

# INVERSIÓN EN VALORES DE RENTA VARIABLE

## INVERSIÓN EN VALORES DE RENTA VARIABLE

Un instrumento de renta variable es aquel que no ofrece ni garantiza pagos fijos periódicos. Fundamentalmente, caen dentro de este concepto las acciones comunes.

Por tratarse de acciones comunes, representan una cuota parte del capital social del emisor, lo cual implica que el poseedor participa en la propiedad de la empresa. En el mismo orden de ideas, dan a sus titulares iguales derechos, y en caso de liquidación cobran de último, después de que haya satisfecho a los demás acreedores, por ser instrumentos de carácter residual. Este mayor riesgo asumido, crea la necesidad de hacer un análisis muy cuidadoso de las acciones antes de hacer una inversión, a lo cual nos referiremos más adelante.

## FIJACIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES

Al igual que cualquier otra inversión, el valor de las acciones dependerá del flujo de efectivo que genere; pero en este caso, esta comprobación es vital, por cuanto son instrumentos que no garantizan pagos fijos y, por el contrario, sus eventuales pagos tendrán una estrecha correspondencia con los flujos producidos.

En términos generales, el valor de una acción depende de:

- los flujos de efectivo que produce
- el momento en que se reciben los flujos, y
- la tasa de descuento que se les aplique

En el caso de los instrumentos de renta fija, los flujos de efectivo son conocidos casi con total precisión, con variaciones pequeñas, por objeto de cambios en las tasas de interés y cualquier eventual retención de impuesto sobre la renta. En el caso de las acciones, los flujos relevantes de una acción son los dividendos en efectivo que se reciben, los cuales guardan relación con las utilidades de la empresa y la política de dividendos y retención de utilidades que la misma tenga.

En este orden de ideas, para poder pronosticar los flujos de efectivo hay que primero que pronosticar la corriente de dividendos, lo cual, en casi todos los casos dependerá de:

- pronóstico de las utilidades futuras
- los dividendos en efectivo que pudiesen ser decretados a partir de esas utilidades pronosticadas
- el precio actual de las acciones (capitalización de la empresa)
- la tasa de crecimiento de las utilidades y, por ende, de los dividendos
- la tasa libre de riesgo que pagan los instrumentos del gobierno
- la prima de riesgo exigida por cada inversionista en particular
- la tasa de descuentos que cada inversionista aplicaría a esos flujos, para traerlos a valor presente o actual

Como puede verse, no es un cálculo sencillo porque muchas de sus variables están llenas de incertidumbre, porque dependen de eventos futuros. Esto significa un alto grado de riesgo, que ajustará el rendimiento que se aspire recibir.

## MODELOS DE EVALUACIÓN DE ACCIONES

La discusión abierta en los párrafos precedentes nos conducen a pensar que tenemos que hacer algunos cálculos relacionados con el valor de la empresa, para poder llegar a un buen estimado del valor de sus acciones. Iniciamos este análisis partiendo de la principal, aunque eminentemente teórica, medida de valuación de una empresa:

**Valor del negocio:** apreciación objetiva del precio por el cual podría venderse un negocio. Matemáticamente se podría representar por:

- (1) Valor Presente de los flujos futuros de efectivo, mas las oportunidades de crecimiento.
- (2) Valor de mercado de sus activos.

Cualquier valor que se obtenga por esta vía debe ser descontado para traerlo al valor actual. Pero ¿quién puede estimar cuales serán los flujos de efectivo que la empresa producirá en los próximos 20 años, y cuál va a ser el comportamiento de las tasas de interés, de la inflación, etc.?. Por ello, nos vemos obligados a buscar medidas alterna de valor. Antes de entrar propiamente en estos modelos, analicemos otros conceptos de valor.

- **Valor en libros:** representa el valor del patrimonio. Conceptualmente, si el Activo es igual al Pasivo más el Patrimonio; el valor en libros o patrimonio es igual al Activo menos el Pasivo. Este es un concepto más contable que comercial, porque depende del monto a que los activos y los pasivos estén registrados en la contabilidad. En el ámbito de este concepto, podemos inferir que el Valor en Libros de una acción sería el valor del patrimonio, dividido entre el número de acciones en circulación. Por ejemplo, si una empresa tiene activos por Bs. 24 billones, y pasivos por Bs. 16 billones; el valor en libros de la empresa sería de Bs. 8 billones, y el valor en libros de la acción sería el cociente de dividir esos ocho billones de bolívares entre el número de

acciones en circulación. Dentro del concepto de valuación de acciones, este podría catalogarse como el valor mínimo de cada acción, por cuanto este método hace abstracción de la capacidad de la empresa para generar utilidades.

- **Valor de liquidación:** es el valor representativo de los bienes (activos) del negocio, separadamente de sus intangibles (marcas de fábrica, plusvalía, etc.). Dicho en otras palabras, sería el monto en que puede realizarse un activo o grupo de activos de una empresa, si se venden en forma separada de la organización que los ha venido utilizando. A efectos del valor de la empresa equivaldría a decir que sería el monto de dinero neto que se recibiría por la venta de sus activos y el pago de sus pasivos. El saldo restante, que sería distribuido entre los accionistas, en proporción a las acciones que posean. También se aplica este concepto al flujo de efectivo que se genera por la venta de algo.
- **Valor de mercado:** es un valor públicamente conocido. El valor de mercado de mayor aplicación es de aquellas empresas que hacen oferta pública de sus acciones. Bajo este criterio, el valor de mercado de la empresa sería igual al precio de cierre de la acción en la rueda bursátil, multiplicado por el número de acciones en circulación. Si la empresa no hace oferta pública de sus acciones, habría que buscar otra de características similares (tamaño, volumen de ventas, patrimonio, etc.), que permita calcular su valor. Se puede decir entonces que es el precio conocido en cualquier momento, en virtud del cual un tercero pagaría por la empresa o por un bien de características similares. Un ejemplo de "valor de mercado" se da cuando queremos vender un automóvil; lo primero que hacemos es ver la prensa o visitar vendedores de autos usados, para ver cual es el precio aproximado que tiene uno similar al que queremos vender.
- **Valor de reposición:** consiste en la determinación, por parte de peritos independientes, del costo de reposición de sus activos y de sus pasivos, cuya diferencia sería el valor del patrimonio. Algunos analistas creen que este valor debe estar muy cercano al valor de mercado. De no ser así, debe haber un desequilibrio entre la apreciación del público sobre la empresa y su realidad. Por ejemplo, si el valor de reposición excede al valor de mercado, indica que la apreciación del público es pobre sobre la actuación de la empresa; por el contrario, si el valor de mercado es mayor que el valor de reposición, indica que el público tiene una mejor opinión de la empresa, que lo que en realidad vale. Este caso puede ser peligroso, porque podría estimular a los competidores a atacar a la empresa. Por cierto, y aunque no es material relevante a esta discusión, el cociente de dividir el valor de mercado entre el valor de reposición, se le conoce como " el índice q de Tobin", en honor a James Tobin (1918-2002), premio Nóbel de Economía 1981, quien señaló que esta relación siempre tendría que tender a 1, y que cualquier desviación importante debería ser analizada e investigada.
- **Valor del negocio en marcha:** es el representativo del negocio en operación; es decir, incluidos tanto sus activos tangibles como los intangibles. Se puede decir entonces que es el monto que otra empresa o individuo estaría dispuesto a pagar por un negocio en operación. Por esto último, se puede decir que es el valor que el negocio tiene ante terceros.
- **Valor intrínseco:** es un valor subjetivo que cada persona asigna a las cosas. Es un valor esperado, de acuerdo con la visión que un analista tenga sobre las oportunidades del negocio, y que normalmente no tienen justificación matemática. Se puede también decir que es el valor justo (justiprecio) que se le asignan a las cosas por sus características o por hechos relacionados con ellas, tal como sería el flujo de efectivo, el nivel de riesgo que representa, etc. Un ejemplo clásico de este tipo es el valor sentimental que le asignamos a algunas cosas.

