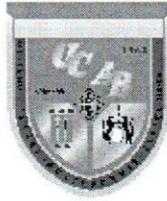


AS/927



**UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
DIRECCIÓN GENERAL DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN INSTITUCIONES FINANCIERAS**

**MÉTODO DE FLUJO DE CAJAS DESCONTADOS DISPONIBLES A
LOS ACCIONISTAS APLICADO A LA VALORACIÓN DE UNA
INSTITUCIÓN FINANCIERA:
CASO BANCO DE VENEZUELA, S.A.**

**TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO PARA OPTAR AL
TÍTULO DE ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS**

Tutor:
Reinaldo López Falcón

Autor:
Luis Reingruber
C.I. 11.309.734

Caracas, Octubre de 2010

ÍNDICE GENERAL

Hoja de aprobación	ii
Resumen	iii
INTRODUCCIÓN	7
CAPÍTULO I: Marco Teórico	
1.1. Valor presente y tasa de descuento	11
1.2. Métodos de valoración de una empresa	12
1.3. Métodos de valoración basados en el balance	13
1.3.1. Valor contable	14
1.3.2. Valor contable ajustado	14
1.3.3. Valor de liquidación	15
1.3.4. Valor substancial	15
1.4. Métodos basados en el estado de resultados	16
1.4.1 Método del valor de los dividendos	16
1.5. El Modelo de flujo de caja de la empresa	17
1.6. El modelo del beneficio económico	20
1.6.1. Cálculo del capital invertido	22
1.6.2. Cálculo del NOPLAT	23
1.6.3. Cálculo del retorno sobre el capital invertido	24
1.6.4. Cálculo del costo de capital promedio ponderado	24
1.6.5. El modelo CAPM (Capital Pricing Model)	26
1.6.5. El modelo APM (Asset Pricing Model)	29
1.7. Técnicas de Valoración Aplicadas a Bancos	30
1.7.1. Método del Valor de Mercado	30
1.7.2. Valoración del Patrimonio a través del Flujo de Caja	32
1.7.3. Críticas al Modelo del Flujo de Caja para Valorar Bancos	33

CAPÍTULO II: Marco organizacional	
2.1. Historia de la Organización	35
2.2. Lineamientos Estratégicos	39
2.2.1. Misión	40
2.3. Análisis Externo	41
2.3.1. Análisis del Entorno	42
2.3.2. Sistema Bancario Venezolano	48
2.3. Breve Análisis Financiero del Banco de Venezuela	55
CAPÍTULO III: Modelo de Valoración	
3.1. Cálculo del Flujo de Caja Libre	66
3.2. Cálculo del Costo de Capital	71
3.3. Resultados del Proceso de Valoración	72
CAPÍTULO IV: Conclusiones y recomendaciones	74
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	75

INTRODUCCIÓN

En la actual coyuntura de elevado riesgo país, desaceleración de la actividad económica, control de cambio, elevada liquidez, bajas tasas de interés pasivas, los agentes económicos están en la búsqueda de oportunidades en donde invertir sus recursos excedentarios, esperando elevados rendimientos de corto plazo. De igual manera, aquellos agentes económicos que ya han efectuado una inversión, desean conocer si esa inversión es generadora de valor o no.

Por otro lado, la actual profundización de la participación del estado en la actividad económica, vía adquisición de empresas que hasta hace poco formaron parte del sector privado, abre el debate sobre si efectivamente se está cancelando o no un precio justo por dichas adquisiciones.

Durante los últimos dos años el gobierno ha estatizado numerosas empresas de diversos sectores dentro de los cuales destacan compañías pertenecientes al sector cementero, metalúrgico, petrolero, todas asociados al sector real de la economía y de acuerdo con los criterios gubernamentales, estratégicos para la Nación.

Con la proliferación de la banca estatal y la elevada intervención en el sector, a través de un férreo esquema legal, algunos analistas previeron la profundización de la participación del estado en el sistema financiero nacional. Esta profundización finalmente se concretó con la estatización del Banco de Venezuela, uno de los principales bancos del país.

En los días previos a la estatización se había filtrado al mercado, que el Grupo Santander, accionistas del Banco de Venezuela, deseaba que el gobierno le cancelara un precio cercano a los USD 1.200MM. Sin embargo, ese precio era el que posiblemente el Grupo Santander habría

aspirado antes que se desatara la crisis financiera internacional en septiembre de 2008. Por su parte, extraoficialmente, el gobierno tenía las intenciones de cancelar por el Banco de Venezuela una cifra en torno a los USD 600MM. Esta discrepancia de cifras debería formar parte de un proceso de negociación entre las partes involucradas, siendo el precio final posiblemente un punto medio dependiendo del poder de negociación de cada participante y del valor económico de la institución sujeta a la adquisición.

Adicionalmente, la proliferación de instituciones financieras de poco tamaño, en un entorno deteriorado, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica vía menor gasto fiscal asociado a la caída de los precios internacionales del crudo, mayor presión sobre los márgenes producto de los esquemas regulatorios que controlan las tasas de interés activas y los sectores a los cuales se puede prestar, entre otros factores, abrió la necesidad de una mayor consolidación en el sistema financiero venezolano. Esta consolidación se generó forzosamente mediante las diversas intervenciones que el gobierno ha venido ejecutando en los meses recientes.

En la literatura financiera existen diversas metodologías desarrolladas para tratar de lidiar con la pregunta de si un inversor determinado está pagando un precio adecuado por una empresa, en este caso en particular por una empresa perteneciente al sector financiero. Una de las metodologías más generalizadas utiliza los criterios empleados para determinar la viabilidad de una inversión o de un proyecto a través del cálculo del valor presente neto de los flujos esperados provenientes de la inversión, a una tasa de descuento que satisfaga las aspiraciones de los inversionistas (valoración a través de flujos de caja descontados).

El objetivo general del trabajo especial de grado es emplear la metodología de los flujos de caja descontados para la determinación del valor económico del capital del patrimonio del Banco de Venezuela, S.A.

al cierre del ejercicio económico de diciembre de 2008. Aplicar la metodología de flujos de caja descontados nos permitirá alcanzar los siguientes objetivos específicos: 1) determinar si el precio por acción que el estado canceló fue adecuado o no; 2) fijar un precio objetivo en el proceso de negociación entre el estado y el Grupo Santander; 3) estimar el costo de capital de los accionistas del Banco de Venezuela. Para el desarrollo del trabajo se empleará el tipo de investigación bibliográfica y evaluativa, para lo cual se utilizará el modelo de flujos de caja descontados.

El trabajo está conformado por tres capítulos. En el primero de ellos se describirá los principales conceptos y modelos que soportan el proceso de valoración de una empresa. Se hará énfasis en la descripción de los modelos de valoración basados en los flujos de caja libre, los cuales serán empleados para determinar el valor de la acción del Banco de Venezuela, S.A.

El segundo, llamado marco organización, se realizará una breve descripción de la empresa, el entorno donde se desenvuelve y se realizará un análisis financiero correspondiente a tres últimos ejercicios económicos.

El tercer capítulo se desarrollará la metodología de valoración de flujos de caja, para finalizar seguidamente con una breve sección de conclusiones y recomendaciones.

Capítulo I: Marco Teórico

CAPÍTULO

I

MARCO TEÓRICO

Como se mencionó con anterioridad, dentro del presente trabajo especial de grado se utilizará como herramienta de valorización de la acción del Banco de Venezuela S.A., la metodología de flujos de caja libre descontados, desarrollada ampliamente por Tom Copeland en su libro "Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies"¹ y por Waymond Grier en el libro titulado "Valuing a Bank: Under IAS/IFRS and Basel II"², ambas fuentes importantes para la siguiente sección del trabajo especial de grado.

Para desarrollar una valoración de cualquier empresa, el analista financiero o consultor debe manejar un conjunto de conceptos relacionados con el área de finanzas, dentro de las cuales se pueden mencionar los siguientes:

1.1. Valor Presente y Tasa de Descuento

El criterio de valor actual neto se remonta al trabajo del economista norteamericano Irvin Fisher en 1930 y se relaciona con el hecho de que un bolívar o dólar hoy vale más que un dólar mañana, debido a que un dólar hoy puede invertirse para comenzar a obtener intereses inmediatamente. De facto, este es el primer principio fundamental de las finanzas³.

De este modo, el valor actual es el resultado de descontar una cantidad que será recibida en el futuro utilizando para ello una tasa de descuento

¹ Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing The Value Of Companies*. Mckinsey & Company, Inc

² Grier, W. (2005). *Valuing a Bank: Under IAS/IFRS and Basel II*. Euromoney Books.

determinada; esto matemáticamente implica que el valor actual del flujo futuro puede hallarse multiplicando dicho monto por un factor de descuento, el cual es menor que la unidad:

$$\text{Valor actual (VA)} = \text{factor de descuento} \times C1 \quad (1)$$

Siendo el factor de descuento igual a:

Factor de descuento = $1 / (1 + r)$, donde r es la recompensa que recibe el inversor por un pago aplazado.

Cabe destacar que para el cálculo del valor actual, se debe descontar los cobros futuros esperados utilizando la tasa de rentabilidad ofrecida por alternativas distintas de inversión comparables. Esta tasa de rentabilidad suele ser conocida como la tasa de descuento, tasa mínima o costo de oportunidad del capital. El término de costo de oportunidad se origina porque se está haciendo referencia a la rentabilidad que se renuncia al invertir en el proyecto en lugar de invertir en otra cosa, como por ejemplo títulos valores.

1.2. Métodos de valoración de una empresa

El valor de una acción dentro de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones⁴. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

El valor de un bien es lo que una persona paga o está dispuesta a pagar por él. El valor de las acciones de una empresa es lo que los inversores

³ Brealey, R., Myers, S. (1993). Principios de Finanzas Corporativas. McGraw-Hill.

⁴ Fernández, P. (1999). Valoración de Empresas. Ediciones Gestión 2000.

están dispuestos a pagar por ellas. Evidentemente, lo que un inversor está dispuesto a pagar por las acciones de una empresa depende de lo que espera obtener de ellas en el futuro.

La valoración de la empresa y de sus acciones es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, en análisis de inversiones, emisiones de acciones en la bolsa y, en muchos casos, se utiliza como referencia para evaluar y remunerar a los directivos de una empresa. Por otro lado, la valoración permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor.

La comprensión de los mecanismos de valoración es un requisito indispensable para toda persona involucrada en el campo de las finanzas de la institución y de la comunidad inversora en general. Esto se debe no sólo a la importancia de la valoración en la negociación de adquisiciones y fusiones, sino también a que el proceso de valoración como tal ayuda a identificar las fuentes de creación y de destrucción de valor económico en la empresa.

En este sentido, existen diversos métodos de valoración que pueden ser empleados por el inversionista o el consultor para determinar el valor de una empresa determinada. Los métodos de valoración existentes se pueden agrupar en cuatro grandes grupos: a) métodos basados en el balance de la empresa; b) métodos basados en la cuenta de resultados; c) métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill y d) métodos basados en el descuento de flujos de fondos.

1.3. Métodos de valoración basados en el balance de la empresa

Los métodos de valoración basados en el balance de la empresa tratan de determinar su valor a través de la estimación del valor de su

patrimonio. Se trata de métodos que consideran que el valor de una compañía radica fundamentalmente en su balance. Por ende, proporcionan el valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, es decir, el valor temporal del dinero.

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, valor ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

1.3.1 Valor contable

El valor contable, valor en libros o patrimonio neto de una empresa es el valor de los recursos propios que aparecen en su balance (capital y reservas). Esta cantidad también es la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa en relación al total de sus deudas con terceros.

La principal desventaja de esta metodología viene dada por el hecho de que los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y difieren de criterios de mercado, de manera que prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor de mercado.

1.3.2. Valor contable ajustado

Este método trata de solventar el problema que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, ajustando los valores de los activos y pasivos a su valor de mercado. Entre los ejemplos de valoración de activos y pasivos a su valor de mercado podemos encontrar los siguientes: 1) excluir del saldo de cuentas por cobrar el monto estimado de cuentas incobrables; 2) no considerar dentro del valor en

libro de los inventarios aquellos componentes obsoletos sin valor; 3) realizar un avalúo sobre los activos fijos a través de empresa de reconocida trayectoria dentro del mercado.

1.3.3. Valor de liquidación

El valor de liquidación, como su nombre lo indica, es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio: indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de liquidación.

Evidentemente, la utilidad de este método está restringida a una situación muy particular, como es la compra de una empresa con el fin de liquidarla posteriormente. Sin embargo, el valor de liquidación constituye el valor mínimo de una empresa, ya que normalmente el valor de una empresa suponiendo su continuidad es superior a su valor de liquidación.

1.3.4. Valor substancial

El valor substancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, lo que es muy distinto al valor de la empresa bajo un proceso de liquidación. Bajo esta metodología no se toman en cuenta aquellos bienes que no sirven para la explotación u operatividad (por ejemplo terrenos no utilizados o participaciones en otras empresas, etc.).

1.4. Métodos basados en el estado de resultados

A diferencia de los métodos anteriores, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de sus beneficios, de los dividendos, de las ventas o de otro indicador. Por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo).

Dentro la gama de múltiplos que pueden emplearse para realizar una valoración rápida de una empresa se encuentran: 1) precio de la acción / ventas; 2) precio de la acción / beneficio antes de intereses e impuestos; 3) precio de la acción entre / flujo de caja operativo; 4) precio de la acción / valor contable. Es importante destacar que para la valoración de empresas utilizando la metodología de múltiplos es indispensable utilizar múltiplos de empresas comparables o múltiplos de procesos de adquisición de empresas comparables durante períodos recientes.

1.4.1 Método del valor de los dividendos

Los dividendos son la porción de los beneficios que se entregan efectivamente a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben los accionistas. De este modo, según este método el valor de una acción es valor actual neto de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de una acción que hipotéticamente se planea mantener dentro del portafolio del inversionista y se espera que la empresa reparta dividendos constantes todos los ejercicios económicos, el valor de la acción de la empresa en cuestión vendrá dado por la siguiente expresión:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_e \quad (2)$$

Donde DPA = dividendo por acción repartido por la empresa durante el último año.

K_e = es la rentabilidad exigida por los accionistas.

Si por el contrario se espera que los dividendos crezcan indefinidamente a un ritmo constante g , la expresión anterior se convertiría en:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA1} / (K_e - g) \quad (3)$$

Siendo DPA1 los dividendos por acción del próximo año.

El principio fundamental que yace detrás del método de valoración basado en los dividendos es la capitalización de los ingresos, lo que implica que para hallar el valor de la acción de una determinada empresa hay que descontar todos los dividendos que se esperan recibir en el futuro⁵.

1.5. El Modelo de flujo de caja de la empresa

De acuerdo a este tipo de metodología el valor de una compañía está determinado por su habilidad de generar flujos de caja a largo plazo. Aún más, la habilidad de una compañía en generar flujos de caja está en función del crecimiento a largo plazo y los retornos que la compañía genera o gana sobre la inversión en capital efectuada en relación con sus costos de capital.

⁵ Sharpe, W., Alexander, G., Bailey, J. (1995). Investments. Prentice Hall, Inc.

