

Urbi Garay  
*Instituto de Estudios Superiores de  
Administración, IESA  
Caracas, Venezuela;  
ESAN,  
Lima, Perú  
urbi.garay@iesa.edu.ve*

Javier Llanos  
*Instituto de Estudios Superiores de  
Administración, IESA  
Caracas, Venezuela  
jose.llanos@iesa.edu.ve*

## ***Las decisiones de inversión de Luis Quintana***

## ***The investment decisions of Luis Quintana***

### **RESUMEN**

Este caso plantea los retos que enfrentan las personas cuando deben tomar decisiones de inversión en momentos cruciales de su vida. El personaje del caso, Luis Quintana, tenía 34 años de edad y había realizado inversiones en el sector inmobiliario desde hacía diez años. Con mucha habilidad y conocimiento del mercado, pudo multiplicar el pequeño capital con el que comenzó, el cual provino de los bienes raíces que heredó de su familia. El patrimonio acumulado le permitía vivir cómodamente tanto a él como a su esposa y a sus dos hijos. El caso se ubica en agosto de 2005, momento en el que Luis Quintana estaba por vender unas propiedades que representaban cerca del 30% de su patrimonio. Luis vive con su familia en Venezuela, un país que en 2005 experimentaba una alta incertidumbre económica y política y en el que las alternativas de inversión locales eran escasas.

Luis está realizando una transición en su vida profesional al pasar del sector inmobiliario hacia el área de inversiones financieras. El caso no pretende que los estudiantes propongan carteras de inversión alternativas para Luis Quintana. Más bien, el caso es ideal para ser empleado como una primera aproximación al

---

Este caso ha sido adaptado de la vida real. Algunos hechos y personajes han sido modificados para mantenerlos en reserva. Este caso fue preparado para que sirviera como base para su discusión en clase, más que para ilustrar el manejo efectivo de una situación gerencial. La nota de enseñanza está disponible de los autores a solicitud.

proceso de inversión que las personas enfrentan y permite comprender la labor del asesor de inversiones en todo el proceso.

*Palabras clave:* finanzas personales, inversiones alternativas, mercados emergentes, caso de estudio.

## ABSTRACT

This case study proposes the challenges that people face when making investment decisions at crucial moments in their lives. The character of the case is Luis Quintana, a 34-year-old who has invested in real estate for 10 years. With great skill and market knowledge, he was able to multiply the little capital with which he had begun, which was a family inheritance. The accumulated wealth allowed him, his wife and two children to live comfortably.

The case is set in August 2005, at which point Luis Quintana was to sell properties representing about 30 percent of his assets. In this case, Luis is making a transition from his career in real estate to the area of financial investments. It is not intended that students propose alternative investment portfolios for Luis Quintana in this case. Rather, the case is ideal for use as a first approximation to the investment process that everyone faces and to understand the work of the investment adviser throughout the process.

*Key words:* personal finance, alternative investments, emerging markets, case study.

## 1. INTRODUCCIÓN

Era el 15 de agosto de 2005 y Luis Quintana, un estudiante de primer año de la Maestría de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA, en Caracas, Venezuela), de 34 años de edad, llevaba tiempo evaluando qué decisiones tomar para asegurar su futuro financiero y el de su esposa y sus dos hijos. A pesar de ser ingeniero, nunca había ejercido la profesión y se había dedicado a la compra y venta de bienes inmuebles desde hacía más de diez años, desde que su padre, amigo del arquitecto de una de las urbanizaciones al momento más cotizadas de Caracas, decidió invertir en algunas propiedades a mediados del siglo pasado. Quintana comenzó con un capital propio muy pequeño, el cual, con mucha habilidad, conocimiento del mercado inmobiliario y la ayuda de su herencia de parte de los bienes raíces de su familia, había logrado diversificar y hacer crecer. Acumuló así un patrimonio que le permitía vivir cómodamente junto con su esposa Marina, de profesión arquitecto, quien estaba dedicada de lleno a la crianza de sus dos hijos, de uno y tres años.

En esos momentos, y dado el estancamiento del mercado inmobiliario venezolano que se presentaba desde hacía tres años, Luis decidió estudiar la Maestría en Finanzas en el IESA, por considerar que era el momento adecuado para tomarse un respiro y entender mejor el mundo financiero, al menos lo suficiente como para permitirle tener una visión diferente a la que había tenido por todos esos años. Como parte de su aprendizaje trató de aplicar lo estudiado en las clases, a partir de los materiales de lectura y de las conversaciones informales con otros estudiantes del programa. Entre los temas que le habían estado viniendo a la cabeza se encontraban las inversiones financieras y de los mercados de capitales. Quintana había sido un inversionista muy cauteloso y su patrimonio lo había hecho crecer concentrando y absorbiendo niveles de riesgo elevados en el mercado inmobiliario, algo que veía difícil de replicar al invertir en los mercados financieros.

