

El mercado de valores como alternativa para el crecimiento y desarrollo

Andrés Felipe Guevara Basurco*

RVDM, Nro. 5, 2020. pp- 307-326

Resumen: el mercado de valores constituye uno de los pilares del sistema financiero. Sin embargo, es común observar que su impacto en las economías emergentes no es lo suficientemente estudiado. Este trabajo busca desarrollar los conceptos fundamentales del mercado de valores y explorar cuáles son los elementos necesarios para que dicho espacio funja como canal para el crecimiento de las economías emergentes. Así mismo, se analiza cuáles son las características más importantes que desde el punto de vista regulatorio se deben tomar en consideración a los fines de desarrollar instituciones inclusivas, pero que al mismo tiempo respeten el Estado de Derecho y un sistema de libertades económicas.

Palabras clave: Mercado de valores – Derecho Bursátil – Crecimiento Económico – Estado de Derecho – Libertad Económica

The capital market as an alternative for economic growth and development

Abstract: capital markets constitute one of the pillars of the financial system. Nonetheless, it is common to observe that its impact in the so-called emerging economies has not been sufficiently studied. This work seeks to develop the fundamental concepts of capital markets and explore the necessary elements in order to allow economic growth in the emerging countries. Likewise, this study analyses the most relevant features from a regulatory viewpoint regarding the development of inclusive institutions, amid the enforcement of the Rule of Law and the respect of a system based on economic freedom.

Key words: Capital Markets – Finance Law – Economic Development – Rule of Law – Economic Freedom

* Abogado y Comunicador Social (UCAB). Magíster en Finanzas (IESA). Cursante del programa de Doctorado en Derecho, UCV. Profesor Invitado, maestría de Finanzas en el IESA. Dicta Taller de Ética aplicado a las Finanzas. E-mail: andresfguevara@yahoo.com

El mercado de valores como alternativa para el crecimiento y desarrollo

Andrés Felipe Guevara Basurco*

RVDM, Nro. 5, 2020. pp- 307-326

“Si la Historia pudiese enseñarnos algo, sería que la propiedad privada está inextricablemente unida con la civilización”.

Ludwig von Mises

SUMARIO:

INTRODUCCIÓN. 1. Definición y funciones del mercado de valores. 2. Instrumentos para la valoración del mercado. 3. Marco regulatorio del mercado. CONCLUSIONES. BIBLIOGRAFÍA.

INTRODUCCIÓN

El mercado de valores constituye un eslabón primordial del sistema financiero. Sin embargo, su potencial en la República Bolivariana de Venezuela se encuentra lejos de ser alcanzado. Son muchos los factores que confluyen para que esta circunstancia se desarrolle en el país. Entre estos elementos destacan el desconocimiento del mercado por parte de los agentes económicos, la poca profundidad, volumen, liquidez y bursatilidad de los instrumentos financieros disponibles, las limitaciones de financiamiento por parte de la banca y, tal vez, el aspecto más importante de todos: la ausencia de un marco institucional y regulatorio que sea proclive al fortalecimiento y crecimiento del mercado de valores.

Como punto de partida, el desarrollo del citado marco institucional y regulatorio requiere de forma inexorable del respeto al Estado de Derecho, la promoción de libertades económicas, la existencia de seguridad jurídica y el fortalecimiento de la propiedad privada. Cuando se analiza preliminarmente el sistema financiero venezolano en su totalidad, se puede observar que tanto la banca, el sector asegurador y el propio mercado de valores adolecen de las cualidades citadas. En efecto, como destaca Morles, “se puede afirmar que la legislación del sistema financiero nacional se orienta hacia la funcionalización social e ideológica de la actividad económica”¹. Una funcionalización

* Abogado y Comunicador Social (UCAB). Magíster en Finanzas (IESA). Cursante del programa de Doctorado en Derecho, UCV. Profesor Invitado, maestría de Finanzas en el IESA. Dicta Taller de Ética aplicado a las Finanzas. E-mail: andresfquevara@yahoo.com

¹ MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo. La banca en el marco de la transición de sistemas económicos en Venezuela. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2011, p.33

cuyo objetivo no es otro que el establecimiento de una economía de planificación centralizada, con expreso reconocimiento –incluso normativo- del socialismo como ideología y concepción de la actividad económica.

La fragilidad institucional descrita debe estudiarse con cuidado, especialmente por las consecuencias que pudieran derivar de las circunstancias referidas. Sostiene Hayek:

(...) el control económico no es sólo intervención de un sector de la vida humana que puede separarse del resto; es el control de los medios que sirven a todos nuestros fines, y quien tenga la intervención total de los medios determinará también a qué fines se destinarán, qué valores serán calificados como más altos y cuáles como más bajos: en resumen, qué deberán amar y procurarse los hombres.²

Parte de la doctrina venezolana también alerta sobre la importancia de limitar y reorientar el poder del Estado de modo tal que se respete la dignidad del individuo, y sea cónsono con los postulados esenciales de un Estado Democrático y de Derecho. Al respecto, sostiene Aarons que la relación entre economía y democracia debe estar basada en un adecuado entendimiento sobre lo que es la democracia, de forma tal que esta sea entendida “bajo una perspectiva amplia a favor de los derechos humanos en su doble dimensión de derechos civiles y políticos, que garantizan la autonomía individual frente al poder del Estado”³.

En el caso específico del mercado de valores, tema central de este trabajo, se hace imperativo tomar en consideración el desarrollo económico y los factores políticos y sociales como elementos determinantes para comprender las razones por las cuales su crecimiento no ha sido el esperado. Como lo plantea Coronel González: “Indudablemente, los factores que afectan y condicionan el desarrollo del mercado de valores de un país están, directa o indirectamente, relacionados con las condiciones económicas, financieras y sociales inherentes a su nivel de desarrollo económico”⁴. Y como bien señala esta autora el desarrollo económico está ligado directamente a la creación de riqueza. “La idea clave que está detrás del crecimiento económico y del desarrollo social es cómo un país genera su capital y lo distribuye”⁵.