La tasa de descuento que se debe utilizar para descontar los flujos de caja necesariamente debe reflejar los costos de oportunidad que confrontan todos los proveedores de capital, ponderados por su respectiva contribución al capital total de la empresa. Este costo de oportunidad se denomina el costo promedio de capital o WACC por sus siglas en inglés. El costo promedio de capital para un inversionista determinado equivale a la tasa de rendimiento que esperaría obtener en otra inversión con similar riesgo.

Hasta ahora, se ha hablado de flujos de caja operativos descontados empleado un costo de oportunidad determinado, pero hasta el momento no se ha determinado durante qué período. El libro de Copeland⁶ resuelve este tema dividiendo el valor de un negocio en dos períodos bien separados: 1) el lapso específicamente proyectado y 2) después del lapso específicamente proyectado, denominado valor continuo del negocio. Bajo esta premisa el valor presente de los flujos de caja operativos de la empresa vendrá determinado por la siguiente sumatoria:

$$\text{Valor} = \text{Valor presente de los flujos de caja durante el lapso proyectado} + \text{Valor presente de los flujos descontados después del lapso proyectado} \quad (4)$$

Existen diversas fórmulas derivadas aplicando supuestos simplificadores sobre flujos de caja descontados que pueden ser empleados para determinar el valor continuo. Una de estas fórmulas se presenta a continuación:

$$\text{Valor continuo} = \text{NOPLAT}(1 - g / \text{ROIC}_i) / \text{WACC} - g \quad (5)$$

Donde:

⁶ Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). Valuation: Measuring and Managing The Value Of Companies. Mckinsey & Company, Inc.

NOPLAT es igual a las ganancias corporativas menos los impuestos ajustados del año posterior al lapso proyectado.

ROIC_i es la tasa de retorno incremental en la nueva inversión.

G es la tasa esperada de rendimiento perpetuo en el NOPLAT de la empresa.

WACC es el costo promedio ponderado de capital.

1.6. El Modelo del Beneficio Económico (Economic Profit Model)

En el modelo del beneficio económico, el valor de una empresa es igual al valor del capital invertido (invested capital) más una prima igual al valor presente del valor creado cada año.

El concepto del beneficio económico data desde 1890, cuando el economista Alfred Marsall escribió que el valor de una empresa durante un período de tiempo determinado, debe tener en consideración no solamente los costos y gastos registrados en sus libros contables sino que también el costo de oportunidad del capital empleado en las operaciones del negocio.

Una de las ventajas del modelo del beneficio económico sobre el modelo de flujo de caja de la empresa es que el primero proporciona una medida útil para entender el desempeño de una empresa en particular en cada año, mientras que el segundo método no.

El modelo del beneficio económico mide el valor creado por una empresa en un solo período de la siguiente manera:

$$\text{Beneficio Económico} = \text{Capital Invertido} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \quad (6)$$

Donde ROIC es el retorno del capital invertido y WACC es el costo promedio ponderado del capital.

Otra manera de definir el beneficio económico es a través de la diferencia entre los beneficios operativos después de impuestos de la empresa menos una carga producto del capital usado por la misma:

$$\text{Beneficio Económico} = \text{NOPLAT} - \text{Carga de Capital} \quad (7)$$

$$\text{Beneficio Económico} = \text{NOPLAT} - (\text{Capital Invertido} \times \text{WACC}) \quad (8)$$

Bajo este esquema o modelo, el valor de una empresa vendrá determinado por la sumatoria entre el valor del capital invertido más una prima o descuento igual al valor presente de sus beneficios económicos proyectados.

$$\text{Valor de la empresa} = \text{CI} + \text{VPBE} \quad (9)$$

Donde CI es el valor del capital invertido y VPBE es el valor presente de los beneficios económicos proyectados.

La expresión (9) señala que si una determinada empresa genera una rentabilidad igual a su costo promedio de capital, entonces el valor presente de los flujos de caja proyectados será igual al capital invertido, es decir, la empresa valdrá lo mismo que se invirtió para su constitución⁷.

El beneficio económico es un indicador importante porque combina dos aspectos de toda firma, el tamaño (medido por las ganancias) con la

⁷ Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing The Value Of Companies*. Mckinsey & Company, Inc.

rentabilidad (medido por el ROIC). Si una empresa se enfoca en el tamaño, por ejemplo, puede destruir valor si las ganancias de sus inversiones son muy bajas.

1.6.1. Cálculo del Capital Invertido

De acuerdo a la metodología desarrollada por Copeland, el capital invertido representa el monto invertido en las operaciones del negocio. En otras palabras, el capital invertido es la suma del capital de trabajo operativo neto, la planta, los equipos y los otros activos netos. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de estas partidas:

a) El capital de trabajo neto operativo proviene de la diferencia entre los activos corrientes operativos (relacionadas con la operatividad del negocio) y los pasivos corrientes que no generan intereses. Los activos corrientes comprenden todos los activos usados o requeridos en las operaciones del negocio), incluyendo algunas posiciones en efectivo, cuentas por cobrar e inventarios. Es de destacar que dentro de los activos corrientes se está excluyendo las posiciones de efectivo que sobrepasan las necesidades generadas por las operaciones del negocio, lo cual se realiza para simplificar el proceso de valoración. En su libro, Copeland indica que el efectivo que sobrepase el 2% de las ventas o ingresos de la empresa puede considerarse como excedente. Por su parte, los pasivos corrientes no generadores de intereses están representados por las cuentas por pagar comerciales y los gastos acumulados. El motivo por el cual se sustrae los pasivos corrientes no generadores de intereses de los activos corrientes se relaciona con el hecho de que los costos financieros asociados a los pasivos generadores de intereses son excluidos explícitamente en el cálculo del NOPLAT.

b) Plata neta y otros activos viene dada simplemente por el valor en libro de los activos fijos de la empresa.

1.6.2. Cálculo del NOPLAT

El cálculo de las ganancias operativas netas menos los impuestos ajustados de la empresa (NOPLAT por sus siglas en inglés) parte del EBITA, es decir, del ingreso operativo antes de impuesto que una empresa podría obtener si no tuviera ni deuda ni gastos por amortización de activos intangibles o cargos diferidos, siendo los impuestos ajustados a la visión de efectivo. Generalmente del cálculo de EBITA se incluyen todo tipo de ingresos operativos y la mayor parte de los gastos. Adicionalmente, son excluidos ingresos de intereses, gastos por intereses, las ganancias o pérdidas por activos desincorporados, ganancias o pérdidas extraordinarias y todas aquellas ganancias por actividades no relacionadas con la operatividad del negocio.

Una vez obtenido el EBITA de la empresa, éste se debe ajustar a los impuestos atribuidos a dicho ingreso. Esto se hace partiendo del monto de carga impositiva que aparece en los balances de la empresa más el escudo fiscal generado por los intereses pagados por la deuda financiera menos los impuestos pagados por los ingresos por intereses y otros ingresos no operativos.

1.6.3. Cálculo del Retorno sobre el Capital Invertido

Una vez definidos el NOPLAT y el capital invertido por parte de los accionistas el siguiente paso es definir el retorno sobre dicho capital invertido (ROIC por sus siglas en inglés), lo cual se puede realizar aplicando la siguiente expresión:

$$\text{ROIC} = \text{NOPLAT} / \text{Capital Invertido} \quad (10)$$

Cabe destacar que el capital invertido por lo general es calculado al inicio del período. Adicionalmente, hay que tomar en consideración que el cálculo del NOPLAT debe ser consistente con el cálculo del Capital Invertido, es decir, si se incluye un activo en el capital invertido, el ingreso generado por dicho activo debe estar comprendido en el cálculo del NOPLAT.

De acuerdo a Copeland, en el análisis de rentabilidad de una empresa, el ROIC constituye un indicador superior que el ROE (retorno sobre el patrimonio) o el ROA (retorno sobre activos) porque se enfoca verdaderamente en la operatividad de la empresa.

1.6.4. Cálculo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

El costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés) es la tasa de descuento o el costo del dinero que debe ser empleado para convertir flujos de caja futuros a valor presente.

La fórmula general para estimar el WACC de una empresa es la siguiente:

$$\text{WACC} = k_b(1 - T_c)(B/V) + k_p(P/V) + k_s(S/V) \quad (11)$$

modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) o 2) el APM (Arbitrage Pricing Model).

1.6.5. El Modelo CAPM (Capital Pricing Model)

El modelo CAPM postula que el costo de oportunidad del capital es igual al retorno de una inversión libre de riesgo más una prima de riesgo determinada por el producto entre el riesgo sistemático de la empresa y la prima de riesgo de mercado. La expresión matemática del modelo CAPM es la siguiente:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f](beta) \quad (12)$$

Donde:

r_f es la tasa libre de riesgo;

$E(r_m)$ es la tasa de retorno esperada por el mercado;

$E(r_m) - r_f$ es la prima de riesgo de mercado;

Beta es el riesgo sistemático de la acción de una empresa determinada. Estadísticamente, el beta de una acción viene determinada por el cociente entre la covarianza del retorno de esa acción y el retorno del mercado (determinado por el índice bursátil) y la varianza de los retornos del mercado. Un título valor que posea un beta igual a la unidad implica que su rendimiento va a ser exactamente igual al rendimiento del mercado. Por su parte, aquellas acciones que posean un beta superior o inferior a la unidad serán más volátiles o menos volátiles que el mercado⁸.

Como cualquier modelo teórico que trata de explicar el comportamiento de una variable económica en general, o el precio de un activo en

⁸ Sharpe, W., Alexander, G., Bailey, J. (1995). Investments. Prentice Hall, Inc.

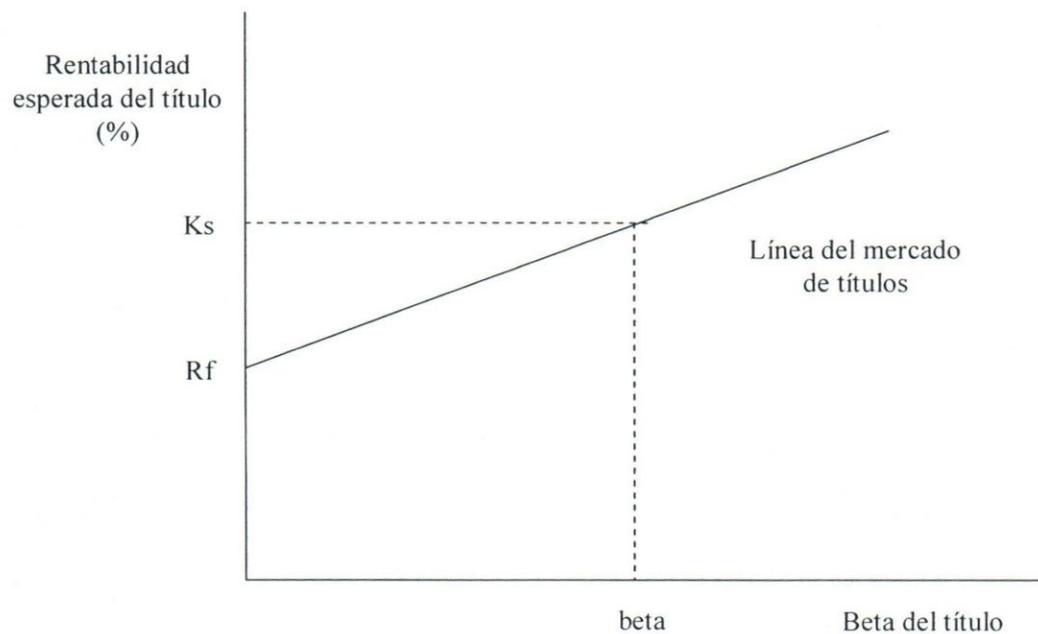
particular, el modelo CAPM está sustentado en una serie de supuestos dentro de los cuales se pueden mencionar los siguientes:

- a) Los inversionistas evalúan sus portafolios analizando las tasas de retorno esperado y sus desviaciones estándar a través de un horizonte temporal.
- b) Los inversores nunca están satisfechos, lo que implica que cuando se ven confrontados con dos portafolios similares, escogerán aquel que posea el rendimiento esperado más alto.
- c) Los inversores son adversos al riesgo, lo que indica que si deben decidir entre dos portafolios con rendimientos esperados similares, escogerán aquel que posee la menor desviación estándar, es decir, el menor riesgo.
- d) Los activos son infinitamente divisibles, supuesto que los faculte adquirir en el mercado una fracción de la acción si así lo decidieran.
- e) Existe una tasa libre de riesgo a la cual los inversores pueden bien prestar dinero o (invertir) o pedir prestado.
- f) Los impuestos y los costos transaccionales son irrelevantes.
- g) La información es gratis y disponible de manera instantánea a todos los inversionistas.
- h) Los inversionistas poseen expectativas homogéneas lo que implica que se crean las mismas percepciones en relación a los retornos esperados, las desviaciones estándar y las covarianzas de las acciones.

En conjunto estos supuestos implican sencillamente que los mercados de valores son perfectos, lo que permite cambiar la atención sobre el tema de cómo los inversionistas deberían invertir, a qué pasaría al precio de las acciones si todos los inversionistas invirtieran de una manera similar. En un mundo donde los inversionistas tuvieran expectativas homogéneas, todos los inversionistas obtendrían el mismo conjunto eficiente de activos arriesgados porque trabajarían con los mismos datos. Si esto es así, es

posible determinar cuál es esa cartera. La literatura financiera indica que esa cartera no es más que una cartera de valor de mercado ponderada por todos los títulos existentes. En este contexto, la mejor medida de riesgo de un título de una cartera numerosa es la beta de dicho título. Aún más, considerando que la rentabilidad de los títulos valores se debería relacionar positivamente con su riesgo, es lógico pensar que la rentabilidad esperada de un título debería relacionarse de manera positiva con su beta. La expresión gráfica de esta relación matemática se puede representar de la siguiente manera:

Gráfico I



1.6.6. El Modelo APM (Asset Pricing Model)

A diferencia del CAPM, modelo que trata de explicar el rendimiento de una acción en función de un solo factor, el modelo APM incluye una diversidad de variables. La expresión matemática del modelo APM es la siguiente:

$$K_s = r_f + [E(F_1) - r_f]beta_1 + [E(F_2) - r_f]beta_2 + \dots + [E(F_f) - r_f]beta_k \quad (13)$$

Donde $E(F_k)$ es la tasa esperada de retorno de un portafolio que se comporta de una manera similar a la variable k y $beta_k$ es la sensibilidad del rendimiento de la acción a dicho factor. Los trabajos empíricos relacionados al modelo del APM sugieren cinco factores fundamentales que pueden explicar el comportamiento del rendimiento de una acción en particular: a) el índice de producción industrial; b) la tasa de interés real; c) la tasa de inflación a corto plazo; d) la inflación a largo plazo y d) y el riesgo de default, medido como la diferencia entre el rendimiento al vencimiento de un bono Aaa y otro Baa. Una de las ventajas del modelo APT sobre el CAPM, radica en el hecho de que el primero puede manejar factores múltiples que el segundo no considera.

La ecuación 13 nos indica que bajo el modelo APT, la rentabilidad esperada de un título se relaciona con las betas de factor del mismo. Cada factor representa un riesgo que no se puede diversificar. Cuanto más alto sea el beta de un título con respecto a un factor determinado, más alto será el riesgo del título.

