riesgo												
(W) Dictamen de calificación de riesgo obtenida	(a) AA3 / AA3												
	(b) AA2/ AA1												
	(c) AA1/ AA1												
	(d) AA3/ AA2												
	(e) BB1/ BB1												
	(f) BB1/BB2												

Nota: Elaboración propia

[ANEXO A-2]
[Instrumentos de recolección de datos]

Cuadro 9
Cuadro de datos de títulos valores para el año 2006

Título valor Aspecto a analizar	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales (c)	Unidades de inversión (d)	P
(1) N° de autorizaciones de emisión otorgadas					
(2) Monto del valor autorizado por la CNV en el año					
(3) Monto de títulos valores emitido en el mercado de capitales					
(4) Monto de oferta pública de valores autorizado al año					
(5) Monto de valores en circulación al final de cada año					
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores durante el año					
(7) Tasa de rendimiento promedio anual de los valores					

Nota: Elaboración propia

[ANEXO A-2]
[Instrumentos de recolección de datos]

Cuadro 10
Cuadro de datos de títulos valores para el año 2007

Título valor Aspecto a analizar	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales (c)	Unidades de inversión (d)	P
(1) N° de autorizaciones de emisión otorgadas					
(2) Monto del valor autorizado por la CNV en el año					
(3) Monto de títulos valores emitido en el mercado de capitales					
(4) Monto de oferta pública de valores autorizado al año					
(5) Monto de valores en circulación al final de cada año					
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores durante el año					
(7) Tasa de rendimiento promedio anual de los valores					

Nota: Elaboración propia

[ANEXO A-2]
[Instrumentos de recolección de datos]

Cuadro 11
Cuadro de datos de títulos valores para el año 2007

Título valor Aspecto a analizar	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales (c)	Unidades de inversión (d)	P
(1) N° de autorizaciones de emisión otorgadas					
(2) Monto del valor autorizado por la CNV en el año					
(3) Monto de títulos valores emitido en el mercado de capitales					
(4) Monto de oferta pública de valores autorizado al año					
(5) Monto de valores en circulación al final de cada año					
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores durante el año					
(7) Tasa de rendimiento promedio anual de los valores					

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

ANEXO B

www.bdigital.ula.ve
Validación de los instrumentos de recolección de datos

Reconocimiento

ANEXO C

www.bdigital.ula.ve
Resultados de la investigación

Reconocimiento

[Anexo C-1]

[Resultados Obtenidos]