Recientemente, Luis había leído el último número de la revista *Debates IESA* (2005), dedicado al tema de las finanzas personales. Dada la naturaleza de su experiencia y el origen de su patrimonio, Luis se había identificado con muchas de las ideas expresadas referidas al mercado inmobiliario, en especial la de diversificar tanto las inversiones como los asesores de inversión.

Tres de sus propiedades, las cuales alcanzaban aproximadamente el 30% del valor de mercado de todo su patrimonio, estaban en venta desde hacía dos años. Sin embargo, el mercado inmobiliario se había estancado y el valor de las propiedades en general se había reducido, a pesar de la recuperación que tímidamente se había iniciado hacía un año, a raíz del incremento de la liquidez en el mercado, el descenso de las tasas de interés locales y la facilidad de crédito, entre otros factores. Así, ahora tenía ofertas en firme por sus propiedades dentro de los niveles de precios a los que Luis había aspirado desde hacía varios años (véase el anexo 1, donde se describe la mejora que se comenzaba a percibir en la economía venezolana a mediados de 2005).

Luis necesitaba decidirse, pero no quería desprenderse de parte de su patrimonio sin saber exactamente qué hacer con el producto de esas ventas. Así que, siendo aún relativamente ajeno al mundo de las finanzas, lo primero que hizo fue pedir referencias entre sus amistades sobre una persona que le ayudara a desarrollar un plan de ahorro a largo plazo que le permitiese disminuir la exposición de su patrimonio al mercado inmobiliario y al entorno económico de Venezuela. Quería empezar a materializar en ahorro el esfuerzo de muchos años. Intuía que no iba a ganar tanto dinero como con los inmuebles, pero quería reducir el riesgo de sus activos, al menos parcialmente.

Como parte de su plan, profundizó en los temas que le interesaban desde hacía tiempo. Para ello, leyó dos libros clásicos sobre inversiones: *A random walk down to Wall Street*, de Burton Malkiel (2004) e *Investment policy: How to win the loser's game*, de Charles Ellis (2002). Como resultado de las lecturas y del conjunto de teorías y sus aplicaciones aprendidas en el IESA, Quintana había preparado su propia política de inversión (véase el anexo 2), revisado las características de las inversiones en el mercado y contratado a varios proveedores de productos y servicios financieros que operaban bajo la modalidad de oferta privada. Además, había realizado una lista de preguntas que se enfocaba principalmente en la filosofía de inversión que cada proveedor plasmaba en la propuesta de inversión para sus clientes.

## 2. LAS OPCIONES DE INVERSIÓN

Luis Quintana eligió cinco opciones que le parecieron interesantes y coordinó reuniones con cada una de las compañías seleccionadas:

### **Banco Allston**

Se trataba de un banco *offshore*, con domicilio en una isla del Caribe.

Fundado varias décadas atrás, había disfrutado de un crecimiento importante en los últimos años y ofrecía varios tipos de certificados de depósito a plazo que prometían un alto rendimiento. No obstante, no supieron explicarle en detalle cómo lograban pagar rendimientos superiores a los ofrecidos por la mayoría de las instituciones que mercadeaban instrumentos similares, pero que debido a la ubicación de su domicilio estaban sujetas a una regulación más estricta.

Las oficinas del Banco Allston eran muy lujosas e impresionantes y la calidad del material impreso era inmejorable. En dicho material se limitaban a proporcionar unos estados financieros de la compañía y la composición de la cartera de inversión. Los rendimientos de los instrumentos que aparecían como instrumentos típicos en los cuales invertía el banco eran menores a los ofrecidos por éste a sus clientes a través de los certificados de depósito. En el material no se presentaba una explicación exhaustiva acerca de cómo el banco invertía los recursos y sólo se sugería una asignación general de los activos. Los certificados de depósito a plazo tenían un retorno que estaba asegurado, en una escala creciente acorde con el plazo. El Banco Allston no cobraba comisiones. Como resultado de la reunión, Quintana resumió los costos asociados a esta propuesta mediante el lema “no hay almuerzo gratis”.