1.7. Técnicas de Valoración Aplicadas a Bancos

1.7.1. Método del Valor de Mercado

El método del valor de mercado se fundamenta sobre el valor del dinero en el tiempo y en la premisa que el valor de cualquier activo es igual al valor presente de los flujos futuros generados por dicho activo.

La aplicación de este método a la valoración de un banco requiere la conversión de los activos y pasivos (registrados en sus libros contables) a valores de mercado. Recientemente a nivel mundial se le ha dado mucha importancia al término valor de mercado (market value ó fair value) como consecuencia de la introducción de nuevas normas contables (IAS/IFRS GAAP)⁹ y sobre todo con la aplicación del denominado acuerdo de Basilea II.

De acuerdo con Waymond Grier,¹⁰ la valoración a precios de mercado posee el siguiente conjunto de ventajas:

- Conduce a un estimador superior del verdadero valor económico del capital del banco o institución financiera.
- Desincentiva aquellas fusiones bancarias que solamente buscan mejorar los retornos contables, por ejemplo, a través de la venta de activos apreciados mientras se retienen en libros aquellos de relativo menor valor.
- Los reguladores podrían identificar mejor aquellos bancos cuyo capital es insuficiente y con ello se facilitaría la aplicación de medidas correctivas tempranas.
- Tanto los depositantes como los inversionistas podrían tomar sus decisiones económicas con mayor confianza, sobre la base de un valor de mercado en comparación con los valores contables.

⁹ International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards.

El analista financiero o consultor que al analizar un banco está utilizando el método de valor de mercado deberá estar en capacidad de 1) transformar el valor en libro de los activos y pasivos de banco a valor de mercado, en caso que no estén disponibles, ó 2) verificar el valor de mercado que la gerencia reporta en sus estados financieros.

Los elementos claves para realizar una estimación de un valor de mercado son: 1) los flujos de caja esperados; 2) el plazo de vencimiento del activo o pasivo; 3) una tasa de descuento apropiada. Detrás del valor de mercado yace la premisa que el valor de un activo depende o está en función de sus flujos de caja esperados; igualmente ocurre con los pasivos, su valor estará en función del valor presente de sus futuras salidas de efectivo. El valor de los flujos de caja deberá ser determinado por grupos de activos o pasivos homogéneos, utilizando para ello vencimientos promedio.

La tasa utilizada para descontar los flujos de caja esperados por los activos o las salidas de efectivo asociadas a los pasivos no deberá ser la tasa de interés nominal de los mismos. De acuerdo con lo señalado por Grier, la tasa de descuento deberá estar determinada por factores de mercado, dentro de los cuales se encuentran: 1) el valor actual de las tasas de interés; 2) la forma de la curva de rendimientos de corto y largo plazo; 3) el riesgo de impago (default) de los activos y préstamos.

¹⁰ Grier, W. (2005). Valuing a Bank: Under IAS/IFRS and Basel II. Euromoney Books.

1.7.2. Valoración del Patrimonio a través del Flujo de Caja

La valoración de bancos a través del flujo de caja parte del principio que el flujo de fondos es una herramienta útil para determinar la situación financiera de cualquier institución, en detrimento del enfoque que señala que dicho estado contable es solo importante para compañías del sector no financiero, debido a que el efectivo es la mercancía con la cual trabajan los bancos.

Bajo este método de valoración no se toma en consideración ni el valor de los activos ni el de los pasivos para evitar los dilemas asociados a la escogencia de una determinada tasa de descuento, tal como lo hace el método de valoración de mercado.

La valoración del patrimonio a través del flujo de caja se concentra en la capacidad que tiene la institución financiera bajo estudio en decretar dividendos a sus accionistas. Dicha capacidad está determinada por el flujo de caja libre neto de las inversiones mínimas requeridas para asegurar el normal funcionamiento del banco en cuestión.

El punto de partida de esta metodología es el ingreso operativo neto de impuestos, el cual se deberá ajustar para reflejar aquellas partidas que no representan salidas de efectivo. Al resultado de esta normalización se le debe substraer el monto de inversiones requeridas, siendo la diferencia el flujo de caja libre para la compañía. Una vez obtenido la definición de flujo, el primer reto de esta metodología es realizar una proyección de esta variable y los montos de inversión que el banco requiere para mantener un adecuado nivel de eficiencia operativa. El segundo reto es determinar el costo de capital, ampliamente discutido en secciones anteriores.

Realizar una proyección de un flujo de caja requiere emprender las siguientes acciones:

- Identificar qué elementos del flujo de caja de un banco son relevantes.
- Desarrollar una perspectiva del desempeño de la información histórica del banco y particularmente de aquellos elementos generadores de valor.
- Estimar las variaciones en los ingresos por intereses y establecer los supuestos necesarios en relación a todos los elementos del flujo de caja libre y los distintos escenarios pertinentes.
- Calcular y evaluar el resultado del flujo de caja libre en términos de los principales generadores de valor.

1.7.3. Críticas al Modelo de Flujo de Caja para Valor Bancos

Existen críticos de la aplicación a las instituciones financieras del modelo de valoración a través de los flujos de caja. Uno de dichos críticos es el autor Aswath Damodaran, profesor de la Universidad de New York y especialista en el tema de valoración de empresas.

Efectivamente, en un artículo publicado recientemente¹¹ Damodaran expone que existen dos importantes problemas que se generan a la hora de valorar un banco. El primero de ellos se relaciona con el hecho de que el flujo de caja de un banco no se puede estimar fácilmente, ya que variables como el capital de trabajo, gastos de capital y deuda no se pueden determinar fácilmente. El segundo factor está asociado al conjunto de regulaciones que afectan la manera como los bancos son capitalizados, el destino de sus inversiones y hasta la tasa de crecimiento de los activos. Un cambio drástico en el esquema regulatorio de un

¹¹ Damodaran, A. (2009). Valuing Financial Service Firms. Consultado en Julio, 2010 en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

sistema financiero puede ser un factor importante en la creación o destrucción de valor de una institución financiera.

De acuerdo con Damodaran, las instituciones financieras son mejor valoradas usando métodos de valoración del patrimonio, a través de la capacidad actual y futura de una institución financiera de decretar dividendos. Bajo este esquema, el autor señala dos factores claves en la creación de valor de una institución financiera: a) el costo de capital, el cual está en función del riesgo que surge de las inversiones efectuadas por la institución; b) retorno sobre el patrimonio, el cual está determinado por el conjunto de decisiones gerenciales sobre el manejo del negocio y el ambiente regulatorio.

De acuerdo con la visión de Damodaran, para estimar el valor del patrimonio de una firma, normalmente calcula el flujo de caja libre de acuerdo con la siguiente expresión:

$$\begin{aligned} \text{Flujo de Caja Libre al Patrimonio} &= \text{Ganancias Netas} - \text{Gastos de Capital} \\ &- \text{Variación en el Capital de Trabajo} - (\text{Repagos de Deuda} - \text{Nueva Deuda}) \end{aligned} \quad (14)$$

En el caso particular de las instituciones financieras, Damodaran opina que es muy difícil estimar los gastos de capital o los cambios en el capital de trabajo, por lo que el analista que realiza la valoración dispone de tres opciones: a) utilizar los dividendos como variable proxy del flujo de caja que reciben los accionistas; b) adaptar el flujo de caja libre a los tipos de inversiones que las instituciones financieras realizan, como por ejemplo, el monto al cual deben las instituciones financieras incrementar los niveles de patrimonio para cumplir con los requerimientos legales; c) enfocarse en los excesos de retorno y su valoración, en vez de los dividendos, ganancias y tasas de crecimiento.

Capítulo II: Marco Organizacional

CAPÍTULO
II
MARCO ORGANIZACIONAL

2.1. Historia de la Organización

El Banco de Venezuela, S.A. Banco Universal es una sociedad anónima constituida en Caracas el 1 de agosto de 1890, siendo sucesora de las empresas Compañía de Crédito y Banco Comercial, ambas fundadas el 10 de diciembre de 1870 y el 1 de agosto de 1883, respectivamente. El objeto social del banco es la realización de operaciones y negocios de índole bancarios permitidos por las leyes.¹²

El Banco inicia sus actividades bajo el gobierno de Raimundo Anduela Palacio, el 2 de septiembre de 1890, cuando se inscribe ante el Registro de Comercio el documento mediante el cual, el hasta entonces llamado Banco Comercial, cambia su nombre a Banco de Venezuela, con un capital de Bs. 8.000.000 (BsF. 8.000). En sus comienzos, fungía como recaudador y financista del gobierno y realizaba actividades particulares en el área financiera, básicamente préstamos en cuentas corrientes al comercio.¹³

Los negocios del Banco se amplían, permitiendo en 1897 un aumento de Capital a Bs. 15 millones. Posteriormente en 1917, la Institución inicia su ampliación en materia financiera al ofrecer a su clientela comercial, el nuevo servicio de descuento de efectos comerciales (aceptaciones y pagarés). En la década de los 20, el Banco suministra líneas de crédito a numerosos comerciantes y agricultores.

¹² Estados financieros auditados al cierre de junio de 2008.

¹³ Sección basada en el Prospecto de Emisión de la Oferta Pública de Obligaciones Subordinadas al portador del Banco de Venezuela Grupo Santander. Emisión 2006-I por BsF. 700.000.000.

En el período entre 1930 – 1950 el Banco atraviesa el período de transformación de un Banco de Emisión a Banco Comercial. Este período marca la entrada institucional del país al siglo 20, gracias a las importantes instituciones y leyes creadas entre 1936 y 1940 por el gobierno del General Eleazar López Contreras, tales como: Banco Obrero, Banco Central de Venezuela, Contraloría General de La República, Ley del Trabajo, Reforma de la Ley de Hidrocarburos y Ley del Seguro Social Obligatorio, entre otras.

En 1936, como parte de su diversificación operativa, el Banco participa activamente en el negocio de oro por cuenta del Gobierno. En 1938, con motivo de la nueva Ley del Trabajo, se crea el Departamento de Ahorros, el cual marca el inicio del pago de intereses sobre los Depósitos. En 1961 el Banco comienza a recibir depósitos a plazo fijo y en 1967 realiza la primera operación bancaria en línea de la banca comercial venezolana.

La década de los 70 se caracterizó por la expansión geográfica nacional e internacional y por la diversificación financiera. En 1977 se establece la primera unidad internacional del Banco en la ciudad de New York, la cual se convierte en agencia en 1978. A ello le seguirá, en 1979, la constitución del Banco de Venezuela N.V en Curazao, Antillas Neerlandesas. Al final de la década de los 70, la labor financiera del Banco se expresaba a través de créditos concebidos por el orden de Bs. 5.369.909,39.

En 1981 se constituye el Banco de Venezuela International, en la ciudad de Miami, Estados Unidos de América, para ofrecer un servicio internacional amplio y diversificado. En 1984 el Banco ocupa su nueva sede en Caracas, con una estructura moderna y avanzada. En 1987, el Banco de Venezuela se convierte en SAICA, dándole forma institucional a la amplia distribución accionaria. En 1988 se lanzan al mercado las Tarjetas de Crédito Mastercard y Visa. También se destacan los

desarrollos de la Banca Electrónica al servicio del cliente las 24 horas, a través de nuestra amplia red de Autobancos, Cajeros Automáticos, Autocajeros, Cajeros Personalizados, terminales en puntos de venta y Videos Interactivos.

A finales del Siglo XX, el 27 de abril de 1993, como consecuencia de un conflicto accionario de casi tres años de duración, fue tomado el control accionario del Banco de Venezuela por una alianza financiera encabezada por el Banco Consolidado y respaldada por los Grupos Financieros Progreso y Unión. Ello provocó la ruptura de la gestión administrativa anterior. Luego de 15 meses de gestión de la alianza financiera antes mencionada, el Estado venezolano resolvió, el 9 de agosto de 1994, estatizar y adquirir la mayoría accionaria del Banco de Venezuela. Luego de dos años, el Banco contaba con un patrimonio de 103.345 MM (US\$ 217 MM) y estaba listo para la privatización. Es en diciembre de 1996, cuando el Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria (FOGADE) llevó a cabo la subasta del Banco, acto en el cual el Grupo Santander se adjudicó el 93,38% del paquete accionario de la institución por un monto de US\$ 351,5 MM. En línea con la estrategia del Grupo Santander, el Banco de Venezuela introdujo nuevos y exitosos productos y una estricta política de riesgos y eficiencia operativa que le permitieron crecer y posicionarse como uno de los bancos más sólidos del país.

A la entrada del año 2000 los esfuerzos por lograr un mayor tamaño se imponían ante las realidades que enfrentaba el sistema financiero venezolano, caracterizado por una acelerada y sostenida reducción del tamaño relativo de los volúmenes intermediados, la presencia de un número elevado de entes participantes y la caída en los niveles de rentabilidad. Como parte de la estrategia global del Banco de Venezuela de ampliar su presencia a nivel nacional y de lograr, a través de un tamaño óptimo, una mayor eficiencia en sus operaciones, así como una

mejor relación precio-valor en la prestación de servicios, el 06 de octubre de 2000, el Banco de Venezuela firma un acuerdo con los accionistas mayoritarios del Banco Caracas para la adquisición de esa entidad. El 8 de diciembre, finalizada la Oferta Pública de Toma de Control (OPTC), se llevó a cabo el cruce del 93,09%, de las acciones del Banco Caracas, pasando dicha institución a pertenecer al Banco Santander Central Hispano, a través de su filial Banco de Venezuela. Con esta adquisición se avanzó en la penetración de los segmentos medios y altos de la población venezolana y en la elevación de su presencia en el Área Metropolitana de Caracas.

El año 2001 significó un período de grandes transformaciones para la institución financiera, tanto en estructura de negocio como operativo. El inicio de esta nueva etapa implicó la ejecución de actividades encaminadas a lograr el éxito en el proceso de fusión. El nacimiento del nuevo Banco de Venezuela, tras culminación del proceso de integración con el Banco Caracas tomó lugar con la fusión jurídica y lanzamiento de la nueva imagen corporativa el día 17 de Mayo de 2002.

A partir de esa fecha, el Banco de Venezuela se caracterizó por ser una de las más eficientes e innovadoras del sector financiero venezolano. Sus productos de manejo de efectivo se identificaron por estar dentro de los mejores del mercado.

2.2 Lineamientos Estratégicos

Los lineamientos estratégicos son los postulados fundamentales que plasman los principales aspectos de la estrategia de una empresa u organización (Francés, 2001: 35). Normalmente su definición es establecida durante el proceso formal de la planificación estratégica. No tienen carácter inmutable y requieren revisiones conforme ocurren

La visión del Banco de Venezuela fue consolidarse como la mejor institución de servicios financieros en Venezuela, mediante un modelo de

gestión orientado a la creación de valor permanente para sus clientes, accionistas, sus empleados y el país.

Por su parte, los valores forman parte de la cultura organizacional y plantean los límites dentro de los cuales deben enmarcarse la conducta de los individuos, tanto en el plano organizacional como en el plano personal (Francés, 2001: 42). Dentro del conjunto de valores corporativos, que determinaron la cultura corporativa de los empleados del Banco de Venezuela antes de ser adquirido por el Estado destacan:

Liderazgo: Generación de confianza y el marcaje de la pauta en los mercados y equipos.

