

# Una mirada al mercado de capitales en el Perú

**Entrevista a Roberto Flores**, Gerente de Estrategia y Estudios Económicos en Inteligo SAB, docente de Finanzas Aplicadas en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Egresado de la Universidad del Pacífico.



## Entrevistadores:

### Yesica Mautino Trujillo

Estudiante de octavo ciclo de Contabilidad de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Miembro del Equipo de Relaciones Públicas de la Revista Lidera

### Carlos Arias Tejada

Estudiante de séptimo ciclo de Contabilidad de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Coordinador del equipo de Relaciones Públicas de la Revista Lidera

Dos miembros de la revista fueron recibidos por Roberto Flores, jefe del área de análisis de Inteligo SAB, para conversar acerca de varios temas relacionados al interesante mundo de los mercados de capitales.

## ¿Cómo vive usted esa experiencia de ser jefe de análisis?

Bueno, la verdad es que alcanzar este objetivo fue algo que me costó, tanto por el lado profesional como por el académico; tuve que esforzarme bastante. Sin embargo, al final, lo bueno de todo es que, a lo largo del camino corto que he hecho – porque, como ustedes dicen, soy relativamente joven –, he aprendido bastantes cosas. Día tras día, he ido aprendiendo cosas nuevas. Como estoy en un entorno muy cambiante – porque el mercado de valores es muy cambiante –, entonces, me enfrento a situaciones distintas frecuentemente. Eso me ha permitido aprender mucho más y acumular experiencias.

¿Cómo me siento? Me siento muy bien. Me gusta mucho lo que hago. Eso es importantísimo: hacer lo que a uno le gusta. Hay veces en que me puedo quedar hasta tarde, pero no me siento mal, porque si estoy haciendo algo que me gusta no hay problema en quedarme hasta tarde.

Tengo todavía varias metas por cumplir. Lo bueno es que, con el equipo que tengo, las estamos logrando. Igual, definitivamente, siempre hay nuevas aspiraciones que se presentan.

## ¿Cuáles son las principales funciones de una SAB?

Una SAB es un intermediario que une a personas que tienen excedentes de dinero (inversionistas); las conecta con personas

que buscan recursos, llámense emisores. En todo mercado, siempre existen las SAB, la Casa de Bolsa o el comisionista de bolsa; ello depende del mercado. Justamente, la función de la SAB es hacer que el mercado fluya más rápido. A través de la SAB, un inversionista puede comprar y vender títulos y valores que se negocian a través de la rueda de Bolsa. En el caso de Perú, por ejemplo, las SAB están autorizadas para comprar y vender acciones y bonos, papeles comerciales, operaciones de reporte.

En mercados más desarrollados, las Casas de Bolsas pueden operar con instrumentos derivados o con inversiones alternativas commodities, headfarms, etc. Nuestro mercado todavía es pequeño; por lo tanto, las SAB hoy en día solo operan los principales instrumentos financieros que hay.

En el Perú, también, existen entre 23 y 24 SAB (Sociedades agentes de bolsa). Es un mercado bastante atomizado. Los principales bancos tienen una SAB detrás: el Banco de Crédito, el Scotiabank, el Continental y el Interbank tienen una SAB. El resto de SAB es independiente; no hay un banco detrás.

## Nos interesaría saber qué modelos, técnicas de valorización usa una SAB.

El método que más utilizamos es el modelo de Flujo de Caja Descontado. Ese es el modelo que más utilizamos y el que más se adapta a muchas de las empresas que modelamos. Para eso, armamos el FCL (Flujo de Caja Libre) de la empresa, proyectamos ingresos, proyectamos costos, gastos operativos; llegamos al EBIT. Tomamos en cuenta, también, el Kapex, el gasto en capital que va a tener la empresa, el gasto en depreciación, el cambio en capital de trabajo y, con ello, hallamos el Flujo de Caja Libre.