### **Banca de inversión *Best Finance***

Se trataba de una banca de inversión extranjera que únicamente asesoraba y canalizaba a sus clientes a través de dos plataformas de custodia reconocidas, una con domicilio en Estados Unidos y la otra en Suiza.

La filosofía de inversión estaba clara: se trataba de una gerencia esencialmente pasiva de un portafolio diversificado, en diez clases de activos o menos, dependiendo de la tolerancia al riesgo, el horizonte de inversión y otros factores propios del cliente<sup>1</sup>. La cartera de inversión se monitoreaba diariamente y las proporciones de la asignación de activos se obtenían a través de

---

<sup>1</sup> La gerencia de carteras pasiva consiste en invertir en un índice de cotizaciones o en una réplica sintética de éste a través de análisis estadísticos de varios años. Al realizar una inversión pasiva, los rendimientos obtenidos deberían ser prácticamente idénticos a los registrados por el índice cuya evolución se intenta imitar. Por otra parte, la gerencia activa es una estrategia en la cual los inversionistas o los gerentes de inversión intentan ganarle al mercado o a un *benchmark* comparable tratando de identificar instrumentos de inversión que se perciban como subvaluados. Para obtener rendimientos ajustados por riesgo superiores a los ofrecidos por el mercado (por ejemplo, a los ofrecidos por un índice como el Standard and Poor's 500), los gerentes que siguen políticas de inversión activas desarrollan estrategias de selección de instrumentos, de tiempo, de gerentes de inversión y de estilos gerenciales.

un proceso de optimización del retorno ajustado por riesgo. La selección de activos se realizaba mediante un proceso numérico que era propiedad de la empresa y en el que todas las posiciones gozaban de liquidez diaria. Los retornos esperados a largo plazo eran los retornos promedio que cabría esperar en inversiones diversificadas en los mercados de valores internacionales. El cobro de comisiones estaba en función de un porcentaje de los activos bajo gerencia. Como resultado de la reunión en esta institución, Quintana resumió los costos asociados y los retornos esperados con esta propuesta mediante el lema “excelente a largo plazo, cuando ninguno de nosotros estará aquí”.

### **Capitales Crecientes C. A., casa de bolsa**

Capitales Crecientes era una casa de bolsa venezolana que ofrecía servicios de inversión en moneda local y extranjera a través de acuerdos que mantenía con otras instituciones con domicilio en Estados Unidos y Suiza.

En este caso la política de inversión también estaba clara. Los portafolios de inversión se construían a través de una mezcla de activos de renta fija y de renta variable. En ambos casos se utilizaban instrumentos pasivos, esto es, los conocidos *exchange traded funds* (ETF) o fondos cotizados (véase el anexo 3). Las proporciones recomendadas estaban clasificadas en tres portafolios o fondos: uno conservador, uno moderado y uno agresivo. Los porcentajes invertidos en renta variable se incrementaban al moverse del portafolio conservador hacia el agresivo, y la mayor proporción en instrumentos de renta fija se ubicaba en el portafolio conservador. Al igual que en el caso anterior, las comisiones que la casa de bolsa cobraba estaban calculadas según el monto de los activos gerenciados en la cuenta. Respecto a los retornos obtenidos, el del portafolio más agresivo era ligeramente inferior a los retornos de mercados comparables y en los otros dos fondos éstos eran similares. Por otra parte, Capitales Crecientes también ofrecía la posibilidad de invertir en papeles comerciales (títulos de deuda de corto plazo) emitidos por empresas venezolanas que tenían un nivel de riesgo moderado. Estos instrumentos devengaban un rendimiento en bolívares de 12% anual. La tasa de inflación proyectada en Venezuela para 2005 y 2006 era de 25% anual.

Como resultado de la reunión en esta casa, Quintana resumió los costos asociados y los retornos esperados con esta propuesta mediante el lema “portafolio para jubilados”.

### **Dinero Profesional C. A., casa de bolsa**

Se trataba de una de las casas de bolsa líderes en el mercado venezolano. De manera similar a las otras, el servicio ofrecido consistía en asesorar y canalizar a los clientes a través de una plataforma de custodia con servicios bancarios en Estados Unidos.

