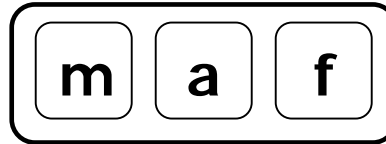


**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



**ASPECTOS CUALITATIVOS DE LA GESTION DE
INVERSIONES**

**Trabajo de Graduación Presentado por:
JOAQUIN OTTONIEL AREVALO RODRIGUEZ**

**Para optar al grado de:
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

**ABRIL DE 2008
San Salvador, El Salvador, Centroamérica**

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : INGENIERO JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADEMICO: LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER MAURICIO MEJIA COLORADO

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER MAURICIO MEJIA COLORADO

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

ABRIL DE 2008

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

DEDICATORIA

Expreso mi infinito agradecimiento a DIOS por todas las bendiciones recibidas, particularmente por haberme facilitado la realización y culminación de mis estudios de Maestría.

Agradezco también a mi familia compuesta por mi esposa Candy, nuestra hija Sofía y nuestro hijo Daniel, por su comprensión y apoyo brindado durante el período de estudio.

También recuerdo y agradezco el apoyo brindado en vida por mi madre Lilian Arévalo, así como el recibido de forma permanente por mis hermanos y hermanas.

Finalmente, expreso mis agradecimientos a todas aquellas personas e instituciones que de una u otra forma me apoyaron la culminación de ésta meta.

Sinceramente:

Joaquín Ottoniel Arévalo Rodríguez.

INDICE

Introducción.....	i
I ASPECTOS TEORICOS DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS Y DE LA GESTION DE INVERSIONES.	
I.1 Conceptos básicos de la gestión de inversiones.....	1
I.2 Repaso histórico de las principales teorías financieras.....	3
I.2.1 Principales teorías de las finanzas modernas.....	3
I.2.2 Finanzas conductuales.....	5
I.3 Teoría de los portafolios.....	7
I.3.1 Descripción de la teoría de Markowitz.....	7
I.3.2 Teoría de los mercados eficientes.....	8
I.3.3 Otros aportes teóricos: Teoría de la información y relación agente-principal	10
I.3.4 Integración de las teorías financieras.....	11
I.4 Resumen consideraciones teóricas. Aplicabilidad y avance actual de las teorías.....	11
II IDEAS A CONSIDERAR EN GESTION DE INVERSIONES	
II.1 Gestión activa o pasiva?.....	12
II.2 Prudencia en el uso e interpretación de modelos e información micro y macroeconómica.....	14
II.3 Cifras de desempeño a considerar en la toma de decisiones financieras: corto versus mediano plazo?.....	17
II.4 Selección de acciones y actualización de portafolios.....	22
II.5 La construcción de portafolios y la política monetaria de Estados Unidos.....	23
II.6 Análisis del riesgo en los valores a incluir en la cartera.....	24
II.7 Diseño de portafolios globales en función del riesgo por sectores económicos.	26
II.8 Elección de acciones en función de pagos de dividendos.....	28
III EVOLUCIÓN HISTORICA Y PERSPECTIVAS DE LOS FONDOS MUTUOS	
III.1 Evolución histórica y perspectivas de los fondos mutuos.....	32
III.2 Tendencia de los fondos mutuos.....	34
IV CONCLUSIONES.....	36
Bibliografía.....	38

INTRODUCCION

La gestión de inversiones es una actividad muy importante para todos los agentes participantes de los mercados financieros, involucrando no sólo a los gestores de fondos, sino también a los inversionistas, CEO's¹ y accionistas.

Ante los rápidos cambios en el mundo, impulsado por el proceso de globalización, es importante estar atentos a los últimos aportes teóricos, que faciliten el éxito en el competitivo mundo de la gestión de inversiones. En El Salvador, la importancia del tema se refleja en aspectos tales como la elaboración y posterior envío a la Asamblea Legislativa del anteproyecto de Ley de Fondos de Inversión² y por el hecho de que algunas instituciones financieras que operan en el país, ya ofrecen dichos servicios³.

Ante esa necesidad, en este trabajo se plantean algunos aspectos que tienen como objetivo principal mostrar los aportes teóricos recientes que los centros de investigación de los Estados Unidos brindan a los *practitioner*, constituyendo por tanto, un aporte de la Universidad de El Salvador a la sociedad Salvadoreña.

El trabajo contiene tres apartados. El primero hace una revisión sucinta de los principales aportes teóricos de las finanzas corporativas y en particular de la gestión de portafolios. La segunda parte, contiene ideas de actualidad que podrían ser útiles en la gestión de inversiones. Finalmente, se hace un breve resumen de la evolución de los fondos mutuos en Estados Unidos y cuáles son las perspectivas. Cabe recordar que dichas ideas podrían ser útiles en El Salvador, principalmente debido al alto grado de internacionalización de su sistema financiero y conexión con el mercado financiero norteamericano, sirviendo además de aporte para la academia salvadoreña.

De forma resumida, las principales sugerencias derivadas del presente estudio son las siguientes: a) Asegurarse de usar de forma correcta los modelos matemáticos, la

¹ CEO=Sigla de Chief Executive Officer: Director Ejecutivo.

² Enviada el 1 de junio de 2007, según Comunicado de Prensa No. 25/2007 (del 15/11/07), publicado por el Banco Central de Reserva.

³ Según página web del Banco Agrícola, consultada el 12/02/08.

información histórica (microeconómica y macroeconómica) y los supuestos, b)tratar de mantener un portafolio alineado con las tendencias mundiales, c)considerar los efectos de la política monetaria de Estados Unidos en la actividad financiera, d)preferir acciones de empresas que gestionan el riesgo, e)diseñar portafolios globales en función de sectores económicos, en vez de países y f)preferir aquellas acciones que hacen pagos frecuentes de dividendos.

Además, en la parte final se muestran los interesantes resultados favorables de los fondos mutuos en los Estados Unidos en términos de la mayor oferta de servicios, así como los resultados sujetos de mejora, tales como el valor agregado a los clientes, el cual se ha visto afectado por comisiones inconsistentes con los resultados financieros producidos.

I. ASPECTOS TEORICOS DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS Y DE LA GESTION DE INVERSIONES (GI).

I.1 Conceptos básicos de la gestión de inversiones

La GI se refiere al proceso de aceptar dinero ajeno para administrarlo, destinándolo a la compra de valores tales como acciones, bonos o instrumentos del mercado monetario.

Inversión, en su sentido más amplio, significa sacrificar dinero actual por dinero futuro. Por lo general entran en juego dos atributos diferentes: tiempo y riesgo. El sacrificio se hace en el presente y es cierto. La recompensa viene más tarde, en caso de haberla, y la cantidad de tal recompensa generalmente es incierta.

Según Fabozzi/Modigliani/Ferri (1996, p.149), las compañías de inversión son intermediarios financieros que venden acciones al público e invierten el producto en una cartera diversificada de valores. Cada acción vendida representa un interés proporcional en la cartera de valores manejado por la compañía de inversión a beneficio de los poseedores de acciones de la compañía. Los autores expresan que en Estados Unidos existen tres tipos de compañías de inversión: sociedad abierta de inversión de capitales, sociedad cerrada de inversión de capitales y fideicomisos unitarios.

Las sociedades abiertas de inversión, conocidos como fondos mutuos están continuamente listos para vender nuevas acciones al público y amortizar sus acciones pendientes bajo demanda a un precio igual a una parte adecuada del valor de su cartera que es calculada diariamente al cierre del mercado.

Las sociedades de inversión cerrada de capitales, venden acciones como cualquiera otra corporación, pero por lo general no amortizan sus acciones. Dichas acciones pueden ser vendidas en una casa de bolsa organizada o en el “mercado extrabursátil”.

El fideicomiso unitario es similar a un fondo cerrado en donde la cantidad de certificados unitarios es fija.

Según Alexander/Sharpe/Bailey (2003, p.390), el proceso de inversión se refiere a la manera en que un inversionista debe tomar decisiones sobre qué invertir en el mercado de valores negociables, qué tan vastas deben ser estas inversiones y cuándo hacerlas. La base del proceso de la inversión para tomar estas decisiones es un proceso de cinco pasos:

a) Establecer política de inversión: Consiste en determinar los objetivos del inversionista en términos de rendimiento y riesgo, así como la cantidad de su riqueza que está dispuesto a invertir. Además identifica las categorías potenciales de activos financieros que deberían incluirse en la cartera.

b) Analizar los valores: Esto implica examinar varios títulos individuales (o grupos de valores) dentro de un grupo de valores identificados previamente, con el objetivo de buscar valores subvaluados. El análisis puede realizarse con dos métodos: Análisis técnico y análisis fundamental. El primero implica el estudio de los precios del mercado accionario para predecir su futuro. El análisis fundamental empieza con la aseveración de que el valor “verdadero” o intrínseco, de cualquier activo financiero es igual al valor presente de todos los flujos de efectivo que el propietario del activo espera recibir. Para este proceso es necesario disponer de información microeconómica de la empresa, así como la de carácter macroeconómico que afecta su evolución.

c) Construcción de la cartera: Implica la identificación de acciones específicas en las cuales invertir, así como la determinación de cuándo invertir en cada una.

d) Revisión de la cartera: Se refiere a la repetición periódica de los tres pasos anteriores, debido a que con el tiempo, los inversionistas pueden cambiar sus objetivos de inversión o debido a cambio en los precios de los valores (ganando o perdiendo atractivo)

e) Evaluación del desempeño de la cartera: Consiste en determinar periódicamente el rendimiento ganado por la cartera y el riesgo que corre el inversionista, lo cual requiere medidas adecuadas de rendimientos y riesgo, así como de estándares relevantes (carteras de referencia).

I.2 Repaso histórico de las principales teorías financieras.

Las decisiones de los gestores de inversiones tienen como fundamentos los diversos aportes teóricos propios de las finanzas corporativas.

