

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATÓLICA DEL PERÚ**

Facultad de Gestión y Alta Dirección



Decisiones de inversión y la contribución del Behavioral Finance:
limitaciones y posibilidades de su aplicación en la banca de
inversión peruana

Tesis para obtener el título profesional de Licenciada en Gestión con
mención en Gestión Empresarial que presenta:

Luisa Consuelo Huillcañahui Rodríguez
Rosangelica Uceda Pedraza

Asesore(s):

Mgtr. Luis Felipe Soltau Salcedo

Lima, agosto del 2021

La tesis:

Decisiones de inversión y la contribución del Behavioral Finance: limitaciones y posibilidades de su aplicación en la banca de inversión peruana

ha sido aprobada

Mgtr. Hugo Carlos Wiener Fresco
[Presidente del Jurado]

Mgtr. Luis Felipe Soltau Salcedo
[Asesor Jurado]

Mgtr. Maria Elena Del Rosario Esparza Arana
[Tercer Jurado]

A mis padres que me dieron la vida y al anime y BTS que me dieron ganas de vivirla.

Luisa Huillcañahui

Cuando pienso en mi camino universitario, me es imposible no recordar a mi mamá (a quien le dedico todos mis logros y a quien recordaré siempre) y a mi hermana, quienes fueron mi mayor impulso; a mis amigos, ustedes saben quiénes son, los que siempre están y estarán; a mis profesores de EE.GG.LL y de la FGAD, quienes creyeron en mí y me brindaron todo el apoyo y los consejos que solo la experiencia puede brindar.

Rosangelica Uceda



ÍNDICE DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN.....	2
1. Planteamiento del problema.....	2
1.1. Descripción del problema empírico.....	2
1.2. Descripción del problema a investigar.....	3
2. Objetivos y preguntas de investigación.....	9
2.1. Objetivo general.....	9
2.2. Objetivos específicos.....	9
3. Justificación.....	9
CAPÍTULO 2: BEHAVIORAL FINANCE.....	11
1. Definición.....	11
2. Actores.....	11
3. Sesgos.....	12
4. Heurística.....	13
5. Aplicación en la banca de inversiones internacional.....	14
5.1. Casos de éxito latinoamericanos.....	15
CAPÍTULO 3: LA BANCA DE INVERSIONES PERUANA.....	17
1. Definición de la banca de inversión.....	17
2. El modelo Latinoamericano.....	18
3. Áreas de la banca de inversión.....	19
CAPÍTULO 4: METODOLOGÍA Y FUNDAMENTO METODOLÓGICO.....	22
1. Planteamiento de la metodología.....	22
1.1. Enfoque.....	22
1.2. Alcance.....	22
1.3. Diseño metodológico.....	23
2. Secuencia metodológica.....	24
3. Selección de la unidad de observación.....	24
4. Técnicas de recolección de información.....	27
5. Técnicas de análisis (validez y fiabilidad).....	28
CAPÍTULO 5: RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	30
1. Principales hallazgos de los inversionistas de la banca de inversión.....	30
1.1. Sesgos cognitivos de los especialistas.....	30
1.2. Heurísticos (atajo mental en la toma de decisiones) de los especialistas.....	34

1.3.	Oportunidades de la aplicación del Behavioral Finance.....	37
1.4.	Retos organizacionales para la banca de inversiones.....	39
1.5.	Retos académicos para la aplicación del Behavioral Finance.....	42
2.	Principales hallazgos de los expertos en Behavioral Finance.....	47
2.1.	Sesgos cognitivos.....	49
2.2.	Sesgos heurísticos.....	50
2.3.	Oportunidades.....	51
2.4.	Retos de la aplicabilidad de Behavioral Finance.....	53
	CONCLUSIONES.....	56
	REFERENCIAS.....	60
	ANEXO A: Matriz de Consistencia.....	63
	ANEXO B: Cuadro de variables.....	65
	ANEXO C: Tabla de Sesgos Cognitivos.....	67
	ANEXO D: Tabla de Heurísticos.....	68
	ANEXO E: Guía de entrevista de especialistas de la Banca de inversión.....	69
	ANEXO F: Guía de entrevista de expertos de Behavioral Finance.....	70
	ANEXO G: Post de LinkedIn (búsqueda de especialistas en Banca de Inversión).....	72
	ANEXO H: Lista de entrevistados – Especialistas.....	73
	ANEXO I: Lista de entrevistados – Jefes y Gerentes.....	74
	ANEXO J: Lista de entrevistados – Expertos.....	75
	ANEXO K: Codificación en Atlas.ti.....	76
	ANEXO L: Mapa de variables en Atlas.ti.....	77
	ANEXO M: Productos de la banca de inversión.....	78