En la casa de bolsa Dinero Profesional Luis Quintana fue muy bien atendido, le explicaron la trayectoria de la empresa y que cobraban comisiones por cada transacción que se realizara. Sin embargo, recibió poca información sobre la estrategia de inversión que seguían. Simplemente sugerían las compras y las ventas de manera discrecional, dependiendo del análisis interno que se hacía sobre los informes de investigación que llegaban a esa empresa provenientes de otras

compañías internacionales, y se hacía énfasis en las acciones con potencial de crecimiento. En esta casa de bolsa se ofrecían activos individuales de renta fija y de renta variable, así como productos estructurados de capital garantizado (véase el anexo 4). Los retornos dependían de qué activos se incorporaban a la cartera de inversión, pero no había datos sobre el desempeño histórico o el esperado. Como en la casa de bolsa anterior, Quintana resumió los costos y los retornos asociados a esta propuesta con el lema “portafolio para jubilados”.

### ***Internet Trading Co.***

Por último, Luis estudió la posibilidad de realizar sus inversiones directamente (y sin consultar con un asesor de inversiones) mediante la apertura de una cuenta de inversión en la empresa *Internet Trading Co.*, la cual le permitía comprar y vender acciones, bonos, ETF, fondos mutuos e incluso instrumentos estructurados sobre los más diversos activos subyacentes por Internet y en tiempo real. Si bien la mayor parte de los títulos-valores que se podían negociar eran de empresas norteamericanas, invertir en ETF internacionales también facilitaba la inversión en activos de empresas de otros países. Luis había conocido esta empresa porque un amigo que se dedicaba a hacer *day trading* se la había recomendado<sup>2</sup>. La página de Internet de la empresa ofrecía una gran cantidad de información financiera y de reportes de inversión, aunque buena parte de ella también se podía conseguir en páginas financieras gratuitas, tales como *Yahoo Finance*.

Una de las mayores ventajas que ofrecía la apertura de una cuenta en *Internet Trading Co.* consistía en la baja comisión que esta casa de bolsa de descuento cobraba por cada transacción de compra o de venta realizada, la cual era de sólo \$9,99 dólares. Sin embargo, esta casa no ofrecía asesoría de inversiones personalizada y cualquier duda debía ser resuelta mediante el envío de un correo electrónico, el cual era respondido dos o tres días después, o mediante una llamada telefónica en la que había que esperar al menos quince minutos para poder ser atendido. La empresa no tenía una filosofía de inversión específica y dejaba la decisión de inversión totalmente al usuario. *Internet Trading Co.* ofrecía algunos reportes de inversión con recomendaciones específicas de acciones de distintos países, monedas y sectores. También facilitaba algunas herramientas numéricas en línea que resumían las características más importantes de la cartera de inversión definitiva. La información que la empresa presentaba en su página web era tan abundante que se hacía imposible leerla en su totalidad. Entre sus anotaciones, Luis escribió: “Hágalo usted mismo”. El anexo 5 presenta los elementos más importantes que usualmente se

---

<sup>2</sup> El *day trading* consiste en la compra/venta de acciones y de otros títulos-valores con la esperanza de obtener ganancias de muy corto plazo, en muchos casos, en cuestión de minutos. El *day trading* es un ejemplo de una estrategia de inversión activa en la cual se pueden obtener grandes ganancias cuando el instrumento invertido sigue el comportamiento que espera el *day-trader*, pero en la que también se pueden sufrir grandes pérdidas cuando las predicciones acerca de la evolución en el precio de un determinado título son incorrectas. Por esta razón, el manejo del riesgo para evitar pérdidas significativas reviste una gran importancia para esta estrategia. El *day trading* requiere que el inversionista le dedique una gran cantidad de tiempo a esta actividad y que conozca en detalle el funcionamiento de los mercados, además de estar informado sobre su evolución en todo momento.

toman en cuenta para seleccionar acciones cuando se sigue una estrategia de inversión activa, como la que se podría seguir al abrir una cuenta de inversión por Internet.

Por último, el anexo 6 presenta un resumen de los rendimientos históricos y esperados resultantes de invertir en cada una de las cinco alternativas de inversión, así como los costos asociados a cada una de las opciones presentadas.

### 3. LAS CONSIDERACIONES

Una vez finalizada la ronda de reuniones, Quintana planteó su elección en función de qué tan bien se ajustaba la filosofía de inversión de cada proveedor a los fundamentos teóricos y prácticos que él había estado aprendiendo durante sus estudios y sus investigaciones. Sabía lo importante que era aislarse de los factores subjetivos a la hora de entregar su dinero de acuerdo con las recomendaciones de terceros. Después de todo, él decía coloquialmente cuando comentaba algún aspecto de las inversiones que “con el dinero no se juega”. Por otro lado, debía tomar una decisión, pues tenía dos ofertas inmobiliarias pendientes por aceptar y no quería dejar ese dinero en moneda local ni tampoco perder la oportunidad que se le presentaba de vender las propiedades.