1.2.1 Teorías generales de las finanzas modernas:

El cuerpo de pensamiento que actualmente consideramos como “moderna teoría financiera” es algo de extraordinaria importancia. La misma permea la mayor parte de lo que hacen los analistas y gerentes de inversiones influyendo también en cómo ellos piensan, ya sea positiva o negativamente. Antes de estas teorías, las decisiones eran tomadas siguiendo reglas intuitivas, de dedo o folklore.

Entre los principales aportes teóricos, citados por Bernstein (2005, p.2), en el artículo “Capital Ideas: From the past to the future” destacan los siguientes: 1) Trabajo de Bachelier, que fue la base para los posteriores estudios sobre la valoración de opciones, 2) Modelo de descuento de dividendos, elaborado por John Burr Williams, 3) Teoría general de las finanzas corporativas, elaboradas por Modigliani-Miller, 4) Teoría para la valoración de activos o Modelo de Asignación de Precios de equilibrio, llamada CAPM, elaborada por Sharpe y 5) Teoría para la valoración de opciones, elaborada por Black-Sholes-Merton. También forman parte de este grupo las teorías de elaboración de portafolios, de Markowitz y de los Mercados Eficientes, elaborado por Eugene Fama, teorías que serán ampliadas en el apartado I.3.

A continuación se hará un breve bosquejo de las primeras teorías.

A inicios del siglo XX, Louis Bachelier escribió una tesis sobre la valoración de opciones sobre bonos. En su trabajo “La Teoría de la especulación” y ulteriores desarrollos, él anticipó mucho de lo que después se convertiría en el estándar de la teoría financiera, por ejemplo, el comportamiento aleatorio *-random walk-* del precio de los valores.

Por su parte, John Burr Williams escribió una tesis de economía, en los 30`s, en la cual enseñaba métodos rigurosos que deberían utilizarse para las valoraciones, introduciendo lo que llegó a conocerse como el “modelo del descuento de dividendos”.

Modigliani y Miller (1958, 1963 citados por Brealey *et al*:2004 p 311 y 314) elaboraron las dos famosas proposiciones. La proposición I de MM (sin impuestos) o de la irrelevancia de la deuda, manifiesta que la estructura de capital no afecta el valor de la empresa. La proposición II (sin impuestos) dice que la tasa de rentabilidad del capital propio aumenta a medida que aumenta el ratio deuda entre fondos propios. También tiene la proposición de irrelevancia de los dividendos, según la cual, en condiciones ideales, la política de dividendos no afecta el valor de la empresa. También establece que una firma actuando en beneficio de los accionistas, en el momento de decidir una inversión, explotará solo aquellas oportunidades cuya tasa de retorno supere el costo de capital total de la empresa, WACC, de lo contrario se destruye valor.

Posteriormente establecieron la Proposición I, considerando el escudo fiscal, que afirma que el valor de la empresa con deuda es igual al de la empresa sin deuda más el valor de los ahorros fiscales derivados de la deuda. La posibilidad de aprovechar los ahorros fiscales depende de la capacidad de los activos para generar rendimientos. Por tanto, los ahorros fiscales futuros tienen el mismo riesgo que los activos.

El modelo del CAPM muestra que las tasas de equilibrio del rendimiento esperado sobre los activos riesgosos son una función de su covarianza con el portafolio de mercado. Según el trabajo de Nagorniak (2005, p 1), fue elaborado entre los 60`s y 70`s, con la publicación de los trabajos de William F, Sharpe (1963, 1964), Robert C, Merton (1973) y Myron S, Scholes (1972). Para 1968, Scholes, *Wells Fargo Bank*, y otros, habían hecho posible una base de datos sobre acciones que permitieron testear al CAPM mediante datos corrientes. Las Betas pudieron ser fácilmente calculadas mediante un software adicional, *Compustat* y el *Center for Research in Security Prices*, de la Universidad de Chicago, también desarrollaron bases de datos en los 60`s.

En torno al CAPM existen ideas encontradas tales como la expresada por Fama, quien opinó que éste modelo constituye un importante triunfo teórico pero a su vez un gran desastre empírico. Por otra parte, en el *Journal of Economic Perspectives*, del verano del 2004, Andre Perold nos ofrece una elegante descripción del CAPM que es algo parecido a leerlo con una brillante y esclarecedora luz; pero en esa misma revista, Fama y Kenneth French apuntan todas sus armas en contra del mismo modelo.

El CAPM constituye una falla empírica y su beta ciertamente no va más allá de ser una sencilla medida de riesgo. Aun así, la noción de un riesgo específico y uno sistemático aún perméa toda la gestión de carteras.

El modelo de valoración de opciones tiene su origen a fines de los 60's, cuando Scholes inauguró un seminario de finanzas para estudiantes avanzados, en la *Sloan School of Management*, del MIT, en el cual presentó a fines de los 70's una fórmula que luego llegó a conocerse como el “modelo de valoración de opciones”, de Black-Scholes. Esta misma, aunque constituía sólo una mejora del trabajo pionero de Bachelier. Este modelo condujo a una explosión en el uso de las opciones para mejorar las estrategias de inversión. Nacieron así nuevos mercados, y el modelo ayudó en cambiar la manera en que todos veíamos las finanzas.

I.2.1 Finanzas conductuales

Según el artículo ya citado de Bernstein (2005, p 1), la única doctrina que actualmente compite con las finanzas modernas es el *behavioral finance (BF)* –Finanzas conductuales-. El iniciador de dicho enfoque de las decisiones económicas fue Daniel Kahneman de Princeton University, quien logró un Nóbel, lo cual sugiere que las impugnaciones y salvedades formuladas a la teoría financiera neoclásica se consideran muy importantes.

Según la BF contamos con mercados cuyos comportamientos son ocasionalmente muy exuberantes, sugiriendo conductas potencialmente irracionales en el sentido macro. Afirma que también podemos observar muchas violaciones al modelo clásico sobre la supuesta

racionalidad de un inversionista, mismas que crean "*mispricings*" –deformación en los precios- en las operaciones cotidianas del mercado.

La literatura sobre BF es tan voluminosa y diversa que es muy difícil leerla toda. Lo crucial es si las fallas que ella revela sobre la moderna teoría de portafolios implican necesariamente que ésta sea irrelevante, o si la BF ofrece realmente una perspectiva fresca. Según Bernstein, mucho del BF realmente no constituye una verdadera teoría y tampoco un conjunto de generalizaciones sino que simplemente una colección de simples anécdotas. Muchos de sus pretendidos hallazgos son muy efímeros y bajo condiciones de no arbitraje resultan, o eventualmente resultarán, irreconciliables.

Entre los estudios del BF está Robert Shiller, que establecía a principios de los 80`s que el precio de las acciones eran demasiado volátiles en relación a los cambios en sus fundamentos subyacentes, y veía estas circunstancias como una grave señal de irracionalidad entre los inversionistas.

Kahneman y Tversky (1974,1979 citados por Bernstein 2005 p. 4) elaboraron la teoría de las expectativas, la cual postula que los inversionistas adoptamos un comportamiento asimétrico respecto a las ganancias y las pérdidas: O sea, somos muy propensos al riesgo cuando esperamos pérdidas y muy renuentes al mismo cuando esperamos ganancias. Tendemos a enfatizar la importancia de las noticias más recientes por sobre las tendencias de largo plazo. Además, nos rendimos a poderosos y misteriosos fenómenos, actuando como un rebaño y deleitándonos con el *momentum*.

Todos esos fenómenos se agregan a nuestro insuficiente e inadecuado proceso de información. Los inversionistas no siempre y en todas las circunstancias actúan racionalmente. En principio están totalmente equivocados acerca del precio correcto. Sin duda, aún la noción de los mercados eficientes de que existe un precio de equilibrio, o un precio correcto, es falsa. El mundo se mueve tan rápido que el precio de equilibrio de hoy puede no ser el mismo que el de mañana.

Otro aspecto importante es lo que los sociólogos llaman "*Performativity*", que afirma que podemos observar un extraño *feedback –retroalimentación-* en dos vías entre la teoría y nuestra propia conducta en el mercado. Se trata de algo parecido a una “profecía auto cumplida”: Cuando la gente lee sobre una determinada teoría y cree en ella, comenzará a comportarse de conformidad a la misma. Así, por ejemplo, a medida que aprendemos acerca de la teoría de portafolios y leemos a Markowitz, Fama, u otros, comenzaremos entonces a comportarnos conforme sus ideas. Por tanto, si aceptamos que el mercado es eficiente configuraremos entonces los portafolios de una manera particular y comenzaremos a considerar sobre cuán capaces somos realmente de ganarle al mercado, y a lo mejor decidamos solamente indexar nuestros activos. De esta forma, entonces, comenzamos a contribuir para que esa teoría se cumpla. Luego encontraremos otros modelos en los cuales creer, y nuevamente haremos que funcionen para reflejarlos en nuestros propios procesos de decisiones.

Otro autor es Andrew Lo (citado por Bernstein 2005 p 5), quien ha escrito sobre el carácter evolutivo y Darwiniano de los mercados. A medida que ellos cambian y que las fuerzas evolutivas toman su lugar, los ganadores y los perdedores de hoy no serán los mismos que los del ayer, o los del mañana.

I.3 Teorías relacionadas con el diseño de portafolios

I.3.1 Teoría de portafolios.

Antes de Markowitz no contábamos con una auténtica *teoría* de la construcción de portafolios, sólo con reglas de dedo y mucho folklore.