Cuadro 63

Matriz de Frecuencia

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(A) Sector de actividad económica de las empresas emisoras de Papeles Comerciales	(a) Transporte, almacenamiento y comunicación											
	(b) Electricidad, gas y agua	1										
	(c) Agricultura, caza, silvicultura y pesca		1									
	(d) Manufactura				1	1		1				
	(e) Financiero			1					1	1	1	1
	(f) Inmobiliario						1					
TOTALES												
(B) Domicilio de la entidad emisora en Venezuela	(a) Aragua					1						
	(b) Zulia				1							
	(c) Caracas	1	1	1			1	1	1	1	1	1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(C) Fecha de registro de las empresas emisoras de papeles comerciales	(a) Entre 1890 – 1930	1										
	(b) Entre 1930 – 1970					1		1				
	(c) Entre 1970– 2010		1	1	1		1		1	1	1	1
TOTALES												
(D) Capital social suscrito y pagado de la empresa emisora (expresado en millones de Bsf.)	(a) De 0 a 150		1	1	1	1	1	1		1	1	1
	(b) De 150 a 300								1			
	(c) De 300 a 450 y más	1										
TOTALES												
(E) Monto máximo autorizado para circular los papeles comerciales (expresados en millones de Bsf.)	(a) De 0 a 100			1	1	1	1	1	1	1		1
	(b) De 100 a 200	1									1	
	(c) De 200 a 300 y más		1									
TOTALES												
(F) Denominación del papel comercial	(a) Nominal											
	(b) Al portador	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(G) Representación de los títulos de la emisión	(a) Títulos individuales											
	(b) Títulos globales o macro títulos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TOTALES												
(H) Número de series de papeles comerciales a emitir	(a) Una serie			1		1				1		
	(b) Más de una serie	1	1		1		1	1	1		1	1
TOTALES												
(I) Precio de venta al público	(a) A valor par											
	(b) Con prima											
	(c) A descuento											
	(d) Precio definido al inicio de oferta e informado al público en aviso de prensa	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(J) Agente de colocación primaria empleado por la sociedad mercantil	(a) Ente emisor											1
	(b) Banco Provincial, Provincial casa de bolsa		1									
	(c) Multiplicas, casa de bolsa						1					
	(d) Econoinvest, casa de bolsa					1						
	(e) Citibank Mercado de capitales, C.A. (CITIMERCA)									1		
	(f) Mercantil Merinvest, casa de bolsa										1	
	(g) Define en aviso de prensa o no indica	1		1	1			1	1			
TOTALES												
(K) Sistemas de colocación primaria	(a) Mayores esfuerzos				1	1						1
	(b) En firme											
	(c) Garantizada											
	(d) Determinada al momento de colocación	1	1	1			1	1	1	1	1	
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(L) Forma de Pago	(a) Valor nominal al vencimiento											
	(b) Valor nominal más intereses a vencimiento	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TOTALES												
(M)Tasa de interés	(a) Descuento sobre el valor nominal					1						
	(b) Determinada al momento de colocación inicial en aviso de prensa	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(N) Ente que realiza el pago al vencimiento del papel e intereses	(a) U21 casa de bolsa			1								
	(b) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal				1							
	(c) Caja Venezolana de Valores (CVV)									1		
	(d) Banco Nacional de Crédito, C.A.					1						1
	(e) Entidad emisora							1				
	(f) Designado por el emisor en aviso de prensa	1					1		1		1	
	(g) Banco Provincial, S.A.		1									
	(h) Mercantil C.A. Banco Universal											
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(O) Custodio de los títulos (papeles comerciales)	(a) Venezolano de crédito S.A., Banco Universal							1				
	(b) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal				1							
	(c) Banco Provincial, S.A. Banco Universal		1									
	(d) Banesco, Banco Universal											
	(e) Banco Nacional de Crédito, C.A., Banco Universal					1						1
	(f) Caja Venezolana de Valores, S.A. (CNV)			1					1	1	1	
	(g) Indicado en aviso de oferta pública de la serie	1					1					
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(P) Representante común designado	(a) Mercantil Merivest, Casa de Bolsa, C.A.										1	
	(b) Banco Canarias de Venezuela, C.A. Banco Universal			1								
	(c) Venezolano de Crédito S.A., Banco Universal	1	1					1		1		
	(d) Banesco, Banco Universal						1					
	(e) Banco Occidental de Descuento, Banco Universal				1							
	(f) Banco Nacional de Crédito, C.A., Banco Universal					1						1
	(g) Banco Provincial, S.A. Banco Universal								1			
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(Q) Uso de los fondos	(a) Cancelación de créditos u obligaciones financieras emitidas e instituciones financieras venezolanas										1	
	(b) Necesidades de tesorería											
	(c) Sustitución de pasivos a corto plazo						1					
	(d) Repotenciación y compra de maquinaria											
	(e) Financiamiento capital de trabajo	1	1	1	1	1		1	1			
	(f) Adquisición de títulos valores de oferta pública									1		1
TOTALES												
(R) Uso de garantía	(a) Presenta garantía											
	(b) No presenta garantía	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(S) Información financiera presentada y auditada	(a) Un año											
	(b) Dos años	1		1			1	1	1	1	1	1
	(c) Tres años		1		1	1						
TOTALES												
(T) Auditores externos contratados	(a) Adrianza, García & Asociados			1								
	(b) León, Delgado & Asociados				1							
	(c) KPMG, Alcaraz Cabrera Vásquez						1			1	1	
	(d) Marambio, González & Asociados											1
	(e) Espiñeira, Sheldon y Asociados								1			
	(f) Lara, Marambio & Asociados	1	1					1				
	(g) Perales, González, Figueroa & Asociados					1						
TOTALES												
(U) Calificaciones de riesgo presentadas	(a) Una calificación											
	(b) Dos calificaciones	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(V) Empresas calificadoras de riesgo empleadas	(a) Fitch Venezuela, C.A. Sociedad calificadora de riesgo	1				1		1	1	1	1	1
	(b) Clave, C.A. Sociedad calificadora de riesgo		1	1	1	1	1	1	1		1	
	(c) A1a calificadores, sociedad calificadora de riesgo				1							
	(d) Softline Ratings, C.A. Sociedad calificadora de riesgo						1			1		1
	(e) Clasificadores Asociados S & S CA. Soc. calificadora de riesgo, C.A.		1	1								
	(f) Servifin C.A. Sociedad calificadora de riesgo	1										
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Reconocimiento

Cuadro 63(Cont.)

Indicador	Categoría	Nº de prospecto										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(W) Dictamen de calificación de riesgo obtenida	(a) AA3 / AA3			1		1						
	(b) AA2/ AA1							1				
	(c) AA1/ AA1	1	1						1	1		
	(d) AA3/ AA2						1				1	
	(e) BB1/ BB1				1							
	(f) BB1/BB2											1
TOTALES												

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Reconocimiento

[Anexo C-2]

[Resultados Obtenidos]

Cuadro 64

Cuadro de datos de títulos valores. Año 2006.