Luis se sentía abrumado y se preguntaba: “¿Cuáles son los elementos clave que debería considerar para evaluar la conveniencia de invertir en cada una de las compañías de inversión? ¿Cómo puedo relacionar las filosofías de inversión con los principales postulados de las teorías que estudié en la maestría? ¿Con qué compañía financiera debería invertir y en qué porcentaje? ¿Debería establecer alguna restricción a las filosofías de inversión implícitas en cada propuesta de inversión?”. Estos y otros pensamientos seguían dándole vueltas en la cabeza y había llegado el momento de adoptar algunas de las decisiones financieras potencialmente más importantes de su vida.

*Urbi Garay es profesor titular de Finanzas del IESA (Caracas, Venezuela) y profesor visitante de ESAN (Lima, Perú). Es Ph. D. en Finanzas de la Universidad de Massachusetts, Amherst (EE. UU.), y M. A. en Economía Internacional y Desarrollo de la Universidad de Yale. Entre sus intereses académicos están la gerencia de inversiones, las finanzas personales, las inversiones alternativas (hedge funds y bienes raíces) y los mercados emergentes.*

*Javier Llanos es profesor adjunto de Finanzas del IESA y director gerente de LW Securities (Caracas, Venezuela). Es chartered financial analyst (CFA) y máster en Administración del IESA. Entre sus intereses académicos están la gerencia de inversiones, las finanzas personales y la gerencia de riesgo.*

## *Referencias*

- Garay, U., & Llanos, J. (2005). El menú del inversionista ¿qué da más? ¿Por cuánto riesgo? *Debates IESA, 10(2)*, enero-marzo.
- Garay, U., & Llanos, J. (2007). *Invertir a largo plazo*. Caracas: Ediciones IESA.
- Reilly, F., & Brown, K. (2003). *Investment analysis and portfolio manager*. Dryden.
- Tome el control de sus finanzas personales. (2005). *Debates IESA, 10(2)*.  
[www.datastream.net](http://www.datastream.net).

Recepción del artículo para primera vuelta: 30/08/2009

Envío concepto a evaluadores: 15/02/2010

Recepción artículo segunda vuelta: 09/03/2010

Envío concepto a evaluadores: 18/03/2010

Recepción artículo versión final: 19/03/2010

### **Anexo 1**

#### *Situación de la economía venezolana a mediados de 2005.*

---

El Universal, 13 de agosto de 2005

#### **Standard and Poor's mejora calificación de deuda venezolana**

Nueva York. La agencia calificadora Standard & Poor's elevó la nota de la deuda de Venezuela a largo plazo en moneda local y extranjera a "B+" desde "B", citando una mejora en los indicadores externos del país, informó Reuters. S&P mantuvo "estable" el panorama de Venezuela, quinto exportador mundial de petróleo.

"La subida de la calificación refleja la persistencia de una mejora en los indicadores externos de Venezuela", dijo el analista de S&P, Richard Francis, en un comunicado.

"Estas mejoras son atribuibles a un gran superávit en la cuenta corriente, un alto nivel de reservas internacionales y un menor endeudamiento externo", agregó el comunicado.

Según la agencia, las mejoras en el cuadro externo y el rápido crecimiento de las reservas internacionales fortalecieron la posición de Venezuela para sobrellevar crisis económicas externas.

S&P dijo que Venezuela debería poder afrontar con facilidad amortizaciones relativamente bajas de bonos internacionales por 261 millones de dólares en 2006 y 528 millones de dólares en 2007.

Indicó que las reservas internacionales de Venezuela se ubicaban en más de 31.000 millones de dólares al 12 de agosto y al menos en el corto plazo permanecerían en más de 25.000 millones de dólares.

La agencia estima que los ahorros se mantendrán altos pese a la transferencia de casi 6.000 millones de dólares de las reservas a un fondo nuevo destinado al gasto público.

La mejora en la calificación impactó positivamente los rendimientos totales de los bonos venezolanos que subieron 0,32% a 319 puntos básicos, mientras que el mercado en su conjunto se mantuvo estable.

El bono global de Venezuela con vencimiento en 2027, el papel de referencia del país, subió 0,687 puntos porcentuales para arrojar un rendimiento de 8,636%, lo que le dio alivio al mercado.

---

Fuente: [www.eud.com](http://www.eud.com).