Markowitz (1952, citado por Bernstein 2005 p 3) narró cómo un broker, en cierta ocasión, lo persuadió para que profundizara su interés en la investigación de operaciones estudiando el comportamiento del mercado accionario. Markowitz no sabía nada sobre ese mercado, así que acudió a su profesor quien tampoco conocía nada; pero éste lo remitió a Williams, quien entonces aconsejó a Markowitz que lo que se debía hacer es elegir las

acciones de conformidad a su respectivo retorno esperado. Markowitz, luego, reflexionó diciéndole a Williams: "Pero, usted sabe que uno no sólo debe pensar en el retorno sino que también en su riesgo." Fue así como al hacer del concepto de riesgo el núcleo de sus ideas, Markowitz orientó su atención a la esencia de aquello que constituye una decisión de inversión: Una apuesta dirigida hacia un futuro incierto.

En los 50's, el trabajo de Markowitz no podía tener una aplicación comercial debido a que se carecía de un medio de cálculo suficientemente rápido, preciso y económico. Los datos accesibles por computador para el tipo de valoraciones delineadas por Williams y Markowitz sólo estuvieron disponibles en los 60's. Las ideas de Bachelier eran todavía más difíciles de trabajar sin esos instrumentos.

Durante los 70's, surgieron aplicaciones prácticas de las ideas de Markowitz. Por ejemplo, Barr Rosenberg y otros autores construyeron uno de los primeros optimizadores de portafolios para usos comerciales. Este sistema, conocido como *Barra*, se valía de los fundamentos de las finanzas y de los datos de precios para construir modelos cuantitativos. Las estimaciones realizadas por los usuarios sobre los rendimientos *alphas* –rendimientos sobre el mercado- se combinaban con estimados de riesgo para construir un portafolio "eficiente". En los primeros años Barra tenía un buen número de usuarios; actualmente tiene centenares, pero también muchos más competidores. Actualmente la optimización de portafolios puede ser implementada por cualquier individuo en sus propias computadoras. Por otra parte, la creciente popularidad de esas herramientas refleja la importancia de un portafolio, más que la de un título individual.

I.3.2 La hipótesis del Mercado eficiente (MHE)

Antes de Fama y otros, no contábamos con una teoría consistente que nos explicara por qué el mercado es tan difícil de batir.

La teoría emergió de la academia en los 60's, cuando Fama (1965, citado por Nagorniak 2005 p 3) causó angustia y furor entre los inversionistas profesionales.

La eficiencia puede presentarse en tres tipos: Forma débil, Semifuerte y fuerte.

En la forma débil, el precio de las acciones puede predecirse en base a la información de los precios históricos. Si fuera posible obtener utilidades extraordinarias tan sólo al hallar patrones en los movimientos de los precios de las acciones, todos lo harían, y cualesquiera utilidades desaparecerían con rapidez.

En la forma semifuerte, un mercado es eficiente si los precios reflejan (incorporan) toda la información disponible públicamente, incluyendo los estados contables publicados de las empresas, así como el precio histórico.

Un mercado es eficiente en forma fuerte si los precios reflejan toda la información, pública y privada.

En un mercado eficiente los precios reflejan toda la información conocida, por lo que el "buen" desempeño de un inversionista probablemente sólo sea resultado de la simple suerte. Las implicaciones de la forma fuerte de esta hipótesis es que la indexación es la única manera de ganar en el juego del *investment*. Naturalmente, esa idea no fue bien recibida por los tradicionalistas. Usar cifras y pronósticos, para adivinar el desempeño de futuras inversiones, constituye la esencia del análisis de títulos. Quienes enfatizan en la valoración fundamental han pensado sobre cómo utilizar datos para valorar títulos para largos períodos; estando interesados en modelos que midan correctamente el valor. Pues bien, comparando aquellas acciones consideradas "undervalued" –subvaluadas- por el modelo, y vendiendo las "overvalued" –sobreevaluadas- , se espera producir una inversión exitosa. En este enfoque, eventualmente cada activo tiene que alcanzar su valor justo.

Podemos admitir que la hipótesis del mercado eficiente puede que no sea la más precisa descripción de la realidad; también, de que el mercado, en sí mismo, realmente no es eficiente. Pero, por el momento, ese criterio constituye el estándar mediante el cual se juzga el comportamiento del mercado y se mide el desempeño de los gerentes.

Pero también recordemos que nadie hasta la fecha ha encontrado un caso importante de variables retrasadas –*lagged variables*– que consistente y permanentemente expliquen el rendimiento de las acciones. Sólo un minúsculo número de inversionistas le ganan consistentemente al mercado año tras año sobre una base de riesgo ajustado; a pesar de que en el sentido clásico del término el mercado en sí mismo no es plenamente eficiente en cuanto a que toda la información sea conocida, comprendida inmediatamente, y luego reflejada sin retrasos en los precios de los activos. Por tanto, con todo y eso, la idea de su eficiencia se está difundiendo gradual y consistentemente más allá de los mercados financieros de USA. Aquellos que en algún momento se consideraban muy ineficientes gradualmente han ido perfeccionándose.

I.3.3 Otros elementos teóricos a considerar.

Al evaluar el desarrollo de los intermediarios financieros se han encontrado dos temas adicionales muy importantes sugeridos entre otros por Ambachtsheer (2005, p.2), en el artículo llamado “Beyond Portfolio Theory: The next frontier”:

a) *La teoría de la información*: Trata sobre si los agentes económicos –clientes y proveedores de servicios de gestión de inversiones– realmente están en posiciones equivalentes, desde una perspectiva de la información, en cuanto a las decisiones que ellos toman. También conduce a las consecuencias económicas de la asimetría de información.

b) *Teoría sobre las relaciones agente –principal*: Procura entender si realmente los intereses económicos de los principales, individuos y los agentes que toman decisiones de inversión en su nombre, firmas que venden los servicios de gestión de inversiones, están realmente alineados. Eso también nos conduce a las consecuencias económicas de un potencial desalineamiento de esos intereses.

I.3.4 Teoría integrada de inversiones

Los *practitioners* deben agregarle a la teoría original de portafolios la diversidad de joyas conceptuales y empíricas que la comunidad de académicos en finanzas e inversiones les han otorgado durante los últimos 50 años, una reingeniería de los sistemas para tomar las decisiones de inversión y la integración de un nuevo modelo de inversión que incorpore la altamente asimétrica distribución de información en el mercado de servicios financieros y el hecho de que millones de beneficiarios finales situados debajo de la cadena alimenticia financiera deban depender de una variedad de intermediarios, agentes, que les ofrecen productos y servicios que verdaderamente sirvan a los intereses de aquellos.

I.4 Resumen consideraciones teóricas. Aplicabilidad y avance actual de las teorías

Las herramientas teóricas han sido más útiles en la medida que el desarrollo tecnológico permitió el procesamiento de datos (equipos) necesarios para aprovechar el potencial del marco teórico.

Los creadores de todas las teorías conocían perfectamente que el mundo real es diferente de sus construcciones teóricas, pero también debemos reconocer que ellos andaban en búsqueda de establecer un proceso, de una comprensión sistemática de cómo deben integrarse los portafolios.

Las teorías han recibido una serie de defensores y detractores; sin embargo, es una herramienta útil.

II. IDEAS A CONSIDERAR EN GESTION DE INVERSIONES

II.1 Gestión de inversiones: activa o pasiva?

La decisión respecto al tipo de gestión a seguir depende de cual es el supuesto respecto al comportamiento del mercado. Si cree que es eficiente seguramente buscará una gestión pasiva. Si cree que ocasionalmente puede ser ineficiente, buscará una gestión activa.

Según Alexander/Sharpe/Bailey (2003, p.77), las carteras bajo administración pasiva pueden ser sustitutas de carteras de mercado conocidas como fondos índices, o pueden ser carteras que se ajustan a las necesidades de los clientes con preferencias y circunstancias diferentes de las del inversionista promedio. En todo caso, los administradores pasivos de carteras no tratan de superar sus carteras de referencia designadas. Además, se caracterizan por la tenencia de valores durante períodos relativamente largos con cambios pequeños y poco frecuentes. Esto es partiendo del supuesto de que los mercados son eficientes, es decir, que no es posible ganarle al mercado. No hay almuerzo gratis.

Los administradores activos creen que de vez en cuando hay valores o sectores de valores mal evaluados. Utilizan predicciones desviadas de la opinión general. Debido a ciertas imperfecciones del mercado, “el mercado no ofrece almuerzo gratis, pero sí ofrece oportunos y ocasionales bocadillos especiales para los inversionistas más habilidosos”.

La gestión activa puede ser realizada a través de “gestores heroicos” o con Métodos Cuantitativos de Inversión (MCI's). Entre los primeros sobresalen Warren Buffet y Peter Lynch.

Según Bianco (2007, p.2) en el reporte especial llamado “*Outsmarting the market*”, los MCIs y la corriente principal de analistas coinciden en términos de los fundamentos económicos que estudian para la toma de decisiones. Se diferencian por el análisis frío y el mayor volumen y procesamiento de datos de los primeros, así como la consideración del riesgo.

El estilo de inversión requiere gran dominio de las matemáticas aplicadas, así como el acceso a enormes capacidades de cómputo para procesar cuantiosa información. Sin embargo, en algunas ocasiones han sido ridiculizadas como meras “cajas negras de inversión”.

Los MCI's no son la panacea: a) Las mejores valoraciones son realizadas en períodos en que el crecimiento impulsa las acciones de valor y donde se tiende a tener dificultades en los bordes del mercado, b) La preferencia por la formalidad de los datos contables y su dependencia a datos históricos, lo cual es más vulnerable en períodos de pánico.

BGI (Barclays Global Investors) es un ejemplo de instituciones que desarrollan sus destrezas en *investment* basándose en modelos cuantitativos dentro de un enorme crecimiento reciente en ese sector.

BGI ha estado reforzado el cuadro de talentos altamente calificados en finanzas. Inventó el Index Funds (fondos indizados). No están preocupados por encontrar ingeniosas maneras de superar los rendimientos del mercado, pues considera imposible ganarle de forma continuada al mercado, sin embargo, en la práctica lo consigue, utilizando la técnica del *tilting* (inclinar, influenciar).

