



Academia. Revista Latinoamericana de  
Administración

ISSN: 1012-8255

esalgado@uniandes.edu.com

Consejo Latinoamericano de Escuelas de  
Administración  
Organismo Internacional

Costanzo, Sabatino; Garay, Urbi  
Las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas  
Academia. Revista Latinoamericana de Administración, núm. 49, 2012, pp. 86-99  
Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración  
Bogotá, Organismo Internacional

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=71623399007>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica  
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

## LAS JOYAS DE LA BOLSA DE VALORES DE CARACAS\*

### THE JEWELS OF THE CARACAS STOCK EXCHANGE

Sabatino Costanzo

Royal Bank of Canada, Toronto, Canadá  
tuzio@yahoo.com

Urbi Garay

Instituto de Estudios Superiores de Administración  
(IESA), Caracas, Venezuela  
urbi.garay@iesa.edu.ve

---

#### RESUMEN

Este caso plantea los retos de una bolsa de valores que atraviesa por una severa crisis causada por la disminución en más de un noventa por ciento en el volumen de acciones negociadas durante los años precedentes. Ante esta caída, un número importante de casas de bolsa de la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) se vería obligado a cerrar sus puertas. En un intento por recuperar los volúmenes negociados en bolsa, la BVC introdujo un nuevo instrumento financiero conocido como las Joyas de la BVC a comienzos de 2002. Las Joyas consistían en tres instrumentos del tipo Exchange Traded Funds (ETF), denominados: Perlas, Rubíes y Esmeraldas. La negociación de los ETF había experimentado un crecimiento explosivo en los mercados de valores de los países desarrollados y había permitido, incluso, la salvación de algunas bolsas de valores como la AMEX en Nueva York. Las Joyas de la BVC probaron ser una decepcionante iniciativa para la Bolsa en términos de volúmenes negociados, aun a pesar de la campaña publicitaria llevada a cabo. Este resultado era aún más intrigante cuando se considera que las Joyas habían proporcionado buenos rendimientos a sus tenedores. El caso se desarrolló en mayo de 2005, momento en el que la BVC debía decidir si las Joyas debían ser retiradas del mercado o relanzadas. Este caso puede ser usado en cursos de finanzas a nivel de maestría como: Inversiones, Mercado de servicios financieros, Innovaciones financieras y Mercados emergentes.

*Palabras clave:* caso de estudio, innovación financiera, fondos de inversión cotizados y mercados de capitales emergentes.

#### ABSTRACT

This case deals with the challenges faced by the Bolsa de Valores de Caracas (BVC), a stock exchange confronting a severe crisis brought about by a ninety percent decline in stock trading during the preceding years. This decline in volume traded threatened the survival of many of the brokerage houses associated to the BVC. In an attempt to recover trading volumes, the BVC introduced a new financial product called the Jewels of the BVC in early 2002. The Jewels consisted of three Exchange Traded Fund (ETF) type instruments: Pearls, Rubies, and Emeralds. The trading of ETFs experienced a record growth in the stock exchanges of developed markets and had facilitated the survival of some stock exchanges such as the AMEX in New York City. The Jewels of the BVC failed to enhance trading volumes at the exchange, in spite of the marketing campaign devised. This result is intriguing, considering the handsome returns that they had provided to its investors. The case is chronologically placed in May 2005, at a time when the BVC had to decide whether to retire the Jewels from the exchange or to re-launch the product. This case may be used in the following graduate finance courses: Investments, Marketing of Financial Services, Financial Innovation, and Emerging Markets.

*Key words:* Case study, financial innovation, Exchange Traded Funds, and emerging stock markets.

---

\* Derechos reservados © 2012. Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA). Publicado con autorización del IESA. Este caso fue preparado para que sirviera como base para su discusión en clase, más que para ilustrar el manejo efectivo de una situación gerencial.

Este caso fue el ganador del Segundo Concurso de Casos del IESA, en el cual participaron más de cuarenta. Los autores desean agradecer el apoyo ofrecido por la BVC, Econoinvest y U21 para la realización de este caso. Comentarios recibidos de Henry Gómez Samper, Luis Sanz y de los evaluadores y de la editora de *Academia* permitieron enriquecer el trabajo.

## 1. Introducción

Era mayo de 2005 y Nelson Ortiz, presidente de la Bolsa de Valores de Caracas (*www.carasstock.com*, BVC, Bolsa de Caracas), analizaba por qué las Joyas de la Bolsa, un producto financiero lanzado por la Bolsa en 2002, habían tenido un desempeño tan decepcionante en términos de volúmenes negociados al tiempo que, paradójicamente, habían proporcionado jugosos rendimientos a sus tenedores. Nelson, quien había sido electo presidente de la BVC en 1999 y poseía una destacada trayectoria en el mundo financiero venezolano, estaba por reunirse con las casas de bolsa de la Bolsa de Caracas, que eran sus accionistas, para discutir si las Joyas debían ser relanzadas o si debían ser retiradas del corro bursátil. Las Joyas de la Bolsa consistían en tres instrumentos del tipo Exchange Traded Funds (ETF)<sup>1</sup>: Perlas, Rubíes y Esmeraldas. Las Perlas eran un producto financiero cuyo activo subyacente consistía en una cesta de instrumentos de deuda emitidos en bolívares por el Gobierno venezolano. Los activos subyacentes de los Rubíes eran dos emisiones de deuda denominadas en dólares y realizadas por el gobierno venezolano. Por último, las Esmeraldas consistían en unos ETF cuyos activos subyacentes estaban constituidos por las acciones de nueve empresas internacionales de renombre y muy conocidas en Venezuela.

Las Joyas habían sido introducidas en un intento por incrementar la oferta de productos financieros a disposición de los inversionistas venezolanos con la esperanza de incrementar los volúmenes transados en la BVC, los cuales habían caído a unos niveles tan bajos que hacían peligrar la existencia misma de la bolsa. La negociación de las Joyas permitiría incrementar el volumen de operaciones realizadas en el corro proporcionándole oxígeno a las casas de bolsa, las cuales se beneficiarían de las comisiones percibidas por su compra y venta. Las Joyas facilitarían además la entrada al mercado bursátil de pequeños inversionistas, un mercado dominado hasta ese entonces por inversionistas institucionales. Sin embargo, y a pesar de los esfuerzos llevados a cabo, a finales

de 2004 las Joyas habían probado ser una alternativa de inversión con escasa demanda y Ortiz se preguntaba si debían ser relanzadas o retiradas del mercado.