² HAYEK, Friedrich, *Camino de Servidumbre*. Alianza Editorial, Madrid, 2º edición, 1985, p.125

³ AARONS, Fred, *Contribuciones del Derecho para el Crecimiento Económico (Experiencias del control cambiario en Venezuela)*. Editorial Torino, C.A., Caracas, Venezuela, 2017, p.56

⁴ CORONEL GONZÁLEZ, Daiana Alexis, *Mercado de valores, instrumento de desarrollo económico y social* [en línea], *Revista Población y Desarrollo*, No. 29, Universidad de Asunción, Asunción: Paraguay, 2005, p.90. Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5654296.pdf>[Agosto 2019]

⁵ *Ibidem*, p.91

Una parte nada desdeñable de la literatura académica sobre el tema del desarrollo y del crecimiento económico ha hecho énfasis en la importancia de la creación de capital y cómo éste incide en el crecimiento de las naciones. El profesor Hernando de Soto apunta lo siguiente:

(...) el capital es la fuerza que aumenta la productividad y el trabajo y crea la riqueza de las naciones. Es el elemento vital del sistema capitalista, la base del progreso y la única cosa que los países pobres del mundo no pueden producir por sí mismos, sin importar cuán ansiosamente sus pueblos participen en todas las demás actividades que caracterizan una economía capitalista⁶.

De acuerdo con Krivoy, existe acuerdo entre técnicos, académicos y políticos en cuanto al hecho de que “*los principales objetivos de la política económica consisten en lograr el mayor bienestar posible para el ciudadano, lo cual se busca a través de altos niveles de empleo, precios estables y rápido crecimiento*”⁷. Para lograr estos objetivos, apunta Krivoy,

es preciso descansar de manera cada vez más efectiva en la inversión (privada y pública) dentro de un marco propicio a la más eficiente asignación de los recursos productivos del país. Ello exige crear y mantener un ambiente económico estable, un marco legal claro, y darle a las decisiones de los agentes económicos un horizonte a largo plazo⁸.

Siguiendo a Acemoglu y Robinson, los países difieren en su éxito económico debido a sus diferentes instituciones, las reglas que influyen en el funcionamiento de la economía y los incentivos que motivan a las personas. De allí que estos autores planteen la necesidad de que existan instituciones económicas inclusivas que permitan y promuevan la participación de una gran cantidad de personas en las actividades económicas, de forma tal que estas personas sean capaces de utilizar sus talentos y habilidades de la mejor manera y se les permita tomar decisiones conducentes a su bienestar.

Las instituciones económicas para que puedan ser inclusivas, deben contar con propiedad privada segura, un sistema legal imparcial y una provisión de servicios públicos que proporcionen un campo de juego nivelado en el que las personas puedan intercambiar y contratar⁹. Si las instituciones llegan a ser inclusivas, se promueve la

⁶ DE SOTO, Hernando, *The Mystery of Capital. Why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else*, Black Swan, Londres, 2001, p.5

⁷ KRIVOVY, Ruth, *Hacia la estabilidad monetaria en Venezuela*. En: Efectos de la inflación en el Derecho. Academia de Ciencias Políticas y Sociales, Caracas, 1994, p.35

⁸ Ídem.

⁹ ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. *Why Nations Fail. The origins of power, prosperity, and poverty*, Profile Books, Londres, 2012, pp. 74-75

actividad económica y la productividad se incrementa, creando así mayor prosperidad. De allí que sea fundamental el aseguramiento y resguardo de los derechos de propiedad. Y tal y como lo proponen Acemoglu y Robinson, un hombre de negocios que espera que su producción sea robada, expropiada o totalmente gravada tendrá pocos incentivos para trabajar, y mucho menos cualquier incentivo para emprender inversiones e innovaciones. Pero tales derechos deben existir para la mayoría de las personas en la sociedad¹⁰.

El último punto señalado por estos autores es fundamental. No se trata sólo de asegurar la existencia del Estado de Derecho y los derechos de propiedad para un reducido grupo de personas (elitesco si se quiere), sino de permitir que dicha estabilidad institucional permee a un espectro amplio de la sociedad. En el caso de Latinoamérica y, concretamente Venezuela, el sistema legal se ha caracterizado por ser una “herramienta de discriminación” para la mayoría de las personas, constituyendo así “instituciones extractivas” caracterizadas precisamente por extraer –valga la redundancia– ingresos y riqueza de un subconjunto de la sociedad para beneficiar a un subconjunto diferente¹¹.

Ahora bien, ¿qué papel juega el mercado de valores en este contexto? ¿Tiene alguna significación dentro del crecimiento económico y el desarrollo de una sociedad? ¿Puede coadyuvar el mercado de valores al establecimiento de instituciones inclusivas y contribuir al fortalecimiento de los derechos de propiedad? De ser así, ¿qué tipo de políticas públicas deben desarrollarse y con qué características debe contar el marco regulatorio para impulsar estos propósitos?

De acuerdo con lo que afirman Lezama, Laverde y Gómez,

(...) existen argumentos a favor y en contra del papel de las finanzas en el crecimiento económico; aunque el tema es controvertido, los diferentes trabajos han tenido varios resultados de acuerdo al país, tiempo y condiciones estudiadas, esto ha generado problemas al formular una teoría económica que pueda explicar el desarrollo de las finanzas en el crecimiento económico¹².

Si bien la doctrina no es pacífica en cuanto a la aceptación del rol que juegan las finanzas en el crecimiento económico (véase por ejemplo la postura de Robert Lucas), los citados autores, siguiendo a Gurley y Shaw,

¹⁰ dem.

¹¹ *Ibidem*, p.76

¹² **LEZAMA**; Juan Carlos; **LAVERDE**, Miguel Ángel; **GÓMEZ**, Carlos Arturo, *El Mercado De Valores Y Su Influencia En La Economía: Estudio Del Caso Colombiano 2001-2013* [en línea], Revista Internacional Administración & Finanzas, Vol. 10, No. 2, TheInstitutefor Business and FinanceResearch, 2017, p.31 Recuperado de: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIE/RePEc/ibf/riafin/riaf-v10n2-2017/RIAF-V10N2-2017-3.pdf>[Agosto 2019]

resaltan la importancia de la intermediación financiera en los países desarrollados, ya que notan la amplia organización y la cobertura a comparación de los países subdesarrollados; el papel de los intermediarios financieros es clave en la producción económica debido a que facilita los flujos de caja prestables entre ahorradores e inversionistas¹³.