Para descontar el Flujo de Caja Libre y generar valor presente, nos servimos del CAPM como modelo para hallar el WACC o la tasa de descuento. Dentro del CAPM, añadimos una variable, el riesgo país, para reflejar el riesgo adicional que hay en invertir en un mercado emergente, como es el Perú. El resto de variables son las que comúnmente se usan: la tasa libre de riesgo, el rendimiento del mercado que esté históricamente; el rendimiento peruano oscila entre 6% y 5%.

Mediante el CAPM, hallamos el WACC, el Flujo de Caja Descontado y el valor de la firma. Como complemento al modelo de Flujo de Caja Descontados de la firma, utilizamos métodos alternativos; por ejemplo, en el caso del sector eléctrico, empleamos también el modelo de descuentos por dividendos. Esta es una variante de Gordon, porque en el modelo de Gordon se asume que el dividendo es constante. No obstante, nosotros sí lo traemos a valor presente; en otras palabras, proyectamos la utilidad y tenemos un Pay out (porcentaje que se reparte en dividendos). Ello lo aplicamos a la utilidad disponible, y así tenemos los dividendos. Estos últimos son los que traemos a valor presente. Se trata, entonces, de un modelo completo. No es tan restrictivo, porque el Gordon asume que se mantienen dividendos constantes o que, en todo caso, que crece a una misma tasa, que es el “g”. Pese a ello, se deba notar que es válido también el modelo de descuento de dividendos aplicado de esa manera.

Para el caso de algunas acciones en el sector construcción, utilizamos el *income*. En este caso, lo que hacemos es hallar el ROE de la empresa para cada año y le restamos el CPPC. Ese es el valor agregado o ingreso residual que la empresa genera cada año. Dicho ingreso residual lo traemos al valor presente a la COK. Ahí sí estamos trabajando solo con el EQUITY; no estamos trabajando con la deuda. Entonces, ese también lo usamos para el caso de bancos, *Price to Value* Objetivo.

El *Price to Value* es muy importante. Para el caso de los bancos, hacemos una modelación y establecemos un *Price to Value* de largo plazo. Ese múltiplo lo multiplicamos por el precio actual de la acción y, a partir de ello, conseguimos *value* —en lenguaje técnico—. Ello lo dividimos entre el número de acciones para obtener el precio. En ese sentido, digamos que usamos el Flujo de Caja Descuento como método principal y, según el sector, lo complementamos con los otros métodos que les he mencionado. Cabe precisar que, de todas maneras, para todos los casos, hacemos un análisis de múltiplos: el *Price to Earning*, el *Price to Value*. De este modo, podemos ver cómo el mercado está valorizando la acción. En otras palabras, se trata de un método de contraste para ver si es que los resultados obtenidos de la modelación calzan como vienen los múltiplos.

*¿Qué otro punto extra ayuda a la investigación que ustedes realizan?*

Cuando entre acá, el área de Research trabajaba con quince empresas. Estas se escogieron en función de su importancia en la Bolsa de Valores: las más líquidas, las más grandes. La muestra ha ido creciendo año tras año, conforme la Bolsa ha ido creciendo en función del volumen negociado. Ello ha sido así en la medida que un sector determinado se ha vuelto más atractivo o en la medida que los clientes han comenzado a preguntar por una acción específica. Esos son los criterios que hemos usado para elegir e iniciar la cobertura de una empresa.

Tratamos, también, de visitar las plantas, porque es bueno ver la parte operativa, cómo funciona. Los números son fríos, y siempre es bueno conocer todo el proceso productivo de una planta. Buscamos tener contacto fluido con inversionistas de las empresas, visitar las plantas y estar atentos ante cualquier noticia nueva, porque la tendremos que incorporar en nuestro modelo y ver las consecuencias de ello.

*¿Cuál es el lado ético de una SAB?*

Por ejemplo, nosotros trabajamos con información pública. En algunos casos, tenemos acceso a cierta información privilegiada, información que es privada y que no puede ser publicada al mercado y tratamos esa información de manera confidencial. Sin embargo, no podemos sacar un reporte con información confidencial; eso va contra los principios de Inteligo y del mercado. Somos muy cuidadosos en ese aspecto. En muchos casos, cuando nos reunimos con las empresas, estas

nos deslizan información. Frente a ello, nosotros procuramos preguntarles siempre si es información pública o privada. Solo cuando la empresa ha hecho pública información a través de la SMV, podemos trabajarla, modelarla y hacer un reporte, sino no podemos emitir una opinión.