LISTA DE TABLAS

Tabla 1: Descripción de los principales sesgos del Behavioral Finance.....	12
Tabla 2: Descripción de heurísticas.....	13
Tabla 3: Nivel de urgencia de aplicación según parte del proceso de toma de decisiones.....	16



LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Gráfico de Prospect Theory.....	5
Figura 2: Ranking de los mejores 25 bancos de latinoamérica 2020.....	19



RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio busca identificar las posibilidades y las limitaciones de aplicar, en la banca de inversión peruana, elementos del Behavioral Finance que puedan contribuir a la toma de mejores decisiones de inversión en áreas específicas como tesorería, asset management y trading. Behavioral Finance está siendo cada vez más utilizado por las organizaciones, debido a que el foco de estudio al igual que lo es el mercado, también lo es el agente económico involucrado en la operación de inversión. Uno de los mayores valores agregados que brinda el Behavioral Finance a las organizaciones que lo apliquen es que centra al cliente y al asesor financiero en todo su estudio.

La aproximación de la investigación se realiza mediante el contraste de las opiniones de los especialistas (analistas, jefes y gerentes) pertenecientes a las áreas mencionadas previamente de las cuatro principales entidades banca múltiple del país (BBVA, BCP, Interbank y Scotiabank) frente a la opinión de reconocidos expertos nacionales e internacionales en temas de Behavioral Finance para identificar cuáles podrían ser las oportunidades y retos de su aplicación en la banca de inversiones peruana.

Como resultado del análisis de las entrevistas, se afirma que la aplicabilidad del Behavioral Finance no depende de factores externos a las organizaciones. Es decir, el nivel del mercado financiero no sería una limitante. Sino, se concluye que el aspecto más relevante depende del convencimiento de la alta gerencia sobre los beneficios que la inclusión y conocimiento de los sesgos comportamentales tendrían en las áreas de la banca de inversión. Para esto, la cultura de la organización debe estar alineada con la adaptación a los cambios de su entorno y mostrar apertura a las nuevas ideas del mercado y de sus colaboradores. Asimismo, presentamos sugerencias adicionales de cómo se podría llevar a cabo la aplicación de Behavioral Finance en estas áreas tanto en la priorización de agente como los sesgos más frecuentes y de acuerdo al producto ofrecido al cliente.

Palabras clave: Behavioral Finance, banca de inversión, sesgos cognitivos, heurística, especialistas de la banca de inversión, asesores financieros.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación posee como finalidad identificar las posibilidades y las limitaciones de aplicar en la banca de inversión peruana (en sus áreas propiamente) elementos del Behavioral Finance que puedan contribuir a las decisiones de inversión. Esta teoría, en contraste con las teorías económicas clásicas, postula que los agentes económicos pueden tomar decisiones irracionales, debido a los sesgos cognitivos y la heurística (atajos mentales). En ese sentido, este estudio pretende identificar qué factores posibilitan y/o limitan la aplicación del Behavioral Finance en el Perú.

Para llevar a cabo esta investigación, esta tesis posee seis capítulos. En el primero, de iniciará planteando el problema de investigación, se lo describirá y se definirá el objetivo general y los objetivos específicos. Seguidamente, se realizará la justificación y la viabilidad del estudio. En el segundo capítulo, se especifica la metodología y el fundamento metodológico. En ese sentido, se describe el enfoque, el alcance y el diseño; se precisa la secuencia metodológica, la selección de la unidad de observación, las técnicas de recolección de información y las técnicas de análisis y fiabilidad.