Para los efectos de este trabajo, se parte de la premisa según la cual las finanzas y, concretamente, el mercado de valores, contribuyen positivamente al crecimiento económico de un país. Al igual que lo planteado por Gurley y Shaw y el trabajo de Lezama, Laverde y Gómez, se considera que el mercado de valores se encuentra determinado por las condiciones de cada país y sus anclajes institucionales y marco de políticas públicas. En efecto, a título de ejemplo, Estados Unidos tiene el mercado de valores de más grande y profundo del mundo. De acuerdo con el informe U.S. Capital Markets Deck preparado por la *Securities Industry and Financial Markets Association* (“SIFMA”), para finales de 2017 el mercado de valores proveyó a la economía estadounidense casi el 80% del financiamiento de deuda para las empresas estadounidenses¹⁴.

A modo de resumen, SIFMA calcula que para 2017 (i) en términos absolutos, Estados Unidos tiene una capitalización del mercado de acciones (*equity market cap*) de 32 trillones de dólares; (ii) más de 150 compañías realizaron ofertas públicas iniciales (*initial public offering*, “IPO”) en el país; y (iii) aproximadamente 1200 compañías emitieron 1.7 trillones de dólares estadounidenses en bonos corporativos. En cambio, en países como China, las compañías se financian fundamentalmente a través de la banca (60% del financiamiento), en tanto que el financiamiento combinado de acciones y bonos representa un monto cercano al 25% del financiamiento corporativo¹⁵.

En el caso latinoamericano, las cifras varían dependiendo de cada país. Para el año 2018, “la Bolsa de Valores de Caracas no alcanza el 1,4% del Producto Interno Bruto (PIB), cuando por ejemplo en Chile es el 103% y en Colombia el 52%”¹⁶. Adicionalmente, la capitalización del mercado venezolano es relativamente pequeña si se compara con otros países de la región. Para el año 2000, se calcula que la capitalización de mercado de la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) se ubicaba en 8.128 millones de dólares, en tanto que para el año 2013, la coyuntura económica la

¹³ *Ibidem*, p.30

¹⁴ SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. *U.S. Capital MarketsDeck 2018*, [en línea], 6 de septiembre de 2018, p.2 Recuperado de:<https://www.sifma.org/resources/research/us-capital-markets-deck-2018/>[Agosto 2019]

¹⁵ *Ibidem*, p.8

¹⁶ FARÍAS, José Miguel. *Financiamiento a través de la Bolsa de Valores de Caracas: una necesidad imperante para el empresario venezolano*, [en línea], 11 de enero de 2019. Disponible en:<http://rendivalores.com/financiamiento-a-trav-s-de-la-bolsa-de-valores-de-caracas-una-necesidad-imperante-para-elempresario-venezolano.html>[Agosto 2019]

ubicó en 2.310 millones de dólares¹⁷. En la actualidad, es probable que estos números sean incluso menores, toda vez que la economía venezolana se ha visto afectada por una mayor contracción, acompañada a su vez de un escenario de sanciones y restricciones en los principales mercados financieros.

Como característica general, sin embargo, siguiendo a Salvochea puede afirmarse que “los datos empíricos muestran que Latinoamérica presenta mercados de capitales sumamente débiles y concentrados”¹⁸. A juicio de este autor la mayoría de los países latinoamericanos no tienen (o tienen muy pocas) compañías con un accionariado disperso, e incluso aquellos países que presentan un moderado desarrollo en sus mercados financieros, se caracterizan por una fuerte “concentración del accionariado, dominado por grupos de control, y profundos problemas de asimetría de la información”¹⁹.

1.- Definición y funciones del mercado de valores

Más allá de los números y estadísticas presentadas, a los fines de acercarse al estudio de la relación entre el mercado de valores y crecimiento económico, se hace vital plantear algún tipo de definición sobre lo que significa el mercado de valores en el contexto planteado. Desde un enfoque institucional, la Superintendencia Nacional de Valores (Sunaval) define al mercado de valores como un

conjunto de instrumentos e instituciones financieras que proporcionan el mecanismo para transferir o distribuir capitales de la masa de ahorradores hacia los demandantes de tales capitales. En otras palabras, el Mercado de Valores como cualquier otro mercado financiero, funge como un canalizador del ahorro a objeto de ofrecer un rendimiento al inversionista. Para las empresas el mercado de valores se constituye como una fuente para obtener fondos para su actividad económica²⁰.

De la definición expuesta por SUNAVAL, sobresalen cuando menos los siguientes aspectos en torno al mercado de valores: (i) se trata de un conjunto de instrumentos e instituciones financieras; (ii) a través del mercado se transfiere o distribuye capital; (iii) sirve como elemento canalizador del ahorro de inversionistas; y (iv) funge como una fuente de financiamiento para el desarrollo de las actividades de los agentes económicos.

¹⁷ **RENDIVALORES.** *Bolsas de Valores en América Latina: descripción del mercado e importancia en el desarrollo de los Países*, [en línea], 10 de mayo de 2019. Recuperado de: <http://rendivalores.com/pdf/reportes/Mercado%20de%20Valores%20Latinoamerica.pdf>[Agosto 2019]

¹⁸ **SALVOCHEA,** Ramiro, *Employee Stock Ownership Plans como Instrumentos de Mejoramiento de los Mercados de Capitales Latinoamericanos*, Universidad de Palermo.p.8[en línea], Recuperado de: https://www.palermo.edu/derecho/publicaciones/pdfs/Ramiro_Salvochea.pdf[Agosto 2019]

¹⁹ Ídem.

²⁰ **SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE VALORES (SUNAVAL),** *Glosario de términos*, [en línea]. Recuperado de: http://www.sunaval.gob.ve/site/glosario_terminos.php?letra=m[Agosto 2019]

Con base en un enfoque más académico, Morles apunta que la definición económica del mercado de capitales identifica un sector del mercado de crédito.