Asimismo, para evitar conflicto de intereses, los analistas no pueden invertir en las acciones que cubren. En otras palabras, por ejemplo, el analista del sector minero no puede invertir en las acciones mineras. Ello responde a que tenemos que evitar un conflicto de intereses.

*¿Cómo contribuye el mercado de capitales al desarrollo del país?*

El mercado de capitales es vital para el país, porque permite que las empresas sigan creciendo. Una empresa, después de que nace y crece, en algún momento, necesita financiamiento; inmediatamente, la primera opción es un banco. Sin embargo, hay un momento en que ya no puede endeudarse más para mantener sus ratios de apalancamiento en niveles adecuados o para mantener una estructura de capital apropiada. Ahí, surge la posibilidad de abrir su capital y estar en Bolsa. Respecto a ello, en muchos países, en muchas economías, se ha visto que el crecimiento de mercado de capitales ha ido de la mano y ha servido como base para el crecimiento de las empresas y, en general, para el crecimiento de la economía.

Por ello, yo creo que es vital la participación del mercado de capitales en el Perú. Este genera oportunidades para que las empresas pequeñas, medianas, grandes den el gran salto, expandan su capacidad de producción. A partir de ello, es posible su crecimiento sostenido a largo plazo. El problema ahora es que, en el Perú, no hay un conocimiento

tan claro de la Bolsa de Valores. En primer lugar, lo que ocurre es que muchas empresas medianas, pequeñas, las Pyme, inician un negocio familiar y son muy reacios a abrir su capital. En segundo lugar, no se toma como primera opción la Bolsa de Valores, puesto que esta es vista como algo complejo. Inmediatamente, es relacionada como algo riesgoso, cuando no necesariamente es el caso.

Por eso, hay muy pocas empresas; en todo caso, el número de empresas que abre su capital en Bolsa es pequeño en comparación con países vecinos. Por eso, tanto Inteligo, como la BVL y otras SAB's están trabajando en difundir cultura bursátil, evidenciar a las empresas que la BVL es una opción para que sigan creciendo.

*Para poder captar inversores, se necesita confianza. ¿Cómo se genera confianza a la gente que no invierte en Bolsa porque lo ve complejo?*

Bueno, desde el momento que es un mercado regulado, hay confianza, porque la SMV que regula el Mercado de Valores exige una serie de requerimientos y marca la pauta.

**“Eso es importantísimo: hacer lo que a uno le gusta. Hay veces en que me puedo quedar hasta tarde, pero no me siento mal, porque si estoy haciendo algo que me gusta no hay problema”**

Por ejemplo, si un inversionista quiere comprar bonos, tiene acceso público al informe de clasificación de riesgo. Si alguien no conoce bien la calidad crediticia de una empresa, puede ir a la página de una de las cuatro calificadoras de riesgo que hay y ver el rating crediticio de una empresa.

Asimismo, si una persona quiere invertir en acciones, puede ir a una SAB—como Inteligo— y ver cuáles son las recomendaciones para invertir en Bolsa. Existe, también—aparte de la SMV que regula el mercado—, Cavali, que es la que se encarga del tema de liquidaciones. Es decir, Cavali, es la entidad que se ocupa de que lo que uno compra y lo que uno vende efectivamente se traduzca en débitos y abonos en las cuentas que uno tiene. A su vez, vela por los derechos de propiedad. Si yo he comprado una acción, ese registro de compra y venta se encuentra en Cavali. Esta institución me garantiza que yo soy dueño de una acción o de un número de acciones. Es decir, eso ya está y—repite— lo que viene haciendo la Bolsa (y no solo la Bolsa, sino también la SMV y las SAB) es explicarles a las empresas y a las personas cómo funciona el mercado. Se brinda información de qué es Cavali, qué hace, que si uno quiere invertir tiene que ir a una SAB y que uno está protegido porque la SMV regula las SAB y Cavali regulan la tenencia de derechos y todo eso. En la medida que se difunda la cultura bursátil, invertir en Bolsa no necesariamente implica algo riesgoso o algo como lo que pasó con CLAE, por ejemplo.