Bianco (2007, p.2), también afirma que el BGI tiene un gasto importante en investigación y desarrollo. Busca investigadores que generen ideas de las cuales puedan sacar ventajas competitivas.

Las firmas que usan los MCI's tienen la interrogante si las alfas existen dentro de un limitado mercado de productos financieros *comoditizados – generalizados*-. El traslado de bastas sumas de dinero a manos de esas moledoras de números está haciendo que las codiciadas alfas se vuelvan más escurridizas.

II.2 Prudencia en el uso de modelos, información histórica y supuestos.

Cohen (2005, p.1), en el artículo llamado “Aristotle on Investment Decision Making” afirma que un inversionista debe cuidarse de usar el modelo correcto en el momento adecuado. Adicionalmente, debe tener mucho cuidado sobre la confiabilidad de los datos utilizados y reconocer formalmente la inherente carencia de precisión en algunas de sus observaciones e instrumentos de medida.

Los inversionistas de hoy disponen de algunos maravillosos y potentes modelos, así como un gran acceso a muchas series de datos. Pero muchas veces los analistas no son tan prudentes como debieran en términos de la calidad de los *inputs* –insumos-. Muchos estamos bien familiarizados con la idea de que, “basura entra - basura sale”. Eso se hace más evidente por el creciente poder de las técnicas computacionales, y por la idea de que los inversionistas han desarrollado enfoques sumamente disciplinados.

En algunas ocasiones, los inversionistas reaccionan a informes preliminares de carácter macroeconómico o micro, sin considerar los resultados cuando son publicadas las cifras definitivas. Algunos analistas tienden a sobre-analizar la información respondiendo a los cambios en la información trimestral, no a su tendencia, dando lugar a la teorías de las “expectativas”, elaborada por Kahneman.

En torno a los supuestos utilizados en los modelos de análisis de la inversión, manifiesta que este deberá ser más rigurosamente fundamentado, pues los modelos de toma de decisión han evolucionado bastante bien, pero desgraciadamente los insumos no. Premisas descuidadas, a menudo no explícitamente presentadas, han conducido a los inversionistas a conclusiones erróneas en los resultados de los modelos. Un ejemplo de esto es la verdadera tasa de crecimiento de las ganancias por acciones, ajustadas por la inflación, la cual es sólo de 1.8% anual. Otro ejemplo lo constituyen los planes de pensiones, junto con la usual publicidad ofrecida por los inversionistas individuales, que hacen supuestos insensatos sobre las expectativas de los futuros retornos, basados únicamente en la historia.

Por lo tanto, la gestión de inversiones finalmente debe dejar de evolucionar a partir de los pasados desempeños y de algo que de otra manera no sea el valor contable histórico. Por ello, las entidades que publican evaluaciones de pasados desempeños e implican una valiosa visión predictiva a partir de ellas, deberán extinguirse en un futuro no muy lejano.

II.2.1 Precauciones respecto al desempeño microeconómico.

Según el artículo ya citado de Cohen (2005, p.2), los gestores de inversiones deben considerar algunas precauciones a la hora de elaborar los desempeños de las empresas, destacando los siguientes:

Definir con precisión el mercado o especificar sobre los activos.

Un modelo que funcione bien en determinados sectores del mercado, podría no hacerlo en otros. Por otra parte, los inversionistas necesitan entender muy bien con qué tipo de activos están tratando. Por ejemplo, conocer exactamente qué tipo de empresa están valorando: ¿Privada o pública?, ¿joven o madura?. La primera lección, entonces, nos enseña a definir claramente el mercado y los activos en cuestión. Saber, además, qué es lo que está siendo modelado, evitando aplicar un mismo criterio para todo, porque uno en particular no necesariamente se ajustará a todas las situaciones.

Considerar no solamente los retornos sino también la desviación estándar.

Enfocarse no sólo en los retornos sino también en la volatilidad. Los inversores tienen algunas medidas muy sofisticadas a disposición: *Sharpe ratios*, medidas de multicolinealidad, covarianza, y muchas otras. Pero a menudo, los inversores, analistas, o los periodistas económicos, rehúsan mencionar esas *otras*, significativas medidas cuando están describiendo “el mercado”.

Definición cuidadosa de las medidas del desempeño corporativo.

Deben saber definir qué es exactamente lo que están observando, así como los límites normales de la volatilidad; también deben ser muy cuidadosos en la definición de las variables, tanto las independientes como las dependientes. Saber qué es lo que trata de

medir, y estar muy enterado de los problemas asociados a la correcta elaboración de esas medidas. Muchos participantes del *investment* aún confían casi exclusivamente en las ganancias por acción (llamada en inglés *Earning Per Share: EPS*), con exclusión de otras importantes medidas del desempeño -como los ingresos, o los cash flows –flujos de caja- y lo que es peor, enfatizan demasiado en los EPS contenidos en los informes proforma.

Considerar la posibilidad de cambios en algunas variables.

Hasta algunos factores que los inversores normalmente consideran como algo muy simple y predecible, como las tendencias de los dividendos, pueden ser fácilmente malinterpretadas. Sobre esas tendencias, algunos analistas tienden a sobre-analizar la información respondiendo a los cambios en la información trimestral, y no a su tendencia.

El promedio de largo plazo es la media aritmética, pero no necesariamente de equilibrio. Otra cosa preocupante se refiere a cómo el inversor observa la información histórica relativa a los promedios de largo plazo. En algunas series de datos sobre la economía y el mercado, ese promedio está constituido por la media aritmética, lo cual acarrea un problema que puede ser fácilmente demostrado por el enfocado uso del ratio precio-beneficio (PER) de forma aislada de otros factores importantes como la inflación, las tasas de interés, el crecimiento de los beneficios en el largo plazo, los índices de rentabilidad del capital propio (ROE's) y un conjunto de otras cruciales medidas.

II.2.2 Precauciones respecto al desempeño macroeconómico.

En los últimos años muchos han aprendido algunas trágicas lecciones sobre la pobre calidad de la información de algunas compañías, y de la necesidad de indagar más profundamente sobre los métodos de su elaboración. Pero, ¿qué hay de la calidad de la información que ofrecen las agencias gubernamentales, y de lo fácil que es mal interpretarla?

Los mercados financieros responden casi instantáneamente a las publicaciones de información macroeconómica. Así mismo, la calidad de la información, especialmente la

anterior a las subsecuentes revisiones estándar, puede ser muy pobre. Enormes diferencias pueden existir de una fuente a otra tanto respecto a las diferentes definiciones como a los métodos de recolección. Este problema atañe a todo un amplio conjunto de datos económicos, sujetos a cuestionamientos por su calidad, aunque no hayan tenido la intención de engañar deliberadamente. Siendo así, el importante asunto de las subyacentes definiciones aún no recibe la debida atención por parte de los diferentes usuarios.

Los inversores deberían ser más perspicaces respecto a los análisis demasiado simplistas y a precipitar sus conclusiones, debido a que no existe un solo déficit comercial; y además, esos asuntos varían según el país, la moneda, y los bienes específicos involucrados. Recordemos que el modelo clásico del comercio internacional se basaba en relaciones bilaterales bastante simples, lo cual no logra capturar apropiadamente la complejidad del actual modelo globalizado.

Entre las variables macroeconómicas que deben ser analizadas con precaución tenemos las siguientes: Inflación, Producción industrial, PIB, ahorro personal, balanza comercial, empleo y costos laborales, déficit fiscal y flujos de capitales.

II.3 Cifras del desempeño a considerar para la toma de decisiones financieras: Corto versus Mediano y largo plazo?

Según Rappaport (2005, p.1), en el artículo “*The economics of short term performance obsession*”, desde el punto de vista técnico, los agentes económicos deberían basar sus decisiones financieras en los resultados de mediano y largo plazo de las empresas, pues su valor depende de su habilidad de largo plazo para generar el efectivo necesario para financiar su crecimiento creador de valor y para pagarle dividendos a sus accionistas.

Obstáculos para la toma de decisión en función de los resultados de largo plazo.

Los gestores de inversión, creen que calcular los distantes *cash flows* les consume demasiado tiempo y les resulta muy costoso y especulativo, debido a que aquéllos tienen

mucho menos información sobre los proyectos y operaciones de una empresa que sus *insiders*¹. Ese mismo es particularmente importante en las empresas jóvenes donde las expectativas sobre el crecimiento futuro son muchos más sensibles al desempeño corriente, que el de las compañías con historias operativas ya bien establecidas.

Los CEO's y otros ejecutivos observan que los precios accionarios no reaccionan a los potenciales *cash flows* de largo plazo. Reaccionan a los resultados de corto plazo.

El período de tenencia de las acciones es relativamente corto. El período promedio de tenencia, hasta mediados de los 60's, era de unos seis años. Actualmente, ese mismo período promedio en los fondos de inversión es de menos de un año, y la rotación anual del portafolio supera al 100%.

Los inversionistas de horizonte corto esperan básicamente originar todos sus ingresos de la venta de sus acciones al final de su horizonte de inversión, y no tanto por los dividendos en efectivo. Con los rendimientos por dividendos recientemente promediando un 2%, y asumiendo un horizonte de un año, puede esperarse que cerca del 98% del efectivo originado provenga de vender acciones. En ausencia de un dividendo, o de otro efectivo seguro, los inversionistas de corto plazo se enfocan en formarse una expectativa sobre el precio de venta al final de ese horizonte.

Desventajas de los resultados de corto plazo

Limitaciones en las ganancias trimestrales. El *bottom line* –beneficios-, propio de la contabilidad, tampoco se aproxima al valor de una empresa ni a sus cambios de valor durante el período informado. Cabe recordar que tampoco es su propósito hacerlo.

¹ Insider: se refiere a los ejecutivos y a los dirigentes de una empresa o los tenedores de más del 10% del valor de las acciones cotizadas de una misma empresa.