*Este [el mercado de capitales], constituido por la oferta y demanda global de recursos para la inversión se divide en **mercado de dinero** (corto plazo) y **mercado de capitales** (largo plazo), señalándose como hecho característico que los fondos a corto plazo normalmente se utilizan como capital circulante, en tanto los de largo plazo se destinan a la adquisición de bienes de capital fijo²¹.*

Morles ofrece una división bipartita como punto de partida, tomando como base el plazo de los activos negociados. Este mismo autor, sin embargo, reconoce que existen otras divisiones teóricas para el entendimiento del mercado de valores. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (“OCDE”), por ejemplo, distingue el mercado de dinero, el mercado monetario, y el mercado de capitales.

De acuerdo con esta clasificación de la OCDE, “el mercado de capitales sigue siendo el mercado de activos financieros a mediano y largo plazo”²², en tanto que el mercado de dinero, *stricto sensu*, sería el mercado de activos de caja, y el mercado monetario, el espacio en el que se transan activos de corto plazo, elevada liquidez y bajo riesgo. Sea como fuere, más allá de la diferenciación teórica, en la práctica los distintos mercados convergen y se encuentran conectados.

Para fines ilustrativos, se considera relevante puntualizar qué funciones cumple el mercado de valores. El profesor Morles distingue seis funciones principales que se enumeran a continuación: (i) los mercados de valores canalizan el ahorro hacia la inversión, permitiendo la relación entre personas con capacidad de ahorro y agentes económicos que tienen necesidades de financiamiento; (ii) los mercados permiten una transformación de plazos de ahorro e inversión; (iii) facilitan la liquidez de los activos negociados; (iv) contribuyen a la fijación de precios de emisión de los nuevos activos; (v) permiten alcanzar un alto nivel de eficiencia económica respecto del ahorro y la inversión; y (vi) facilitan la valoración de empresas, a través de un análisis de gestión empresarial y su comparación con otras compañías²³.

2.- Instrumentos para la valoración del mercado

Las definiciones expuestas ponen de manifiesto la importancia que juega el mercado de valores en la economía. Como bien señaló Juan Camilo Restrepo Salazar, quien, entre otras funciones públicas, ocupó la presidencia de la Comisión Nacional

²¹ MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo. *Régimen Legal del Mercado de Capitales*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2006, p.20 [negritas provenientes del texto original]

²² *Ibidem*, p.82

²³ MORLES, *Régimen legal(...)* ob. cit, p.41

de Valores en Colombia, “conviene destacar algo que la experiencia ha demostrado. Los países con un mercado de valores razonablemente sano, han tendido a una mayor productividad del capital que aquellos países con sistemas menos eficientes”²⁴.

La importancia del mercado de valores cobra relevancia especialmente cuando este mercado se conjuga con el sistema bancario. La comparación es relevante, toda vez que la banca ha sido la principal fuente de financiamiento de las economías emergentes, y la Venezuela de las últimas décadas no es la excepción. Sin embargo, como bien planteó Willem Duisenberg, primer presidente del Banco Central Europeo (BCE) en un discurso dado en Viena el 31 de mayo de 2001, tanto los sistemas financieros de mercado como los bancarios tienen sus propias ventajas comparativas.

Destaca Duisenberg que para algunas industrias en ciertos momentos de su desarrollo, el financiamiento basado en el mercado de valores es ventajoso. Este sería el caso, por ejemplo, de las industrias caracterizadas por avances tecnológicos continuos y en las que existe poco consenso en cuanto a la administración de las empresas. El financiamiento bancario, en cambio, pudiera ser más idóneo para industrias con fuertes asimetrías de información²⁵.

El mercado de valores, de este modo, juega un rol vital en la colocación y reasignación del capital, proporcionando una base para la continua restructuración de la economía. Siguiendo a Duisenberg, en países con un sistema financiero altamente desarrollado, se observa que la mayor parte de la inversión se asigna a sectores de crecimiento relativamente rápido²⁶. Señala Duisenberg: “Hoy en día, la falta de un mercado de valores bien desarrollado sería una desventaja particularmente grave para cualquier economía”²⁷. El mercado de *equity*, prosigue, “es esencial para la aparición y el crecimiento de empresas innovadoras”²⁸.

Indudablemente, el mercado de valores posee muchos aspectos que resultan relevantes para estimar su relación con la variable del crecimiento económico. En un papel de trabajo desarrollado por el Comité sobre el Sistema Financiero Global (“Comité”) del Banco de Pagos Internacionales (“BPI”) se estima que el “mercado de capitales

²⁴ **RESTREPO SALAZAR**, Juan Camilo. *El Derecho Bursátil. Una nueva expresión del derecho económico*, [en línea]. Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, N° 68, Colombia 1985, p.12 Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5415595.pdf>[Agosto 2019]

²⁵ **DUISENBERG**, Willem, *The role of financial markets for economic growth*. Discurso dado en la conferencia “*The Single Financial Market: Two Years into EMU*”, organizada por el *Oesterreichische Nationalbank*. Viena, 31 de mayo de 2001, p.1. Recuperado de: <https://www.bis.org/review/r010601b.pdf>[Agosto 2019]

²⁶ *Ibidem*, p.2

²⁷ *Ídem*.

²⁸ *Ídem*.

tiene muchas facetas, y no es fácil condensarlo en una única estadística resumida”²⁹. A pesar de ello, el citado Comité plantea que el desarrollo del mercado de valores pudiera ubicarse o valorarse en cuatro dimensiones, a saber: (i) el *tamaño* del mercado en relación con el Producto Interno Bruto (PIB) de una determinada jurisdicción, de forma tal que se pueda medir la capacidad que tiene el mercado de valores para incidir en el crecimiento de un sector determinado de la economía; (ii) el *acceso* al mercado por parte de los emisores y de quienes acuden al corro financiero buscando financiamiento para sus negocios, incluyendo también el comercio de diversos instrumentos que transfieren riesgos entre los participantes del mercado; (iii) las métricas de *liquidez*, las cuales miden la facilidad con que los inversores pueden obtener el valor incorporado en los títulos y algunos de los costostransaccionales; y (iv) las métricas de *resiliencia*, mediante las cuales se determina la capacidad de los mercados para cumplir sus funciones en períodos de estrés financiero³⁰.