*En cuanto al inversor peruano, ¿cuál considera usted que es su perfil?*

El inversor peruano se autoproclama como agresivo, pero en realidad es conservador. Uno se da cuenta de ello cuando una persona dice “soy agresiva y agarro una cartera minera” y, ante una caída ni siquiera tan importante de las acciones, te está llamando a preguntarte qué pasó. No entienden que el análisis que uno hace es a largo plazo y que, de todas maneras, el mercado de por sí es volátil, porque depende de factores exógenos. En ese sentido, yo diría que todavía al inversionista peruano le cuesta definirse, saber exactamente qué perfil de riesgo tiene. Frente a ello, nosotros trabajamos con perfiladores justamente para que no haya sorpresas. Cada vez que un cliente llega a Inteligo, se le realiza una encuesta; de este modo, podemos perfilar a la persona como un inversionista conservador; moderado, agresivo.



Otro punto a anotar es que un inversionista peruano se guía bastante de los rumores. Un ejemplo es lo que pasó entre 2007 y 2009. Mucha gente entró a invertir en Bolsa simplemente porque a un amigo o a un compañero de trabajo le estaba yendo muy bien. Se trató de una decisión que se tomó sin conocer mucho de las empresas, sin conocer mucho de la Bolsa, simplemente, porque el vecino del costado había tenido un 80%.

¿Qué pasó? Vino la crisis financiera mundial y las acciones se desplomaron. Incluso, mucha gente se endeudó para invertir en la Bolsa, lo cual generó una turbulencia fuerte entre los inversionistas, un retail entre las personas que recién habían optado por poner su plata en Bolsa. Todavía, estamos superando eso; las personas recién están regresando a la Bolsa, ya muchas están más informadas. Varias han aprendido que el primer paso para invertir es por Fondos Mutuos. Eso es normal en un mercado incipiente como el peruano. Conforme el mercado difunda más y exista más cultura, la gente va a estar más informada y va a invertir más en la Bolsa, de una forma más consciente y analítica.



### ¿Cómo está ahora el MILA? ¿Cómo ha avanzado?

Sigue avanzando a paso lento. Si lo vemos en términos de negociación de acciones —es decir, cuántas acciones se han negociado a través de la plataforma MILA—, es bajo el volumen de negociación y son pocas las acciones que se han negociado a través de esta. De todas maneras, ha habido un aumento; sin embargo, este es bastante moderado.

Hay varios factores que explican este fenómeno. Uno de ellos es la coyuntura, que no ha sido la más favorable. Los tres son mercados que dependen de commodities: Perú depende de metales preciosos; Colombia, del petróleo; Chile, del cobre. En esa medida, el contexto no ayudó a que los volúmenes se recuperen. Asimismo, hay un elemento regulatorio: todavía no hay una homogeneización perfecta en cuanto a régimen tributario. Eso también ha desincentivado la participación de grandes inversionistas.

Frente a ello, se viene trabajando para homogeneizar estos criterios. Justo la semana pasada, el Congreso aprobó una reforma: la Ley del Mercado de Valores. Respecto a ello, el ministro de economía, Castilla ha anunciado que hay varios objetivos; unos de ellos es superar estos baches, estas diferencias que hay en términos legales, regulatorios, para que el MILA finalmente comience a despegar.

Por el lado de intercambio de información, el MILA sí ha avanzado bastante. Por ejemplo, hace dos años yo no conocía mucho de los emisores chilenos y colombianos. Conocía en general cómo eran los mercados chileno y colombiano, pero no sabía exactamente cuáles eran los principales jugadores, cuáles eran las acciones líquidas. Hoy, sí tengo un conocimiento profundo de dichos mercados. Ello se debe a que, una vez que se creó el MILA, inmediatamente las SAB comenzaron a buscar socios y, dentro del área de Research, también comenzamos a buscar socios para poder intercambiar reportes. De este modo, buscábamos poder conocer Chile, Colombia, para así recomendar acciones de estos países.