#### DETERMINACIÓN DEL PRECIO CON EL MODELO DE DIVIDENDOS

El modelo más popular para determinar el precio ( $P_0$ ) de una acción de una empresa en marcha parte de la observación de lo que un inversionista espera recibir en cierto período, por concepto de dividendos en efectivo y ganancias o pérdidas de capital. Para empezar, se parte del plazo de un año, para el cual se estima el dividendo a recibir ( $D_1$ ) y el precio ( $P_1$ ) a que se podría vender la acción al final de ese plazo, descontando tales flujos estimados a una tasa ( $k_s$ ) que puede ser el costo de capital del inversionista o el costo de oportunidad del dinero.

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1 + k_s)}$$

Ahora bien, si asumimos que el precio de la acción podría incrementarse a una tasa de crecimiento ( $g$ ), la fórmula podría ser reescrita de la siguiente manera:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_0 * (1 + g)}{(1 + k_s)} = \frac{D_1}{k_s - g}$$

Esta última es la fórmula fundamental para estimar el precio de una acción, para un año, con un crecimiento (g) constante.

Para calcular el precio para varios períodos, habría que trabajar con una ecuación como la siguiente:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + k_s)^1} + \frac{D_2}{(1 + k_s)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + k_s)^n}$$

Sin embargo, como sería sumamente difícil estimar los dividendos en los diferentes períodos, porque lo más seguro es que haya diferentes patrones de crecimiento y otras variables, se acepta universalmente que siempre se utilizará el método de un año, antes indicado.

Hemos insistido que el principal flujo de efectivo de las acciones son los dividendos, pero para que pueda haber una declaración y pago de dividendos, es imprescindible que antes haya utilidades. La Ley de Mercado de Capitales establece que las empresas que hacen oferta pública de acciones deben pagar el 50% de sus utilidades en dividendos, y de ese porcentaje, al menos el 25% debe ser pagado en efectivo. De esta disposición se desprende que al menos el 12,5% de las utilidades debe fluir hacia los accionistas en forma de dividendo en efectivo.

Por norma general, las utilidades (E) que obtienen las empresas en un período t se dedican al pago de dividendos (D), mientras que un porcentaje (b) se retienen como utilidades no distribuidas para futuras. De allí que la fórmula para el cálculo de dividendos es la siguiente:

$$D_t = (1 - b) E_t$$

Este conocimiento puede ser vital para el inversionista, porque con esa información puede calcular el Valor Intrínseco de la Empresa, para tomar su decisión. Como ya dijimos antes, el Valor Intrínseco es un valor subjetivo que se le asigna a las cosas, en función de ciertas características. En el caso que nos ocupa, el Valor Intrínseco, lo derivamos del flujo de efectivo que por la vía de dividendos puede producir el título en que se invierte. Por ello, si conocemos o podemos estimar con cierta aproximación el monto de las utilidades futuras; podríamos derivar de allí cual va a ser el monto de los dividendos a repartir, los cuales descontaríamos a una tasa apropiada, que puede ser el costo de capital, o el costo de oportunidad, o el costo ajustado por riesgo. Los flujos estimados, descontados a la tasa que se seleccione es lo que nos da el Valor Intrínseco de la Empresa. Conocido este valor, lo comparamos con el Valor de Mercado, para tomar nuestra decisión:

Si el VALOR INTRÍNSECO es mayor que el VALOR DE MERCADO, se debe invertir

Si el VALOR INTRÍNSECO es menor que el VALOR DE MERCADO, se debe vender, o no invertir

#### TIPOS DE ANÁLISIS

Todo lo descrito en los párrafos precedentes nos da una clara idea de que la inversión en acciones tiene un elevado nivel de riesgo, que se magnifica cuando tomamos en cuenta que representa un compromiso a largo plazo con una empresa y su actuación.

Ese compromiso nos obliga a ser muy cuidadoso en la inversión, porque eventualmente puede significar la pérdida de nuestro dinero. Por eso, es necesario que tengamos un cierto conocimiento de otros factores de riesgo que pueden afectar el rendimiento de la inversión; tales como la influencia del entorno o de la economía global, la influencia de la industria o sector en que se encuentre nuestra posible inversión, y empresa misma.

La Administración de Inversiones (*Investment Management*) provee modelos o análisis que nos permiten obtener cierta información que, bien interpretada, nos pueden permitir una decisión mucho más conciente.

Los tipos de análisis más importante son:

El análisis fundamental

El análisis técnico

El análisis empírico, basado en información privilegiada y en arbitraje.