Calidad pensando en las personas: La gerencia del Banco debe comprometerse a hacer las cosas bien desde el principio.

Integridad: La institución financiera debe caracterizarse por crear relaciones transparentes con sus empleados, clientes, accionistas y autoridades financieras.

Dinamismo: El Banco debe ser proactivo y actuar con flexibilidad, de manera de anticiparse y adaptarse a los cambios del mercado.

Fortaleza: La base de la fortaleza del Banco debe encontrarse a través del equilibrio entre la prudente toma de decisiones y la rapidez en la innovación.

2.3. Análisis Externo

El análisis del entorno es determinante para identificar las oportunidades y amenazas que confronta la institución, aspectos que son importantes

considerar a la hora de la creación de la planeación estratégica y la elaboración de un escenario de proyecciones para la realización de la valoración.

De acuerdo a lo sugerido por Francés (Francés, 2001: 55), para realizar un análisis de entorno se pueden considerar los siguientes espacios geográficos: global, regional, nacional y provincial. Adicionalmente, se puede realizar el análisis en el ámbito de la economía, el sector o industria, los competidores directos y los mercados.

2.3.1. Análisis del Entorno

El análisis de la economía es fundamental para determinar posibles oportunidades y amenazas de la empresa o institución financiera en el horizonte de planificación estratégica.

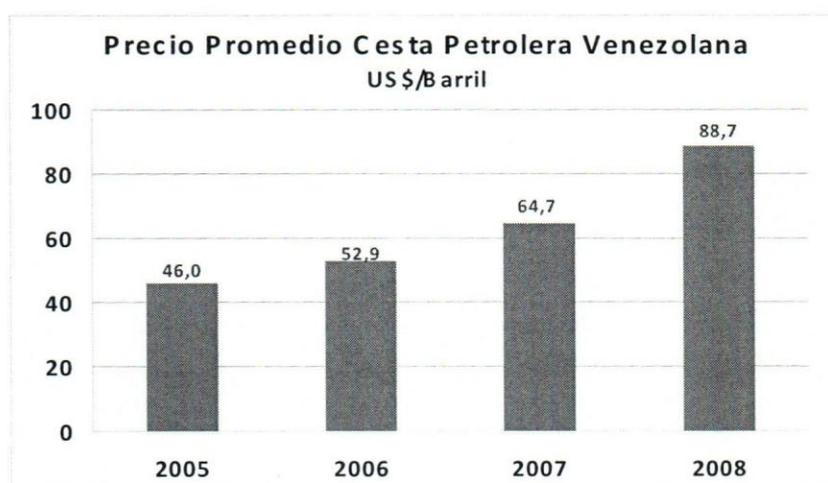
A continuación se presenta una breve reseña del desenvolvimiento de las principales variables macroeconómicas de la economía venezolana durante el período 2005-2008, para lo cual se consultó los informes económicos realizados por el Banco Central de Venezuela.¹⁴

El dinamismo de la economía venezolana desde el 2005 estuvo estimulado por el crecimiento de la demanda agregada interna, por la vía del gasto de inversión, por el gasto público y el consumo, todo esto gracias al crecimiento de los precios de la cesta petrolera venezolana, incidiendo de manera positiva en el incremento de liquidez monetaria y por ende en la expansión acelerada del crédito bancario y de la actividad bancaria en general, permitiéndole al sector financiero apalancar al resto de las actividades económicas.

¹⁴ Avendaño, O; Brusco, J.M; De La Paz, L; Miranda, Y; Reingruber, L (2008). Análisis Financiero del Banco Exterior. UCAB. Mimeo.

Cabe destacar que el aumento de la cesta venezolana de crudos se enmarcó dentro de un proceso de encarecimiento de la mayoría de los commodities a nivel internacional desde 2002. En el caso particular del petróleo, el aumento de la demanda por parte de países como China, Brasil e India, combinado con la disminución en el ritmo de crecimiento de la oferta de los países No OPEP como consecuencia del proceso de maduración natural de los pozos y factores especulativos, motivó un ciclo creciente de precios durante gran parte del último quinquenio.

Gráfico II

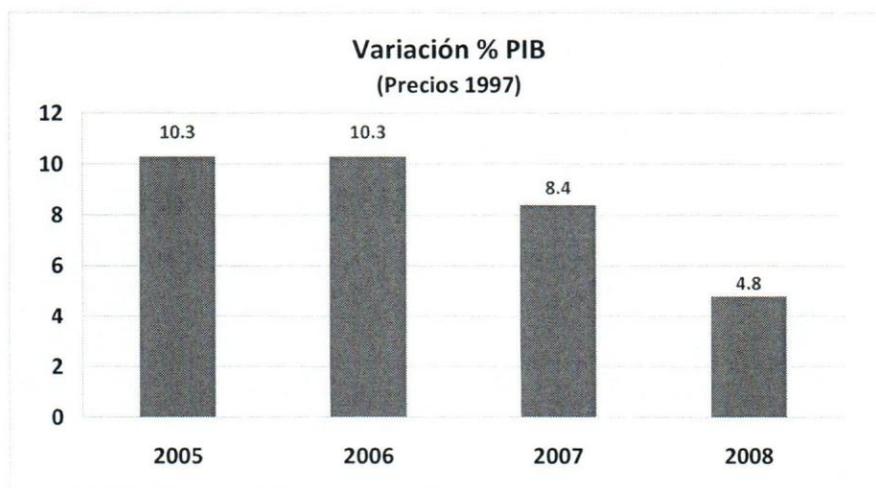


Fuente: BCV

Esta mejora de los términos de intercambio le permitió al Gobierno, incrementar el gasto fiscal, mediante diversas vías, lo cual incidió favorablemente en los niveles de demanda agregada interna, en sus componentes de inversión y consumo, en un escenario de control de tasas de interés, lo cual facilitó el apalancamiento de los agentes económicos.

De este modo, la tasa de crecimiento de PIB durante los últimos cuatro años se ubicó en promedio en 8,475%. Destaca que dicha tasa venía desacelerándose a partir de 2007, lo cual es un indicio de la ineficiencia del gasto fiscal, la aplicación de medidas de política monetarias restrictivas con el objeto de contener la inflación, las cuales frenaron el crecimiento del consumo, y la menor formación bruta de capital privado dado el ambiente de incertidumbre política.

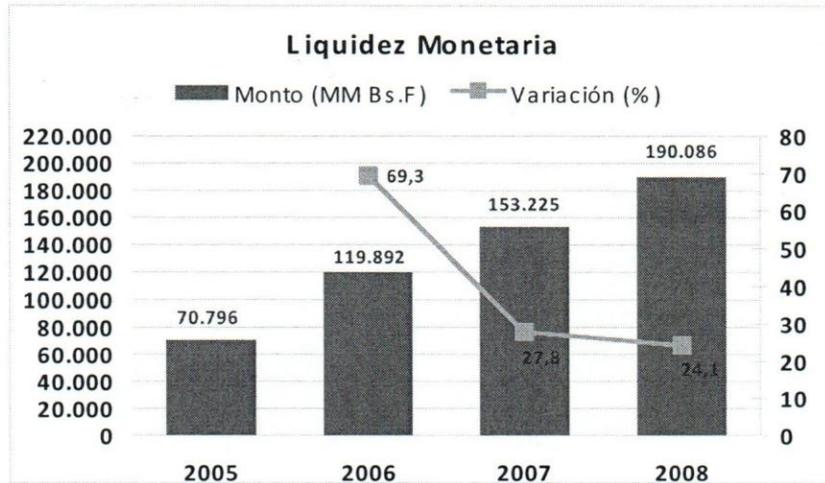
Gráfico III



Fuente: BCV

La fuerte expansión del gasto fiscal desde 2005, incidió en el aumento de los agregados monetarios, los cuales registraron una tasa de crecimiento acumulado de 168% en el período 2005-2008. Esta situación evidentemente benefició a las instituciones financieras en general y permitió un desarrollo importante del crédito y de las operaciones conexas. Destaca la desaceleración de las tasas de crecimiento de la liquidez a partir de 2007 como consecuencia de la desmonetización generada por una mayor liquidación de divisas, las operaciones de crédito público realizadas durante el año a través de diversas emisiones de bonos en dólares pagaderos en bolívares (USD 5.266MM) y la política monetaria restrictiva del BCV.

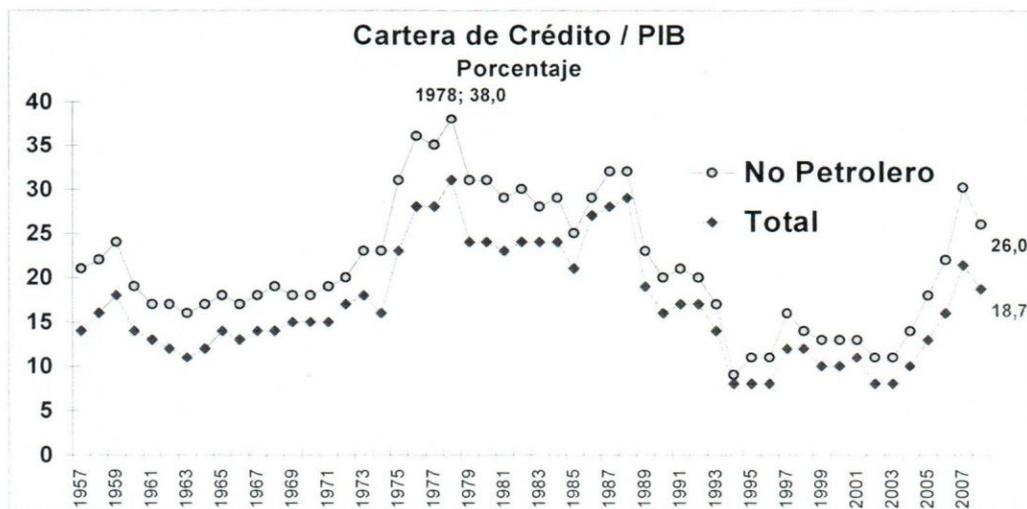
Gráfico VI



Fuente: BCV

Efectivamente, desde 2003 se observa un importante repunte de la actividad crediticia como participación del PIB hasta niveles máximos de 32% para el sector no petrolero. La mayor intermediación financiera durante el período impactó favorablemente los indicadores de rentabilidad de la banca.

Gráfico V



Fuente: BCV

Sin embargo, la actividad crediticia se desacelera a partir de mayo del 2007 disminuyendo en 59,3 puntos porcentuales para situarse en noviembre del 2008 en 25,7%. Dicha desaceleración se debió, entre otros elementos, al aumento del nivel del encaje legal correspondiente a las reservas mínimas e inversiones cedidas.

Gráfico VI



Fuente: BCV

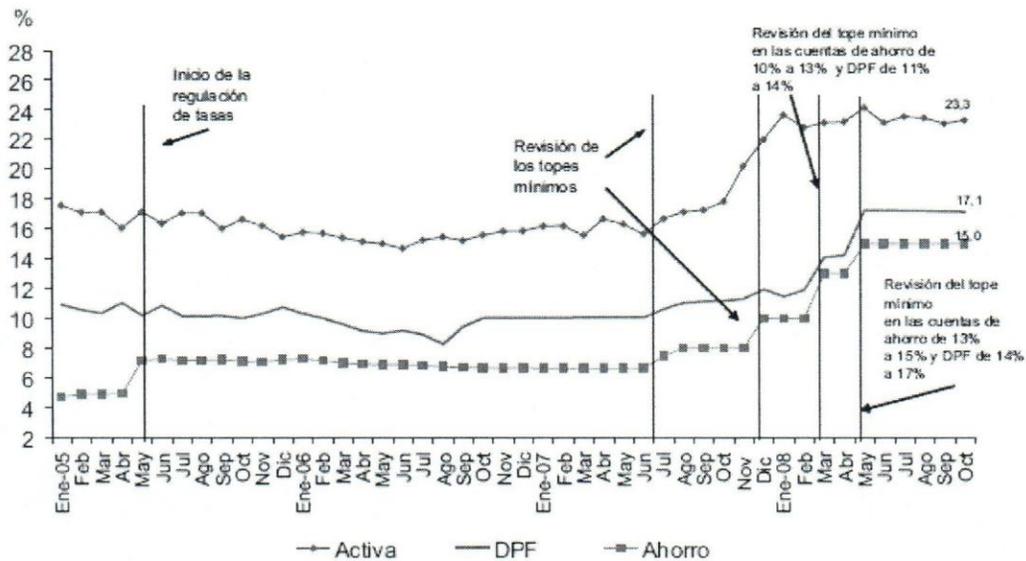
El período comprendido entre 2004 y 2008 siguió estando caracterizado por la continuidad en la política de control de tasas por parte del BCV, instituto que establece los tope máximos de tasas de interés activas y los mínimos de las tasas pasivas.

Entre el 2007 y 2008 el BCV aplicó una política de aumentos de tasas de interés con el propósito de moderar los niveles inflacionarios e incentivar el ahorro de las familias. A lo largo de 2007 y 2008, el BCV fue ajustado las tasas mínimas que debía pagar la banca por las cuentas de ahorro y depósitos a plazo. Adicionalmente, incrementó las tasas de interés

cobradas por operaciones de descuento y redescuento e incrementó la tasa máxima cobradas por los créditos al consumo hasta niveles de 32% y posteriormente hasta 33%. Esta situación motivó el alza de las tasas de interés activas promedio de la banca comercial y universal hasta niveles de 22,3% al cierre de 2008.

Gráfico VII

Tasas de interés Banca comercial y universal



2.3.2. Sistema Bancario Venezolano

Según lo establecido en La Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, los bancos en Venezuela se clasifican en: Universales, Comerciales, de Inversión, Hipotecarios, Entidades de Ahorro y Préstamo, Arrendadoras Financieras, Fondos del mercado Monetario, Bancos de Desarrollos y de Leyes especiales entre ellos también se encuentran los de segundo piso.