## 2. La Bolsa de Valores de Caracas

La Bolsa de Valores de Caracas fue fundada en 1947, si bien la actividad bursátil en Venezuela se remonta hasta comienzos del siglo XIX. Con el objeto de regular al mercado de capitales, en 1973 fue promulgada la Ley de Mercado de Capitales y en 1975 fue creada la Comisión Nacional de Valores.

La misión de la BVC era:

Facilitar la intermediación de instrumentos financieros y difundir la información que requiere el mercado de manera competitiva, asegurando transparencia y eficacia dentro de un marco autorregulado y apegado a los principios legales y éticos; apoyándose para ello en el mejor recurso humano y en la solvencia de nuestros accionistas.

Los volúmenes negociados promediaban el equivalente a unos veinte millones de dólares diarios en 1997, mientras que cuatro años después no llegaban al millón de dólares diarios. Por otra parte, el sector privado se había contraído como resultado de la severa recesión en la cual la economía se había sumergido durante la mayor parte de la década de los noventa.

En el 2001, la Bolsa de Caracas había comenzado a buscar mecanismos que permitieran acrecentar los volúmenes negociados de instrumentos en un intento por contrarrestar los efectos causados por el decreciente número de empresas listadas en la bolsa. Peor aún, la mayor parte de las empresas cotizaban ahora sus acciones en el mercado estadounidense en forma de American Depositary Receipts (ADR) y algunas empresas habían salido de la bolsa o habían visto reducidos los volúmenes transados de sus acciones porque habían sido adquiridas, como en el caso de la compra a mediados de 2000 de cerca del 80 por ciento de las acciones de la Electricidad de Caracas, una de las empresas líderes en la bolsa, por parte de la empresa norteamericana AES Corporation. De hecho, la situación era tan grave que algunas casas de

<sup>1</sup> Los ETF consisten en cestas de activos que se negocian en las bolsas de valores como acciones.

bolsa, particularmente aquellas para las cuales el volumen de negocios había caído más y estaban experimentando fuertes pérdidas, habían incluso propuesto que el mercado de valores fuese cerrado y las utilidades no distribuidas de la bolsa repartidas entre los accionistas.

Por otra parte, la situación económica y política de Venezuela lucía complicada. El año 2002 se iniciaba en medio de fuertes rumores de devaluación, de control de cambio y de inestabilidad política. En este ambiente de alta incertidumbre económica y política la Bolsa de Caracas apostó por el lanzamiento de unos ETF locales, las Joyas de la BVC, intentando recuperar unos volúmenes negociados que tanto habían caído en los últimos años.

### 3. Los Exchange Traded Funds

Los ETF eran fondos de inversión o cestas de activos que se transaban en las bolsas de valores como si de acciones o unidades de inversión se tratase. A diferencia de los fondos mutuales tradicionales, los ETF podían ser comprados y vendidos cada día durante la rueda de negociación del mercado. Podían además ser vendidos en corto y comprados con margen, permitiendo invertir en una gran cantidad de portafolios de acciones, bonos y bienes raíces en los Estados Unidos y en el resto del mundo. Para el año 2001, contaban con aproximadamente 100 mil millones de dólares en activos y había 169 fondos en diez países.

El primer ETF nació en 1992 cuando la bolsa de valores American Stock Exchange (AMEX) solicitó la creación de un nuevo instrumento financiero basado en el índice Standard & Poor's 500 (S&P 500) como una unidad de inversión, el cual se conoció como SPDR. Este instrumento ganó una rápida aceptación en el mercado y se convirtió en el primer ETF comercial exitoso, lo cual le permitió a la AMEX incrementar el volumen negociado en esa bolsa y prácticamente salvarla de su cierre.

En 1996, Morgan Stanley unió esfuerzos con Barclays Global Investments y AMEX para lanzar los World Equity Benchmark Shares (WEBS). Los WEBS, posteriormente denominados *iShares*, se convirtieron en los primeros ETF basados en una cesta de acciones de un

determinado país. Fueron inicialmente diseñados para 17 países (14 para países desarrollados y 3 para mercados emergentes) y estaban apoyados en el índice bursátil del país respectivo calculado por Morgan Stanley (Morgan Stanley Capital International Indexes o MSCI). Los *iShares* fueron muy exitosos debido a que representaron una gran oportunidad de invertir en carteras diversificadas internacionalmente y a un costo relativamente bajo, lo cual fue particularmente importante debido a la evidencia teórica y empírica que existía sobre los beneficios que le proporcionaba a los inversionistas la diversificación internacional de sus carteras.

En 1997, se lanza el ETF Diamonds, el cual sigue al índice Dow Jones Industrials. En 1998, Merrill Lynch introduce la categoría de los HOLDR, los cuales se concentraban en sectores específicos del mercado, tales como semiconductores y biotecnología, entre otros. En 1999 se lanzaron los QQQ (conocidos como *cubes*), que seguían al índice Nasdaq-100. Este ETF ganó una muy rápida aceptación entre los inversionistas, en especial entre los inversionistas llamados *day traders*, quienes compran y venden acciones durante el día intentando obtener ganancias extraordinarias.

### 4. Las Joyas de la BVC

En un mercado en el cual las tasas de interés disponibles a los depositantes habían sido negativas en términos reales desde finales de los años ochenta y en el que la oferta local de productos financieros era muy reducida (básicamente, un limitado número de acciones en la BVC, certificados de depósito emitidos por los bancos comerciales e instrumentos de deuda de corto y mediano plazo emitidos por empresas y por el gobierno nacional), la introducción de nuevos productos financieros llenaría ese vacío existente. En particular, la deuda interna emitida por el gobierno venezolano ofrecía rendimientos positivos en términos reales pero no se encontraba a la disposición de los pequeños inversionistas, dado el monto mínimo relativamente elevado requerido para poder invertir en estos instrumentos. El mismo problema se le presentaba a los pequeños inversionistas que deseaban invertir en el mercado de deuda

externa venezolana, el activo subyacente de los Rubíes.