En este capítulo y el siguiente revisaremos estos conceptos; los cuales, como ya se mencionó, permiten tomar un apropiada decisión, porque nos permiten estimar el Valor de la Empresa, y

Si el VALOR ESTIMADO es mayor que el VALOR DE MERCADO, se debe invertir

Si el VALOR ESTIMADO es menor que el VALOR DE MERCADO, se debe vender, o no invertir

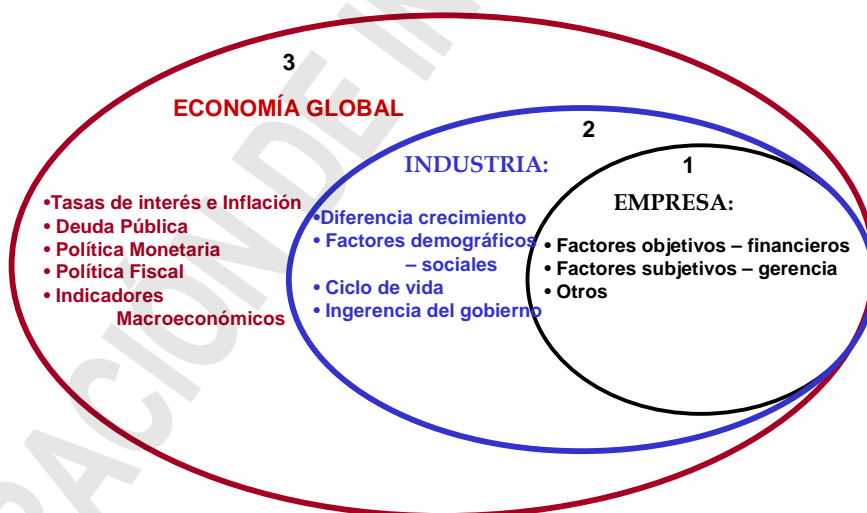
## EL ANALISIS FUNDAMENTAL

Como dijimos antes, parte del riesgo que se asume en este tipo de inversión proviene de la posibilidad de que el emisor no cumpla con los pagos pautados. También observamos que también existe un riesgo proveniente de las condiciones del mercado de valores y del comportamiento de la economía en general. Por eso, nadie debe hacer una inversión en valores si no conoce bien a la empresa en que está invirtiendo y el entorno en el cual se encuentra..

En el caso de inversión en acciones, este aspecto es de vital importancia, por cuanto es obvio que los dividendos dependen de las utilidades que la empresa pueda tener y la recuperación del capital depende de la salud de la empresa, pero las ganancias de capital dependen de la salud y solidez del mercado de valores (o mercado de capitales, si prefieren). De hecho, existen factores en la vida económica del país que afectan directamente a las empresas e indirectamente al mercado; pero también pueden funcionar a la inversa; es decir, afectan en forma directa al mercado e indirectamente a las empresas.

Por las razones expuestas, para tomar el riesgo de invertir en acciones, se hace necesario tener un análisis de la economía global, de la industria o sector en que se encuentra la empresa objeto de la inversión y, por supuesto, de la empresa misma. De este asunto de encarga el ANÁLISIS FUNDAMENTAL, el cual podemos definir como: *la investigación o análisis pormenorizado que se realiza, utilizando toda la información disponible sobre la empresa y el mercado, para predecir el valor de las acciones, basándose en variables tales como las expectativas de ganancias y dividendos de las empresas, atendiendo al comportamiento futuro las variables económicas del sector y del país en la cual se encuentre localizada.*

## MODELO DE ANALISIS FUNDAMENTAL



Inocencio Sánchez B., PhD. – Adaptado del Modelo de Competitividad de la ONU

Hay muchas formas de realizar el ANÁLISIS FUNDAMENTAL; sin embargo, el autor ha preferido hacer una adaptación corregida del Modelo de Competitividad de la ONU, que plantea que para que la empresa pueda ser competitiva, es necesario que su entorno mas cercano, el ambiente nacional, y el medio internacional creen las condiciones requeridas para la competitividad; en otras palabras, no basta que la empresa sea excelente; solo podrá alcanzar competitividad de clase mundial, si las condiciones externas se alinean con su misión. Usando este mismo criterio, podemos señalar que la generación de riqueza por parte de una empresa solo será posible estimarla después de analizar la economía global, la industria o sector donde opera, y la empresa misma.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA GLOBAL

Las acciones tienden a comportarse como un rebaño, que se mueven juntas, siguiendo la pauta que marca la mayoría, que usualmente sigue a su vez a un líder o lidereza. Seguramente, algunas se queden varadas, como también ocurre en los rebaños, pero si analizamos su comportamiento a largo plazo, observaremos que un buen número de ellas sigue con precisión casi absoluta los movimientos de la economía global. Los inversionistas o sus asesores necesitan saber cuales son estas acciones y cuales son las relaciones básicas entre los movimientos de los precios y las variables de la economía. En tal sentido, hemos seleccionado algunos de los factores que deben ser incluidos en el análisis, por su peso específico en el movimiento económico de cualquier país.

**TASAS DE INTERÉS E INFLACIÓN:** Cuando analizábamos el cálculo del precio de los bonos u obligaciones (instrumentos de renta fija), veíamos que este dependía en gran medida, aparte de su vencimiento y tasa de interés del cupón, del nivel de las tasas de interés en el mercado financiero. Esto último es también una realidad en la inversión en instrumentos de renta variable. Y es así porque la mejor manera de medir el éxito o el fracaso de las inversiones es a través de los rendimientos reales que se obtienen; es decir, considerando la tasa de interés del mercado y la tasa de inflación de la economía.

Como estos son conceptos que ya hemos discutido con anterioridad (El Valor del Dinero en el Tiempo), solo a manera de refrescamiento, recordemos algunos conceptos básicos.

Quando hablamos de “tasas”, hay que aclarar que, salvo que se diga lo contrario, las tasas de interés son “anuales”, y que pueden ser nominales y efectivas. También hay tasa de inflación, tasa real y tasa libre de riesgo.

- Tasa nominal: es la tasa de interés que se pacta o se menciona en el documento, como medidor del costo o del lucro a ser entregado.
- Tasa efectiva: es la tasa de interés que realmente (efectivamente) se paga, sin perjuicio de la tasa de interés nominal. Por ejemplo, si un préstamo a 90 días se pacta al 24% anual y el interés se paga por adelantado, la tasa efectiva resulta 25.53%, mayor que el 24% pactado. De igual forma, cuando el período de capitalización de los intereses no coincide con el período de pago, se producen diferencias entre la tasa nominal y la efectiva.
- Tasa de inflación: la inflación es un proceso económico originado por un aumento del dinero en poder del público (liquidez) sin el correspondiente incremento en la oferta de bienes y servicios, produciendo un aumento significativo y sostenido en el nivel general de precios, con la correspondiente pérdida del poder adquisitivo de la moneda. Este aumento de precios o pérdida del poder adquisitivo se mide mediante la aplicación de índices de precios, que son realmente tasas, porque miden el aumento relativo de los precios. Matemáticamente la podemos calcular así:

$$\text{Tasa de Inflación} = \frac{\text{precio actual}}{\text{precio base}} - 1$$