Para el año 2008 el sistema financiero venezolano estuvo compuesto por 60 instituciones financieras, de las cuales 50 son de capital privado y 10 de capital público. A continuación se presenta el desglose de las instituciones financieras venezolanas desglosadas por subsistema y por tipo de capital:

Cuadro I

SUBSISTEMA	NÚMERO DE BANCOS Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
	PRIVADAS	DEL ESTADO	TOTAL
Banca Universal	21	3	24
Banca Comercial	15	-	15
Banca con Leyes Especiales	-	4	4
Banca de Desarrollo	6	1	7
Banca de Inversión	3	1	4
Banca Hipotecaria	1	-	1
Empresas de Arrendamiento Financiero	-	1	1
Entidades de Ahorro y Préstamo	2	-	2
Fondos del Mercado Monetario	2	-	2
TOTAL	50	10	60

Fuente: SUDEBAN

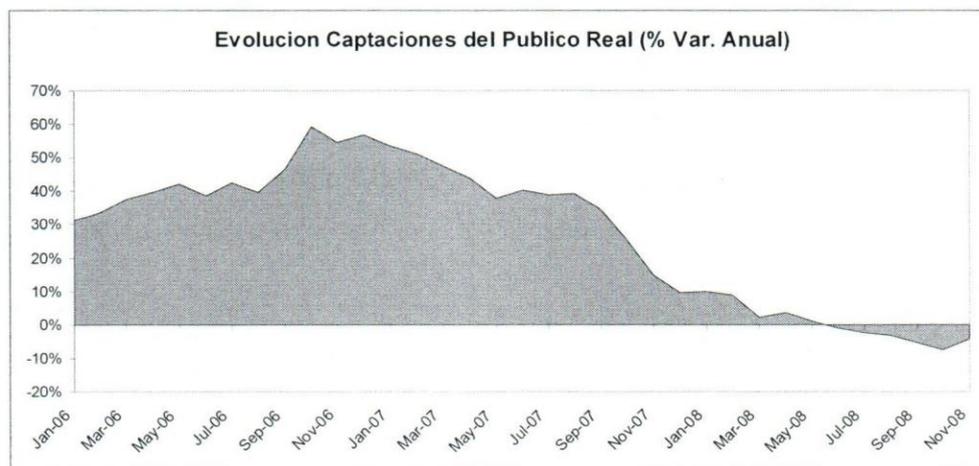
La Superintendencia de Bancos (SUDEBAN) en sus estadísticas no incluyó a los siguientes bancos Instituto Municipal de Crédito Popular (IMCP), Banco de Comercio Exterior (BANCOEX), Banco Nacional de Vivienda y Hábitat (BANAVIH) y el Banco de Desarrollo Social y

Económico de Venezuela (BANDES), por ser bancos de régimen especial los cuales se rigen por sus propias leyes.

El 65% de las instituciones bancarias que operaban en el país a la fecha se encontraban en los segmentos de banca universal y comercial. El sistema bancario operaba a través de una red 3.718 distribuidas en el territorio nacional y emplea a 73.783 trabajadores.¹⁵

Al cierre de 2008 las captaciones totales de la banca se situaron en Bs. 217.280.968. Respecto al cierre de 2007, las captaciones del público presentaron un crecimiento de 27%, significativamente inferior respecto al registrado durante similar periodo del año anterior (34%) como consecuencia del menor crecimiento de los agregados monetarios. De hecho, en términos reales, las captaciones han venido presentado tasas de crecimiento anuales negativas desde mediados del primer semestre de 2008.

Gráfico VIII



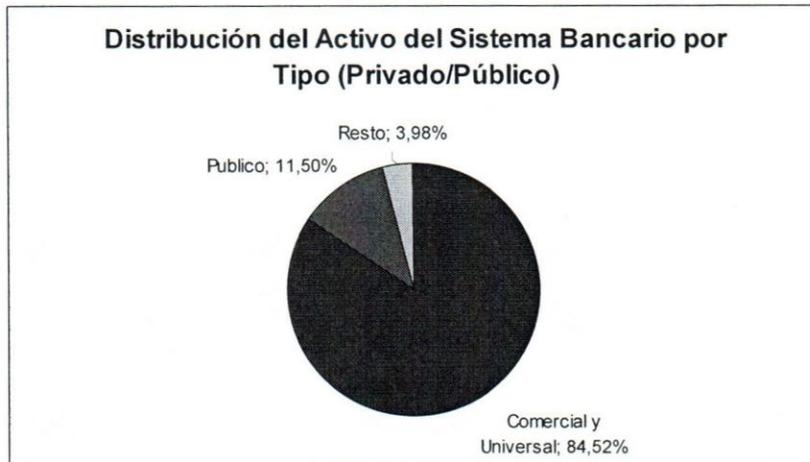
Fuente: BCV y cálculos propios

¹⁵ SUDEBAN. Indicadores Financieros del Sistema Bancario Venezolano. Boletín Trimestral. Octubre-Diciembre 2008.

La estructura de las captaciones estuvo mayoritariamente apoyada sobre los depósitos (50%) en cuenta corriente, siendo la fuente menos costosa de la banca. Seguido de las cuentas corrientes, se encontraron las cuentas de ahorro (22%), que a pesar de estar remuneradas, pueden ser consideradas como a la vista debido a su alta movilidad y utilización para fines transaccionales por parte de los agentes económicos.

Por su parte, al cierre de 2008 el activo total del sistema bancario venezolano se ubicó en Bs. 278.272 MM (USD 130.000MM al tipo de cambio oficial). El 96% de los activos del sistema bancario estuvieron concentrados en los subsistemas universal y comercial. Por su parte, el 88,5% de los activos del sistema bancario venezolano al cierre de 2008 estuvo en manos del capital privado, siendo el remanente de propiedad del Estado. Sobre el total de activos, el principal banco del país fue Banesco con una participación de 13,34%, seguido por Banco Mercantil (10,79%), Provincial (10,19%), Banco Venezuela (8,99%), BOD (6,39%). Una vez que BOD concrete completamente su proceso de fusión con Corpbanca, se consolidaría como la cuarta institución financiera del país (9,19%). A su vez, después de la compra del Banco de Venezuela, la participación del Estado sobre el total del activo del sistema bancario ascendió a 20,49%, lo que le permite obtener una importante influencia sobre el mercado, adicional al que le otorga los instrumentos de política monetaria.

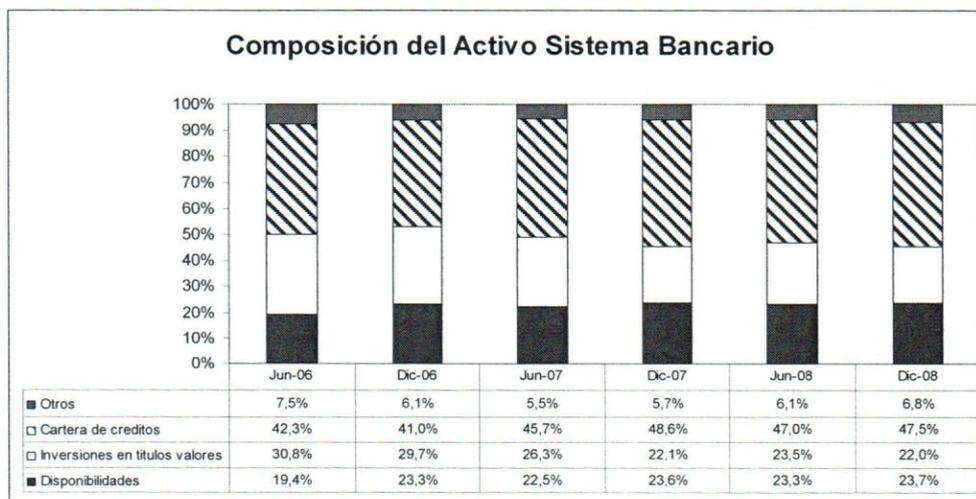
Gráfico IX



Fuente: Subeban

Aun cuando, el número de instituciones del sistema financiero venezolano es muy significativo podemos observar que los cuatro principales bancos del país concentraban para la fecha entre el 60% y 40% del mercado. No obstante, es importante destacar que el resto del sistema muestra un incremento en su participación en el mercado debido a que los bancos medianos han mostrado un mayor crecimiento. Adicionalmente, la mayoría de estas instituciones de mayor tamaño se han visto imposibilitadas a seguir creciendo dado que presentan niveles de solvencia patrimonial cercanos al mínimo exigible por SUDEBAN, por lo que tendrán que realizar aportes patrimoniales para poder seguir expandiéndose, tal es el caso del Banco Banesco, institución que muestra un crecimiento acelerado respecto a Mercantil, Venezuela y Provincial.

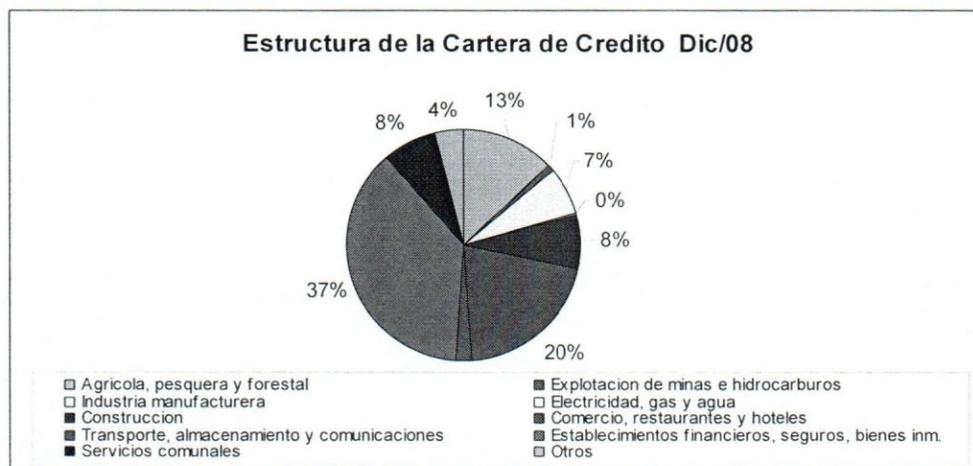
Gráfico XI



Fuente: Sudeban

La cartera de crédito del sistema bancario nacional estuvo concentrada al cierre de 2008 en el crédito al consumo (36%), seguido del sector comercial. Esta distribución es consecuencia del mismo ciclo expansivo del crédito y de las estrategias implementadas por la Banca para tratar de mitigar los efectos negativos que sobre el margen financiero tienen los controles de tasas.

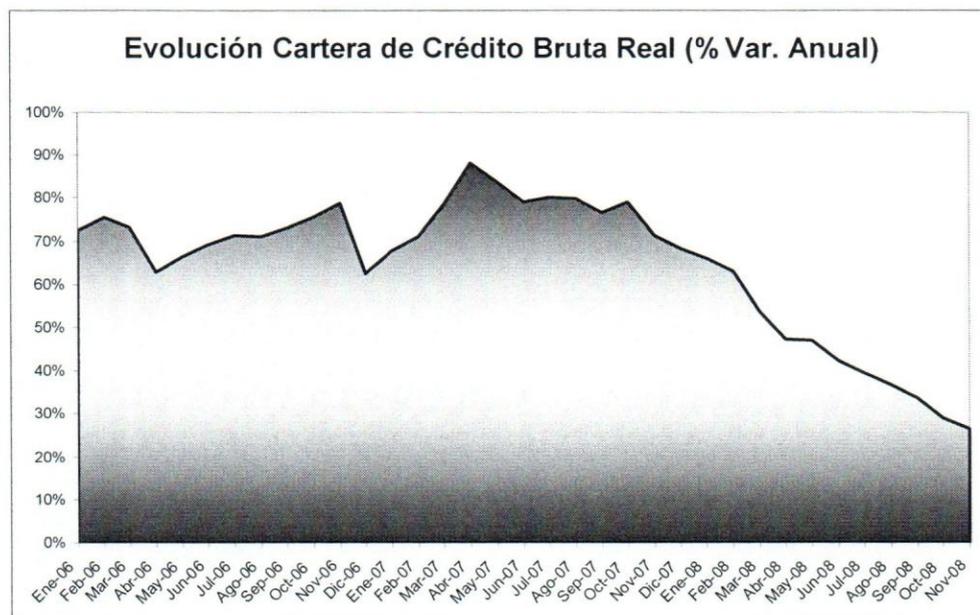
Gráfico XII



Fuente: Sudeban

Desde mediados de 2007 se evidencia una desaceleración del crecimiento de la cartera de créditos en términos reales, como consecuencia de las políticas aplicadas por las autoridades monetarias (incremento de tasas) y la desaceleración de la actividad económica, lo anterior constituye una fuente de riesgo para las instituciones financieras y una presión adicional a los márgenes de ganancia del sector.

Gráfico XIII

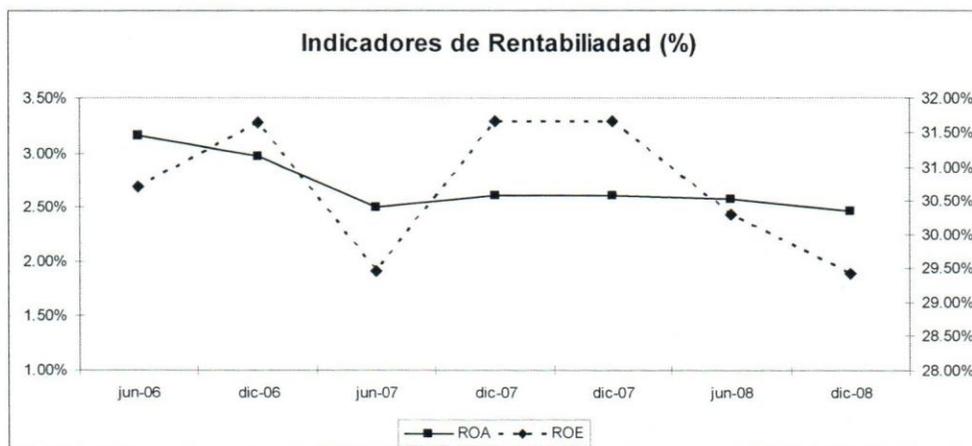


Fuente: BCV y cálculos propios

Las distintas regulaciones implementadas por el gobierno, en materia de topes máximos sobre las tasas de interés activas, niveles mínimos sobre las tasas de interés pasivas, montos máximos cobrados sobre las comisiones bancarias, en un entorno inflacionario que ha incrementado los gastos de transformación, ha motivado el paulatino deterioro de los indicadores de rentabilidad de la banca venezolana. Dicho deterioro ha sido significativo si se compara con los niveles registrados al cierre de 2004 (ROE 45%; ROA 6%). Estas presiones sobre la capacidad de generación de ganancias de la banca serán compensadas con estrategias

destinadas a reducir los costos de operación, dentro de los cuales están los gastos de personal.

Gráfico XIV



Fuente: Sudeban

2.3. Breve Análisis del Banco de Venezuela

Banco Venezuela contaba al finales de 2008 con una red de 268 oficinas y proporcionaba 6.126 empleos directos, ocupando el cuarto puesto en términos de número de oficinas, detrás de sus competidores más cercanos, Banesco, Mercantil y Provincial.

Al cierre de 2008, el Banco de Venezuela registró ingresos por Bs. 3.481 MM, cifra superior en 48% respecto al período previo como consecuencia del aumento de su cartera de créditos e inversiones. Cabe destacar que durante el trienio 2006-2008, Banco de Venezuela presentó un aumento promedio de 48% en sus ingresos financieros, impulsado por el aumento de los niveles de liquidez y el consecuente boom crediticio en Venezuela. Ya para el corte del mes de mayo de 2009, los ingresos financieros del Banco de Venezuela mostraron signos de estancamiento ante la desaceleración del ritmo de la actividad económica en el país.