Sobre la base de estos factores, el Comité ha determinado una serie de tendencias que deben tomarse en consideración en cuanto al desarrollo del mercado de capitales en las últimas dos décadas. De acuerdo con el Comité, en primer lugar, “existen diferencias persistentes y significativas en el tamaño del mercado de capitales en relación con el PIB en todas las economías”³¹. En segundo lugar, “los mercados de renta fija han experimentado un fuerte crecimiento que ha acercado las cantidades actuales transadas a la capitalización del mercado de acciones”³². Y, finalmente, los mercados de valores de las economías emergentes se están aproximando a aquellos de las economías avanzadas, aún y cuando la brecha entre estos no se ha cerrado³³.

De todo ello pudiera concluirse que, efectivamente, el mercado de valores se encuentra sometido a un proceso de constante evolución y transformación, estrechamente ligado al estadio institucional y regulatorio en el que se encuentre una determinada jurisdicción. De este modo, se puede constatar que sí existe una relación entre la definición conceptual de lo que es el mercado de valores, sus directrices y tendencias actuales, y, por supuesto, el establecimiento de condiciones proclives para el desarrollo institucional y el crecimiento económico de un país. Con base en este planteamiento, se procederá a aterrizar la correlación existente entre los aspectos descritos y el marco regulatorio que debe implementarse dentro del mercado de valores apegado al Estado de Derecho.

²⁹ COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM. *CGFS Papers No 62. Establishing viable capital markets*. [en línea] Bank for International Settlements. Enero 2019, p.5. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf> [Agosto 2019]

³⁰ Ídem.

³¹ Ídem.

³² Ídem.

³³ Ídem.

3.- Marco regulatorio del mercado

Douglass North, premio Nobel de economía, argumentó que la determinante más importante en el desempeño económico estriba en cuán efectivo es el cumplimiento de los contratos legales³⁴. Siguiendo el argumento de North, puede concluirse que el funcionamiento del mercado de valores depende en gran parte de un entorno legal eficiente y justo que garantice la aplicación eficiente de los contratos y transacciones financieras.

A juicio del citado papel de trabajo del Comité del BPI, la existencia de

derechos sólidos y efectivos y los regímenes de insolvencia eficientes y predecibles brindan una mayor seguridad en cuanto al pago total y puntual de las deudas, y minimizan las pérdidas de los inversores en caso de dificultades del prestatario que pongan en peligro el pago de las deudas.³⁵

De allí que, a juicio del Comité, el fortalecimiento del sistema legal y judicial pueda contribuir materialmente a la profundización del mercado de capitales.

La experiencia sugiere que los elementos clave para los mercados de capitales incluyen la ejecución eficiente, oportuna y predecible de los contratos, la posibilidad de sanciones y recursos legales por incumplimiento de las obligaciones, mejoras al derecho de sociedades para fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios, y regímenes eficientes y predecibles para hacer frente a compañías con dificultades e insolvencia³⁶.

El mercado de valores se circunscribe dentro de la disciplina del Derecho Bursátil, y éste a su vez se constituye con una manifestación del derecho económico el cual “presenta una serie de rasgos o características muy particulares, diferentes de las que generalmente se predicen de las disciplinas jurídicas tradicionales”³⁷. A juicio de Restrepo Salazar, el Derecho Bursátil trae consigo características propias que derivan fundamentalmente “de la teleología que informa la regla jurídica de derecho económico, cual es la de servir como instrumento para ejercer en la forma más eficazmente posible ciertas funciones frente a la economía”³⁸. El derecho económico vendría a ser, de este modo, una herramienta al servicio de la economía. En el caso concreto de la norma de Derecho Bursátil, “su propósito último no es otro distinto a crear un marco jurídico, unas reglas de juego al amparo de las cuales pueda desarrollarse un mercado de capitales

³⁴ *Ibidem*, p. 19

³⁵ *Ídem*.

³⁶ *Ibidem*, p. 44

³⁷ **RESTREPO SALAZAR**, *ob. cit.* p.16

³⁸ *Ibidem*, p. 17

amplio y vigoroso, que movilice hacia la inversión productiva el escaso o limitado ahorro disponible en nuestra economía”³⁹.

¿Cómo lograr esa integración entre el mercado y el Derecho Bursátil? Dicho de otra manera, ¿qué elementos son necesarios para que el Derecho Bursátil logre cumplir su propósito de asistencia a la disciplina económica? Sobre este particular, señala Aarons que el análisis económico del Derecho se fundamenta en tres postulados esenciales: racionalidad, eficiencia y el entendimiento de las normas jurídicas como precios.

De acuerdo con lo planteado por este autor, la noción de racionalidad deriva de las ideas desarrolladas por Max Weber y Adam Smith y parte de la premisa según la cual “las preferencias de los individuos tienden a ser: (i) completas porque las conoce, teniendo la oportunidad de ordenarlas estableciendo criterios de indiferencia entre unas y otras; (ii) caracterizadas por una transitividad o secuencia lógica entre las alternativas disponibles; y (iii) una continuidad que conlleva superioridad entre las mismas”⁴⁰.

En cuanto a la eficiencia, la misma se estudia como instrumento idóneo para la evaluación y comparación de decisiones económicas. En este sentido, “la adecuada asignación de bienes y servicios de manera que se maximice su utilidad deberá tender a promover la justicia y, en consecuencia, criterios morales respetados en una sociedad”⁴¹. En cuanto al entendimiento de las normas jurídicas como precios, dicha premisa se refiere al hecho de que las normas “equivalen a incentivos aplicados mediante subsidio o beneficio a favor de los actores en sociedad. En consecuencia, las normas se constituyen en factores promotores o atenuantes para la determinación de preferencias asumidas por dichos actores”⁴².

El planteamiento de Aarons coincide con lo expuesto por el profesor Ghersi. Para el autor peruano, “el costo de la legalidad es la apreciación individual de todo aquello que es necesario hacer o no hacer para disfrutar del amparo y protección del régimen legal”⁴³. De esta manera, “las instituciones jurídicas tienen un fundamento económico: abaratar los costos de transacción. Para el efecto, deben cumplir cuando menos con tres propósitos: definir los derechos de propiedad, dar seguridad en los contratos y establecer un sistema de responsabilidad civil extracontractual”⁴⁴. Se trata, pues, a juicio de Ghersi, de “apreciar la manera como el derecho reduce la incertidumbre en un mundo

³⁹ Ídem.