Las ganancias contables constituyen una mezcla de cifras y hechos (*cash flow* realizados) y determinadas premisas acerca de futuros resultados (devengos, o *accruals*). Además, en algunas ocasiones podría estar afectado por el ingenio de la “Contabilidad Creativa”.

Para evaluar la importancia del valor de una firma, un analista debe ir más allá de los estados financieros. Para evaluar el sostenido y el creciente potencial de las ventas y el *cash flow* deben ponderarse algunos factores tales como: El crecimiento potencial de la industria, el probable comportamiento de los competidores, el cambio tecnológico; así como la posición competitiva de la empresa y la calidad de su gestión.

¿Satisface el enfoque de los CEO's con las ganancias de corto plazo (GCP) únicamente a sus propios intereses, o son también en el mejor interés de los accionistas?.

Los CEO's enfatizan la conducta de los participantes del mercado para justificar ese enfoque y sus creencias de que invertir en el largo plazo no es recompensado con mayores precios de las acciones. Este sesgo se refuerza con los planes de incentivo que básicamente sólo recompensan el desempeño financiero de corto plazo. Aun los incentivos relacionados con el *equity –patrimonio-*, como las *stocks option* -opción de suscripción de acciones- y las acciones restringidas no alteran esa orientación de los ejecutivos si ellos creen que el desempeño de corto plazo es el determinante fundamental del precio de las acciones. Por el contrario, los incentivos mediante opciones conducen a los ejecutivos a presentar públicamente amañados informes financieros, lo cual se incrementó durante los 90's.

La idea de que la principal responsabilidad de la gerencia consiste en maximizar el valor del accionista a largo plazo está ampliamente aceptada en principio, pero muy pobremente implementada en la práctica. Maximizar el valor a largo plazo significa que el compromiso principal de la gerencia es básicamente con los *accionistas leales* y no con los que especulan a diario con las acciones, o con los inversionistas del *momentum*, y otros participantes muy orientados al corto plazo. Para maximizar el valor de esos accionistas los gerentes deben desarrollar estrategias que maximicen efectivamente el *cash flow* potencial de largo plazo.

Administrar para lograr GCP compromete el valor del accionista de dos maneras. Primero, las compañías demoran o renuncian a las inversiones creadoras de valor con tal de converger con el consenso de las ganancias esperadas. Segundo, el foco en las GCP compromete el valor del accionista porque los gerentes explotan la discrecionalidad permitida por las reglas contables para el cálculo de beneficios al adelantar ingresos durante el período corriente y diferir los gastos hacia futuros períodos

Maximizar el *cash flow* de largo plazo, más que administrar las GCP, aun en un mercado limitado por esas obsesiones, es la manera más efectiva de crear valor para los accionistas leales. Centrarse en el propósito de satisfacer el interés de esos accionistas justifica esa conclusión. Y eso se mantiene aun para empresas comprometidas en grandes programas de recompra de sus propias acciones.

Atacando a la obsesión por el desempeño de Corto Plazo

Para reducir la mencionada obsesión y mejorar la eficiencia de asignación, Rappaport propone un ataque trilateral dirigido hacia: Los informes de desempeño corporativo, los incentivos para los CEO's y los incentivos para los Gerentes de Inversión (GI).

Informes de desempeño corporativo. El *disclosure* -la información relevante, transparente, y oportuna- es vital para la eficiencia de asignación de los mercados. En el implacable ambiente de la contabilidad creativa de la actualidad, las compañías tienen la valiosa oportunidad de mejorar significativamente la forma y contenido de sus informes financieros. Así que las mejoras en el *disclosure* contrarrestarán la obsesión por las ganancias, pero también contribuirán a eliminar el prejuicio sobre el concentrado enfoque en sus propios intereses reduciendo así la incertidumbre del inversionista, el costo de capital de la empresa y restaurando la confianza pública en esos informes.

Incentivos para los CEO's. Muchos comentaristas que han analizado las decepcionantes y deliberadas prácticas corporativas de *Enron*, *WorldCom*, *Adelphia Communications*, y otros fracasos financieros recientes en los negocios, han convenido en que la causa

subyacente ha sido la rígida adhesión de los CEO's con el "valor del accionista" (VAC). No obstante, esta queja falla en capturar la verdadera esencia del VAC. Lo cierto es que las medidas emprendidas por esas compañías realmente no agregaron valor; sólo hicieron intentos deshonestos de aparentar que lo estaban haciendo. Por lo tanto, no es que el valor del accionista le haya fallado a la gerencia; es la gerencia la que le ha fallado al valor del accionista.

La mayoría de CEO's promueven la meta de maximizar el VAC pero sin comprometerse con el impulsor esencial del valor; o sea, el *cash flow* de largo plazo ajustado al riesgo. En vez de eso, ellos se obsesionan con la máquina de expectativas de ganancias impulsada por *Wall Street*, así como con el precio a corto plazo de las acciones. Sacrificar las posibilidades de largo plazo para poder converger con las expectativas de GCP e impulsar temporalmente esos precios, representa en realidad la antítesis de una sólida gerencia centrada en el VAC. Una fuerza que impulsa ese tipo de comportamiento se puede ver en algunos Sistemas de Incentivos y Remuneraciones (SIR).

Incentivos para los GI. Aun si se obtiene una mejora en la línea de los informes de desempeño corporativo, en la práctica la obsesión con las ganancias persistirá siempre que los GI tengan incentivos inadecuados para cambiar su método analítico respecto a las proyecciones de largo plazo de la empresa. Para que este cambio ocurra los GI necesitan convencerse, por supuesto, de que eso mejorará su desempeño y sus compensaciones.

Los GI deben superar dos temores antes de aceptar la posibilidad de que el *Discount Cash flow* (DCF) pueda mejorar su desempeño. Primero, es que otros en la comunidad de inversionistas no continúen creyendo que las ganancias de corto plazo seguirán influenciando significativamente el precio de las acciones. Segundo, es el omnipresente temor de que el pronóstico de unos *cash flows* altamente inciertos es simplemente impráctico.

II.4 Selección de acciones y actualización de portafolios

Uno de los criterios utilizados por los gestores de inversiones en la toma de decisiones es la selección de acciones de empresas con mayores posibilidades de lograr tasas de crecimiento y ganancias consistentes y sostenidas en el tiempo. Becker/Freeman(2007, p.1), en el artículo llamado “Going from global trends to corporate strategy” sostienen que el logro de dicho requisito es facilitado al invertir en empresas que permanentemente están evaluando la composición de su portafolio, con el objetivo de mantenerlo alineado con las tendencias mundiales.

Según el estudio, las principales tendencias para los próximos cinco años son las siguientes: El creciente número de consumidores en los países emergentes, reasignación de la actividad económica a nivel geográfico y la creciente facilidad de obtener información y desarrollar conocimientos. Estas tendencias deben analizarse de forma integrada, considerando que debajo de cada una de ellas subyacen otras de menor nivel que se interactúan mutuamente, afectando no sólo a una industria, sino también a otras asociadas, en diversos grados y mediante diferentes mecanismos.

La evaluación permanente del portafolio requiere de un proceso de planificación estratégica que ejecute el rol de identificar las nuevas áreas de crecimiento y evaluar los portafolios para determinar la mezcla óptima de negocios.

Las tendencias mundiales afectan el grado de competencia entre las empresas, a la cual deben reaccionar principalmente a través del permanente proceso de innovación de productos, servicios y modelos de negocios, que, unido a la facilidad de obtener información, desarrollar conocimiento y la abundancia y bajo costo de la movilidad de capitales, constituyen las tres principales variables determinantes del ritmo de cambio en los negocios.

En el proceso de innovación, las grandes empresas deben recordar que deben considerar más de un proyecto innovador, aprovechar al máximo la economía de escala disponible, con el objetivo de difundir con un mayor alcance las innovaciones.

II.5 Construcción de portafolios y la política monetaria de Estados Unidos.

Este apartado tiene como objetivo aclarar cuál es la relación entre la política monetaria de Estados Unidos y los resultados financieros obtenidos en la compra de acciones y bonos, a fin de orientar a los gestores hacia mejores decisiones financieras. Para dicho propósito fue de utilidad un artículo llamado “Is Fed Policy Still Relevant for Investors?”, elaborado por C. Mitchel Conover, Gerald R. Jensen, Robert Johnson y Jeffrey Mercer (2005, p.12).

Los resultados que podrían ser utilizados en la gestión de inversiones son los siguientes:

Las condiciones monetarias tienen y continúan teniendo una fuerte relación con los rendimientos de las acciones. En particular, períodos de expansión monetaria están asociados con fuerte desempeño de las acciones (más alto que los rendimientos promedios y más bajo que el riesgo promedio). Mientras que en períodos de política monetaria restrictiva generalmente coinciden con desempeño débil de las acciones (más bajo que el promedio y riesgo más alto que el promedio).

Una alta y consistente relación entre las condiciones monetarias y los rendimientos de las acciones es evidente durante todo el período de estudio.

Las pequeñas compañías son más sensibles que las grandes compañías a cambios en las condiciones monetarias. Portafolios de acciones de empresas pequeñas tienen significancia económica y estadística entre las condiciones monetarias y el patrón de rendimientos, consistentes durante todo el tiempo.

Las acciones cíclicas tienen una sensibilidad más alta que las acciones no cíclicas, a cambios en las condiciones monetarias. Por ejemplo, acciones cíclicas de bienes de

consumo, servicios financieros y sectores de tecnología e información tienen un período expansivo en sus rendimientos más de 26 puntos por año, más alto que los retornos ganados durante períodos restrictivos.

La política monetaria de Estados Unidos tiene una importancia e influencia en los mercados globales. Los autores encontraron un patrón significativo entre las condiciones de política monetaria y el desempeño de cinco índices internacionales. Esta evidencia es consistente con el rol prominente de la economía norteamericana en la economía mundial.