- Tasa real: en procesos inflacionarios, como el que ha vivido Venezuela a partir de 1983, usualmente la tasa de interés que se pacta por un préstamo o por una colocación de dinero, resulta erosionada por efecto de la inflación. La resultante, después de considerar este efecto es lo que se conoce como tasa de interés real. Se puede hablar de tasa de interés real positiva, cuando el efecto erosionador de la inflación no consume totalmente la tasa pactada. La tasa de interés real negativa, por el contrario es cuando el efecto erosionador de la inflación es superior al interés pactado. Matemáticamente la podemos calcular así:

$$\text{Tasa real} = \frac{(1 + \text{tasa nominal})}{(1 + \text{tasa de inflación})} - 1$$

- Tasa libre de riesgo: es la tasa de interés ofrecida por aquellos instrumentos que, en teoría, no presentan riesgo de incumplimiento; es decir, existe una certeza de cobrar el rendimiento y recuperar el capital. Universalmente se acepta que solo los instrumentos emitidos por el gobierno nacional cumplen con esta premisa. En el caso venezolano se asume que los instrumentos de mercado abierto colocados por el Banco Central de Venezuela, con el objeto de controlar la liquidez (bono cero cupón, títulos de estabilización monetaria - TEM o Repos) son instrumentos marcadores de la tasa libre de riesgo. Sin embargo, universalmente se acepta que el instrumento marcador por excelencia es la letra del tesoro a 90 días.

El tema de la inflación tiene mucha importancia en el análisis de una inversión, porque si el rendimiento obtenido está por debajo del índice inflacionario, el dinero invertido está perdiendo poder adquisitivo; es decir, se está erosionando. La ventaja que tiene la inversión en acciones es que protege al inversionista contra los efectos de la inflación. Como ya hemos señalado en anteriores oportunidades, la acción representa una cuota parte del capital social de la empresa, y que representa la inversión neta que ella tiene en activos productivos. Ahora bien, en procesos inflacionarios, esos activos aumentan de valor, a un ritmo menor, igual, o mayor que el de la inflación; con lo que el valor de la inversión o de la acción tiende a ajustarse periódicamente. Por ejemplo, en Venezuela la inflación de 2005 fue 14,4%; mientras el rendimiento del mercado bursátil fue 31,9% negativo. Esto indica que si alguien hubiese hecho una inversión en un portafolio de acciones contentivo de todas las acciones que integran el Índice Bursátil Caracas habría tenido un rendimiento real de 40,5% negativo (pérdida). Sin embargo, en 2006 la inflación fue de 17,0%, pero la ganancia del mercado fue 156,1%; por lo que en la misma situación anterior, el inversionista hubiese ganado 119,0% a la inflación.

**DEUDA PÚBLICA:** Uno de los temas que nunca pierde actualidad es el endeudamiento del gobierno; vale decir, el endeudamiento del país. Su discusión se ha llevado del plano meramente económico al plano político y social, para cuestionar al gobierno si no se endeuda, porque pierde la oportunidad para ejecutar las obras de infraestructura y sociales, necesaria para el crecimiento del país; pero si se endeuda se le acusa de estar comprometiendo inconsultamente a las generaciones futuras. Todo esto podría ser solucionado si todos nos pusiéramos de acuerdo en que el endeudamiento del país debe tener unos parámetros basados en el Producto Interno Bruto (PIB). Pero el punto que nos interesa es saber no es el nivel adecuado, sino cual es el nivel actual de la deuda pública.

Este dato es importante por cuanto, cuando el país tiene niveles de deuda demasiado altos, tiene que mantener las tasas de interés elevadas para poder hacer atractivas las futuras colocaciones, y ya sabemos que las altas tasas de interés generan un riesgo inflacionario. Otro peligro que existe ante la presencia de altos índices de endeudamiento, es que el gobierno caiga en la tentación de emitir “dinero inorgánico” para disminuirla, bien repagando la deuda existente o para cubrir sus déficit de caja. Como ya dijimos antes, el exceso de liquidez, sin la debida cobertura y sin la oportuna generación de bienes y servicios, tiende a ocasionar procesos inflacionarios.

**POLÍTICA MONETARIA:** La ley del Banco Central de Venezuela obliga a esta institución a asegurar que las existencias de dinero crezcan a una velocidad apropiada, a objeto de acompañar el desarrollo económico del país, y evitar que haya excedentes o déficit de dinero en poder del público. Sin embargo, es muy difícil calcular a qué se puede llamar una “velocidad apropiada” Por ejemplo, el autor opina que la velocidad a que se mueva la masa monetaria debe estar en función del nivel de reserva monetaria (Reservas Internacionales) del país y de la paridad cambiaria; sin embargo este criterio no es compartido por cierto número de economistas.

Otro aspecto relevante sobre este factor es que los instrumentos de política monetaria de que dispone el instituto emisor (BCV) solo permiten un control parcial de liquidez, por cuanto se aplican desfasados, porque cuando se conoce el monto total de la liquidez monetaria en poder del público, ya han transcurrido por lo menos diez días, y mientras los instrumentos se aplican, pueden transcurrir otros cinco. Esto hace que cuando se aplica el correctivo, ya han transcurrido tres semanas, lo cual hace que, en términos generales, el correctivo sea insuficiente.

**POLÍTICA FISCAL:** en concordancia con la política fiscal que fije el gobierno se determinan los niveles de gastos e impuestos que van a ser ejecutados. Un crecimiento acelerado y desordenado de los gastos obliga al gobierno a crear nuevas fuentes de ingresos mediante el establecimiento de más impuestos. En Venezuela podemos mencionar, a título de ejemplo, el Impuesto al Débito Bancario (IDB). Este impuesto, a todas luces confiscatorio, por cuanto no grava una actividad económica, sino una actividad ordinaria de emisión de cheques para el pago de bienes y servicios, ha tendido que ser mantenido, indefinidamente por ahora, por el elevado nivel de gasto público. Entendemos que los impuestos son necesarios porque representan la fuente principal de ingresos del Estado, para financiar el gasto público y, por lo tanto, es un deber ciudadano contribuir con el mismo pagándolos. Sin embargo, los impuestos deben reunir al menos tres condiciones:

- Tienen que ser proporcionales a la capacidad de pago del contribuyente; es decir, los tributos deben guardar relación con la renta y riqueza de los sujetos de impuesto.
- Debe haber una estrecha relación entre los impuestos que se pagan y los beneficios que se reciben; es decir, el estado debe utilizar los recursos recaudados para implementar programas de mejora continua en los servicios que está obligado a prestar.
- Tienen que ser equitativos; es decir, que las personas esencialmente iguales deben ser gravadas por igual, sin distinciones de ninguna índole.