La BVL junto con Cavali organizó, por ejemplo, el “MILA day” el año pasado. Este año también se llevará a cabo, lo cual me ha permitido viajar a Colombia, a Chile y conocer más acerca de las empresas.

### ¿Qué opina del Gobierno y su afán de fomentar el Mercado de Valores?

Me parece que es un paso muy importante que ha dado. Ya desde el año pasado hay iniciativas que buscan que el Mercado de Valores se desarrolle; vemos, por ejemplo, la creación del MAV (Mercado Alternativo de Valores). Es un mecanismo que busca que empresas medianas y pequeñas se financien a través de la Bolsa de Valores. Es, justamente, lo que conversábamos hace un momento: empresas que no están formalizadas o que consideran que todo el trámite de listar sus acciones en Bolsa es muy engorroso tienen mayor información a través del MAV. A partir de ello, empresas medianas reciben facilidades para que tengan un acceso mucho más rápido al mercado de valores.

### ¿Qué tan de acuerdo está usted con los impuestos relacionados a las ganancias de capital?

En general, yo estoy de acuerdo con los impuestos. No obstante, si tienes un mercado que recién está creciendo, está desarrollándose y tienes el contexto en que justo está integrándose con otros mercados en los que no hay impuesto a la renta por ganancia de capital, entonces, sí creo que debe haber tal exoneración. En otras palabras, yo creo que debería haber el impuesto a la ganancia de capital una vez que el mercado esté realmente en una fase desarrollada, porque sino se ahoga el mercado; lo vas a matar antes de tiempo.

**“La combinación de un contador con conocimientos sólidos de economía y finanzas es muy buena”**

Además, en términos de ingresos tributarios, los impuestos por ganancias de capital —no tengo el dato, pero te aseguro— no representan más del 1% de todos los impuestos que tiene el Gobierno. Entonces, en términos de fisco, no es tan relevante. Yo sé que lo hicieron por un tema de fiscalización, pero hay otros frentes en los que la Sunat y el Gobierno deberían atacar. Ello es aún más importante ahora que todos pagan el impuesto y no hay esta restricción de las cinco UIT. Antes, solo los que tenían ganancia de capital por encima de las cinco UIT pagaban impuestos. Hoy, a partir de este año, se levantó esta restricción. Ello debería repensarse. No sé si dentro de la reforma que ha planteado el ministro Castilla se piensa eliminar ese impuesto, pero ello se debería replantear.

### ¿Hay algún mensaje para los alumnos que quieran dedicarse al mundo de las finanzas?

Bueno, respecto a la pregunta acerca de las posibilidades que tiene un contador en el mercado laboral, tendría que reafirmar sí tiene muchas posibilidades. Obviamente, un economista tal vez tenga un poco más de posibilidades por la formación que tiene. No obstante, la combinación de un contador con conocimientos sólidos de economía y finanzas es muy buena. Ello, justamente, cumple con los requerimientos que he mencionado. En ese sentido, para un estudiante de Contabilidad, al que le guste este tema, simplemente le recomendaría llevar cursos de finanzas para afianzar sus conocimientos de ese rubro y el de economía —en general, macroeconomía—. Al finalizar la carrera, tal vez, se pueda seguir alguna especialidad en finanzas o un diplomado, o llevar el CFA, por ejemplo. Este último, actualmente, es una certificación muy reconocida en el mundo de las inversiones o de las finanzas. Gran parte de la currícula del CFA se concentra en el análisis de estados financieros, los tres niveles. Por ese lado, uno puede conseguir mayor ventaja.

Yo tengo la certeza de que la capacidad análítica la tienen; entonces, solo habría que complementarla con los conocimientos de finanzas, de economía y listo, ya tienen la combinación perfecta para trabajar en el mundo de las inversiones.