A nivel global, nuestra fuerte evidencia sugiere que los gestores de inversiones deberán poner atención a las condiciones de la política monetaria como parte de su análisis industrial. Finalmente, profesionales de la inversión deben estar atentos a la rotación en industrias y monitorear cambios en la política del FED.

II.6 Análisis del riesgo en los valores a incluir en la cartera.

Damodarán (2005, p.1), en su artículo “Value and risk: Beyond betas”, comenta que en la práctica, las empresas tienen una visión restringida del manejo del riesgo, limitándolo a la “reducción del riesgo” a través de coberturas. En una visión más amplia debería hablarse de administración de riesgo, en el sentido de las acciones realizadas por las empresas para explotar la incertidumbre, la cual puede involucrar un incremento en el riesgo, cuando cree que esto le generará una ventaja competitiva sobre sus competidores. A manera de ejemplo, una farmacéutica hace “reducción de riesgo” cuando compra coberturas cambiarias, mientras que hace una administración del riesgo, cuando hace nuevas investigaciones farmacológicas a fin de asegurar un flujo de nuevos productos, lleno y balanceado con una mezcla de productos en diferentes estadios de aprobación de parte de la Federal Drugs Administration.

Otro tema abordado es la incorporación del riesgo en los procesos de valoración de empresas. Al respecto manifiesta que dos de los principales métodos de valoración, el DCF y métodos de valoración relativa (múltiplos) presentan serias limitaciones.

En el primer caso únicamente considera el riesgo en la tasa de descuento de los flujos, dejando fuera el riesgo derivado de la incertidumbre de los flujos futuros, tasa de crecimiento de los flujos y retornos extraordinarios.

En el caso del método de valoración relativa, el ajuste por riesgo puede variar desde ser simplemente inexistente (en el peor de los casos) o ser totalmente casual o arbitrario (en el mejor de los casos). A manera de ejemplo, el proceso de valoración relativa sólo toma como referencia el valor del múltiplo una empresa “similar”, obviando que en la práctica podrían tener diversos niveles de riesgo. Otra opción es agregarle un factor de ajuste por riesgo, los cuales generalmente no tienen un sustento técnico, es decir, es arbitrario.

Derivado de la dificultad de incorporar el riesgo en las valoraciones de empresas, los gerentes tratan de mejorar su valor relativo adoptando prácticas de gestión de riesgo que correspondan a las medidas tradicionales de los analistas, es decir, intentarán por todos los medios de suavizar su flujo de ganancias protegiéndose ante cualquier tipo de riesgos imaginables.

Respecto a la ventaja de las operaciones de “reducción de riesgo”, el autor recuerda los dos enfoques extremos tradicionales y presenta una posición intermedia.

El primer enfoque, adoptado por los seguidores de la teoría de los portafolios y de los mercados eficientes, manifiestan que la administración de riesgos es casi siempre inútil y generalmente reduce el valor de la firma; argumentan que los inversores diversificados pueden manejar el *risk exposure* –exposición al riesgo- en sus portafolios mucho más efectivamente y con menores costos que los gerentes en firmas individuales.

El segundo enfoque es adoptado por quienes venden instrumentos de cobertura, quienes argumentan que al reducir el riesgo, se reduce la variabilidad en las ganancias y precio accionarios, lo cual se traduce en un precio más elevado para las acciones de la firma.

La posición intermedia asumida por el autor, manifiesta que el *risk hedging* –cobertura de riesgo- es más probable que genere valor para las firmas pequeñas. En torno al *risk management* –administración de riesgo- dice que todas las firmas están expuestas al riesgo y por lo tanto, deberían considerarlo como una tarea integrante de la tarea habitual del negocio. Además, define algunas características de las empresas en las cuales es más beneficioso el *risk management*: Alta volatilidad y fuertes barreras de entrada.

II.7 Diseño de portafolios globales en función del riesgos por sectores económicos.

Brinson (2005, p.1), en el artículo “*The future of investment management*” manifiesta que el avance mostrado por la globalización de los mercados financieros tiene efectos en el diseño de portafolios globales. En la actualidad, dicha actividad debe considerar que los sectores y la industria se convertirán en los bloques principales en la gestión de riesgo de los activos correspondientes, perdiendo vigencia el criterio de en cuál país o zona invertir.

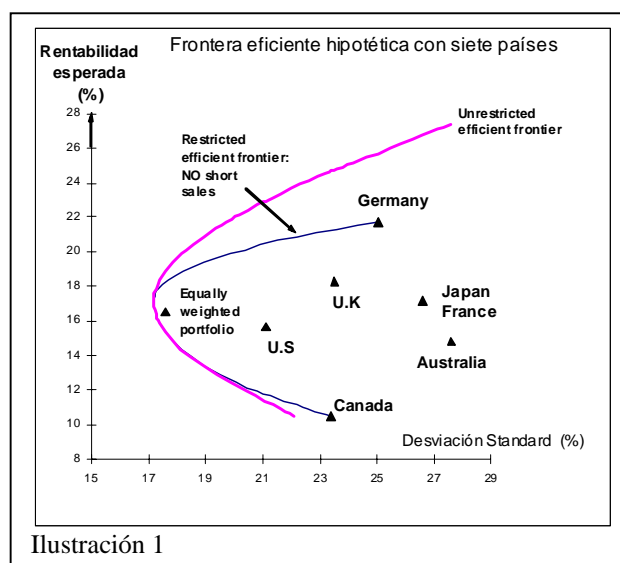
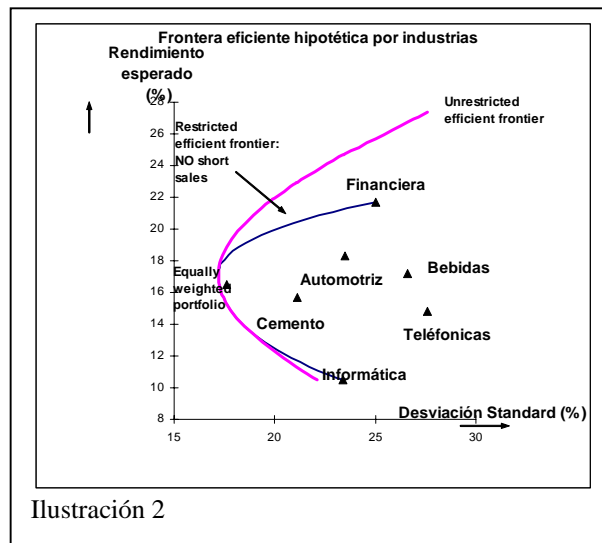


Ilustración 1

El criterio de diversificación según países estaba justificado por la falta de sincronía en los ciclos económicos de los países. Mientras unos estaban en fase recesiva, otros estaban en fase expansiva. En tal caso, para obtener mejores resultados en el riesgo a través de la diversificación, las compañías de inversión tenían como criterio de inversión la consideración de países (ver ilustración 1). Además, cuando el proceso de globalización era incipiente, las grandes empresas establecían sus principales plantas de producción en un único país, de tal manera que se podía decir que un país estaba especializado

principalmente en la construcción de vehículos automotores, otros de relojes, otro de computadoras y así sucesivamente.

Debido al auge de la globalización, las empresas se han vuelto cada vez más globales, en el sentido que tienen sus plantas de producción y o distribución en diferentes partes del mundo. Así resulta que podría ser que mientras que en uno de los países donde esté instalado esté en la fase recesiva del ciclo económico, en otro u otros países donde también tenga presencia, estén en fase expansiva, de tal manera que la misma



empresa que está en un sector específico, de forma consolidada tiene menor riesgo que si estuviera en un solo país. Por tanto, si a nivel global dicha industria entra en una fase de reducción de su demanda, para el gestor de inversiones, los resultados de invertir en sólo ese sector (que tiene presencia global) serían menores de tener un portafolio compuesto por acciones de diversas industrias (ver ilustración 2).

En otras palabras, la existencia de empresas multinacionales (que representan más del 70% de la capitalización del mercado) que realizan sus negocios basados en plataformas multinacionales motiva a analizar el riesgo en función de los sectores económicos. Por tanto, el tema principal es dónde a nivel global, obtienen sus ingresos y gastos y quiénes son sus competidores, en lugar del criterio de cuál es el país donde está su sede principal.

Otro aspecto clave es que el *exposure* -exposición- debe ser analizado considerando la calidad de los activos, en lugar del criterio de la moneda. El atractivo de la inversión en activos no tiene nada que ver con la divisa correspondiente y las virtudes de una moneda no tienen que ver con la tenencia de determinados activos en una cartera. Los portafolios

globales que se obtengan, gestionen y analicen más exitosamente serán aquellos donde la combinación de activos y monedas sean vistos como asuntos separados.

Al analizar la relación riesgo-retorno de los portafolios globales destaca que aquellos que comprenden amplias configuraciones de activos a lo largo de todos los mercados globales demuestran una relación riesgo-retorno tal, que dominan a cualquier otra clase de activos individuales, independientemente del nivel de aversión al riesgo.

Los inversionistas con poca propensión al riesgo y a la volatilidad pueden maximizar sus resultados poseyendo un arreglo consistente en un portafolio global junto con equivalentes de dinero en efectivo a corto plazo, en lugar de invertir en activos de menor volatilidad. Igualmente, aquellos con mayor propensión pueden maximizar sus resultados pidiendo prestado y apalancando un portafolio global, en lugar de cambiarse hacia activos de mayor volatilidad. Por ejemplo, durante períodos prolongados, un portafolio global apalancado por la volatilidad del mercado otorgará retornos muy por encima del rendimiento de las acciones en sí mismas. De esa forma, la noción de un portafolio óptimo discutida a menudo en la teoría financiera de hecho existe en esta forma global, y apalancando este portafolio ya sea hacia arriba, o hacia abajo, hacia un particular entorno de riesgo deseado, producirá resultados claramente superiores al de los enfoques tradicionales de gestión del riesgo que favorecen a las carteras hacia determinados activos de mayor, o de menor riesgo.