							Relación entre	
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)
(1) N° de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	22	17	23	3	5	70	31,43%	24,29%
(2) Monto de emisión y oferta pública de valores autorizado al año (expresado en millones de Bs.f.)	336,96	1.855,00	1.255,00	103,36	273,00	3.823,32	8,81%	48,52%

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Reconocimiento

Cuadro 64 (Cont.)

							Relación e	
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)
(3) Oferta pública de valores autorizada por la CNV según sector económico:								
Manufacturero	41,22	310,00	133,00				12,23%	16,71%
Electricidad, gas y agua	15,04		150,00				4,46%	0,00%
Financiero y seguros	280,70	1.385,00	652,00	103,36	273,00		83,30%	74,66%
Agricultura, caza y pesca			300,00				0,00%	0,00%
Transporte, almacenamiento y comunicación		130,00	20,00				0,00%	7,01%
Comercio al mayor y al por menor		30,00					0,00%	1,62%
Total oferta	336,96	1.855,00	1.255,00	103,36	273,00	-		

Nota: Elaboración propia

Cuadro 64 (Cont.)

							Relación	
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)
(4) Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año(expresado en millones Bsf.)	336,96	777,37	496,71	0,00	221,25	1.832,29	18,39%	42,43%
(5) Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bsf.)	2.836,66	963,87	760,50	0,00	340,00	4.901,03	57,88%	19,67%
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bsf.)	2.432,51	16,67	169,50	0,00	2.982,00	5.600,68	43,43%	0,30%

Nota: Elaboración propia

Cuadro 64 (Cont.)

							Relación	
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones
(7) Tasa de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del período (%)	0,00	11,29	7,94	0,00	12,69	31,92		
Monto de oferta pública autorizado en el año (expresado en millones de Bsf.) &	336,96	1.855,00	1.255,00	103,36	273,00			
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	336,96	777,37	496,71	0,00	221,25			
TOTAL	100,00%	41,91%	39,58%	0,00%	81,04%			

Nota: Elaboración propia

[Anexo C-2]

[Resultados Obtenidos]

Cuadro 65

Cuadro de datos de títulos valores. Año 2007.

							Relación entre ca		
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales
(1) N° de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	27	27	20	-	4	78	34,62%	34,62%	25,6
(2) Monto de oferta pública de valores autorizado al año (expresado en millones de Bsf.)	1.339,95	3.041,50	1.171,50	-	494,00	6.046,95	22,16%	50,30%	19,3

Nota: Elaboración propia

Cuadro 65 (Cont.)

							Relación entre ca		
Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales
Aspecto a analizar									
(3) Oferta pública de valores autorizada por la CNV según sector económico:									
8.1 Manufacturero	21,25	269,50	109,00				1,59%	8,86%	9,3
8.2 Electricidad, gas y agua							-	-	
8.3 Financiero y seguros	1.318,70	1.709,50	737,00	-	494,00		98,41%	56,21%	62,9
8.4 Agricultura, caza y pesca		167,50	300,00				-	5,51%	25,6
8.5 Transporte, almacenamiento y comunicación		815,00					-	26,80%	
8.6 Comercio al mayor y al por menor		80,00	25,00				-	2,63%	2,1
Total oferta	1.339,95	3.041,50	1.171,00	-	494,00	-			

Nota: Elaboración propia

Cuadro 65 (Cont.)

							Relación entre ca		
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales
(4) Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	1.339,95	1.569,87	179,43	-	463,42	3.552,67	37,72%	44,19%	5,0
(5) Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bsf.)	3.828,08	2.843,87	250,27	-	615,42	7.537,64	50,79%	37,73%	3,3
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bsf.)	2.310,64	14,13	125,98	-	513,25	2.964,00	77,96%	0,48%	4,2

Nota: Elaboración propia

Cuadro 65(Cont.)

							Relación entre ca		
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL	Acciones (a)	Obligaciones (b)	Papeles comerciales
(7) Tasa de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del período (%)	-	13,13	11,93	-	11,97	37,03			
Monto de oferta pública autorizado en el año (expresado en millones de Bs.f.) &	1.339,95	3.041,50	1.171,50	-	494,00				
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año(expresado en millones Bs.f.)	1.339,95	1.569,87	179,43	-	463,42				
TOTALES	100,00%	51,61%	15,32%	-	93,81%				

Nota: Elaboración propia

[Anexo C-2]

[Resultados Obtenidos]

Cuadro 66

Cuadro de datos de títulos valores. Año 2008.

							Relación entre	
Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL		Acciones (a)
Aspecto a analizar								
(1) N° de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	25	15	21	0	6	67		37,31%
(2) Monto de oferta pública de valores autorizado al año (expresado en millones de Bsf.)	1.406,59	1.526,50	1.202,00	0,00	646,40	4.781,49		29,42%
								31,93%

Nota: Elaboración propia

Cuadro 66(Cont.)