Para Agustín Cangas, “creador” de las Joyas, y quien tenía una amplia y reconocida trayectoria en el mundo financiero venezolano, en donde había sido por doce años presidente de Merinvest, perteneciente a uno de los principales bancos del país:

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

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

Otra ventaja que ofrecían las Joyas era que se había logrado que se le exonerara del impuesto a las ventas de 1 por ciento vigente en ese entonces para todas las operaciones con acciones que se realizaran en la bolsa. Este impuesto hacía que las operaciones bursátiles fuesen muy onerosas y le restaba competitividad a la BVC.

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

#### 4.1. Perlas, Rubíes y Esmeraldas

Las Perlas representaban unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN) con valor nominal de Bs. 100 millones. Por cada una de estas cestas de títulos el fideicomiso emitía 200 mil Perlas, las cuales se negociaban en la bolsa a un precio que debería ser muy similar al valor unitario de inversión (VUI)<sup>2</sup>. De no ser así, se podrían presentar oportunidades para realizar ganancias por operaciones de arbitraje. Al momento de comenzar a negociarse en el mercado, en junio de 2002, los bonos DPN subyacentes devengaban un cupón trimestral que ofrecía un rendimiento al vencimiento anualizado de 31,32 por ciento.

Los Rubíes también consistían en unidades de negociación de un fideicomiso que se encontraba invertido en cestas de bonos emitidos por el gobierno venezolano en dólares americanos. Más específicamente, cada cesta estaba conformada por 250 mil dólares en bonos DCB y por 150 mil dólares en bonos Global 27, ambos a valor nominal. Por cada cesta, el fideicomiso emitía 150 mil Rubíes, los cuales se negociaban en la BVC.

Por último, las Esmeraldas representaban unidades de negociación de un fideicomiso que se encontraba invertido en cestas de acciones de las siguientes nueve empresas multinacionales de gran reputación: Cemex, Citigroup, Coca Cola, Fedex, IBM, Johnson & Johnson, McDonald’s, Shell y Toyota. Cada cesta estaba

2 El VUI representa el valor que por unidad de negociación obtendría un inversionista en caso de redimir esta.

constituida por 50 mil Esmeraldas, las cuales se negociaba en la BVC. El número de acciones de cada una de estas empresas en la cesta permanecía invariable a lo largo del tiempo.

Para la construcción de las Esmeraldas se habían escogido empresas que fuesen fácilmente identificables por el público inversionista venezolano, que tuviesen estados financieros impecables, y cuyas acciones fuesen altamente líquidas. La Esmeralda era una Joya diversificada constituida por acciones predeterminadas e inamovibles (solo se contemplaba la salida de las acciones de una empresa si esta se iba a la bancarrota o era adquirida). No obstante, se tenía previsto que, dependiendo de la sofisticación del mercado, se pudiesen llegar a lanzar Joyas por sector productivo.

El anexo 1 presenta detalles complementarios sobre cada una de las Joyas, incluyendo una explicación acerca del cálculo de su VUI.

Los gastos ordinarios anuales estimados del fideicomiso de cada una de las Joyas se habían establecido en:

Comisión	Porcentaje promedio de la valoración del fondo
Comisión del fiduciario	0,35%
Comisión del promotor	0,25%
Comisión de los vendedores	0,40%
Otros gastos operativos	0,00%
Total de gastos brutos	1,00%

Fuente: BVC, 2002.

Estos gastos se deducían anualmente del VUI de cada una de las Joyas. El contrato con el agente fiduciario de las Joyas contemplaba que este tenía derecho a cobrar una comisión que en ningún caso sería menor a 20 mil dólares anuales. A modo de comparación, en el anexo 2 se presenta un cuadro que resume las comisiones que los fondos mutuales cobraban en Venezuela en 2001.

Al igual que en el caso de las acciones transadas en la BVC, las operaciones de compra y venta de las Joyas generan una comisión para las casas de bolsa, la cual promediaba un 1 por ciento por transacción. La BVC percibe también un pequeño porcentaje por estas operaciones. Como se mencionó, las operaciones con

acciones y con Joyas estaban además exoneradas del impuesto al débito bancario (IDB).

## 5. El público inversionista

Desde el punto de vista teórico, las Joyas eran un producto que estaba bien diseñado, sobre todo para los inversionistas pequeños. Representaban una potencial oportunidad para el inversionista dada la escasez de productos en los cuales invertir. Las Esmeraldas permitían diversificarse internacionalmente adquiriendo un solo título, mientras que los Rubíes facilitaban el acceso a bonos de deuda externa cuya denominación era muy alta para un inversionista pequeño. Las Perlas permitían obtener rendimientos superiores a los que ofrecían los certificados de depósito emitidos por los bancos. Por otra parte, las Joyas representaban un instrumento más eficiente que los fondos mutuales con los cuales competía debido a que operaban con costos menores.

Las Joyas estaban dirigidas al mercado *retail*, es decir, al de los pequeños inversionistas, puesto que el gran inversionista podía comprar directamente los activos subyacentes a las Joyas (bonos DCB y el bono Global 27, en el caso de los Rubíes, bonos DPN en el caso de las Perlas, y las acciones de las nueve empresas internacionales, en el caso de las Esmeraldas). Estadísticas sobre este mercado eran difíciles de conseguir. Si bien era relativamente reducido, su potencial de expansión era sustancial.

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

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

## 6. El lanzamiento de las Joyas

Según el asesor, se hicieron unas sesiones de grupo y el producto fue bien evaluado. Se hizo una planificación estratégica completa y, desde el punto de vista de mercadeo, se llevó a cabo un análisis de mercado, de qué tamaño del mercado podía captar el producto y en cuánto tiempo, se proyectó la demanda y, además, se estableció una estrategia para el producto, los precios, los canales y la promoción. Se llevó a cabo un esfuerzo en la estrategia comunicacional, y se analizó si el producto podría calar, concluyendo que así sería.