II.8 Elección de acciones en función de pagos de dividendos.

En este apartado se estudia la relación que debería existir entre la elección de acciones para la formación de un portafolio y la preferencia por los pagos de dividendos. Con ese propósito se hizo una interpretación del artículo “*Dividends and the frozen orange juice syndrome*”, elaborado por Peter Bernstein (2005).

El autor investiga los resultados de indiferencia registrados en el mercado de acciones de Estados Unidos y en las decisiones de los gerentes sobre los ratios de pagos de dividendos, ante la reducción de los impuestos a los dividendos que les equipara con las tasas sobre las

ganancias de capital. Para tal propósito revisa los supuestos teóricos de dicha indiferencia, contrastándolos con cifras observadas. Posteriormente describe una explicación al comportamiento observado.

A partir de 2003, los impuestos a los dividendos fueron reducidos a una tasa de 15%, que es igual a la aplicada a las ganancias de capital. Con tal reforma, se eliminó el incentivo fiscal que promovía una mayor acumulación de ganancias de capital y por tanto, menores pagos de dividendos. Sin embargo, los participantes no han reaccionado a esa medida (ver fila de pago de dividendos en ilustración 3).

Estados Unidos, características relacionadas con dividendos			
Atributos	1871-1950's	1960---->	1990's
Inversionistas	Personas naturales adineradas	Fondos corporativos	Personas naturales (jubilación)
Fuente rentabilidad	Investment	corto plazo	corto plazo
Necesidades liquidez	moderadas	bajas	bajas
Pago dividendos	50%	30%	20%
Jugo de naranja	Fresco	Congelado	Congelado

Fuente: Elaboración propia en base a Peter Bernstein. "Dividends and the frozen orange juice syndrome". 2005
Ilustración 3

A nivel teórico en el caso en que los impuestos a los dividendos son mayores que las ganancias de capital, Siegel dice: "Los accionistas prefieren que las compañías usen sus ganancias para impulsar el precio de las acciones en lugar de tener que pagar impuestos sobre los dividendos". La idea anterior está en línea con la descrita por Modigliani, Merton Miller, y Fischer Black, quienes argumentaban que, apartando los impuestos (en este caso por equiparación), los accionistas deberían ser indiferentes al decidirse entre los dividendos y las ganancias de capital.

Bernstein discrepa con dichos autores, pues ellos obvian la ventaja derivada de recibir efectivo dentro de sus bolsillos por pagos de dividendos, los cuales son útiles para los accionistas en los pagos de las deudas y facturas, así como de la opción de poder reubicar los fondos. Afirma que para un inversionista racional, las inversiones que nunca generan efectivo son demasiados riesgosas. Por ejemplo, cuál es la diferencia entre una pintura, o hasta una onza de oro, versus, las acciones de una compañía que nunca pagan dividendos,

que nunca recompran sus acciones, nunca venden por dinero cash un título, o que nunca podrá por si misma convertirse en algo en verdad líquido.

En el artículo demuestra con cifras la invalidez de “usar sus ganancias para elevar el precio de sus acciones”. Si eso fuera cierto, cuando aumentan las ganancias, deberían también aumentar el precio de las acciones, sin embargo, en la historia ocurre lo contrario. Así observamos que entre 1955 y 1961 las ganancias disminuyeron 12%, mientras que el precio de las acciones subió en 59%, es decir, una relación inversa a la postulada. Posteriormente, para el período 1969-1974, las ganancias aumentaron 54% mientras que los precios de las acciones bajaron en 26%, mostrándose nuevamente una relación contraria a la postulada.

Otra idea puesta a prueba es que “las firmas en crecimiento no pueden pagar dividendos”. El autor menciona casos de empresas como General Electric, que pagan dividendos promedios del 40% de sus ganancias e IBM, que pagan dividendos superiores al 20% de sus ganancias, es decir, que realizan considerables pagos de dividendos en momentos de expansión de las firmas.

Respecto a los efectos de los pagos de impuestos sobre la preferencia de pagos de dividendos, menciona períodos de tiempo en los cuales independientemente de las tasas fiscales, los pagos de dividendos eran superiores.

Además menciona el período de tiempo en el cual el precio de las acciones siempre bajaba agudamente cuando se recortaban los dividendos, por buenas y suficientes razones

Otra creencia del mercado, refutada por Bernstein, es la idea que los gerentes saben más que los accionistas sobre cómo asignar mejor las ganancias de las empresas. Este argumento está en contra del fundamento del sistema capitalista, que afirma que es el mercado el único que verdaderamente es el mejor asignador. Acepta que puede equivocarse a menudo, aunque su juicio colectivo a largo plazo tiende a superar al de cualquier individuo en particular. Eso invalida la idea de retención de ganancias con el argumento de que “las compañía necesita ese dinero”.

En virtud de eso, sin considerar las cuestiones impositivas, la economía podría funcionar más eficientemente y hasta con tasas de rendimiento más elevadas, si la ley les exigiera a los gerentes distribuir el 100% de las ganancias, no importando como se definan. Luego, los gerentes tendrían que ir a los mercados financieros para conseguir cualquier monto que necesitasen para financiar, ya sea el crecimiento de la firma, repagar deudas o para realizar adquisiciones.

Debido a que desde el punto de vista teórico no es posible explicar el comportamiento del mercado en torno a la preferencia por dividendos, el autor aborda el tema con un enfoque institucional (ver ilustración 3).

Específicamente afirma que en la historia de Estados Unidos se observó un período de tiempo de bastantes años durante los cuales los inversionistas preferían recibir en efectivo aproximadamente la mitad de las ganancias, lo cual, el autor lo denomina como “jugo de naranja realmente fresco” (dividendos por ganancias recientes). La mayoría de los inversionistas eran gentes muy ricas, los inversionistas institucionales apenas existían y los clientes gastaban los ingresos que iban recibiendo de sus inversiones.

El siguiente período, debido a que las ganancias de capital llegaban mucho más rápido y suponían menos impuestos y parecían crecer por todos lados, los inversionistas presentaban poco interés por los dividendos. Adicionalmente, los fondos corporativos de pensiones rápidamente se convirtieron en los compradores más importantes y ellos reinvertían sus ingresos en lugar de gastárselos, quizás porque sus necesidades de efectivo estaban muy lejos en el futuro. Por otra parte, los nuevos entrantes entre los inversionistas individuales se parecían más a los fondos de pensiones de los años 60's, al contrario de los clientes del pasado, estos nuevos no eran rentistas viviendo de sus ingresos. Más bien, financiaban sus gastos al margen de sus ingresos corrientes o préstamos y no sentían mayor necesidad de los dividendos para sus ingresos corrientes. Guardaban sus ahorros en planes de jubilación

401(k)² o eran activos *traders* –corredores- de bolsa, por lo que la experiencia de cobrar sus cheques de dividendos no eran tan importantes. En otras palabras, tomaban el jugo de naranja congelado, es decir, en períodos posteriores a la fecha donde fueron generados.

En base a los resultados anteriores, se puede afirmar que los gestores de fondos de inversión deberían preferir comprar acciones de las empresas que hacen importantes pagos de dividendos.

III. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PERSPECTIVAS DE LOS FONDOS MUTUOS .

III.1 Evolución histórica de los Fondos Mutuos (FM).

Según Bogle (2005), en su artículo llamado “*The mutual fund industry 60 years later: for better or worse?*”, la evolución de la industria de los FM para el periodo 1945-2004 presentó una serie de aspectos positivos y otros negativos.

Estados Unidos				
Industria de Fondos mutuos: crecimiento empresarial y en activos				
Tipo de fondo	1945		2004	
	Fondos (#)	Activos (millones US\$)	Fondos (#)	Activos (billones US\$)
Acciones/ híbridos	49	794	5100	4266.9
Bonos	19	88	2100	1246.8
Mercado de dinero	0	0	970	1962.2
Total	68	882	8170	7475.9

Fuente: Tomado de John Bogle. “The mutual fund industry 60 years later: for better or worse?”
Ilustración 4

Entre los aspectos positivos destacan el crecimiento de la industria, en términos de los crecientes volúmenes de activos manejados, números de fondos mutuos, diversidad en la tipología de fondos y variaciones en políticas y estrategias de inversión. También destaca el aumento de importancia en la posesión de acciones de empresas norteamericanas.

En la ilustración 4, puede apreciarse que el número de fondos pasó de 68 en el año 1945, hasta los 8,170 al final del año 2004, destacándose un aumento considerable en la cantidad de activos que maneja, así como en la apertura del mercado de dinero (inexistente en la fase inicial).

² Plan de pensión de contribución definida (en Estados Unidos), en la cual el empleador hace una contribución a un plan específico y el empleado escoge la manera en que es invertido.

Al revisar el detalle de la evolución de los fondos de acciones, tal como se aprecia en la ilustración 5, en la fase inicial, la mayoría correspondía a inversiones en empresas de gran capitalización y en menor medida en fondos especializados.

Estados Unidos				
Fondos de acciones: Número y tipo				
Categoría:	1945		2004	
	Fondos (#)	Estruct. (%)	Fondos (#)	Estruct. (%)
Gran capitalización y mezcla	38	77.6	579	13.8
Otras empresas diversificadas	0	0.0	2484	59.1
Especializadas	11	22.4	455	10.8
Globales	0	0.0	686	16.3
Total	49	100.0	4204	100.0

Fuente: Tomado de John Bogle, "The mutual fund industry 60 years later: for better or worse?"
Ilustración 5

Recientemente se observó una mayor participación en otras empresas diversificadas, fondos especializados y fondos globales.

Por otra parte, entre 1945-1965, los fondos mutuos fueron propietarios de entre el 1.4% y 5.7% del total de las acciones de Estados Unidos. Para el período 1983-2003, dicho coeficiente aumentó desde el 6.2% hasta el 24.9% (ver ilustración 6).