							Relación	
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación		Acciones (a)	Obligaciones
(3) Oferta pública de valores autorizada por la CNV según sector económico:							-	-
3.1 Manufacturero	119,36	236,00	139,50				8,49%	15,4
3.2 Electricidad, gas y agua	1.115,86	45,00					0,00%	2,95
3.3 Financiero y seguros		995,50	577,50		646,40		79,33%	65,2
3.4 Agricultura, caza y pesca		50,00	400,00				0,00%	3,28
3.5 Transporte, almacenamiento y comunicación	171,37	200,00	50,00				12,18%	13,1
3.6 Comercio al mayor y al por menor			35,00				0,00%	0,00
TOTAL OFERTA	1.406,59	1.526,50	1.202,00	-	646,40		100 %	100

Nota: Elaboración propia

Cuadro 66(Cont.)

							Relación		
Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL		Acciones (a)	Obligaciones
Aspecto a analizar									
(4) Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año(expresado en millones Bsf.)	1.406,59	397,50	405,48	0,00	622,50	2.832,07		49,67%	14,0
(5) Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bsf.)	5.012,75	4.057,41	561,68	0,00	707,65	10.339,49		48,48%	39,2
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bsf.)	1.099,73	1.730,73	1.259,74	0,00	131,15	4.221,35		26,05%	41,0

Nota: Elaboración propia

Cuadro 66(Cont.)

							Relación		
Título valor Aspecto a analizar	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación	TOTAL		Acciones (a)	Obligaciones
(7) Tasa de rendimiento de promedio de los valores en circulación al final del período (%)	0,00	17,78	20,75	0,00	19,05				

Título valor	Acciones	Obligaciones	Papeles comerciales	Unidades de inversión	Títulos de participación
Monto de oferta pública autorizado en el año (expresado en millones de Bsf.) &	1.406,59	1.526,50	1.202,00	-	646,40
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	1.406,59	397,50	405,48	-	622,50
TOTALES	100,00%	26,04%	33,73%	0,00%	96,30%

Nota: Elaboración propia

[Anexo C-3]

[Resultados Obtenidos]

Cuadro 67

Cuadro de datos resumen de papeles comerciales período (2006-2008).

Título valor Aspecto a analizar	Año 2006	Año 2007	Año 2008	Porcentajes		
	Papeles comerciales	Papeles comerciales	Papeles comerciales	Año 2006	Año 2007	Año 2008
(1) N° de ofertas públicas de títulos valores autorizadas por la CNV	23	20	21	100,00%	86,96%	91,30%
(2) Monto de oferta pública de valores autorizado al año (expresado en millones de Bs.).	1.255,00	1.171,50	1.202,00	100,00%	93,35%	95,78%
(3) Oferta pública de valores autorizada por la CNV según sector económico:						
3.1 Manufacturero	133,00	109,00	139,50	100,00%	81,95%	104,89%
3.2 Electricidad, gas y agua	150,00			100,00%		
3.3 Financiero y seguros	652,00	737,00	577,50	100,00%	113,04%	88,57%
3.4 Agricultura, caza y pesca	300,00	300,00	400,00	100,00%	100,00%	133,33%
3.5 Transporte, almacenamiento y comunicación	20,00		50,00	100,00%	0,00%	250,00%
3.6 Comercio al mayor y al por menor		25,00	35,00	0,00%	100,00%	140,00%
TOTAL OFERTA	1.255,00	1.171,00	1.202,00			

Nota: Elaboración propia

Cuadro 67 (Cont.)

Título valor Aspecto a analizar	Porcentajes						
	Año 2006	Año 2007	Año 2008		Año 2006	Año 2007	Año 2008
	Papeles comerciales	Papeles comerciales	Papeles comerciales		Papeles comerciales	Papeles comerciales	Papeles comerciales
(4) Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	496,71	179,43	405,48		100,00%	36,12%	81,63%
(5) Monto total de valores en circulación al final de cada año (expresado en millones de Bsf.)	760,50	250,27	561,68		100,00%	32,91%	73,86%
(6) Monto de valores negociado en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año (expresado en millones de Bsf.)	169,50	125,98	1.259,74		100,00%	74,32%	743,21%
(7) Tasa de rendimiento promedio de los valores en circulación al final del período (%)	7,94	11,93	20,75		100,00%	150,25%	261,34%

Nota: Elaboración propia

Cuadro 67 (Cont.)

Título Valor	Papeles comerciales		
Aspecto a analizar	2006	2007	2008
Monto de oferta pública autorizado en el año (expresado en millones de Bsf.) &	1.255,00	1.171,50	1.202,00
Monto anual del valor autorizado por la CNV, que esta en circulación al final del año (expresado en millones Bsf.)	496,71	179,43	405,48
Porcentajes	39,58%	15,32%	33,73%

Nota: Elaboración propia

www.bdigital.ula.ve

Reconocimiento