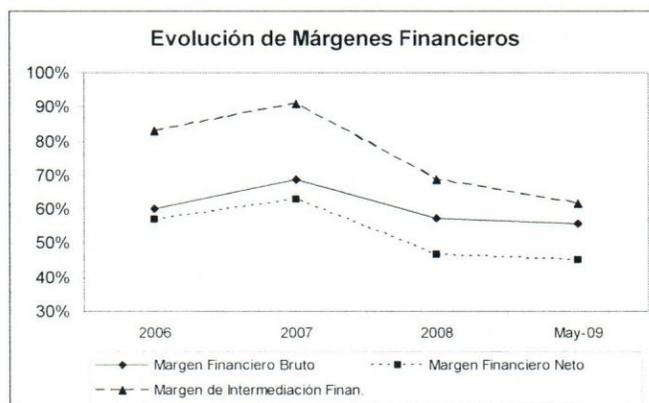
Gráfico XV



Fuente: Estados financieros Banco de Venezuela y cálculos propios

Al cierre de 2008, el margen financiero bruto de Banco de Venezuela se ubicó en 57%, cifra inferior respecto al período previo como consecuencia de los cambios en las tasas de interés pasivas mínimas establecidas por el BCV, lo cual incidió negativamente en el spread relativo de tasas.

Gráfico XVI



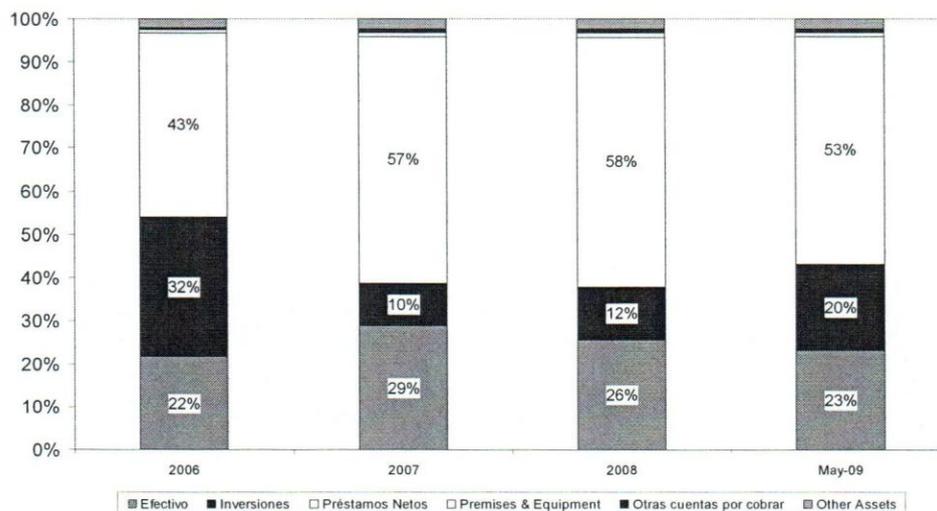
El deterioro observado en el margen financiero bruto junto con un mayor aprovisionamiento de la cartera de crédito motivó un desmejoramiento aún más pronunciado en el margen financiero neto, al ubicarse éste en 47% al cierre de 2008, cifra inferior respecto al observado al cierre del ejercicio previo (63%). Adicionalmente, durante el ejercicio de 2008 se registraron menores ingresos por operaciones conexas ante los mayores controles ejercidos por el BCV sobre las comisiones de las operaciones conexas, lo cual conllevó a que el Banco de Venezuela registrara un margen de intermediación financiera de 69%, cifra inferior en 22 puntos porcentuales respecto a 2007. Dichos resultados fueron consecuencia de los cambios en el entorno, motivados por la culminación del ciclo expansivo de crédito y las modificaciones que en materia regulatoria efectuó el BCV.

Durante 2008, los activos del Banco de Venezuela se ubicaron en Bs. 25.383 MM, monto que mostró un crecimiento de 12,19% respecto al período previo como consecuencia del aumento de la cartera de créditos neta del banco en 13,75%, seguido por el incremento en su portafolio de inversiones (38,38%). En 2008 se apreció una desaceleración del crecimiento en términos nominales de la cartera de créditos, lo cual fue consecuencia de la desaceleración de la actividad económica y las políticas monetarias restrictivas aplicadas por el BCV.

En el siguiente gráfico se presenta la estructura de los activos del Banco de Venezuela durante los últimos tres ejercicios económicos, incluyendo el corte de mayo de 2009.

Gráfico XVII

Distribución de los Activos (% Part.)



Fuente: Estados financieros Banco de Venezuela y cálculos propios

En dicho gráfico destaca la ampliación de la cartera de créditos experimentada durante 2007, en detrimento de la cartera de inversiones, lo cual estuvo asociado a la recomposición del balance de la banca en general durante ese ejercicio económico y la importante expansión del crédito experimentada debido: a) el crecimiento económico registrado; b) la recuperación del ingreso de los hogares; c) las tasas reales negativas; y d) el financiamiento de las operaciones asociadas a la compra de títulos denominados en dólares y pagaderos en bolívares.

Esta situación tendió a revertirse a la fecha del corte de mayo de 2009, cuando las importantes emisiones de deuda efectuadas por el estado, en combinación con la menor actividad económica del país, incidieron para que la participación de las inversiones sobre el total de activos se incrementara hasta niveles de 20%, cifra máxima en los últimos 2 años.

Cabe destacar que el principal destino de las colocaciones del Banco Venezuela hasta el cierre de 2008 fueron los créditos al consumo, los cuales representaron el 29% el total de la cartera, seguido por los créditos

para la adquisición de vehículos (17%), lo cual es consistente con la estrategia aplicada por la mayoría de los bancos con el objetivo de rentabilizar sus activos y eludir parcialmente el efecto de los controles de tasa y de las carteras crediticias.

Es importante resaltar que aproximadamente un 30% de la cartera de crédito bruta del Banco de Venezuela al cierre de 2008 estaba relacionado con las gavetas de crédito fijadas por el gobierno.

Cuadro II

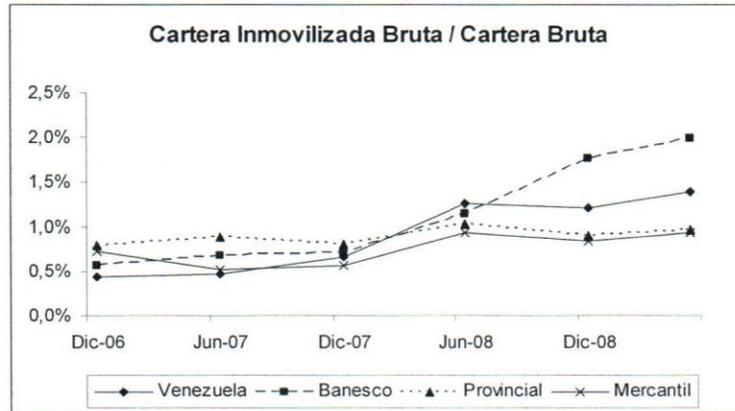
Gavetas de Crédito Sector Económico	2008			Base de Cálculo
	% Requerido	% Mantenido	Saldo (MM Bs.)	
Agrícola	21%	20,66%	2.190	Pro medio de la cartera de créditos bruta al 31 de diciembre 2007 y 2006
Microcrédito	3%	3,75%	499	Cartera de crédito bruta al 30 de junio de 2008
Hipotecario Corto Plazo	4%	3,69%	480	Cartera de crédito bruta al 31 de diciembre de 2007
Hipotecario Largo Plazo	6%	3,36%	438	Cartera de crédito bruta al 31 de diciembre de 2007
Turismo	3%	0,96%	125	Cartera de crédito bruta al 31 de diciembre de 2007
Manufactura	10%	5,00%	651	Cartera de crédito bruta al 31 de diciembre de 2007
Total	47%	37,42%	4.383	

Fuente: Estados financieros Banco de Venezuela y cálculos propios.

Adicionalmente las tasas de interés activas cobradas a los distintos clientes a través del otorgamiento de los créditos en los mencionados sectores, se encuentran reguladas por el BCV. Esta situación constituye un factor de presión en los márgenes de rentabilidad para todo el sistema bancario nacional y en particular al Banco de Venezuela.

La calidad de la cartera de crédito se mantuvo al cierre de 2008 y corte de mayo de 2009 en niveles razonables, de 1,2% y 1,4%, respectivamente, por debajo del nivel que mostró el sistema bancario (2,54 veces). Destaca el deterioro mostrado por este indicador durante los últimos años, respecto a sus principales competidores y se relaciona principalmente con la significativa expansión de la cartera de créditos de consumo, los cuales tienen asociado un importante nivel de riesgo.

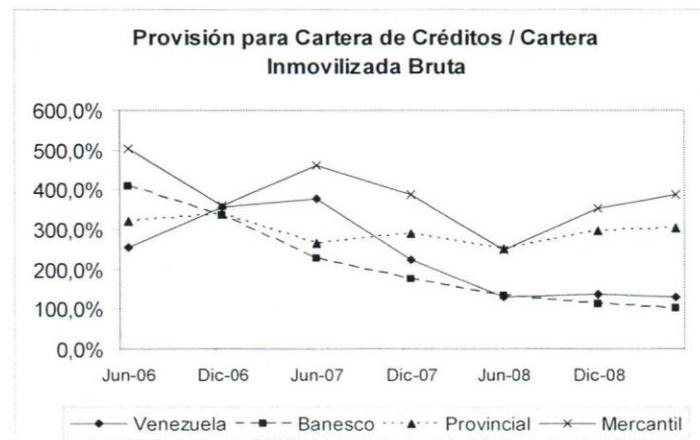
Gráfico XVIII



Fuente: Estados financieros Banco de Venezuela y cálculos propios.

Otro indicador de la calidad de la cartera de créditos, permite apreciar la flexibilización de la política de creación de provisiones a partir del anuncio de la posible adquisición por parte del estado del Banco de Venezuela. De hecho tanto al cierre de 2008 como el corte del mes de mayo, el aprovisionamiento de la cartera de crédito del Banco de Venezuela fue 134%, cifra muy inferior respecto a sus principales competidores (189,77%) e incluso inferior respecto al total del sistema financiero (148%).

Gráfico XIX



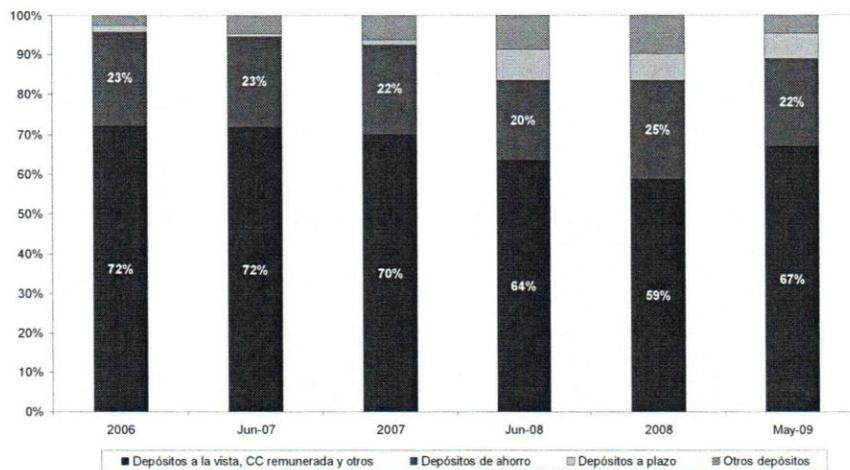
Fuente: Estados financieros Banco de Venezuela y cálculos propios

Adicionalmente, como se menciona en los estados financieros auditados de mayo de 2009, por motivo de la negociación de compra adelantada por el Grupo Santander con el gobierno, durante la sesión de la Junta Directiva del Banco de Venezuela celebrada el 7 de octubre de 2008, la gerencia del banco procedió a realizar una revisión exhaustiva de todas las provisiones y contingencias existentes, con el objeto de verificar la adecuación de las mismas a los requerimientos de la institución, a raíz de lo cual se determinaron excesos de provisiones por el orden de los Bs. 550 MM. Dichas provisiones, agrupadas en la partida otras provisiones para contingencias futuras dentro de la cuenta acumulaciones y otros pasivos, fueron liberadas parcialmente durante los meses de noviembre y diciembre de 2008 en Bs. 194 MM con crédito a la cuenta otros gastos y cargo a la partida ingresos operativos varios.

Al cierre de 2008, los depósitos totales del conjunto de clientes se ubicaron en Bs. 21.491 MM, cifra que presentó un aumento de 12,43% levemente inferior a la registrada durante el período previo (13,43%) y al crecimiento nominal de la liquidez monetaria. El principal componente de los depósitos estuvo representado por los depósitos a la vista y cuentas corrientes remuneradas, las cuales presentaron una participación de 59%. Cabe destacar la tendencia decreciente de la importancia relativa de los depósitos en cuenta corriente, producto del crecimiento de los depósitos a plazo, lo cual fue producto de la estrategia defensiva de mercadeo asociada a la pérdida de participación de mercado durante desde 2006.

Gráfico XX

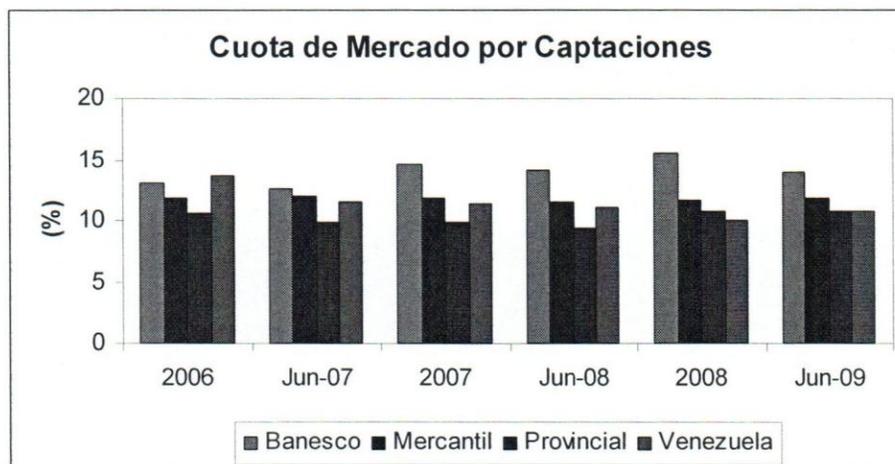
Estructura de Depósitos (%)



Fuente: Estados financieros Banco de Venezuela y cálculos propios

Efectivamente, en el lapso comprendido entre 2006 y 2008, la participación de mercado, desde el punto de vista de las captaciones totales, del Banco de Venezuela se vio reducida en aproximadamente 2,36 puntos porcentuales, siendo absorbida principalmente por Banesco. Esta situación, combinada con la estrategia anteriormente descrita, incidió negativamente en el margen financiero del banco y sus indicadores de rentabilidad.