Estas condiciones o principios conducen a señalar que objetivo fundamental de los impuestos es disminuir la desigualdad social; por cuanto si los que más ganan más pagan y los servicios públicos mejoran, los que menos ganan recibirán un mejor trato. Pero, observamos que en nuestro país no ocurre así porque el Estado se empeña en ser ineficiente y gasta por encima de sus ingresos, tributarios y no tributarios, generando un déficit fiscal importante, el cual intenta luego financiar con la creación de nuevos impuestos, sin intentarlo por otras vías, como la racionalización del gasto público.

Lo que posiblemente no se ha entendido es que la política fiscal tiene que actuar en forma conjunta con la política monetaria y la administración global de la economía. Se ha demostrado en las economías avanzadas, que el crecimiento económico es inversamente proporcional a la carga fiscal. Cuando el país tiene demasiados tipos de impuestos, el dinero para el gasto familiar y empresarial se reduce, restringiendo el consumo, con lo cual las empresas obtienen menos utilidades (y a veces pérdidas) disminuyendo su aporte al fisco nacional. Por el contrario, cuando la carga fiscal es baja, el consumo se potencia; las empresas obtienen más ganancias y pagan mas impuestos, compensando y a veces incrementando lo que el gobierno dejó de recibir por otras vías.

**INDICADORES MACROECONÓMICOS:** los cambios en la economía pueden ser estimados analizando los indicadores macroeconómicos, por cuanto los ciclos económicos tienden a repetirse en forma regular, con cierta

periodicidad (lo que ocurrió en el pasado, ocurrirá en el futuro). Existen muchas variables económicas, pero su medición puede demostrar que el fenómeno económico que representan esta por ocurrir, está ocurriendo, o ya ocurrió. Atendiendo a este conocimiento, se pueden dividir estos indicadores en tres grandes categorías:

1. Indicadores económicos adelantados (*leading indicators*): preceden o anticipan movimientos en la economía; es decir, tienden a sufrir variaciones antes de que ocurra una variación en el PIB
2. Indicadores económicos coincidentes (*roughly coincident indicators*): varían al tiempo de producirse un movimiento en la economía.
3. Indicadores económicos retrasados (*lagging indicators*): se presentan como una consecuencia de una variación en el PIB

#### EJEMPLOS:

Indicadores económicos adelantados:

- Días de trabajo promedio semanal de las empresas
- Solicitudes semanales promedio de seguro de paro forzoso
- Índice de nuevos pedidos de bienes de consumo
- Porcentaje de cumplimiento de entrega de los proveedores
- Creación de nuevos negocios o empresas
- Índice de contratos y de pedido de bienes de capital
- Índice de nuevos permisos de construcción
- Cambios netos en inventarios
- Cambios en los precios de insumos
- Índice de Capitalización Bursátil
- Liquidez Monetaria
- Cambios en los saldos de préstamos de la banca

Indicadores económicos coincidentes:

- Número de trabajadores no agrícolas
- Índice de producción industrial
- Índice de nuevos trabajadores
- Índice de producción manufacturera y transacciones comerciales

Indicadores económicos retrasados:

- Duración promedio del empleo
- Nivel de inventarios de productores y comerciantes
- Costo unitario de mano de obra por unidad de producción
- Préstamos industriales y comerciales pendientes de pago
- Razón de deuda a ingreso de los consumidores
- Tasa activa promedio

En Estados Unidos de América (USA) se ha logrado combinar estos índices en cada una de las categorías, para calcular uno solo por tipo. Lamentablemente, en Venezuela no se ha desarrollado la cultura de trabajar con indicadores macroeconómicos, y solamente en los últimos años hemos observado gente preocupada por conocer cuál es la variación del PIB, cuál es el nivel del IPC, cuánto es el desempleo, etc., por solo citar algunos.

#### ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA O SECTOR

Las características del entorno económico específicas para determinada industria o sector es casi seguro que afecten en forma similar a todas o casi todas las empresas presentes en esa misma rama o sector de la economía. Por eso, el análisis de la INDUSTRIA atiende a "parecidos familiares" entre empresas de un sector en particular. Las variables que afectan a toda la industria son factores determinantes en la corriente futura de dividendos y ganancias de capital que puedan esperarse de las empresas en ese sector. Atendiendo a este criterio o premisa, hemos seleccionado algunos de los factores que deben ser incluidos en el análisis, por el impacto que tienen en el desempeño de las empresas.

**DIFERENCIAS EN CRECIMIENTO:** se analizan variaciones en inversiones, producción y productividad. Una industria cuya característica sea la de renovar periódicamente sus propiedades, es símbolo de que siempre estará a la vanguardia en sus productos y, por ende, se puede anticipar un crecimiento importante. Por el contrario, si el monto de sus inversiones es bajo, podemos inferir que es un sector estancado. Lo mismo sucede con los niveles de producción; un crecimiento indica mayores mercados, pero una disminución o estancamiento, implica situaciones problemáticas. La productividad está relacionada directamente con utilidades. Una industria con buenos niveles de productividad promete empresas rentables; por el contrario, industrias de baja productividad prometen empresa con problemas financieros.

**FACTORES DEMOGRAFICOS Y SOCIALES:** se analizan estos factores, porque ellos pueden tener efectos muy importantes sobre el mercado accionario.

**Edad de la Población:** de acuerdo con la edad, las personas tienen diferentes gustos, intereses y necesidades. Estas actitudes influirán en la forma en que ellos orientan el gasto. Por ejemplo, una empresa que produzca bienes o servicios para jóvenes, podría tener problemas futuros, en un medio donde la población esta envejeciendo.

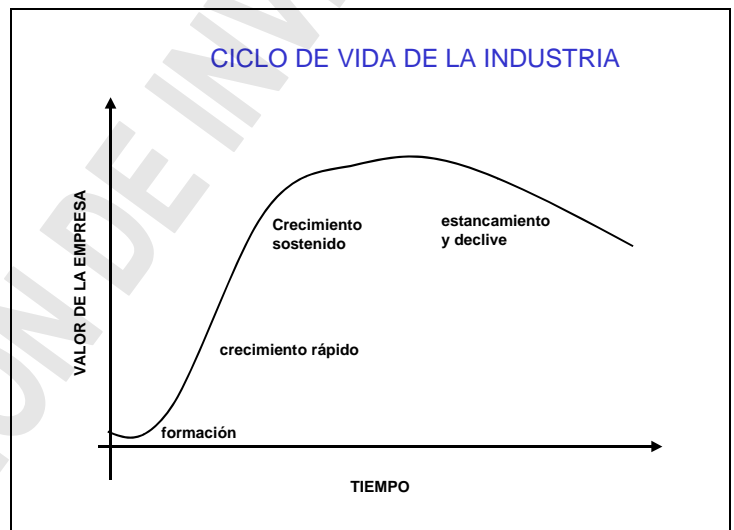
**Distribución del Ingreso:** este aspecto tiene mucha relación con el anterior, por cuanto la edad normalmente modifica la distribución del ingreso. Los ingresos tienden a crecer cuando la persona se hace mayor, y si el mercado de la empresa es gente adulta, podría significar un gran potencial. Este criterio también puede ser aplicado a los segmentos económicos de la población. Por ejemplo, en el caso venezolano, las clases C y D están creciendo, en detrimento de los grupos A y B.