En el capítulo tres, se realiza un breve resumen del Behavioral Finance. Es decir, se realiza una definición y se especifican los sesgos cognitivos y heurísticos a analizar. En el capítulo cuatro, se detalla cómo está conformada la banca de inversiones peruana y a qué áreas abarca.

En el capítulo cinco, se comentan los hallazgos de la investigación. Debido a que buscamos realizar un contraste entre el Behavioral Finance y la banca de inversiones peruana para detectar factores que posibiliten y/o limiten su aplicación, se escogieron dos perfiles a entrevistar. Por un lado, se entrevistaron a especialistas de la banca de inversión de los cuatro principales bancos del país (BBVA, BCP, Interbank y Scotiabank); por otro lado, se entrevistaron a expertos internacionales del Behavioral Finance. Es por ello que, en este capítulo, se presentan los sesgos elegidos evidenciados, las heurísticas elegidas evidenciadas en los especialistas de la banca de inversión y las oportunidades y retos de la aplicación del Behavioral Finance en el Perú según los expertos en la materia.

Finalmente, en el capítulo seis se detallan las conclusiones respondiendo a cada uno de los objetivos específicos de esta investigación para así responder al objetivo general. Es decir, en este capítulo, se presenta el detalle de los factores que posibilitan o limitan la aplicación del Behavioral Finance en la banca de inversiones peruana.

CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

1. Planteamiento del problema

1.1. Descripción del problema empírico

La banca de inversión de cualquier país tiene un rol importante para la economía del mismo. Las funciones financieras y de negocios en las que este sector se enfoca tiene un gran impacto de manera directa en sus clientes y de manera indirecta en los stakeholders tanto de estos como en los de la banca misma. Entre las funciones principales de los bancos, se encuentra el aprovechamiento de los aportes de ahorros de los clientes. Estos ahorros son el dinero que los clientes depositan en las cuentas del banco por los que a cambio el banco entrega un monto como pago también llamado interés según una tasa específica que refleja el costo de oportunidad de los depositantes. Precisamente, es con este dinero recogido que los bancos realizan colocaciones ya sea en activos o préstamos por los cuales esperan generar rentabilidad bajo un concepto de spread. Este representa el margen entre lo que el banco invierte y lo que recibe por dichas inversiones. Según el estudio de análisis macroeconómico del BBVA (2018), lo que hace el proceso de expansión monetaria es crear dinero virtual mediante la concesión de préstamos. Por lo que el dinero se expande dentro del sistema financiero comercial tantas veces como el coeficiente de reservas permita. Mediante este efecto también conocido como “multiplicador monetario” es que el banco puede brindar soluciones financieras a todos sus clientes actuales y potenciales, al mismo tiempo que genera rendimientos positivos para sus accionistas.

Del mismo modo, entre los principales usuarios de la banca de inversión en nuestro país encontramos empresas de diferentes sectores de producción y servicios. Estas acuden a las entidades bancarias para pedir servicios de soluciones financieras tales como estructuración de deuda, préstamos financieros, colocación de capitales, entre otros. Por lo mismo que la banca trata con empresas de diferentes sectores económicos es que se afirma que el comportamiento de la misma impacta altamente en el crecimiento de la economía de un país. Es por esto que gran parte de las políticas fiscales y monetarias del Banco Central de Reserva (BCRP) que buscan impactar la economía en la sociedad, son ejecutadas o afectan en primer lugar a las entidades bancarias. Esta situación queda claramente expresada si hacemos referencia a la crisis económica que sucede a la crisis del sistema financiero de un país (Gran Depresión en 1929, Crisis Hipotecaria 2007).