⁴⁰ AARONS, ob. cit, p.53

⁴¹ Ibidem, p.54

⁴² Ídem.

⁴³ GHERSI, Enrique. *El Costo de la Legalidad: Una Aproximación a la Falta de Legitimidad del Derecho*. [en línea] Revista Themis, No. 19, 1991, p.7 Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5110383.pdf>[Agosto 2019]

⁴⁴ Ibidem, p.6

de escasez, de modo tal que permite realizar un conjunto de actividades que en un contexto de intercambio puro resultarían imposibles⁴⁵.

En el caso concreto del mercado de valores, su manifestación jurídica tiene características propias, como ya se apuntó. De este modo, conviene desarrollar cuáles son algunas de estas particularidades jurídicas del Derecho Bursátil a la luz de los citados criterios de racionalidad, eficiencia y el entendimiento de las normas jurídicas como precios.

Restrepo Salazar destaca algunas de estas particularidades jurídicas para el caso del mercado de valores colombiano. A nuestro entender, estas premisas y características serían extrapolables a las condiciones del mercado venezolano, respetando las diferencias y especificidades que ofrece el foro y la jurisdicción local. En primer lugar, señala este autor que en el Derecho Bursátil colombiano la principal fuente del derecho económico no es la ley, sino el acto administrativo⁴⁶.

Según esta afirmación, el autor resalta la tendencia de “invertir al ejecutivo de mayores facultades especialmente en lo que se refiere a la regulación de los complejos fenómenos económicos de los tiempos modernos con lo cual la función principal del Congreso pasa a ser la de fiscalizador de la acción del primero⁴⁷. De esta manera, “el Congreso se limita a fijar de manera general un marco jurídico dentro del cual pueda el Ejecutivo actuar con cierta libertad y flexibilidad, adoptando las normas a las cambiantes condiciones de la vida económica⁴⁸”.

En segundo lugar, la norma de Derecho Bursátil se caracteriza por su movilidad. “La norma de derecho económico, por la índole misma de la materia que regula -siempre cambiante- no puede tener la permanencia o durabilidad que sí tienen otras normas pertenecientes a otras ramas del derecho, como son las del derecho civil, por ejemplo⁴⁹”.

Tercero, el contenido de la norma bursátil es *heterogéneo*, es decir, es “particularmente variado, y oscila desde lo imperativo (sea de carácter positivo o negativo) hasta lo permisivo⁵⁰. Cuarto, los conceptos o expresiones utilizados por la norma de derecho económico gozan de cierta versatilidad o “plasticidad”. Con ello, Restrepo Salazar indica que el carácter instrumental de la norma de derecho económico “exige que las proposiciones jurídicas que la contienen sean lo suficientemente amplias y flexibles

⁴⁵ Ídem.

⁴⁶ **RESTREPO SALAZAR**, ob. cit p.17

⁴⁷ Ídem.

⁴⁸ Ídem.

⁴⁹ *Ibidem*, p.18

⁵⁰ Ídem.

como para permitir al intérprete adecuar su sentido a la realidad económica, imposible de encasillar en moldes o fórmulas demasiado rígidas y formalistas”⁵¹.

En quinto lugar, se presenta una objetivización de las relaciones jurídicas nacidas de la norma. Con ello, se busca significar que

las relaciones jurídicas nacidas de la norma de derecho económico se rigen no tanto por la intención o condición de las partes sino por la situación objetiva en que estas se encuentren. La norma parece conceder menos importancia, en el terreno del derecho económico, al sujeto de derecho, o a sus intenciones, y más al objeto que pretende regular o proteger⁵².

Finalmente, en sexto lugar, destaca Restrepo Salazar que en relación con la interpretación y aplicación de las normas de derecho económico se puede observar una reducción del papel del juez tradicional, al tiempo que, paralelamente, “aumenta la intervención de autoridades administrativas especializadas y de expertos llamados a indicar el alcance de estas disposiciones jurídicas que involucran cada vez más conocimientos económicos”⁵³.

Los caracteres y particularidades descritos por Restrepo Salazar reflejan de forma diáfana la práctica jurídica del mercado de valores. En el caso concreto de Venezuela, sin embargo, debe agregarse el hecho de que la arquitectura legal que se ha empleado para legislar el sistema financiero parte de la premisa según la cual “el legislador considera que el país atraviesa una situación de transición desde la economía capitalista hacia la economía colectiva del siglo XXI”⁵⁴.

Esta sustitución del sistema financiero capitalista tiene en la nueva legislación del sistema financiero al menos dos características fundamentales: (i) la acentuación del signo intervencionista acompañado de una amplia gama de órganos de supervisión; y (ii) y el cambio radical del principio de derecho privado según el cual las personas pueden hacer todo aquello que no esté expresamente prohibido. “Ahora, conforme a las nuevas leyes, los agentes económicos únicamente pueden realizar los actos que la ley autorice”⁵⁵. Es sobre la base de estos rasgos distintivos que tiene que analizarse los caracteres del Derecho Bursátil en el caso venezolano.

Ahora bien, ante la situación descrita, ¿qué tipo de mejoras o correctivos pudieran desarrollarse para el mejoramiento del marco regulatorio del mercado de valores?

⁵¹ Ibidem, p.19

⁵² Ibidem, p.23

⁵³ Ibidem, p.24

⁵⁴ **MORLES**, *La banca* (...) Ob. Cit, p.11

⁵⁵ Ibidem, p.14

Al respecto, el informe del Comité del BPI cita un conjunto de medidas que, bien implementadas, pudieran servir como instrumentos de perfeccionamiento para el funcionamiento del mercado. Las medidas en cuestión se enumeran a continuación:

Reforzar los sistemas judiciales. Señala el Comité que la independencia del poder judicial aunada a la existencia de jueces bien calificados constituye el corazón del sistema legal y judicial. Adicionalmente, sugiere el Comité que se deben crear tribunales financieros especializados, de forma tal que se aumente la competencia técnica, la eficiencia, la coherencia e imparcialidad de los procedimientos judiciales en el ámbito financiero⁵⁶. Ejemplos de estos tribunales financieros especializados pueden hallarse en el Reino Unido y China (en Shenzhen y Shanghai).