**Los sindicatos:** estas organizaciones han dejado de ser conciliadores para convertirse en fuentes de conflicto. Por ello, es necesario analizar la fuerza de los sindicatos en el sector o industria.

**La Mezcla Industrial:** este factor tiene que ver con posibles cambios de ramo o de alcance de las industrias. Por ejemplo, un sector puede considerarse que es más económico importar o subcontratar su producción, con lo cual su ramo se traduce más en comercio que en industria.

**Patrones de Empleo:** en las actuales circunstancias, a pesar de los modelos de productividad o de reducción de costos, una industria de alto nivel de empleo tiende a ser mejor vista que una empresa de alta tecnología. Lo ideal es buscar un equilibrio.

**CICLO DE VIDA DE LA INDUSTRIA:** la tasa esperada de crecimiento de sus utilidades y, por ende, de los dividendos son variables con mucho peso en la decisión de inversión. Buenas tasas de crecimiento solo son posibles en industrias con empresas consolidadas. El ciclo de vida de la industria es el patrón usual por el que atraviesa toda organización. En una industria joven, el crecimiento de las ventas puede ser importante, pero posiblemente sus utilidades estén afectadas por los gastos de puesta en marcha. Cuando alcanzan su madurez, aun cuando sus ventas pueden no tener una tasa de crecimiento muy alta, si lo son sus utilidades. Obviamente que también hay que tener en cuenta los patrones de inversión. Si la industria fomenta la inversión, puede alargar el crecimiento mediante nuevas inversiones, que le permitan cortar a tiempo cualquier posible declive..



**INGERENCIA O PARTICIPACIÓN DEL GOBIERNO:** la actuación del gobierno ante determinada industria puede ser un factor determinante en una decisión de inversión. Hay que preguntarse si hay regulación en el sector, y de haberla, que tan fuerte o inflexible es; cómo son las cargas fiscales o impositivas; qué programas de apoyo y subsidios maneja el gobierno hacia el sector analizado. Hay sectores que aun estando regulados son atractivos, por cuanto el gobierno, a través de programas sociales brinda un gran apoyo; pero también hay sectores con poca o ninguna regulación, pero con altos impuestos.

#### ANÁLISIS DE LA EMPRESA

La receptora final de nuestros fondos va a ser la EMPRESA, por lo que resulta obvio que su análisis es muy importante. La idea es "ponerle la lupa" a su actuación para ver que se puede esperar de ella. Separemos los factores en objetivos, subjetivos y otros.

**FACTORES OBJETIVOS – FINANCIEROS:** estos tienen que ver con la salud económica de la empresa, y por eso, la mayoría de ellos deben ser vistos a través de "números" extraídos de sus estados financieros.

**Utilidades Contables Actuales:** como base para proyecciones, debe obtenerse los estados de resultados de al menos tres años, para evaluar los ingresos obtenidos y la utilidad generada.

**Índice de Crecimiento de Utilidades:** con las cifras obtenidas de estados de resultados se puede evaluar cual ha sido el comportamiento en esos años. La idea es que mediante métodos estadísticos podamos determinar la tasa de crecimiento, que posteriormente pueda ser extrapolada para ejercicios futuros.

**Pronósticos de Utilidades:** obtenido el crecimiento, se pueden generar escenarios para calcular cual es la utilidad más probable a obtener en los próximos años. Se recomienda la generación de escenarios para lograr la mejor aproximación posible.

**Política de Dividendos:** como se mencionó en un escrito anterior, las utilidades se comparten entre dividendos y reinversión. La política de dividendos nos dará información sobre los dividendos que puedan ser esperados, en virtud de las utilidades pronosticadas. Recordemos nuevamente que la legislación venezolana (Ley de Mercado de Capitales) prescribe que de las utilidades obtenidas, un 50% por lo menos debe ser distribuido en dividendos; y de éstos, al menos el 25% debe ser en efectivo. Si la empresa ha adoptado esta norma como política, se puede esperar un 12,5% de la utilidad en forma de dividendos en efectivo y 37,5% en nuevas acciones.

**Índices Financieros:** como ya sabemos, los índices financieros representan la forma de mayor utilidad para analizar las finanzas de la empresa. A pesar de que existen índices de liquidez, de actividad, de apalancamiento y de utilidad, es recomendable aplicar por los menos los índices que representan riesgo; es decir, los de liquidez y los de apalancamiento. Otra recomendación es analizar varios años para evaluar la tendencia. Un solo año puede tener resultados engañosos.

**Notas a los Estados Financieros:** la experiencia nos dice que muchas transacciones aparecen "diluidas" en las cifras de los estados financieros, y no es posible evaluarlas al menos que se conozcan. Si la partida es relevante, debe estar incluidas en las notas a los estados financieros; por lo que la lectura de esta sección es una necesidad en el análisis fundamental.

**Capitalización y Crecimiento de Valor:** la parte de la utilidad que no es distribuida como dividendos pasa a formar parte del capital social de la empresa. Vale la pena saber como es el comportamiento de los diferentes valores financieros asociados a la empresa (Valor en libros, Valor de liquidación, Valor de mercado, etc.). De ser posible, deben aplicarse herramientas como el EVA (Valor Económico Agregado) y el BSC (Balance Score Card).

**FACTORES SUBJETIVOS – GERENCIA:** no solo los números son importantes, también hay que echarle un vistazo a como son ellos administrados. Por ello, es recomendable evaluar algunos aspectos que tienen que ver con este renglón.

**Calidad de la Administración:** los administradores son los que toman las decisiones relevantes en una empresa, y por lo tanto, son los artífices de su futuro. Aun cuando mucha de esta información puede ser obtenida a través de los estados e índices financieros, nunca está demás hacer una investigación que refleje como se toman esas decisiones. Siempre es válido saber quienes son los administradores, que nivel académico y experiencia poseen, etc.

**Percepción de Público hacia la Empresa:** la percepción que el público tenga sobre la actuación de la empresa puede jugar un papel importante en el valor de la empresa. Si la empresa es bien aceptada, es seguro que sus productos y, en general, sus actividades sean aceptadas de buena manera.

**Reputación de los productos y servicios:** la calidad y la reputación de los productos o servicios de una empresa influyen también en su valor y, por ende, en la decisión de inversión. Dentro de este mismo concepto, una buena reputación tiende a alejar a la competencia, logrando mayores ingresos y utilidades.