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

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

En ese momento, la Bolsa de Valores de Caracas estaba tan hambrienta de tener alguna forma de salida con un producto como el de las Joyas que los participantes de mercado decidieron tomar el riesgo, tanto la bolsa como los corredores y como nosotros, los que de alguna forma contribuimos al diseño del producto, el cual es un excelente instru-

mento de inversión. El lanzamiento fue un riesgo controlado. Nelson Ortiz tuvo sus dudas, Agustín Cangas y los desarrolladores del producto también tuvieron las suyas. Eso motivó muchísimas reuniones de trabajo hasta que finalmente se tomó la decisión de hacerlo, porque como ocurre en el mundo del mercadeo, entre darle y no darle, siempre es mejor darle.

El anexo 3 presenta un esquema de la estrategia del lanzamiento de las Joyas que Agustín Cangas expuso en el IESA en enero de 2002. Como se puede apreciar, para el primer día de cotización de las Joyas en la BVC se esperaban órdenes de compra de los inversionistas por el equivalente a 30 millones de dólares.

En la primera página del *Instructivo para el cálculo del precio de las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas*, presentado por la BVC el 7 de marzo de 2002, se mencionaba que:

El próximo lunes 11 de marzo se comenzarán a negociar los nuevos productos de inversión de la Bolsa de Valores de Caracas bautizados con los nombres de Perlas, Rubíes y Esmeraldas...

Esta modalidad de inversión está tomando mucho auge en las principales bolsas del mundo dada la posibilidad de negociar carteras de inversión empaquetadas en un solo título, sin los costos y restricciones tradicionales de otros vehículos de inversión tradicionales.

## 7. Resultados, mercadeo, competencia y canales de distribución

Las Joyas han probado ser una decepcionante iniciativa para la Bolsa de Caracas en términos de volúmenes negociados, aun a pesar de la campaña publicitaria que se llevó a cabo. De unas pocas operaciones en 2002, se evolucionó a una situación en 2003 y 2004 en la que las operaciones con estos títulos fueron prácticamente inexistentes. Este resultado es aún más intrigante cuando se considera que estos instrumentos han proporcionado buenos rendimientos a sus tenedores (véase el anexo 4).

Además, la emisión de una nueva clase de bonos por parte del gobierno nacional (Vebo-

nos) y denominados en bolívares opacó a las Joyas. Estos instrumentos se introdujeron en la bolsa a comienzos de 2002 y al año se implantó un control de cambios, lo cual produjo una baja en las tasas de interés al tiempo que estos instrumentos ofrecían rendimientos que llegaron a estar por encima del 50 por ciento anual. Estos bonos eran además muy líquidos, transparentes y contaban con una gran cantidad de participantes interesados. Posteriormente, en agosto de 2003, el Ministerio de Finanzas realizó la primera emisión de bonos denominados en dólares pagaderos en bolívares. Esa nueva y muy poderosa competencia para las Joyas, permitía comprar dólares a un precio inferior al del mercado paralelo y, además, en forma legal. Para este corredor, el venezolano ha ido poco a poco descubriendo el mercado de capitales gracias a la figura de los Vebonos. Su colocación fue exitosa tanto en términos de mercadeo como por sus ventajas como forma de inversión.

Para Agustín Cangas, el fracaso de las Joyas, en términos del casi nulo volumen negociado desde su lanzamiento, se debía a que los bancos no ofrecían el producto a sus clientes, pues el hacerlo podía opacar a los propios fondos mutuales de los bancos. Para los bancos se presentaba un conflicto de interés. Para Cangas, este problema fue particularmente grave considerando que los bancos eran quienes tenían los recursos, los clientes y la red de distribución que se necesitaba. Afirma, además, que fue un error que las Joyas hubiesen sido promovidas por la bolsa puesto que, en su opinión, y analizando su lanzamiento en retrospectiva, considera que, quizás, debieron haber sido promovidas por un banco, lo cual hubiese permitido que las Joyas alcanzaran una masa mínima de clientes para poder promover el producto, creando así un efecto de bola de nieve. A este respecto, Cangas afirmaba que:

Quando yo trabajaba en Merinvest las íbamos a lanzar. En ese entonces yo veía la oportunidad desde el punto de vista contrario: si en el Banco Mercantil ofrecíamos el producto entonces los demás bancos lo iban a rechazar con lo cual los volúmenes negociados iban a ser muy bajos. Al ofrecer este tipo de producto es muy importante que posea liquidez en el mercado. Cuando salí del Mercantil y me des-

empeñaba como asesor independiente me pareció lógico que fuera una entidad neutral como la Bolsa de Caracas la que lo lanzara, en cuyo caso los bancos no deberían haber tenido ningún problema en venderlo.

La distribución de las Joyas también falló porque no existía una red de distribución, habiendo únicamente dos casas de bolsa que realmente colocaban productos. Para que las Joyas fueran exitosas como producto había que convencer a los inversionistas de que eran un buen producto y de que debían comprarlas. La situación del país tampoco ayudó al éxito del proyecto. Las Joyas fueron lanzadas a mediados de 2002, luego de la devaluación del bolívar en febrero de ese año, y en medio de una gran inestabilidad política. Siguió un paro general de diciembre 2002 a febrero 2003 y la implantación del control de cambio en ese momento. Entre 2002 y 2003 la economía cayó cerca de un 20 por ciento, la peor cifra jamás registrada para un período de dos años desde que se llevan estadísticas en Venezuela.

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

Por otra parte, el consumidor venezolano estaba herido con respecto a la bolsa después de las pérdidas experimentadas por muchos inversionistas a raíz de la crisis bancaria de 1994-1995.

Para Aída Lamus, presidenta de la Comisión Nacional de Valores, las Joyas no ofrecían una medida de rendimiento clara para el inversionista, mientras que los fondos mutuales sí. Las Joyas competían con los fondos mutuales que ofrecían las casas de bolsa o los bancos, los cuales tenían su estructura, unos administradores y unos productos que ofrecer. Además, para Lamus, las Joyas quedaron marginadas por las propias casas de bolsa, quienes no habían realizado la promoción adecuada al producto. Las casas de bolsa mercadean en forma directa sus propios productos (como fondos mutuales) pero no los de la bolsa, como es el caso de las



Joyas. Para Lamus este problema surgió porque la bolsa se colocó en un papel que no le correspondía, el de emisor.