- i. Facilitar el acceso a los recursos legales y reducir costos de litigios.* De acuerdo con el Comité, si se reducen las restricciones de admisibilidad de recursos legales se pueden optimizar los procedimientos judiciales. En concreto, en el caso de inversionistas minoritarios, la reducción de costos de eventuales litigios grupales o la introducción de nuevas estructuras que faciliten la agrupación de inversionistas dispersos son aspectos que deben tomarse en consideración. Adicionalmente, el establecimiento de mecanismos alternativos para la resolución de conflictos ajustados a la especificidad financiera deben ser promovidos para lograr los fines descritos⁵⁷.
- ii. Promover la propiedad y los derechos de contratación, y facilitar su adaptación a las circunstancias cambiantes.* Los derechos de propiedad y contratación son fundamentales para proteger a los inversores minoritarios, y cuando están bien definidos también pueden proteger a las empresas de litigios excesivos. A su vez, las regulaciones deben ser actualizadas para seguir a la par de la dinámica del mercado⁵⁸.
- iii. Fortalecimiento del derecho de sociedades para dar a los accionistas minoritarios más influencia y acceso a la información.* Indica el Comité que una mejor gobernanza tiende a promover una gestión y uso del capital más eficiente, así como una valoración más estable y eficiente de las compañías. Un instrumento normativo que pudiera tomarse en consideración para estos fines son los Principios de Gobierno Corporativo del G20-OCDE.
- iv. Mejorar la previsibilidad y la eficiencia de los procedimientos de insolvencia y reestructuración corporativa.* Esta medida pudiera ampliar el acce-

⁵⁶ COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM. *CGFS Papers No 62. (...) Ob. Cit, p.44*

⁵⁷ *Ibidem*, p.45

⁵⁸ *Ídem*.

so al mercado de capitales, especialmente para empresas más pequeñas, más riesgosas y, a menudo, más innovadoras. De acuerdo con el Comité, muchos regímenes de insolvencia pueden mejorarse mediante la inclusión de características de diseño que permitan la identificación temprana de dificultades corporativas y la resolución de problemas de deuda. Con ello se ofrece una alternativa a los procedimientos formales de insolvencia para deudores que experimentan dificultades financieras. Adicionalmente, para los casos en que la insolvencia formal es apropiada, mejorar los procedimientos para reducir las demoras y reducir los costos para facilitar la reasignación y recuperación eficiente de activos y recursos para usos más productivos⁵⁹.

A título de corolario, la doctrina venezolana también otorga una serie de recomendaciones que, más genéricas, pueden servir de timón para orientar la construcción de un marco regulatorio proclive al crecimiento económico dentro del mercado de valores. En este sentido, en seguimiento a lo planteado por el profesor Herrera Orellana, un marco regulatorio *pro libertate* y tendiente al aseguramiento del Estado de Derecho debe tomar como base las siguientes premisas:

(i) respetar los imprescindibles espacios de autonomía individual y libertad para la contratación de las personas que actúen en sus ámbitos respectivos; (ii) procurar incluir normas de orden público estrictamente necesarias, en cada una de las leyes y regulaciones, sin confundir las normas de limitación de derechos con normas de dirección y planificación gubernativa de la conducta de las personas; (iii) restringir al mínimo indispensable los poderes normativos y discrecionales de la Administración Pública, de modo que los ejerza solo en los casos en lo que estos resultan justificados, proporcionales y necesarios; y (iv) contemplar los adecuados y efectivos mecanismos de participación de todos los posibles interesados en la toma de decisiones por parte de la Administración⁶⁰.

Los puntos expuestos por Herrera Orellana no hacen sino recalcar la idea fundamental que se ha querido transmitir en este trabajo: la salvaguarda de los derechos individuales y del sector privado es primordial si se quiere garantizar crecimiento económico. El mercado de valores, aunado a un marco regulatorio eficiente y competitivo, puede servir como instrumento ductor de ese crecimiento económico de forma inclusiva, al tiempo que el gobierno –limitado por el Estado de Derecho– puede establecer un conjunto de políticas públicas conducentes a lograr los objetivos que tenga dicha administración en un tiempo y espacio determinados. De seguidas se desarrollan un conjunto de conclusiones que engloban los aspectos más resaltantes de los temas disertados en este espacio.

⁵⁹ Ídem.

⁶⁰ HERRERA ORELLANA, Luis A., *Reflexiones a propósito de la progresiva eliminación de la autonomía de la voluntad en el Derecho venezolano*, Libro Homenaje al profesor Alfredo Morles Hernández. Tomo IV. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2012, pp.355-356

CONCLUSIONES

1. Como puede observarse, el presente trabajo ha venido desarrollando distintos aspectos relativos al mercado de valores. Se partió de la premisa relativa a cómo el capital es un aspecto determinante para lograr crecimiento económico, y cómo la creación de capital se logra sólo a través de un sistema de instituciones inclusivas, la existencia de un Estado de Derecho sólido que permita la salvaguarda de la propiedad, y un marco regulatorio seguro y previsible que respete la dignidad individual frente al poder del Estado.
2. Dentro de este contexto, el mercado de valores puede fungir como un instrumento idóneo para la creación de capital y para su asignación a inversiones que sean óptimas para el crecimiento económico. Ello viene dado por el hecho de que el mercado de valores se constituye como un elemento canalizador del capital, que permite transferir recursos entre ahorristas y los demandantes de activos de forma tal que el capital se integre a la actividad económica, fungiendo a su vez como un canal para la obtención de rendimientos y financiamiento.
3. En el caso de América Latina, y específicamente Venezuela, pudiera afirmarse que el mercado de valores se caracteriza por ser débil y concentrado. Como regla general, en Latinoamérica las compañías que hacen vida en el mercado cuentan con pocas compañías de accionariado disperso, la dominación de grupos de control y problemas de asimetría de información. Esta tendencia contrasta con el desarrollo del mercado de valores en países con mayor fortaleza institucional y apego al Estado de Derecho, como es el caso de Estados Unidos y Europa.
4. El análisis del marco regulatorio del mercado de valores se circunscribe a la disciplina del Derecho Bursátil y al análisis económico del Derecho. Con base en esta premisa, el estudio del referido marco regulatorio, debe partir de tres postulados esenciales, a saber: los criterios de racionalidad, eficiencia y el entendimiento de las normas jurídicas como precios. Siguiendo las ideas de Douglass North, uno de los elementos más relevantes para medir el desempeño económico se relaciona con el cumplimiento de los contratos y su marco legal correspondiente. De allí que se haga imperativo que cualquier estudio y posterior reforma del marco regulatorio del mercado de valores deba tomar en consideración esta premisa, su anclaje institucional, y los tres postulados descritos para la consecución de cualquier reforma normativa.
5. Si bien el mercado de valores venezolano tiene muchas similitudes con las características ofrecidas por sus pares latinoamericanos, la jurisdicción local ofrece sus peculiaridades propias en función de su situación político-económica. En efecto, el andamiaje legal del sistema financiero venezolano se caracteriza por