Según el Sistema de Información Económica del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, s.f.), en la última década, la participación del sector financiero y bancario dentro del PBI nacional aumentó en cerca de un 28%. Este crecimiento experimentado indica que

este sector está tomando relevancia cada vez más en la sociedad. Esto conlleva a que su buen funcionamiento cobre un mayor grado de responsabilidad tanto para el país por su nivel de aporte a la economía, como para los dueños y accionistas de las entidades para continuar con el buen rendimiento. En el caso de la banca de inversiones, esta presión por el buen rendimiento de sus carteras puede llevar a los agentes tomadores de decisión a cometer errores en su gestión puesto que no todas sus funciones se basan en data objetiva incluso si estos se apoyan en teorías y modelos matemáticos ampliamente reconocidos como la teoría moderna de Markowitz, CAPM y la hipótesis del mercado eficiente. Del mismo modo, según Huilcañahui y Uceda (2020), indican que, si bien la gestión de carteras sienta sus bases en la optimización de la teoría de Markowitz y el avance informático del proceso de información, estos no incluyen ninguna variable comportamental de los agentes, por lo que los supuestos contemplan solo la volatilidad del comportamiento del mercado, mas no del especialista aún cuando pueden afectar directamente la rentabilidad y nivel de riesgo de la cartera de inversión mediante la toma de una decisión sesgada.

Los especialistas dentro de la banca de inversiones por lo general se encuentran especializados en seis áreas funcionales. Para López-Aliaga y Souza (1996), la banca de inversiones en el Perú se divide en las siguientes áreas: M&A, Estudios Económicos, Finanzas Corporativas, Trading, Asset Management y Liquidaciones & Custodia. Si bien esta desagregación puede variar dependiendo de la estrategia de la institución a la que pertenezcan, este trabajo se va a enfocar en las cuatro principales entidades bancarias del Perú: BCP, BBVA, Interbank y Scotiabank respectivamente. Además de esta distinción por institución financiera, debido a las distintas funciones y objetivos que cada área de la banca de inversión desempeña existen diferencias fundamentales tanto en el tiempo para la toma de decisión, como de las herramientas con las que se apoyan. De acuerdo a la literatura revisada, se desprende que mientras mayor sea el tiempo de análisis, la probabilidad de sesgo en las decisiones será menor y; por el contrario, frente a un tiempo limitado y acortado, el especialista tenderá, por ejemplo, a tomar decisiones basadas en la experiencia o en la intuición desprendiéndose parcialmente de su lado racional. Es por esta razón, que se priorizará el análisis de oportunidades y retos de la aplicación de Behavioral Finance en áreas que comparten un horizonte de tiempo tal como Trading, Asset Management.

1.2. Descripción del problema a investigar

La inclusión de un modelo que englobe variables comportamentales correspondientes al comportamiento de los agentes entonces empieza a cobrar mayor relevancia entre las entidades bancarias. Behavioral Finance es una rama que toma los conceptos base de Behavioral Economics y los busca implementar en las finanzas y la toma de decisiones dentro de la misma. Esta teoría

desarrollada por Tversky y Kahneman (1986) nos brinda el aporte necesario para poder analizar la toma de decisiones bajo un enfoque comportamental haciendo uso de otras variables. Esto se debe a que, al contrario de lo que señala la teoría clásica económica, los especialistas no siempre toman decisiones eficientes por lo que las decisiones tomadas no siempre tienen como fin maximizar la utilidad. Behavioral Finance postula que las personas al momento de tomar una decisión no cumplen con los supuestos de la teoría clásica. Esta teoría se enfoca sobretodo en demostrar la violación de supuestos clave como la *dominancia* y *varianza*. Según Gasparutti (2017), por *dominancia* se entiende que, si una opción es mejor que la otra en un estado e igual de buena en otros, esta opción será la dominante y elegida. Del mismo modo, por *invarianza* se entiende que cuando se tengan diferentes representaciones del problema, se debería tener la misma preferencia o decisión.