Tampoco ayudó el hecho de que el canal de distribución *retail* en Venezuela se encontraba poco desarrollado y era difícil poder competir con la red de distribución de la banca en momentos de escasez de liquidez como los experimentados en 2001 y 2002. En ese entonces la red de las casas de bolsa estaba desmantelada después de varios años de pérdidas. Sin embargo, cuando el Ministerio de Finanzas ofertó bonos denominados en dólares y pagaderos en bolívares a mediados de 2003, esto es, a raíz de la implantación del control de cambio a comienzos de ese año, y posteriormente en 2004, la red de casas de bolsa colocó en el mercado la misma cantidad de bonos que la red de bancos, lo que demostró que existía capacidad de colocación de instrumentos financieros por parte de las casas de bolsa.

Fortuny afirma que en Venezuela no existía una cultura de inversión, y eso influyó en el fracaso de las Joyas. Por ejemplo, los mismos profesores, que se supone tienen un nivel educativo por encima del promedio, demostraron no tener un mayor conocimiento de cómo funcionaban los Vebonos, el mercado de renta fija o la Caja Venezolana de Valores, cuando les entregaron estos títulos a comienzos de 2002 como parte de pago de las acreencias laborales que el gobierno mantenía con ellos.

Para el asesor de mercadeo de la colocación de las Joyas, hubo una serie de restricciones muy importantes. Primero, el canal de distribución no le prestó el apoyo necesario al producto debido a que los corredores manifestaban que ellos no se querían “llenar” de clientes pequeños y que solo iban a tomar órdenes de cierto monto. A pesar de lo atractivo de los Rubíes y de las Esmeraldas, al asesor de mercadeo le extrañaba que no se le hubiera dedicado la atención a estos productos cuyos activos subyacentes se encontraban denominados en dólares.

Este asesor también opinaba que, desde el punto de vista publicitario, hubo serias limitaciones, comenzando por las presupuestarias. Considera que los productos fueron muy bien diseñados, que hubo buenos comentarios con respecto a la campaña publicitaria, con res-

pecto al nombre de los productos y a los dípticos y trípticos. Por otro lado, opinaba que para los corredores las Joyas no representaban la forma más lógica de democratizar la bolsa y que no querían que se creara un mercado masivo sino más bien corporativo. Por último, desde el punto de vista del consumidor no existía tampoco, en ese momento, la cantidad de dinero suficiente.

Para este asesor, esos tres factores fueron contemplados y considerados antes de lanzar el producto, el cual funcionaría mejor en una economía estable, en expansión, con expectativas políticas estables y con un consumidor cuyo poder adquisitivo hubiese estado creciendo.

## 8. Relanzamiento: desafíos en un contexto incierto

En mayo de 2005 Nelson Ortiz estaba por reunirse con los representantes de cada una de las casas de bolsa pertenecientes a la BVC, quienes eran sus accionistas, para discutir si esta debía relanzar las Joyas y en qué condiciones o si, más bien, las debía retirar del corro bursátil. La economía venezolana se había recuperado, animada por precios petroleros que alcanzaban niveles históricamente altos, y por el excedente de liquidez que el control de cambio había inicialmente facilitado. Por otra parte, la inestabilidad política del país había disminuido después de que en agosto de 2004 el presidente Chávez ganara un referéndum revocatorio que sobre su gobierno había solicitado la oposición. Los precios de las acciones negociadas en la BVC se habían recuperado moderadamente y los volúmenes transados en la bolsa promediaban el equivalente a entre 2 y 4 millones de dólares al día, la mitad por concepto de operaciones con acciones y la otra mitad por transacciones con Vebonos, los cuales habían además introducido al mercado de valores venezolano, varias decenas de miles de nuevos inversionistas pequeños.

Además, las casas de bolsa habían obtenido importantes ingresos por concepto de comisiones por operaciones con bonos en dólares y pagaderos en bolívares emitidos por el gobierno venezolano desde mediados de 2003. Las casas de bolsa confiaban en que estas emi-

siones continuarían en la medida en que no había ninguna señal por parte del gobierno de que el control de cambio sería desmontado en el corto o mediano plazo y que, por el contrario, este sería reforzado en el corto plazo con la aprobación de una ley que penaría con multas y prisión, según el caso, las transacciones que los particulares realizasen en el mercado paralelo de divisas. Había dudas acerca de si la ley también prohibiría las operaciones de conversión de acciones de empresas que cotizaban en la BVC en American Depositary Receipts (ADR) negociables en los mercados de valores de Estados Unidos. De prohibirse estas operaciones, se eliminaría la única ventana que hasta el momento permitía sortear el control de cambios de manera legal, aparte de las colocaciones de bonos gubernamentales denominados en dólares y pagaderos en bolívares. Estas restricciones afectarían también a los Rubíes y a las Esmeraldas por estar sus activos subyacentes denominados en dólares.

Esa tarde Nelson Ortiz se preguntaba: ¿Deberían ser relanzadas las Joyas? ¿Qué cambios, si alguno, deberían hacerse en caso de querer relanzarlas? ¿Qué papel desempeñaría a favor o en contra de su eventual relanzamiento el volátil contexto político-económico de Venezuela? Esas eran quizá algunas de las preguntas más importantes que debería contestar para poder guiar la discusión que sin duda se originaría a raíz de la presentación que preparaba sobre el posible relanzamiento de las Joyas.

#### Sabatino Costanzo

Es Ph. D. en Matemáticas de la Universidad de Yale, magíster de la Universidad Brandeis y matemático de la Universidad Simón Bolívar. Trabaja en el Royal Bank of Canada en Toronto, fue profesor asociado de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA), Caracas, Venezuela. Sus intereses de

investigación son los productos derivados, las redes neuronales y los sistemas de negociación bursátil.

#### Urbi Garay

Es Ph. D. en Finanzas de la Universidad de Massachusetts, Amherst; M. A. en Economía Internacional y Desarrollo de la Universidad de Yale y economista de la Universidad Católica Andrés Bello. Profesor titular del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA), Caracas, Venezuela; profesor visitante, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. Sus intereses de investigación son las inversiones alternativas, los mercados emergentes y los productos derivados.