Gráfico XXI

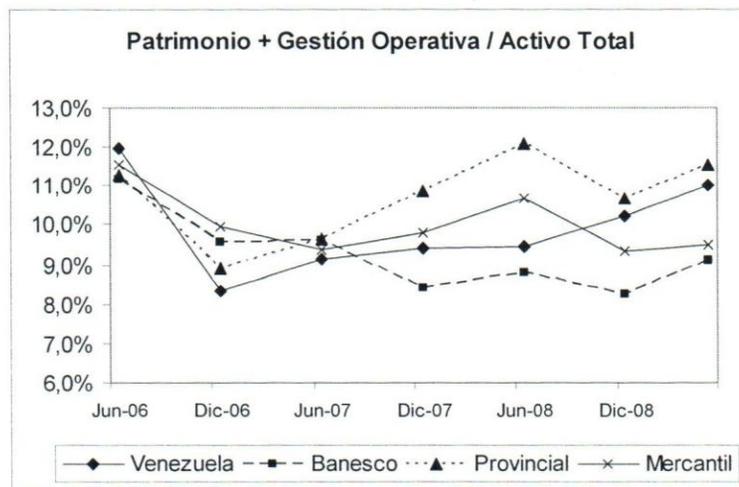


Fuente: Sudeban

Por su parte, el patrimonio de Banco de Venezuela se ubicó al cierre de 2008 en Bs. 2.501 MM, cifra que registró un crecimiento de 30,52% respecto al período previo como consecuencia de las utilidades generadas durante el período. Cabe mencionar que durante el ejercicio fiscal de 2007 los accionistas del Banco de Venezuela habían tomado una serie de decisiones que indicaban su compromiso con las operaciones de la institución en esa fecha. Dentro de las medidas adoptadas se incluyen: a) el aumento del capital social de la institución en Bs. 324 MM con cargo a la cuenta aportes patrimoniales no capitalizados y superávit restringido, respectivamente, para elevarlo a la cifra de Bs. 365 MM; b) la aprobación del aumento del capital social a la cantidad de Bs. 665 MM, mediante la emisión de 30.000.000 acciones preferidas con un valor nominal de Bs. 10 cada una. Dicha emisión de acciones nunca se concretó, siendo cambiada radicalmente la estrategia de permanencia de los accionistas en el país a raíz de las conversaciones no confirmadas entre los accionistas del banco y los accionistas del BOD.

Al cierre de 2008 y corte de mayo de 2009, el Banco Venezuela presentó unos adecuados indicadores patrimoniales, por encima de dos de sus principales competidores, los bancos Mercantil y Banesco.

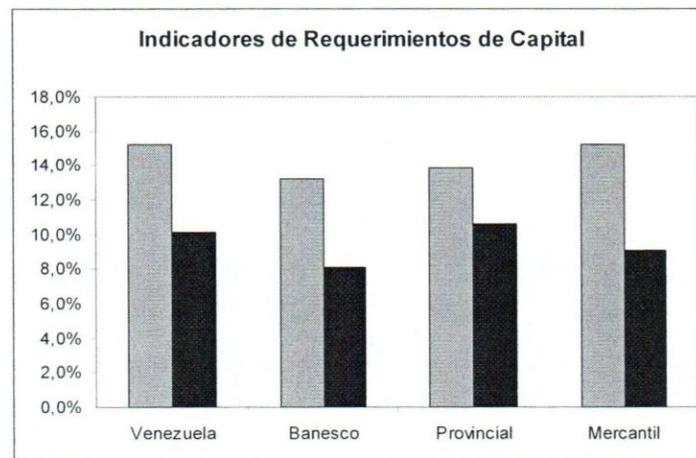
Gráfico XXII



Fuente: Sudeban

A continuación se presentan los indicadores de requerimientos de capital al cierre de 2008. Como se puede observar, Banco Venezuela cumplió tanto con el requerimiento de patrimonio sobre activos mínimo como el ajustado por riesgo.

Gráfico XXIII



Fuente: Sudeban

Capítulo III: Modelo de Valoración

CAPÍTULO
III
MODELO DE VALORACIÓN

En el presente capítulo se aplicará la metodología de valoración del patrimonio del Banco de Venezuela a través de los flujos de caja descontados, la cual como se describió en el capítulo I se concentra en la capacidad que tiene la institución financiera para decretar dividendos a sus accionistas. En última instancia dicha capacidad está determinada por el flujo de caja libre neto de las inversiones mínimas que aseguran el normal funcionamiento de la institución en particular.

De acuerdo con el modelo del flujo de caja libre, el analista financiero que esté realizando la valoración de institución debe calcular inicialmente el siguiente conjunto de variables: 1) el flujo de caja libre durante el escenario proyectado; 2) costo del capital; 3) hallar el valor del Banco en cuestión.

Una vez determinado el valor del Banco de Venezuela se realizarán comentarios sobre la cifra calculada y se cotejará con el valor de mercado dado por la Bolsa de Valores de Caracas a la fecha de la estatización y con el valor que de acuerdo con la prensa canceló el Estado Venezolano. Por último, se finalizará el presente trabajo especial de grado con una sección de conclusiones.

Cuadro III

Datos Básicos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tipo de cambio cierre (Bs./USD)	2,15	2,6	2,6	2,6	4,3	4,3	4,3
Tasas Activas	19%	19%	20%	25%	26%	26%	26%
Tasas Pasivas	15%	15%	16%	20%	22%	22%	22%
Liquidez Monetaria (MM USD)	236.360	334.336	464.072	675.132	968.213	1.388.523	1.991.294
% Var. Liquidez Monetaria	22%	41%	39%	45%	43%	43%	43%
% Var. PIB Total	-2,9%	-2,2%	1,5%	0,9%	-3,5%	2,7%	2,7%

Fuente: MetroEconómica. Reporte de Anual, dic-2009

Cabe destacar que durante 2013 MetroEconómica espera que ocurra una nueva maxidevaluación de la moneda, la cual incidirá negativamente en el nivel de actividad económica del período, reflejada a través de una contracción proyectada de 3,5%. Para el resto de la serie, en ausencia de proyecciones de crecimiento económico, se empleó la tasa de crecimiento de largo plazo proyectada por The Economist (2,7%). En líneas generales

se espera un crecimiento significativo de la

liquidez monetaria, como consecuencia de los esfuerzos que realizará el gobierno a través del gasto público para salir victorioso en las dos contiendas electorales programadas para finales de 2010 y 2012. El crecimiento de la liquidez monetaria seguirá siendo un factor positivo para el sistema bancario en general. No obstante, el escaso crecimiento económico limitará la capacidad de la banca para realizar su actividad de intermediación. Adicionalmente, se espera mayores presiones desde el punto de vista regulatorio, lo cual incidirá paulatinamente en la disminución de los márgenes de rentabilidad de la banca en general.

Bajo este escenario macroeconómico, de expansión de los agregados monetarios, se realizó la proyección del comportamiento de las captaciones del Banco. Considerando que durante el lapso comprendido entre 2003-2008, las captaciones del Banco de Venezuela mantuvieron un crecimiento promedio igual al 81% del crecimiento de la liquidez monetaria, se mantuvo dicho supuesto simplificador durante el lapso proyectado (2010-2015).

Cuadro IV

Estimadores Básicos	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Factor de crecimiento	81%	81%	81%	81%	81%	81%
Depósitos Totales	38.808	51.006	69.796	94.338	127.510	172.345
% Var. Depósitos Totales	34%	31%	37%	35%	35%	35%

Fuente: Cálculos propios

A partir de la proyección de los depósitos totales, se proyectaron la mayoría de las variables del Balance General, empleando para ello el comportamiento relativo mostrado por las variables durante la serie histórica analizada. Por ejemplo, a partir del comportamiento histórico de la cartera de crédito, se determinó que en promedio durante los últimos 10 ésta representó el 57% del total de depósitos del Banco; no obstante, considerando la situación de estancamiento de la economía presente durante 2009 y 2010, se utilizó el supuesto conservador de mantener el ratio cartera de créditos sobre total depósitos observado durante el

pasado año (55%), premisa que es consistente con la cifra mostrada durante la serie histórica analizada (57%).

En el siguiente recuadro se observa el comportamiento histórico de la cartera de crédito sobre el total de depósitos. A partir de 2010, se utiliza el dicho ratio promedio histórico, para estimar el comportamiento futuro de la cartera de crédito. Evidentemente, una sensibilización de este escenario implicaría la disminución de la tasa de crecimiento de la cartera de crédito proyectada, lo cual manteniendo todo los demás constante implicaría una caída en los ingresos financieros de la Institución.

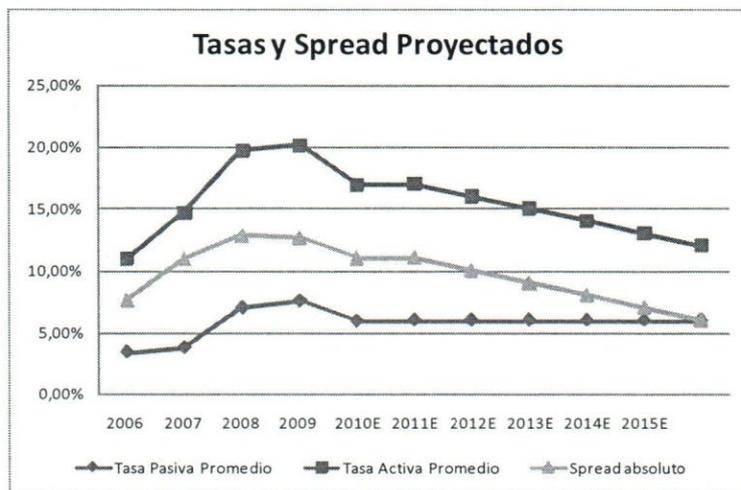
Cuadro V

	2008	2009	Prom.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cartera de Créditos/Depósitos Tot.	69%	55%	57%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Cartera de Créditos (MM Bs.)	14.896	15.967		21.344	28.053	38.388	51.886	70.130	94.790
% Var. Cartera de Créditos	14%	7%		34%	31%	37%	35%	35%	35%

Fuente: Cálculos propios

Un supuesto importante en la elaboración de las proyecciones se relaciona con el nivel de tasas de interés activas, pasivas promedio y el margen absoluto. En la proyección de los ingresos y egresos financieros se asume que los niveles de tasas de interés activas presentarán una reducción gradual hasta niveles observados durante 2006, lo cual se espera esté combinado con una serie de medidas administrativas por parte del gobierno que tenderán a impedir un mayor deterioro de las tasas de interés pasivas, lo cual redundará en el achicamiento del spread de tasas absoluto, tal como se aprecia en el gráfico adjunto.

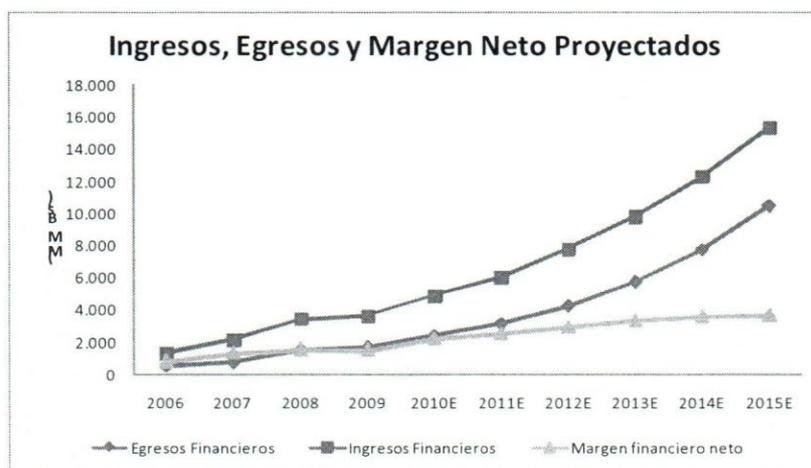
Gráfico XXIV



Fuente: Cálculos propios

A pesar del crecimiento de la cartera de crédito e inversiones proyectada, se espera que el margen financiero neto del Banco de Venezuela tenga un comportamiento más aplanado, ante la previsible disminución del spread de tasas y el sostenimiento de una política conservadora de creación de provisiones, en un ambiente caracterizado por el estancamiento, en algunos años, o bajo crecimiento económico, en otros.

Gráfico XXV



Fuente: Cálculos propios

Dado los supuestos anteriores, se proyectó el flujo de caja de la empresa durante el lapso 2010-2015, a partir del resultado neto proyectado y normalizando dicha variable por las provisiones proyectadas, las cuales no representan salidas de efectivo. Adicionalmente, se asumió las inversiones requeridas para mantener la operatividad del Banco en el mediano plazo, corresponden a los aportes de capital que de acuerdo con la proyección serán necesarios para asegurar el cumplimiento de los indicadores mínimos de solvencia (patrimonio/total activos), exigidos por ley. A continuación se presentan los flujos de caja proyectados para el Banco de Venezuela.

Cuadro VI

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Neto	1.184	1.223	1.228	1.071	671	327
+ Provisiones	390	483	620	782	981	1.224
- Aportes de capital necesario				-889	-3066	-6532
= Flujo de caja neto de inversiones necesarias	1.574	1.706	1.848	964	-1.414	-4.981

Fuente: Cálculos propios

Cabe destacar que la metodología aplicada sigue las recomendaciones efectuadas por Damodarán¹⁶ para el cálculo del flujo de caja de una institución financiera. Esto se realizó después de constatar las inconsistencias generadas al considerar los cambios en la cartera de créditos y depósitos como la variación del capital de trabajo de la institución financiera.

3.2. Cálculo del Costo de Capital

Para el cálculo del costo de capital o exigido por los accionistas se acudió a la información mantenida por Damodaran en su página web <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> y que se describen a continuación:

¹⁶ Damodaran, A. (2009). *Valuing Financial Service Firms*. Consultado en Julio, 2010 en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

- Beta correspondiente a bancos de gran tamaño.
- Rendimiento esperado del mercado, para lo cual se calcula el promedio aritmético del rendimiento de la Bolsa de Valores de Nueva York durante los últimos veinte años.
- La cifra de riesgo país Venezuela, la cual fue calculada por Damodaran sobre la base de la calificación de crédito otorgada por la empresa Moody's y la estimación de las probabilidades de default de dicha deuda respecto a la correspondiente a los letras del tesoro norteamericana.
- Las cifras de inflación estimada tanto para Venezuela y los Estados Unidos, las cuales se emplearon para calcular el factor de ajuste a moneda local del costo de capital en dólares.

Sobre la base de las variables anteriormente mencionadas, se determinó que el costo de capital exigido por los accionistas de Banco de Venezuela, puede estar cercano en los actuales momentos al 31,18% en moneda local.

Cuadro VII

Costo de Capital: datos básicos	
Beta	1,08
E(Rm)	11,27%
Rf	3,74%
Riego país Venezuela	11,25%
Inflación US	4%
Inflación Venezuela	35%
Factor de Ajuste	1,30
Re (en dólares)	24,02%
Re (en bolívares)	31,18%

Fuente:
<http://pages.stern.nyu.edu>

3.3. Resultados del Proceso de Valoración

Considerando las premisas anteriormente mencionados y dado el siguiente conjunto de factores: a) el escenario de cinco años proyectados, período durante el cual se disponen de un escenario macroeconómico proyectado; b) el supuesto conservador de que al cierre del quinto año el valor continuo del Banco de Venezuela será igual a cero, lo cual puede estar en parte soportado por el ambiente de seguridad jurídica existente en Venezuela, el deteriorado entorno macroeconómico donde se desincentiva la inversión y las crecientes necesidades de aportes de capital fresco por parte de los accionistas con la finalidad de cumplir con los requerimientos mínimos exigidos por ley; el valor estimado del Banco de Venezuela se ubicó al tipo de cambio oficial vigente para la fecha de la transacción en aproximadamente USD 930 MM, cifra que se ubicó 23% por encima del posible monto cancelado a los accionistas, el Grupo Santander.