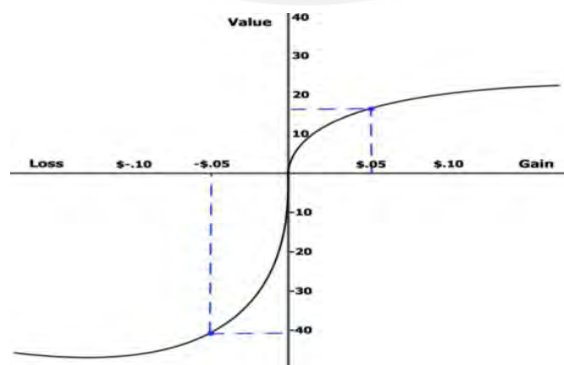
En el estudio de Tversky y Kahneman (1986) sobre la elección racional y la forma en que tomamos decisiones, realizan una serie de experimentos a individuos en donde logran evidenciar que por ejemplo con tan solo variar la forma en que se presentan los problemas a los sujetos de estudio, sus respuestas producen sistemáticas violaciones al supuesto de invarianza y dominación señalando así las fallas en los supuestos de la teoría clásica. La relevancia de este estudio se encuentra en que es importante exponer las fallas de la teoría clásica ya que esta es ampliamente aceptada y usada como fundamento para teorías modernas de gestión y optimización de portafolio de inversión. Podemos encontrar la presencia de esta teoría en todos los modelos sobre toma de decisiones, de inversión, de optimización, de riesgo, etc. mencionados anteriormente que hasta ahora son usados dentro de las entidades bancarias peruanas. Es entendiendo por qué falla que permite introducir y justificar la creación de otro modelo que amplíe dichos supuestos y los adapte de manera más cercana a la realidad del comportamiento de las personas y así proponga una nueva alternativa. En ese sentido, la teoría del Behavioral Finance, en tanto estudio del comportamiento de los agentes económicos, aporta a las Ciencias de la Gestión brindando un nuevo enfoque a la estrategia de la banca de inversión.

Del mismo modo, los autores Shefrin y Statman (1985) mencionan que entre los principales errores que las personas cometen con frecuencia, se encuentra la tendencia por realizar las ganancias muy temprano y extender las pérdidas en el tiempo, o tal como el título del paper indica “The disposition to sell winners too early and ride losers too long”. Este trabajo de investigación pone en estudio la particular forma de tomar de decisiones en especial de los agentes dentro del mercado financiero como los gestores de carteras de inversión, traders, entre otros. “A person who has not made peace with his losses is likely to accept gambles that would be unacceptable to him otherwise” (Shefrin & Statman 1985, p. 287). Esto responde a situaciones en las cuales el mercado se encuentra a la baja y el especialista experimenta una pérdida, por ejemplo,

del valor de sus activos; y en lugar de vender para detener la pérdida, mantiene su posición esperando a que la situación mejore. En contraposición, en el caso de que el mercado esté a favor de la posición del especialista, este no esperará un cambio en el mercado, sino que liquidará su posición de manera que materialice sus ganancias. Shefrin y Statman (1985), ponen en evidencia que las decisiones que toman las personas no serían racionales por lo mismo que no se rigen bajo la teoría clásica, sino que actúan de manera diferenciada de acuerdo a su posición y no tomando en cuenta la utilidad final. El modelo que proponen para analizar este comportamiento irracional se basa principalmente en 3 variables: Teoría prospectiva (Prospect Theory), contabilidad mental (Mental Accounting), aversión al arrepentimiento (Regret Aversion).

En primer lugar, de acuerdo a la Teoría Prospectiva, los agentes formulan sus alternativas en términos de potenciales ganancias y/o pérdidas, relativos a un punto de referencia que puede representar su punto de inicio. Según Huilcañahui y Uceda (2020), “las evaluaciones de cada individuo son relativas a un punto de referencia con el cual se identifica su posición en términos de ganancias y pérdidas, así como del valor que esta posición le representa” (p. 17). Es por eso que, en la segunda etapa del proceso de decisión, los agentes emplean una función de valoración sobre la posición en la que se encuentran en relación con la que desearían estar. Esta función de ganancias y pérdidas tiene una forma de “S” tal como puede observarse en la Figura 1. “The value function is normally concave for gains, commonly convex for losses, and is generally steeper for losses than gains” (Idárraga, 2018, p. 53). Esto quiere decir que las pérdidas duelen más que las ganancias. En otras palabras, una pérdida tiene un impacto aproximadamente 2.5x más fuerte que la felicidad que concede una ganancia. En la misma línea de lo comentado por Idárraga (2018), podemos comentar que la utilidad evidencia un crecimiento marginal decreciente para cada unidad de ganancia.