#### Referencias

- AVAF. Asociación Venezolana de Administradoras de Fondos Mutuales. [www.avaf.or](http://www.avaf.or).
- Cangas, A. (2002). Presentación seminario del Centro de Finanzas del IESA. Enero.
- Banco Central de Venezuela. [www.bcv.org.ve](http://www.bcv.org.ve).
- Bolsa de Valores de Caracas. [www.caracasstock.com](http://www.caracasstock.com).
- BVC. (2002). *Instructivo para el cálculo del precio de las Joyas de la BVC*. Bolsa de Valores de Caracas, 7 de marzo. Disponible en [http://www.caracasstock.com/pdf/joyas/instructivo\\_de\\_calculo.pdf](http://www.caracasstock.com/pdf/joyas/instructivo_de_calculo.pdf).
- Datastream. <http://online.thomsonreuters.com/datastream/>.
- Fondo Monetario Internacional. [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Martínez, L. (2001). *Análisis del desempeño de los fondos mutuales en Venezuela 1993-2000*. Tesis de Maestría en Finanzas, IESA.

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: 30/03/2011

ENVÍO EVALUACIÓN A AUTORES: 25/10/2011

RECEPCIÓN CORRECCIONES: 09/11/2011

ACEPTACIÓN ARTÍCULO: 20/11/2011

## Anexos

### Anexos 1. Características de las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas<sup>3</sup>

#### Perlas

Las Perlas son unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de títulos de deuda de la República denominados en bolívares con un valor nominal de Bs. 100 millones. Los títulos actualmente en cartera tienen un cupón de 31,32% que se ajusta trimestralmente. A continuación un ejemplo para el cálculo del valor aproximado de una Perla el día 7 de marzo de 2002:

Ejemplo de cálculo para estimar precio y rendimiento de las Perlas al 7 de marzo de 2002

Valor nominal de los títulos en una cesta (miles de Bs.):	100.000
Cupón actual:	31,32%
Precio de mercado referencial (%):	80%
<b>Valor de mercado de los títulos (miles de Bs.):</b>	<b>80.000</b>
<b>Cupón acumulado (miles de Bs.):</b>	<b>2.436</b>
<b>Efectivo neto de pasivos (miles de Bs.):</b>	<b>4.983</b>
<b>Total valor de una cesta (miles de Bs.):</b>	<b>87.419</b>
Número de Perlas por cesta (unidades):	200.000
Valor estimado de una Perla (VUI) (Bs.):	437,10
<b>Rendimiento corriente (%):</b>	<b>38,2%</b>
<b>Rendimiento al vencimiento (%):</b>	<b>43,2%</b>

- Por cada Bs. 100 millones en valor nominal en DPN (emisión DPN 1068 G) siempre existirán 200 mil Perlas en circulación.
- Los bonos en el fideicomiso siempre serán de cupón variable, de al menos 88% de la TAM (tasa activa promedio de la banca comercial) y de distintos plazos de entre 180 días y cinco años. Los bonos se mantienen al vencimiento salvo en los casos que los títulos sean canjeados por Perlas. Todos los bonos en Fideicomiso representan una única cartera cuyos beneficiarios son los tenedores de las Perlas.

<sup>3</sup> Este anexo se basa en el documento *Instructivo para el cálculo del precio de las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas* (BVC, 2002).

#### Rubies

Los rubíes son unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de títulos de deuda de la República denominados en US\$. Cada cesta está conformada por US\$ 250 mil en bonos DCB y US\$ 150 mil en bonos Global 27, ambas cifras a valor nominal. Cada cesta tiene una porción en efectivo y cupones acumulados por cobrar. Por cada cesta, el fideicomiso emite 150 mil Rubíes. Las variaciones en los precios de los bonos y en la tasa de cambio, afectan la valorización de los Rubíes en forma proporcional. A continuación presentamos un cuadro contentivo de la información necesaria para realizar los cálculos básicos (al 7 de marzo de 2002):

<b>Cálculos para estimar precio y rendimiento de los Rubíes</b>	<b>DCB</b>	<b>Global 27</b>	<b>Totales</b>
Valor nominal (US \$):	250.000	150.000	400.000
Valor residual (luego de amortizaciones) (US\$):	142.855	150.000	292.855
<b>Precio de mercado (%):</b>	<b>79,50%</b>	<b>67,75%</b>	<b>73,11%</b>
Amortización semestral (sobre V. nominal):	4,762%	0,000%	2,98%
Tasa de cupón actual (% anual):	2,875%	9,25%	6,14%
Amortización anual (US\$):	23.810	0	23.810
Cupón anual (US\$):	4.107	13.875	17.982
Total flujo anual (US\$):	27.917	13.875	41.792
Valor de mercado de los títulos (US\$):	113.570	101.625	215.195
Cupón acumulado (US\$):	901	6.629	7.530
Efectivo neto de pasivos (US\$):			1.963
<b>Total valor de la cesta (US\$):</b>	<b>114.471</b>	<b>108.254</b>	<b>222.688</b>
Número de rubíes por cesta (unidades):			150.000
Valor estimado de un rubí (VUI) (Bs.):			1,50
<b>Tasa de cambio (Bs/US\$):</b>			<b>980,50</b>
<b>Valor estimado para un Rubí (VUI) (Bs.):</b>			<b>1.469</b>
Rendimiento corriente (incluye ganancia por amortización) (% en US\$):	7,91%	13,65%	10,62%
Rendimiento al vencimiento (% en US\$):	15,4%	15%	15,21%

#### Esmeraldas

Las Esmeraldas son unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de acciones de las siguientes compañías globales de primera línea. El número de acciones de cada compañía en cada cesta permanecerá invariable en el tiempo. El fideicomiso tiene también

una porción en efectivo. Por cada cesta, el fideicomiso emite 50 mil Esmeraldas. A continuación presentamos un cuadro contentivo de la información necesaria para realizar los cálculos básicos (al 7 de marzo de 2002):

Cálculos para estimar un precio para las Esmeraldas

Títulos	Número de acciones	Precio	Total
Cemex (CX):	600	27,21	16.326
Citigroup (C):	300	48,72	14.616
Coca Cola (KO):	300	46,95	14.085
Fedex (FDX):	300	59,60	17.880
IBM (IBM):	150	103,71	15.557
Johnson & Johnson (JNJ):	300	63,62	19.086
Mc Donald's (MCD):	600	27,74	16.644
Shell (SC):	300	43,64	13.092

Toyota (TM):	300	59,69	17.907
Total valor de la cartera:			145.193
Efectivo neto de pasivos (US\$):			1.976
Total valor de la cesta (US\$):			147.169
Número de esmeraldas por cesta (unidades):			50.000
Valor estimado de una Esmeralda (VUI) (US\$):			2,94
Tasa de cambio (Bs./US\$):			980,50
Valor estimado de una Esmeralda (VUI) (Bs.):			2.886

- Por cada cesta de acciones igual a la representada en el cuadro anterior, siempre habrá 50 mil esmeraldas en circulación. Las variaciones en el precio de las acciones y en la tasa de cambio, afectan la valoración de las Esmeraldas en forma proporcional.