## Anexo 2

### Política de inversión de Luis Quintana.

Anotaciones de Luis Quintana previas a las reuniones con las compañías de inversión.

|                                    | Retorno   | Riesgo   |
|------------------------------------|---|--|
|                                    | Énfasis en el crecimiento para intentar obtener un retorno promedio de 12% nominal anual en dólares.  | Alta tolerancia al riesgo. Se puede aceptar la pérdida parcial (hasta 25%) de su patrimonio. |
| <b>Liquidez de las inversiones</b> | Deseable debido a que la mayoría de los activos se encuentran invertidos en propiedades, las cuales representan inversiones que son inherentemente ilíquidas. |  |
| <b>Horizonte de inversión</b>      | 25-30 años.   |  |
| <b>Aspectos fiscales</b>           | Se quiere minimizar el impacto fiscal de las decisiones de inversión.   |  |
| <b>Aspectos legales</b>            | No tiene limitaciones particulares.   |  |

## Anexo 3

### Los Exchange Traded Funds (ETF) o fondos cotizados.

Son fondos de inversión que se negocian en las bolsas de valores como acciones. Los ETF permiten invertir en una gran cantidad de portafolios de acciones, bonos y bienes raíces en Estados Unidos y el resto del mundo. En 2001 había 169 fondos en diez países, los cuales contaban con aproximadamente 100 mil millones de dólares en activos.

El primer ETF de Estados Unidos –SPDR, basado en el índice *Standard and Poor's 500*– fue introducido en 1993 en el *American Stock Exchange* (Amex). Ya en 1989 habían comenzado a negociarse los TIPS (*Toronto Index Participation Shares*) en la Bolsa de Valores de Toronto. En 1996 fueron lanzados los *World Equity Benchmark Shares* (WEBS), actualmente denominados *iShares*, que se convirtieron en los primeros ETF basados en una cesta de acciones de un determinado país. En 1998 aparecieron los *diamonds* y los *HOLDR*, y en 1999 los *QQQQ*, basados en las cien acciones de las empresas más grandes inscritas en el mercado Nasdaq. Los *QQQQ* se han convertido en los ETF más populares.

Los fondos cotizados internacionales representan una gran oportunidad para invertir en carteras de inversión diversificadas en el extranjero, a un costo relativamente bajo. Los *iShares* fueron introducidos para diecisiete países (catorce países desarrollados y tres mercados emergentes) y se basan en los índices bursátiles de cada país. El índice compuesto (MSCI), calculado por la empresa *Morgan Stanley* es ponderado por los valores de mercado de las empresas que lo constituyen.

Fuente: Garay y Llanos (2005).

## Anexo 4

### Los productos estructurados.

Estos instrumentos ofrecen un rendimiento que depende del desempeño de, por ejemplo, un índice bursátil (como el *Dow Jones Industrials* o el *Nasdaq Composite*), una canasta de bienes genéricos (como metales o productos agrícolas) o una cartera de acciones seleccionadas, entre otros activos. Los productos estructurados aseguran la totalidad o un porcentaje del capital invertido y permiten una participación en la ganancia del activo subyacente. Algunas organizaciones “arman” estos productos a la medida del cliente que los solicite, a partir de las diferentes opciones que ofrecen los mercados financieros. La principal desventaja de los productos estructurados es que, en la mayoría de los casos, requieren que la persona invierta en ellos durante un plazo mínimo de varios años. Si ella decide retirar su inversión antes del plazo, deberá pagar una penalización, la cual suele ser elevada.

Fuente: Garay y Llanos (2005).

## Anexo 5

### *Elementos que deben considerarse para la selección de acciones.*

En teoría, existe la posibilidad de desarrollar herramientas de inversión alternativas capaces de generar retornos superiores a los correspondientes al mercado. A partir de sus apuntes del curso de Gerencia de Inversiones en el IESA, Luis recordó que se podían seguir estrategias de:

1) Rotación de activos.

2) Selección individual de acciones.

1) Rotación de activos: una manera de conformar una cartera de inversión bajo esta modalidad es intentar invertir en acciones o ETF de aquellas industrias que el inversionista percibe como atractivas en el futuro, y vender acciones o ETF de aquellas industrias que se prevé tendrán un desempeño inferior al del resto del mercado. Lo ideal es invertir en pocos sectores que no estén altamente correlacionados entre sí. Los grupos de industrias empleados tradicionalmente por la mayoría de los analistas que siguen esta estrategia son: consumo masivo, cíclicos, de crecimiento, y de *commodities*.