**Investigación y Desarrollo hacia la Innovación:** la inversión en investigación y desarrollo tiende a garantizar la estabilidad de los ingresos de las empresas. La mejora continua en sus procesos y en sus productos es muy bien percibida por los clientes servidos.

**Responsabilidad Social:** cada día el factor de la responsabilidad social de las empresas es tomado mas en cuenta. Las empresas que no toman en cuenta el bienestar de sus clientes y trabajadores, que no le dan la importancia debida al medio ambiente y la comunidad donde se encuentran localizados, pueden afrontar grandes pérdidas, no solo por las eventuales demandas que pueda afrontar, sino también por el rechazo que tienen de sus clientes.

**Potencial:** un factor bien importante en la decisión de inversión es el potencial que la empresa objeto tenga. Este potencial puede ser en sus productos, en su mercado o en ambos. También se puede evaluar desde el punto de vista de fusiones con otras empresas para ampliar sus mercados o sus productos, etc. En cualquiera de los casos, la empresa iría hacia un crecimiento, aumentando el valor de la inversión.

**OTROS FACTORES:** para completar la visión que se tenga de la empresa, es menester no dejar nada al azar. Por lo tanto, se recomienda investigar acerca de cualquier factor que pudiese influir en los resultados o en los flujos de caja de la empresa que, en definitiva, es lo que le dará valor a nuestra inversión. Algunos ejemplos de las "otras cosas" que debemos investigar son las siguientes:

**Conocer el negocio de la empresa:** si usted va a invertir en un negocio, aun cuando este vaya a ser manejado por otros, no deje de interesarse por investigar de que se trata. No es de esperar que se convierta en un experto, pero mientras más sepa del mismo, más difícil será que lo puedan engañar.

**Conocer su misión, visión y valores:** quizás sea algo que se puso de moda, pero si lo vemos bien, nos daremos cuenta que “bien administrados” producen buenos resultados. Si usted conoce la misión, la visión y los valores que la empresa tiene, más fácil le será investigar si estos son compartidos por todo el personal. Cuando todos estos conceptos son realmente conocidos y compartidos por todos, los resultados son sorprendentes..

**Revisar su Memoria y Cuenta:** ya lo mencionábamos cuando hablamos del análisis de los factores objetivos. En la memoria y cuenta están muchas veces reflejados elementos que, a pesar de que puedan ser cuantificables, no se incorporan a los estados financieros por tratarse de contingencias, oportunidades y amenazas, y la única forma de enterarse de su existencia es leyendo la memoria y cuenta que los administradores presentan a la Asamblea de Accionistas.

**Investigar sobre notas de prensa:** la prensa muchas veces trae informaciones que pueden ser relevantes al momento de hacer una inversión. Bien sea porque el periodista haya sido muy acucioso y se haya enterado de cosas que están sucediendo o van a suceder (inversiones, productos, fusiones, adquisiciones, etc.), o porque a la empresa le interesa que sean conocidas y envíen una nota de prensa; pero lo cierto del caso es que hay que estar muy pendientes de las cosas que se dicen o se hacen en el entorno de la empresa.

**Informes de asesores y analistas:** las casas de bolsa, los corredores públicos de valores, y muy especialmente los analistas financieros en general, siempre están produciendo información hacer del mercado de valores, y hay que estar pendientes para conseguir esa información. Por supuesto que hay que tener cuidado con lo que se obtiene por este medio, porque puede haber un interés particular en promocionar un evento o un título de la empresa, y intermediario puede utilizar este mecanismo para hacerlo.

**Conversar con la gente:** es impresionante la información que se puede tener de conversaciones informales con la gente, especialmente si están relacionados de alguna forma con la empresa (trabajadores, proveedores, clientes, etc.). Eso sí, no deje de validar la información obtenida, pues puede tratarse de una especie de chisme o información mal intencionada.

## ANÁLISIS PORTER

Es importante destacar el análisis estratégico / competitivo que definió Michael E. Porter y que puede ser utilizado de manera sustitutiva, por su facilidad de aplicación.

Porter concibe la empresa como un centro sobre el que actúan cinco fuerzas competitivas diferentes: barreras de entrada o nuevos competidores, productos sustitutivos, poder de los clientes, poder de los proveedores y la competencia o rivalidad entre empresas. Además, hay una fuerza adicional, que es la legislación que se debe considerar. La conjunción de estas fuerzas sobre la empresa provoca que ésta alcance rentabilidades superiores / inferiores al costo de capital, lo que aumenta / disminuye su atractivo. En cada una de las fuerzas mencionadas se pueden analizar aspectos como:



- Barreras de entrada: economías de escala, fondo de comercio, costos de entrada en el sector, redes de distribución, etc. Por ejemplo, las redes de distribución en España son una de las mayores barreras de entrada "naturales" de algunos sectores (bancario, tabaquero).
- Poder de los proveedores: una concentración excesiva de los pedidos en pocos proveedores puede hacer peligrar los márgenes o incluso la producción, que es lo que ha sucedido en algunos casos a empresas que dependían en gran medida de los planes de inversión de otras más grandes, como Repsol, Procter & Gamble, Microsoft, o Telefónica.
- Poder de los clientes: por el lado de los clientes es igualmente peligroso comprometer un porcentaje elevado de las ventas con un número pequeño de clientes. Aspectos como la información de los clientes, costos de cambio de proveedor, aspectos de precio o identificación con la marca son los más importantes.
- Competencia: crecimiento del sector, estructura de costos fijos, exceso de capacidad, diferenciación de productos, concentración, diversidad de competidores, etc.
- Productos sustitutivos: evolución del precio de los sustitutivos, calidad, costos de cambio por parte de los clientes, propensión al cambio, etc.
- Hay que estudiar la legislación que se aplica al sector al que pertenece la empresa. Hay sectores muy regulados, como el bancario, el eléctrico o el de alimentos, que necesitan de un análisis específico, ya que las previsiones y estimaciones dependen de estos límites marcados por ley. Todo esto debe ser interpretado correctamente, lo cual sólo se puede hacer con un buen conocimiento de la regulación y posición de cada empresa.

El análisis de Porter es válido para describir la posición real de una empresa dentro de su sector, con independencia del precio al que luego cotice. Su verdadero valor añadido es poder detectar posibles sorpresas futuras, que de otra forma no se analizarían (si un cliente que representa el 60% de las ventas decide cambiar de proveedor, el impacto en cuenta de resultados y cotización será significativo).