un proceso de transición de una economía capitalista hacia una economía colectiva, que trae consigo la acentuación del signo intervencionista del Estado y sus órganos de supervisión dentro del marco regulatorio, y la modificación de postulados esenciales del derecho privado en cuanto al proceder de la libertad individual y el ámbito de acción de lo que pueden hacer y tienen prohibido los particulares. Estos factores, entre otros, hacen más complejas aún las reformas que deben llevarse a cabo para lograr que el mercado de valores se convierta en un instrumento conducente al crecimiento económico en Venezuela.

BIBLIOGRAFÍA

- AARONS, Fred, *Contribuciones del Derecho para el Crecimiento Económico (Experiencias del control cambiario en Venezuela)*. Editorial Torino, C.A., Caracas, Venezuela, 2017.
- ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. *Why Nations Fail. The origins of power, prosperity, and poverty*, Profile Books, Londres, 2012.
- CORONEL GONZÁLEZ, Daiana Alexis, *Mercado de valores, instrumento de desarrollo económico y social* [en línea], *Revista Población y Desarrollo*, No. 29, Universidad de Asunción, Asunción: Paraguay, 2005, Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5654296.pdf>[Agosto 2019]
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM. *CGFS Papers No 62. Establishing viable capital markets*. [en línea] Bank for International Settlements. Enero 2019, p.5. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>[Agosto 2019]
- DE SOTO, Hernando, *The Mystery of Capital. Why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else*, Black Swan, Londres, 2001.
- DUISENBERG, Willem, *The role of financial markets for economic growth*. Discurso dado en la conferencia “*The Single Financial Market: Two Years into EMU*”, organizada por el *Oesterreichische Nationalbank*. Viena, 31 de mayo de 2001, p.1. Recuperado de: <https://www.bis.org/review/r010601b.pdf>[Agosto 2019]
- FARÍAS, José Miguel. *Financiamiento a través de la Bolsa de Valores de Caracas: una necesidad imperante para el empresario venezolano*, [en línea], 11 de enero de 2019. Disponible en: <http://rendivalores.com/financiamiento-a-trav-s-de-la-bolsa-de-valores-de-caracas-una-necesidad-imperante-para-el-empresario-venezolano.html>[Agosto 2019]
- GHERSI, Enrique. *El Costo de la Legalidad: Una Aproximación a la Falta de Legitimidad del Derecho*. [en línea] *Revista Themis*, No. 19, 1991, p.7 Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5110383.pdf>[Agosto 2019]
- KRIVOY, Ruth, *Hacia la estabilidad monetaria en Venezuela*. En: *Efectos de la inflación en el Derecho*. Academia de Ciencias Políticas y Sociales, Caracas, 1994, p.35
- HAYEK, Friedrich. *Camino de Servidumbre*. Alianza Editorial, Madrid, 2º edición, 1985, p.125
- HERRERA ORELLANA, Luis A. *Reflexiones a propósito de la progresiva eliminación de la autonomía de la voluntad en el Derecho venezolano*, Libro Homenaje al profesor Alfredo Morles Hernández. Tomo IV. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2012, pp.355-356

- LEZAMA; Juan Carlos; LAVERDE, Miguel Ángel; GÓMEZ, Carlos Arturo, *El Mercado De Valores Y Su Influencia En La Economía: Estudio Del Caso Colombiano 2001-2013* [en línea], Revista Internacional Administración & Finanzas, Vol. 10, No. 2, TheInstitutefor Business and FinanceResearch, 2017. Recuperado de: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/ibf/riafin/riaf-v10n2-2017/RIAF-V10N2-2017-3.pdf> [Agosto 2019]
- MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo. *La banca en el marco de la transición de sistemas económicos en Venezuela*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2011, p.33
- MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo. *Régimen Legal del Mercado de Capitales*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2006, p.20
- RENDIVALORES. *Bolsas de Valores en América Latina: descripción del mercado e importancia en el desarrollo de los Países*, [en línea], 10 de mayo de 2019. Recuperado de: <http://rendivalores.com/pdf/reportes/Mercado%20de%20Valores%20Latinoamerica.pdf>[Agosto 2019]
- RESTREPO SALAZAR, Juan Camilo. *El Derecho Bursátil. Una nueva expresión del derecho económico*, [en línea]. Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, N°. 68, Colombia 1985, p.12 Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5415595.pdf>[Agosto 2019]
- SALVOCHEA, Ramiro, *Employee Stock Ownership Plans como Instrumentos de Mejoramiento de los Mercados de Capitales Latinoamericanos*, Universidad de Palermo. [en línea], Recuperado de: https://www.palermo.edu/derecho/publicaciones/pdfs/Ramiro_Salvochea.pdf[Agosto 2019]
- SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. *U.S. Capital Markets Deck 2018*, [en línea], 6 de septiembre de 2018. Recuperado de: <https://www.sifma.org/resources/research/us-capital-markets-deck-2018/>[Agosto 2019]
- SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE VALORES (SUNAVAL), *Glosario de términos*, [en línea]. Recuperado de: http://www.sunaval.gob.ve/site/glosario_terminos.php?letra=m[Agosto 2019]