2) Selección individual de acciones: existen numerosas técnicas para realizar un análisis de las acciones de una determinada empresa. Entre ellos:

a) Predicción de los puntos de cambio de tendencia de los ciclos del negocio.

b) Análisis industrial y de las etapas por las que pasa cada industria.

c) Variabilidad del flujo de caja descontado.

d) Métodos de valoración de acciones.

e) Empleo de técnicas de flujo de caja descontado.

f) Índices relativos de valor del mercado (precio/ganancias, precio/ventas, precio/flujo de caja, precio/valor en libros, precio/EBITDA, etc.).

g) Empleo de técnicas de dividendos descontados (con crecimiento, de dos o tres etapas, modelo H, etc.).

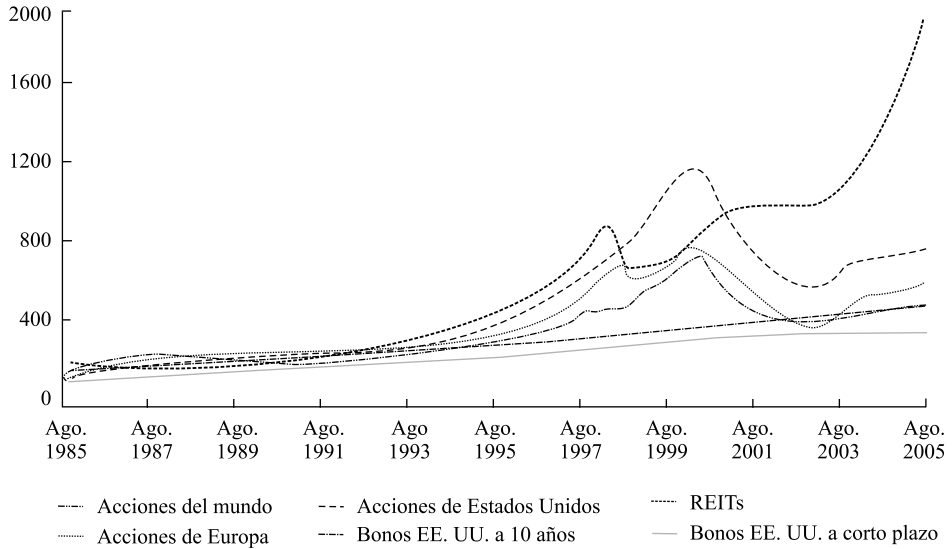
h) Análisis Dupont (descomposición del índice financiero retorno sobre patrimonio).

Un análisis más detallado de algunas de estas estrategias activistas se presentan en Reilly y Brown (2003) y en Garay y Llanos (2007).

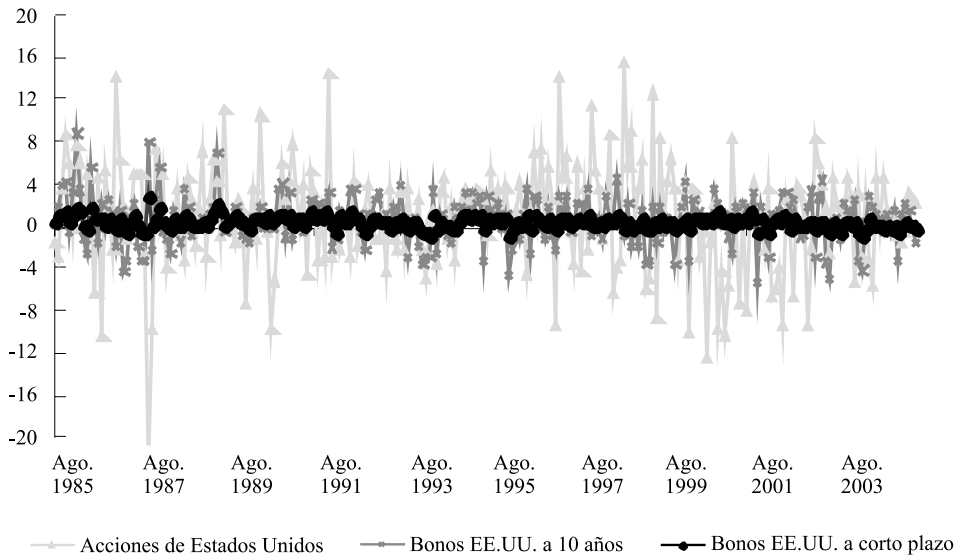
**Anexo 6**

*Desempeño, retornos esperados y comisiones.*

Evolución de US\$100 invertidos en varias clases de instrumentos (1985-2005)



Rendimiento (%) de varias clases de instrumentos de Estados Unidos (1985-2005)



Fuente: Datastream.