El siguiente paso es entrar en el marco analítico de la empresa. En este apartado deben incluirse los procesos de estudio de todo tipo de variables específicas de la empresa, además de las estudiadas bajo el enfoque Porter. Se podría resumir en un análisis financiero y otro no financiero. Este punto es similar a lo descrito antes.

#### OTROS ANALISIS

- El análisis de sensibilidad que relaciona las distintas variables económicas y políticas con las de la empresa. Por ejemplo, podríamos analizar el impacto en una empresa de una subida de tipos de interés de 25 puntos básicos, debido a incertidumbre política, en función de su estructura de deuda a corto y largo plazo (sólo sería aplicable a la de corto plazo, que es la que se renueva con mayor periodicidad) o a tipo fijo y variable; este análisis se podría realizar con subidas y bajadas adicionales de 25 puntos básicos, de forma que se pudiese estudiar el impacto de oscilaciones futuras en tipos de interés. Pero también se podrían estudiar otras variables más difíciles de cuantificar, como un cambio del equipo de gestión de una empresa, un cambio político en un país, el fondo de comercio de su actividad de consultoría en el extranjero...
- Otro aspecto destacable es la valoración de empresas. Un buen análisis no está completo sin una valoración de la compañía, de forma que siempre se disponga de un precio al que debe tender la acción. Como vimos en escritos anteriores, hay varios métodos de valoración de acciones.
- El análisis institucional no se puede considerar como otro apartado o paso dentro del proceso de análisis, sino como un añadido que se utiliza a modo de "libro de referencia" y en muchos casos sin necesitar citarlo expresamente.

#### PORTAFOLIOS DE ACCIONES

Si después de su análisis usted decide que va a invertir en las acciones A, B, y C. debe puntualizar en que proporción va a invertir en cada una de ellas. Existen cuatro formas o estrategias para tomar esta decisión, las cuales se describen muy brevemente a continuación.

**Valor de mercado de la empresa:** para aplicar esta estrategia, usted necesita fundamentalmente dos datos: el número de acciones en circulación y el precio de cierre de la acción en el mercado bursátil. El producto de estos dos números le produce el valor de mercado de la empresa. Luego su portafolio de ser construido en forma proporcional a estos valores obtenidos.

**Valor de mercado de la acción:** en este caso, solo necesita el precio de cierre de la acción en el mercado bursátil. Su portafolio debe ser construido en proporción a esos precios.

**Balanceado:** es simplemente la división en partes iguales de número de opciones de que se disponga. Por ejemplo, en el caso planteado (acciones A, B, y C.), la constitución del portafolio sería la aplicación de un tercio para cada acción.

**Personalizado:** puede haber factores subjetivos que prevalezcan en la decisión. Bajo esta estrategia o criterio, cada inversionista tomará su propia decisión.

#### ESTRATEGIAS DE CONSTITUCION DE UN PORTAFOLIO DE ACCIONES

Supongamos que usted decide invertir en las acciones de SIVENSA, HLBOULTON y MANPA. Tomando los datos del informe mensual de la Bolsa de Valores de Caracas, al 28 / 02 / 2005, estos serían los resultados.

ACCION	ACCIONES EN CIRCULACION	PRECIO DE CIERRE	VALOR DE MERCADO EMPRESA	ESTRATEGIAS			
				VME	VMA	BDO	PDO
SIVENSA	3.529.754.911	69,40	244.964.990.823,40	30,5%	22,7%	33,3%	
HLBOULTON	2.808.308.896	32,00	89.865.884.672,00	11,2%	10,5%	33,3%	
MANPA	2.294.009.424	204,00	467.977.922.496,00	58,3%	66,8%	33,3%	
		305,40	802.808.797.991,40	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

VME: Valor de Mercado de la Empresa

VMA: Valor de Mercado de la Acción

BDO: Balanceado

PDO: Personalizado (cualquier proporción es válida)

## FUENTES DE INFORMACIÓN

¿Dónde recurrir para la obtención de la información para el Análisis Fundamental?. Hay varias que citamos a continuación, pero ninguna de ellas es mejor que el criterio del propio analista o persona que esté haciendo la investigación.

**Periódicos y revistas especializadas:** los periodistas, como señalamos antes, suelen estar bien informados de las cosas que pasan en las empresas. Por ello, un buen periódico especializado, o una buena revista especializada, puede ser una buena fuente para obtener información relevante. Hay que reconocer que en Venezuela, desde que desapareció ECONOMÍA HOY, y la revista INVERSIONES, no tenemos un medio especializado; sin embargo, la mayoría de los rotativos dispone de una sección de Economía y Finanzas.

**Casas de Bolsa y Casas de Corretaje:** como ellas están en el medio de las inversiones, usualmente disponen de buena información que transmiten a través de boletines mensuales, semanales, y hasta diarios. La única recomendación es la de tener cuidado, porque la información puede estar sesgada hacia títulos que ellos estén negociando.

**Corredores públicos:** los corredores públicos, independientes o asociados, normalmente manejan excelente información, y de mucha actualidad.

**Bolsa de Valores:** la Bolsa de Valores de Caracas, a través de su página web (<http://www.caracasstock.com>), o de su información periódica (El Diario de la Bolsa, el boletín semanal, o el boletín mensual), difunde información que puede ser valiosa al momento de tomar una decisión.

**Comisión Nacional de Valores:** este organismo, a través de su página web (<http://www.cnv.gov.ve/>), o de su información periódica y de sus estadísticas, es una valiosa fuente de información.

**Instituciones financieras:** siempre manejan información muy importante de las empresas emisoras; algunas, incluso, producen informes semanales que pueden ser obtenidos a través de suscripción, vía correo electrónico.

**Entes emisores:** los entes emisores deberían ser la mejor y más fidedigna fuente de información; sin embargo, tenemos que reconocer que, con honrosas excepciones, a las empresas venezolanas no les gusta suministrar información sobre su situación financiera. Pero hay que hacer el esfuerzo, que con constancia, algo se logra.

**Cámaras y asociaciones de empresarios:** organismos como CONINDUSTRIA y FEDECAMARAS generan información que puede ser aprovechada por inversionistas y analistas. También algunas cámaras regionales y sectoriales mantienen buenas bases de datos.

Inocencio Sánchez

PhD / MBA / MSc / Contador Público

Profesor Área de Estudios de Postgrado y del Centro de Extensión y Asistencia Técnica a las Empresas (CEATE)

Universidad de Carabobo

Mayo / 2007

Este material ha sido preparado por Inocencio Sánchez exclusivamente para servir como material de apoyo del curso ADMINISTRACION DE INVERSIONES, dictado en el Área de Estudios de Postgrado de la Universidad de Carabobo. Por tanto, es propiedad intelectual del autor y se prohíbe su reproducción para fines diferentes a los expresados.