## Anexo 2. Comisiones de entrada, de salida y anuales cobradas por los fondos mutuales venezolanos

Tipo	Fondo mutual	Comisión de entrada	Comisión de salida	Cobros anuales de administración
Renta fija en bolívares	BBO Mercado Monetario/ BBO RF/ Banex Renta Fija	NC	NC	1,4% del patrimonio diario
	Exterior	N/D	N/D	N/D
	La Ceiba	NC	NC	3,5% anualizado
	Portafolio Mercantil Renta Fija	0,20%	NC	5,0% del VUI
	Primus Renta Fija	NC	NC	4,0% anualizado
	Pro Dinero Provincial/Provincial Inv. Públicas	NC	NC	3,5% anualizado
	ProRenta Provincial	NC	NC	3,5% anualizado
	Unión RF	NC	NC	5,0% del patrimonio
Renta variable en bolívares	Portafolio Mercantil Acciones	1,50%	NC	5,0% del VUI
	Primus Acciones	NC	NC	4,0% anualizado
	Pro Acciones Provincial (La Seguridad)	NC	NC	1,75% anualizado
	Unión Valores/ Unión MC	NC	NC	4,0% del patrimonio
Mixtos en bolívares	La Ceiba	NC	NC	3,5% anualizado
	Portafolio Mercantil Balanceado	1%	NC	5,0% del VUI
	Provincial Balanceado	NC	NC	1,75% anualizado
	Venezuela	NC	NC	4,3% del patrimonio diario
	Voi Mixto	NC	NC	N/D
Renta fija en dólares	BBO. Internacional RF	NC	NC	1,25% del patrimonio promedio diario
	La Ceiba Renta Moneda Extranjera	NC	NC	3,0% anualizado
	Portafolio Mercantil en Dólares	2%	NC	5,0% anual sobre el valor promedio del VUI
	Primus USA Renta	NC	NC	0,75% anualizado
	Pro Divisas Provincial	NC	NC	2,0% anualizado
	Unión Dólares	NC	NC	1,5% del patrimonio
Renta variable en dólares	B.B.O. Internacional Acciones	NC	NC	2,25% del patrimonio promedio diario
	Mercantil <i>Wall Street</i>	1%	NC	5,0% anual del VUI
	Primus USA	NC	NC	4,0% anualizado

NC: no cobra comisión por este concepto; N/D: no hay información disponible; VUI: valor de la unidad de inversión.

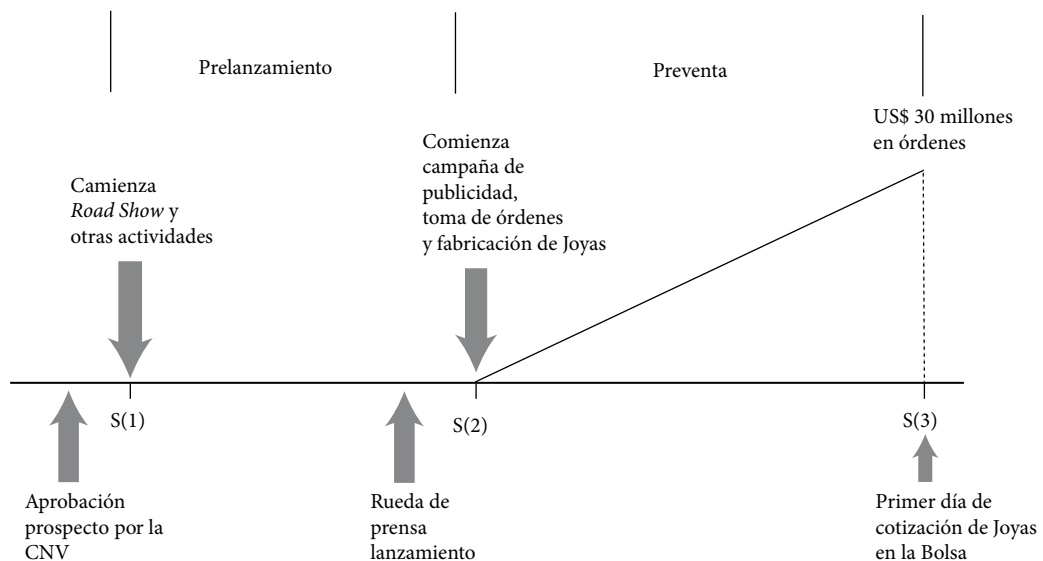
Fuente: AVAF y Martínez (2001).