CAPÍTULO
IV
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El presente tuvo como finalidad emplear la metodología de valoración de flujos de caja descontados y disponibles a los accionistas para determinar el valor del Banco de Venezuela, empleando para ello el tipo de investigación evaluativa.

La aplicación de la metodología de los flujos de caja descontados permite concluir que el Gobierno posiblemente pago una prima de aproximadamente 30% respecto al posible valor económico del Banco de Venezuela, considerando que el riesgo país durante el año en el que se realizó la transacción llegó a superar el actual nivel de 1100 puntos básicos y que se estima que los indicadores de rentabilidad de la institución financiera se verán afectados por el entorno macroeconómico adverso y el previsible achicamiento del spread de tasas de interés.

No obstante lo anterior, es importante resaltar las limitaciones existentes del modelo de valoración utilizado para el caso de las instituciones financieras. Una profundización de este trabajo podría ser la comparación del modelo de flujo de caja respecto a otras técnicas de valoración, como por ejemplo, el enfoque de Damodaran el cual se centra en los dividendos recibidos y esperados, como indicador más cercano al flujo de caja recibido por los accionistas.

ANEXOS

A. Estimadores Básicos

Estimadores Básicos del Banco de Venezuela	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Factor de crecimiento	81%	81%	81%	81%	81%	81%
Depósitos Totales	38.808	51.006	69.796	94.338	127.510	172.345
Cartera de Créditos/Depósitos Totales	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Cartera de Créditos (MM Bs.)	21.344	28.053	38.388	51.886	70.130	94.790
Cartera de Inversiones (MM Bs.)	8.538	11.221	15.355	20.754	28.052	37.916
% Var. Cartera de Inversiones	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Otros Bancos del País (MM Bs.)	388	510	698	943	1275	1723
% Otros Bancos del País / Depósitos Totales	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Cuentas por pagar (MM Bs.)	1.552	2.040	2.792	3.774	5.100	6.894
% Cuentas por pagar / Depósitos totales	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Efectivo (MM Bs.)	776	1.020	1.396	1.887	2.550	3.447
Efectivo / Depósitos totales	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Encaje Legal (MM Bs.)	9.702	12.751	17.449	23.584	31.877	43.086
Encaje Legal / Depósitos Totales	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Otros depósitos (MM Bs.)	1.164	1.530	2.094	2.830	3.825	5.170
Otros depósitos / Depósitos Totales	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Inversiones Negociables (MM Bs.)	6.209	8.161	11.167	15.094	20.402	27.575
Inversiones Negociables / Depósitos Totales	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Inversiones Hasta Vencimiento (MM Bs.)	776	1.020	1.396	1.887	2.550	3.447
Inversiones Hasta Venc. / Depósitos Totales	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Inversiones Otros Títulos Val. (MM Bs.)	388	510	698	943	1275	1723
Inversiones Otros Títulos Val. / Depósitos Totales	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Provisiones (MM Bs.)	390	483	620	782	981	1.224
Ingresos Financieros (MM Bs.)	4.879	6.036	7.744	9.771	12.264	15.302
% Var.	35%	24%	28%	26%	26%	25%
% Provisiones / Ingresos Financieros	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Otros Ingresos Operativos (MM Bs.)	1.268	1.509	1.859	2.247	2.698	3.213
% Otros Ingresos Operativos/ Ingresos Financieros	26%	25%	24%	23%	22%	21%
Recuperaciones (MM Bs.)	119	148	189	239	300	374
% Recuperaciones/ Ingresos Financieros	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Gastos de Personal	829	1026	1317	1661	2085	2601
% Gastos de Personal/ Ingresos Financieros	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Gastos Administrativos	781	966	1239	1563	1962	2448
% Gastos Administrativos/ Ingresos Financieros	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Aportes FOGADE/SUDEBAN	198	245	314	396	497	621
% Aportes FOGADE/ Ingresos Financieros	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Otros Gastos	390	483	620	782	981	1224
% Otros Gastos/ Ingresos Financieros	8%	8%	8%	8%	8%	8%
ISLR	142	176	226	285	357	0
% ISLR/ Ingresos Financieros	3%	3%	3%	3%	3%	0%

B. Estados Financieros Proyectados

Banco de Venezuela, S.A.

Auditor : Lara Marambio y Asociados

Período	31. Dec 2006	31. Dec 2007	31. Dec 2008	31. Dec 2009	31. Dec 2010E	31. Dec 2011E	31. Dec 2012E	31. Dec 2013E	31. Dec 2014E	31. Dec 2015E
Amounts in Millions of BsF										
ASSETS	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.	BsF.
Efectivo	268	384	618	877	776	1.020	1.396	1.887	2.550	3.447
Encaje Legal Bco. de la Rep.	3.470	5.329	5.399	7.626	9.702	12.751	17.449	23.584	31.877	43.086
Otros depósitos y fondos interbancar	461	813	471	808	1.164	1.530	2.094	2.830	3.825	5.170
	4.198	6.526	6.488	9.311	11.642	15.302	20.939	28.301	38.253	51.704
Caja Cuadre de Modelo					2.777	4.122	5.539	6.856	7.849	8.624
Invers. Neg. Renta Fija/NEGOCIABLES	4.478	1.242	2.810	5.586	6.209	8.161	11.167	15.094	20.402	27.575
Invers. No Neg Renta Fija/HASTA VCTO	397	177	87	705	776	1.020	1.396	1.887	2.550	3.447
Inver en Disp. Restringida	1.448	795	19	22	22	22	22	22	22	22
Inver en Otros Títulos Valores	0	74	235	147	388	510	698	943	1.275	1.723
Derechos de Recompra de Inversiones	0	0	0	0						
Invers. Permanentes/Hasta el vcto.	0	0	0	0						
Provisión	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42
-----	0	0	0	0						
Inversiones	6.281	2.247	3.109	6.418	7.354	9.671	13.241	17.904	24.207	32.726
Funds Sold	0	0	0	0						
Loans - Domestic:	0	0	0	0						
Cartera de Crédito Vigente	8.338	12.993	14.686	15.683	21.344	28.053	38.388	51.886	70.130	94.790
Cartera de Consumo. Vigente	0	0	0	0						
Cartera de Crédito Vencida	35	86	179	223	298	391	535	724	978	1.322
Cartera Vencida de Consumo.	0	0	0	0						
Créditos reestructurados	5	5	29	57	76	100	137	185	250	338
Créditos en litigio	0	0	2	4	4	4	4	5	5	5
Acceptance Loans	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-----	0	0	0	0						
Total Domestic Loans	8.377	13.084	14.896	15.967	21.344	28.053	38.388	51.886	70.130	94.790
Préstamos Totales	8.377	13.084	14.896	15.967	21.344	28.053	38.388	51.886	70.130	94.790
less: Unearned Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
less: Loan Loss Reserve	138	203	243	275						
Préstamos Netos	8.239	12.881	14.653	15.692	21.344	28.053	38.388	51.886	70.130	94.790
Premises & Equipment	161	228	267	362	362	362	362	362	362	362
less: Acum. Depreciation	0	0	0	0						
Bienes recibidos en pago	0	0	0	0						
Otras cuentas por cobrar	107	217	248	236	236	236	236	236	236	236
Inversiones Participativas	21	28	39	589	589	589	589	589	589	589
Other Assets	372	499	581	568	568	568	568	568	568	568
TOTAL ASSETS	19.378	22.626	25.383	33.175	44.872	58.903	79.861	106.702	142.194	189.599
=====	0	0	0	0						

Período	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
INCOME	BsF.	BsF.								
Interest Income:										
Interest	891	1.797	3.099	3.110						
Rendimiento Inv.No Neg.Renta Fija	448	372	342	517						
Int on Deposits Placed	4	5	2	0						
Int on Invest Sec - Taxable	0	0	0	0						
-----	0	0	0	0						
TOTAL INTEREST INCOME	1.343	2.174	3.443	3.627	4.879	6.036	7.744	9.771	12.264	15.302
Ingresos Financieros										
Interest Expense:	0	0	0	0						
Interest	426	628	1.427	1.603						
Interest on Fed. Funds Purch.	0	0	0	0						
Interest on Other Brwd. Funds	44	63	56	49						
-----	0	0	0	0						
TOTAL INTEREST EXPENSE	470	691	1.483	1.652	2.352	3.091	4.230	5.717	7.727	10.444
Egresos Financieros										
-----	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NET INTEREST INCOME	872	1.483	1.960	1.975	2.527	2.945	3.515	4.054	4.537	4.858
Provision for Loan Losses	93	174	439	513	390	483	620	782	981	1.224
-----	0	0	0	0						
INT INC NET OF LOAN LOSS PROV	779	1.309	1.521	1.462	2.137	2.462	2.895	3.272	3.556	3.634
Margen financiero neto										
Non-Interest Income:										
Otros ingresos operativos	513	865	1.271	982	1.268	1.509	1.859	2.247	2.698	3.213
Valoraciones Inversiones	0	0	0	0						
Ingresos extraordinarios	0	0	45	109						
Investment Gains/(Losses)	0	0	0	0						
Recuperaciones	44	46	67	0	119	148	189	239	300	374
Other Ingresos por intereses	55	35	38	0						
TOTAL NON-INTEREST INCOME	612	946	1.421	1.091	1.388	1.657	2.048	2.486	2.998	3.588
Non-Interest Expense:										
Gastos de Personal	277	352	508	601	829	1.026	1.317	1.661	2.085	2.601
Gastos Administrativos	321	377	526	592	781	966	1.239	1.563	1.962	2.448
Aportes FOGADE/SUDEBAN	71	92	110	127	198	245	314	396	497	621
Otros Gastos	261	612	606	306	390	483	620	782	981	1.224
TOTAL NON-INTEREST EXPENSE	929	1.433	1.750	1.626	2.198	2.720	3.489	4.402	5.526	6.894
INC BEF TAX, EXTR ITEMS & SEC	462	822	1.191	927	1.326	1.399	1.454	1.356	1.028	327
Ajuste por Inflación (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
INCOME BEF. EXTR ITEMS & SEC.	462	822	1.191	927	1.326	1.399	1.454	1.356	1.028	327
Impuesto Sobre la Renta	8	123	145	43	142	176	226	285	357	0
INCOME BEFORE SECURITIES	454	699	1.046	884	1.184	1.223	1.228	1.071	671	327
NET INCOME	454	699	1.046	884	1.184	1.223	1.228	1.071	671	327
Cash Dividend - P/S	171	133	404							

C. Indicadores Estimados

Banco de Venezuela, S.A.						
Indicadores Estimados	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
GESTION DE RESULTADOS:						
Tasa Pasiva Promedio	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Tasa Activa Promedio	17%	16%	15%	14%	13%	12%
Spread absoluto	11%	10%	9%	8%	7%	6%
Spread relativo						
EGRESOS FINANCIEROS/INGRESOS FINANCIEROS	48,21%	51,21%	54,62%	58,51%	63,01%	68,25%
GASTOS ADMON.Y PERSONAL/MARGEN FINANCIERO	71,54%	75,95%	81,65%	89,32%	100,17%	116,73%
INGRESOS FINANC./TOTAL INGRESOS	77,85%	78,46%	79,08%	79,72%	80,36%	81,01%
INGRESOS SERVICIOS Y COMISIONES/INGESO FIN	22,15%	21,54%	20,92%	20,28%	19,64%	18,99%
EGRESOS NO FINANC./TOTAL INGRESOS	35,08%	35,35%	35,63%	35,92%	36,21%	36,50%
EFICIENCIA:						
ACTIVOS FINANCIEROS/ACTIVOS TOTALES	63,95%	64,04%	64,65%	65,41%	66,34%	67,26%
CARTERA DE CRÉDITOS/ACTIVOS TOTALES	47,57%	47,63%	48,07%	48,63%	49,32%	50,00%
MARGEN FINANCIERO/ACTIVO TOTAL	5,63%	5,00%	4,40%	3,80%	3,19%	2,56%
GASTOS OPERATIVOS/ACTIVOS TOTALES	1,74%	1,64%	1,55%	1,47%	1,38%	1,29%
GASTOS DE PERSONAL/ACTIVOS TOTALES	1,85%	1,74%	1,65%	1,56%	1,47%	1,37%
Gastos de Transformación/ Activos	3,59%	3,38%	3,20%	3,02%	2,85%	2,66%
INGRESOS NO FINANCIEROS/ACTIVOS TOTALES	3,09%	2,81%	2,56%	2,33%	2,11%	1,89%
INGRESOS EXTRAORDINARIOS/ACTIVOS TOTALES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de Transf./Ing. Financ.	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
RENTABILIDAD:						
ROA	3,03%	2,66%	1,97%	1,29%	0,60%	0,22%
RENTABILIDAD DE LOS ACT. PRODUC. (PROM.)	4,64%	4,07%	3,06%	1,99%	0,92%	0,33%
ROE	33,53%	29,52%	22,96%	16,49%	9,01%	4,01%
CALIDAD DE LA CARTERA DE CREDITO:						
Cartera Vencida/Cartera Bruta	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%
CARTERA VENC. - PROV/CARTERA TOTAL	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%
LIQUIDEZ						
ACT. LIQ./TOT. DEP	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
ACT. LIQ.+INVERS./TOT. DEP	48,95%	48,96%	48,97%	48,98%	48,98%	48,99%
ACT.LIQ.+INVERS.+CART.CRED./DEP. + BCOS.ACREED.	102,92%	102,93%	102,94%	102,95%	102,95%	102,96%
TOTAL CART.DE CREDITO/DEPOSITOS	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%
ADECUACION DE CAPITAL:						
PATRIMONIO/TOT. INVERS.+CART.CRED.	14,37%	14,18%	12,74%	10,96%	8,81%	6,77%
PATRIMONIO/TOTAL ACTIVOS	9,19%	9,08%	8,23%	7,17%	5,84%	4,55%
(CARTERA VENCIDA- PROVISIONES)/PATRIMONIO	7,22%	7,32%	8,14%	9,46%	11,77%	15,31%

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Brealey, R., Myers, S. (1993). *Principios de Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill.

Banco Central de Venezuela (2005-2008). *Informe Económico*. Caracas.

Banco Mercantil. *Informe Banca Comercial y Universal*. Semestres Varios. Consultados en Marzo, 2010 en <http://www.bancomercantil.com>.

Banco de Venezuela, S.A. *Estados Financieros Auditados. Anuales y Semestrales (varios)*. Consultados a través de la Bolsa de Valores de Caracas. (www.caracasstockexchange.com).

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing The Value Of Companies*. Mckinsey & Company, Inc.

Damodaran, A. (2009). *Valuing Financial Service Firms*. Consultado en Julio, 2010 en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

Fernández, P. (1999). *Valoración de Empresas*. Ediciones Gestión 2000.

Francés, A. (2001). *Estrategia para la empresa en América Latina*. Caracas: Ediciones IESA.

Grier, W. (2005). *Valuing a Bank: Under IAS/IFRS and Basel II*. Euromoney Books.

Palepu, K., Healy, P., Bernard, V. (2000). *Business Analysis & Valuation*. South-Western College Publishing.

Sharpe, W., Alexander, G., Bailey, J. (1995). *Investments*. Prentice Hall, Inc.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (1995). *Finanzas Corporativas*. Irwin.