**Anexo 6** (continuación)  
*Desempeño, retornos esperados y comisiones.*

Cuadro A6.1

| <b>Rendimiento promedio anual (1985-2005)</b> | <b>(% en dólares)</b> |
|---|-----------------------|
| Acciones del mundo                            | 8,12                  |
| Acciones de Europa                            | 9,36                  |
| Acciones de Estados Unidos                    | 10,65                 |
| Bonos de Estados Unidos a 10 años             | 8,00                  |
| Bienes raíces de Estados Unidos (REITs)       | 15,85                 |
| Bonos de Estados Unidos a corto plazo         | 6,42                  |

Fuente: *Datastream*.

Notas: Los índices de acciones del mundo, acciones de Europa y Acciones de Estados Unidos se basan en el *Morgan Stanley Capital Index* (MSCI) para cada uno de estos mercados, expresados en dólares de Estados Unidos, tal y como aparecen reportados en *Datastream*. El rendimiento de los bonos a diez años y a uno y tres años de Estados Unidos es calculado y reportado por *Datastream*. REIT es un índice que refleja la evolución de las cotizaciones de un promedio de los *real estate investment trusts* o fondos de inversión inmobiliaria negociados en las bolsas de valores norteamericanas, y es calculado y reportado por *Datastream*.

Cuadro A6.2

*Rendimientos en dólares, excepto el rendimiento ofrecido por Capitales Crecientes por invertir en papeles comerciales en empresas venezolanas.*

|                                  | <b>Rendimiento histórico</b>            | <b>Rendimiento garantizado</b>                                 | <b>Costos/Comisiones</b>   |
|----------------------------------|---|--|--|
| Banco Allston                    | N. D.                                   | 5% anual a 1 año<br>7% anual a 2 años<br>9% anual a 5 años     | Ninguno  |
|                                  | <b>Rendimiento histórico</b>            | <b>Rendimiento esperado</b>                                    | <b>Costos/Comisiones</b>   |
| <i>Best Finance</i> <sup>1</sup> | 7,75% anual                             | Mercado<br>Est. 4% anual a 2-3 años<br>Est. 10% anual a 7 años | 1,5% anual sobre los activos promedio<br>No hay costos de transacción                  |
|                                  | <b>Rendimiento histórico</b>            | <b>Rendimiento esperado</b>                                    | <b>Costos/Comisiones</b>   |
| Capitales Crecientes, C. A.      | Conservador <sup>2</sup><br>4,00% anual | Mercado<br>No hay proyecciones                                 | 1,0% anual sobre los activos promedio<br>US\$ 50 por cada transacción (compra o venta) |

N. D.: No disponible; Est.: Estimado.

<sup>1</sup> Datos netos de comisiones; <sup>2</sup> promedio anual de 5 años.

**Anexo 6** (continuación)  
*Desempeño, retornos esperados y comisiones.*

|                              | <b>Rendimiento histórico</b>   | <b>Rendimiento esperado</b>                   | <b>Costos/Comisiones</b>  |
|------------------------------|--|---|---|
| Capitales Crecientes, C. A.  | Moderado <sup>3</sup><br>5,78% anual   | Mercado<br>No hay proyecciones                | 1,5% anual sobre los activos promedio<br>US\$ 50 por cada transacción<br>(compra o venta) |
|                              | Agresivo <sup>4</sup><br>6,05% anual   | Mercado<br>No hay proyecciones                | 2,0% anual sobre los activos promedio<br>US\$ 50 por cada transacción<br>(compra o venta) |
|                              | Papeles comerciales de empresas venezolanas: 12%<br>(en bolívares)                           | Mercado                                       | Comisión de 1% por cada transacción   |
|                              | <b>Rendimiento histórico</b>   | <b>Rendimiento esperado</b>                   | <b>Costos/Comisiones</b>  |
| Dinero Profesional, C. A.    | N. D.  | Mercado<br>No hay proyecciones<br>Oportunista | US\$ 75 por cada transacción<br>(compra o venta)  |
|                              | <b>Rendimiento histórico</b>   | <b>Rendimiento esperado</b>                   | <b>Costos/Comisiones</b>  |
| <i>Internet Trading, Co.</i> | El del instrumento respectivo (véanse los rendimientos históricos reportados en el cuadro 1) | Mercado                                       | US\$ 9,99 por cada transacción<br>(compra o venta)  |

N. D.: No disponible; Est.: Estimado.

<sup>3, 4</sup> Promedio anual de 3 años.