Entre los aspectos negativos y que son necesarios de modificar para que la industria tenga viabilidad en el futuro son los siguientes (ver ilustración 6):

1. La administración de los fondos mutuos se deterioró, al abandonar el manejo profesional de los fondos ejercido por los Comités de Inversión y el mandato de velar por los intereses de sus clientes (los inversionistas usuarios de la industria) para priorizar los intereses de los administradores de los fondos y ver la industria como un negocio de compra-venta.
2. El abandono de las prácticas iniciales relativas a gestionar inversiones considerando fundamental el largo plazo para dedicarse principalmente a gestionar inversiones de corto plazo (permitiendo capitalizar los diferenciales de precios en los diferentes usos horarios). Esta práctica, unida al aumento en gastos de administración generó algunos casos de escándalos financieros.
3. Los rendimientos obtenidos por los fondos mutuos han sido inferiores a los del mercado, principalmente durante el período de 1983 en adelante.

Estados Unidos
Comparación histórica de los fondos mutuos

Atributo	1945-65	1983-2003
Organización	Comités	Firmas inversión
Propiedad	privada	pública
Enfoque	<i>stewardship</i>	<i>salesmanship</i>
Actividad	<i>investment</i>	<i>trading</i>
Escándalos financieros	No	Si
Porción acciones USA.	1.4%-5.7%	6.2%-24.9%
Costos de gestión	0.76%	1.56%
Rendimiento fondos	13.2%	10.3%
Rendimiento mercado	14.9%	13.0%
Rendimiento /mercado.	89%	79%

Fuente:Elaboración propia, según información del artículo "The mutual fund industry 60 years later: for better or worse?"

Ilustración 6.

III.2 El futuro de la gestión de inversiones

Según Nagorniak (2005, p.5), en su artículo "*From theory to practice*", ver hacia delante y proyectar los futuros mercados, o tendencias, puede ser algo muy tentador. Pero, por supuesto, cómo las cosas sucederán no es algo que ya haya sido definido totalmente. Aun tenemos algunos problemas e interrogantes, tales como lo relacionado con los costos de agencia, así como con la transparencia y consistencia de la contabilidad. Sin embargo, sólidos análisis y algunos importantes desarrollos aliviarán seguramente esos problemas, aunque posiblemente también nuevos e inesperados problemas pueden que tomen su lugar. Asimismo, llegarán nuevas tecnologías y ellas siempre conducen al cambio. A medida que las máquinas diseminan noticias e informaciones sobre los precios más ampliamente, se amplía considerablemente el interés y la participación de los inversionistas en el mercado accionario.

Según el autor, entre las tendencias futuras que afectarán a las finanzas y a las inversiones, se podrían citar las siguientes:

- Los mercados de capital aumentarán el bienestar y la riqueza de todos y cada uno de los participantes en grados nunca vistos anteriormente.
- La participación en esos mercados será muy amplia y serán mercados bien informados. En el futuro los mercados de activos incrementarán sus semejanzas con los mercados monetarios, de tal forma que realizarán sus transacciones durante las 24 horas, de forma

continúa. La valoración de portafolios se establecerá conforme el tiempo de Greenwich, facilitando reportes uniformes a los clientes; pero los mercados en sí mismos llegarán a ser continuos y globalmente accesibles.

- Los costos de las transacciones en la inversión continuarán cayendo.

En el futuro los inversionistas modificarán su grado de aceptación, o anuencia, para con los honorarios otorgados a los gestores de fondos. La futura tendencia en estos asuntos, tanto a nivel institucional, como a nivel del correspondiente *retailer –al menudeo-*, casi seguramente será hacia una reducción de esos honorarios. Los mismos no se pueden evitar, pero su nivel asociado con un determinado tamaño del activo será influido por una mayor consciencia, por parte de los inversionistas, de su derecho a recibir mayor valor por su dinero. Para ello basta con comparar el nivel agregado de honorarios pagados por los inversionistas, como un todo, con el valor agregado por esos gestores, para ver claramente que algo raro está pasando.

Cuando de elevados honorarios se trata, el tema de los *hedge funds* –fondos de cobertura- viene a la mente de forma casi inmediata. Conceptualmente estos fondos son una gran idea porque introducen la noción de que la gestión activa no es algo que sólo pueda hacerse en el largo plazo. Cuando las oportunidades de inversión se presentan, los inversionistas necesitan considerar no sólo lo que ellos pueden vender sino que también lo que pueden comprar. Por ello, es comprensible la gran difusión y crecimiento de esos fondos. Lo que no puede explicarse es por qué actualmente la gente está dispuesta a pagar los enormes honorarios que cargan los fondos de cobertura. Quizás sea que están pagando por retornos históricos, por simples esperanzas, o por mera desesperación.

Para los mercados en su conjunto, por definición, el monto de valor agregado, o alfa, debe sumar cero. O sea, si alguien obtiene un alfa positiva eso significa que algún otro ha obtenido un alfa negativa. Colectiva e institucionalmente -a nivel de los fondos mutuos, y para la banca privada- el retorno alfa agregado incluso podría ser igual a cero, o hasta negativo, después de considerar los costos de transacción. Los honorarios agregados para

los gestores activos deben entonces, como mucho, igualarse con los de la pasiva. No obstante, aquellos resultan ser varias veces mayores que los segundos.

En el futuro, la estructura de los honorarios activos se dividirá en un componente para la administración pasiva y otro para los resultados alfas. Apropiadamente estructurado, este enfoque tendrá como resultado que los honorarios agregados pagados se igualen a los honorarios por administración pasiva. El resultado será honorarios sensiblemente menores para toda esa actividad, con los consecuentes ahorros transferidos a los inversionistas en forma de mayores retornos netos. Sin duda, un incremento de 25-50 puntos básicos al año en esos rendimientos durante un horizonte largo crea un gran diferencial en términos de riqueza neta; y este cambio ya no trata sobre sí ¿de veras sucederá?, sino cuándo?.

- La información para todos los inversionistas será cada vez más abundante y de gran calidad.
- Los rendimientos promedios de las inversiones del conjunto de inversionistas, serán cada más elevados que nunca antes, y se necesitará mucho menos riesgo para obtenerlos.

IV. CONCLUSIONES

1. La gestión de inversiones es fundamentada por los aportes concedidos por las diversas contribuciones teóricas, los cuales, además de describir el funcionamiento de dichas actividades, también las modifica, incorporando nuevos productos financieros. Los avances teóricos se han apoyando en los avances tecnológicos, especialmente en las comunicaciones y en las computadoras.

2. Las principales sugerencias para el proceso de inversión, derivadas del presente estudio son las siguientes:

- i. Asegurarse de usar de forma correcta los modelos matemáticos, la información histórica (microeconómica y macroeconómica) y los supuestos.

- ii. Con el fin de procurar una rentabilidad sostenible, debe mantenerse un portafolio alineado con las tendencias mundiales.
- iii. En el análisis de la rentabilidad de la cartera, es útil considerar los efectos de la política monetaria de Estados Unidos en la actividad financiera.
- iv. Preferir las acciones de las empresas que hacen una gestión integral del riesgo y en menor medida, a las que se limitan a actividades de reducción de riesgo.
- v. El auge de la globalización demanda que la construcción de portafolios globales sea definida en función de sectores económicos, en vez de países.
- vi. Preferir aquellas acciones que hacen pagos frecuentes de dividendos.

3. De la revisión de la evolución histórica de los fondos mutuos, así como de sus perspectivas, pueden desprenderse las siguientes conclusiones.

- i. La gestión de inversiones muestra importantes avances cuantitativos y cualitativos, en términos de la oferta y calidad de servicios disponibles para el público.
- ii. Los resultados financieros obtenidos por los fondos de inversión fueron inferiores a los del mercado, lo cual, unido a los altos costos de los honorarios, generan resultados desfavorables para sus clientes. Esto denota la necesidad de una evaluación de dicha actividad, a fin de que realmente genere un valor para el cliente.

BIBLIOGRAFIA

Alexander/Sharpe/Bailey. "Fundamentos de inversiones. Teoría y Práctica". Tercera edición. Prentice Hall.2003.

Ambachtsheer Keith. "Beyond Portfolio Theory: The next frontier". Financial Analyst Journal. Reflections. January 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Becker/Freeman. "Going from global trends to corporate strategy". The Mckinsey Quarterly. 2006. number 3. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Bernstein Peter. "Capital Ideas: From the past to the future". Financial Analyst Journal. Reflections. Diciembre 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Bernstein Peter. "Dividends and the frozen orange juice syndrome". Financial Analyst Journal. Reflection. 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Bianco Anthony. "Outsmarting the market". Businessweek, Special Report, January 2007. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Bogle John. "The mutual fund industry 60 years later: for better or worse?". Financial Analyst Journal. Reflections. Febrero2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Brealey/Myers/Marcus. "Fundamentos de finanzas corporativas". Cuarta edición. Mc Graw Hill.2004

Brinson Gary. "The future of investment management". Financial Analyst Journal. Reflections. CFA, 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Cohen Abby. "Aristotle on Investment Decision Making". Financial Analyst Journal. Reflection. 2005.CFA Institute. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Conover/Jensen/Johnson/Mercer. "Is Fed policy still relevant for Investors". Financial Analyst Journal, CFA. Volume 61, number 1. 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Damodaran Aswath. "Value and Risk: Beyond Betas". Financial Analyst Journal. Abril 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Fabozzi/Modigliani/Ferri. "Mercados e Instituciones Financieras". Primera edición. Prentice Hall.1996.

Nagorniak John. "From theory to practice". Financial Analyst Journal, 2005. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Rappaport, Alfred. "The economics of short term performance obsession". Financial Analyst Journal. Volume 61, number 3. 2005 CFA Institute. Traducciones de la Maestría en Administración Financiera. Universidad de El Salvador (2007).

Ross/Westerfield/Jaffe. "Finanzas Corporativas". Séptima edición. Mc Graw Hill.2005.