### Anexo 3. Portada de folleto publicitario de las Joyas de la BVC y estrategia de lanzamiento de las Joyas

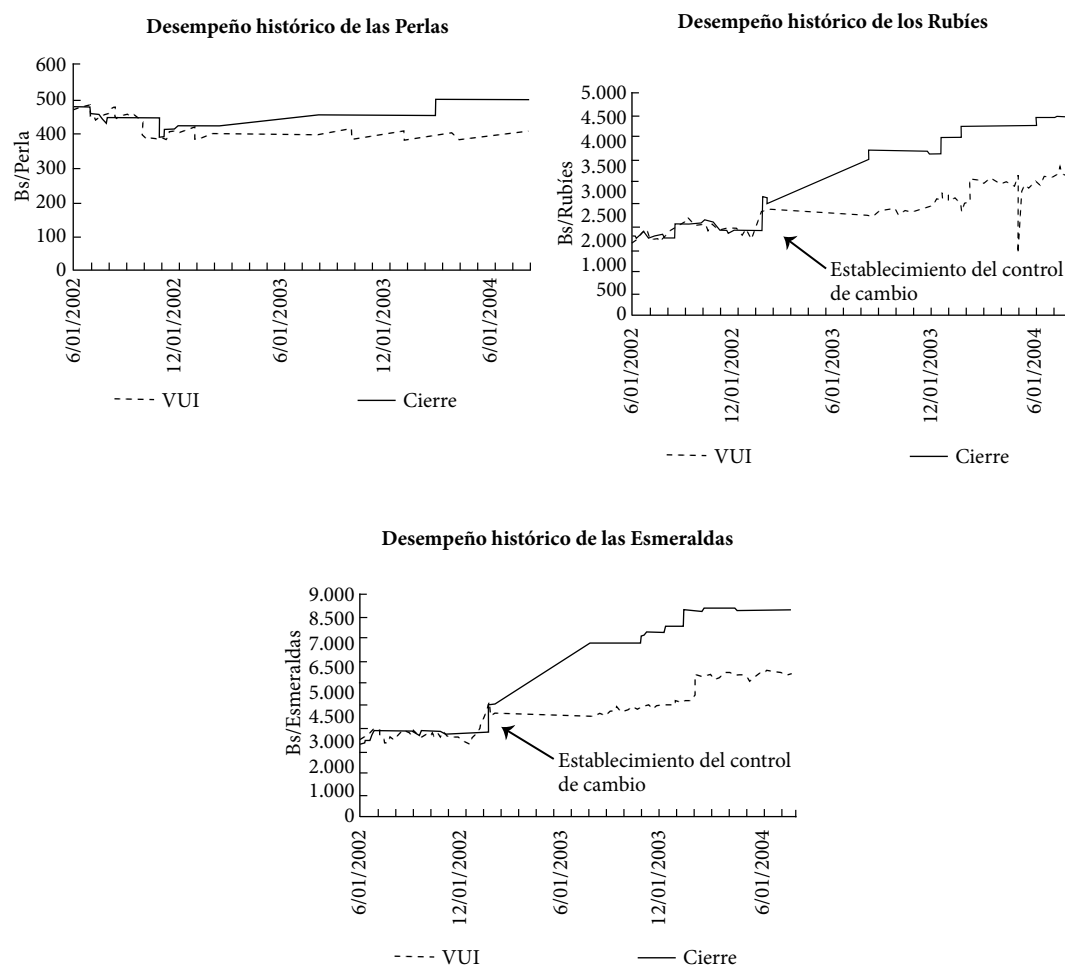


Fuente: Bolsa de Valores de Caracas.

#### Estrategia de lanzamiento



Fuente: Cangas (2002).

**Anexo 4. Desempeño de las Joyas de la BVC y de algunos vehículos de inversión alternativos**

Fuente: datos proporcionados por la BVC.

**Bolívares: rendimientos nominales (%)**

Años	Tasa de depósitos a plazo fijo a 30 días	Rendimiento índice de renta fija FMI	Rendimiento fondos mutuales renta fija	Tasa de inflación puntual	Tasa de devaluación del bolívar
1993	65,5	54,3	53,3	45,9	30,5
1994	42,4	68,0	48,2	70,8	60,4
1995	26,6	62,7	25,9	56,6	70,6
1996	26,9	54,8	36,9	103,2	64,3
1997	14,1	24,3	16,8	37,6	5,8
1998	41,2	57,8	35,0	29,9	12,0
1999	21,1	33,8	29,8	20,0	14,8
2000	15,5	23,0	16,1	13,4	7,5
Rendimiento promedio	30,7	46,4	32,2	44,8	30,8
Desviación estándar	17,2	17,7	13,5	29,4	27,5

(Continúa)

#### Anexo 4. Desempeño de las Joyas de la BVC y de algunos vehículos de inversión alternativos

##### Bolívar: rendimientos reales (%)

Años	Tasa de depósitos a plazo fijo a 30 días	Rendimiento índice de renta fija FMI	Rendimiento fondos mutuales renta fija
1993	13,4	18,2	53,3
1994	-16,6	4,7	48,2
1995	-19,2	-4,6	25,9
1996	-37,5	-5,8	36,9
1997	-17,1	17,5	16,8
1998	8,7	40,9	35,0
1999	0,9	16,6	29,8
2000	1,9	14,4	16,1
Rendimiento promedio	-9,7	11,9	32,2
Desviación estándar		15,0	13,5

##### Dólares: rendimientos nominales (%)

Años	Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años	Índice Standard and Poor's 500	Rendimiento fondos mutuales renta variable
1993	5,87	5,67	
1994	7,08	0,46	
1995	6,58	33,37	
1996	6,44	21,01	
1997	6,35	27,56	
1998	5,26	28,15	
1999	5,64	25,04	37,3
2000	6,03	-12,54	-26,5
Rendimiento Promedio	6,2	15,0	0,5
Desviación Estándar	0,6	16,3	

*Nota técnica:* La tasa de depósitos a plazo a 30 días es la que reporta el Banco Central de Venezuela (BCV) para los seis principales bancos del país por certificados de depósito a 30 días. El rendimiento del índice de renta fija FMI es una serie que pondera las colocaciones bancarias y la serie de rendimientos de los títulos de la deuda pública nacional (DPN) que reporta el Fondo Monetario Internacional (FMI) mensualmente en sus anuarios estadísticos. El rendimiento de los fondos mutuales de renta fija venezolanos fue calculado por Martínez (2001) y es neto de comisiones y gastos de administración. La tasa de inflación puntual se calculó a partir del índice de precios al consumidor que reporta el BCV. La tasa de devaluación del bolívar es la variación porcentual anual de la cotización bolívar/dólar, la cual es reportada por el BCV. El rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años es el rendimiento al vencimiento de los bonos emitidos por el gobierno de ese país a 10 años y reportado por Datastream. El rendimiento del índice Standard and Poor's 500 es la variación porcentual anual de este índice e incluye los dividendos percibidos por las acciones que lo conforman. Esta estadística es reportada por Datastream. El rendimiento de los fondos mutuales de renta variable venezolanos en dólares fue calculado por Martínez (2001) y presenta el rendimiento promedio obtenido en 1999 y 2000, los únicos dos años para los cuales fue posible calcularlo, registrado por estos fondos mutuales, los cuales invierten en acciones en los mercados internacionales, particularmente en los Estados Unidos.

*Fuente:* Banco Central de Venezuela, Datastream, Fondo Monetario Internacional y Martínez (2001).