Figura 1: Gráfico de Prospect Theory



Fuente: Idárraga (2018).

En segundo lugar, encontramos la variable de contabilidad mental, la cual hace referencia a la forma en la que dividimos mentalmente los distintos tipos de ingresos e inversiones por los cuales tendremos consideraciones distintas por cada uno. “Los agentes tienden a dividir (segregar) los distintos tipos de inversiones en diferentes ‘cuentas’, y luego aplican las reglas de la teoría prospectiva en cada cuenta, ignorando la posible interacción entre ellas” (Gasparutti, 2017, p. 19). Llevando este concepto a las finanzas, cuando se separan los activos de una cartera de inversión, por ejemplo, según el precio por el que fueron adquiridos, los agentes tenderán a enfocarse en el rendimiento de un grupo de activos y de acuerdo a los resultados de este es que se tomarán decisiones basadas principalmente en este grupo. Esta situación puede ir incluso en contra del buen rendimiento de una cartera debido a que se toma en cuenta la utilidad de un grupo de activos, en lugar del portafolio en conjunto. Gasparutti (2017) añade que el proceso de toma de decisiones que hace uso del concepto de la ‘contabilidad mental’, ante un escenario negativo para los activos, no se asocia a las pérdidas en sí, sino a una cuenta mental que lleva cada persona relacionado con la pérdida.

En tercer lugar, Gross (1982) plantea la idea de que la aversión al arrepentimiento toma parte dentro de la toma de decisiones de un especialista porque se resisten a la realización de las pérdidas debido a que expone un juicio erróneo realizado por el especialista al comprar un activo que ahora genera pérdidas. Entonces, considerando que el arrepentimiento es una emoción asociada a la incertidumbre de los resultados de nuestra toma de mejores decisiones, se puede asegurar la existencia de su contraparte relacionada al orgullo de tomar una decisión que tuvo un outcome positivo o beneficioso. Gasparutti (2017) señala lo mismo puesto que mientras realizar una pérdida en el mundo de las inversiones genera un arrepentimiento en el especialista y vergüenza por cómo se ve en público la toma de decisión errada; realizar una ganancia genera orgullo. Por lo que, si aplicamos la teoría prospectiva, el realizar la ganancia rápido responde al miedo de perder esta oportunidad de sentirse bien por su decisión acertada. Aún si esta decisión no sea la más adecuada de acuerdo a los análisis y tendencia del mercado para los activos en cuestión.

El concepto de sesgo cognitivo surgió por primera vez de la mano de Kahneman y Tversky (1972), este autor además de presentar la teoría prospectiva, se percató de la imposibilidad de las personas de razonar de forma racional identificando ciertos patrones en el proceso. Es por eso que Kahneman junto con otros académicos han demostrado la presencia de sesgos a través de su categorización en patrones de conducta. En estos casos, las decisiones no van acorde a lo estipulado en las teorías clásicas. Entonces, los sesgos cognitivos se clasifican como efectos psicológicos que se ven alterados cuando procesamos información. De acuerdo a las teorías evolutivas, se originan debido a que el ser humano debe emitir juicios de manera casi

inmediata. Estos atajos mentales son empleados por el cerebro de la persona para responder de manera rápida ante determinados estímulos, problemas o situaciones, que por su complejidad resultaría imposible de procesar en su totalidad dado el poco tiempo que se tiene para la respuesta y el esfuerzo cognitivo mínimo requerido. Tal como lo indica Gasparutti (2017), si bien un sesgo cognitivo nos puede llevar a tomar decisiones equivocadas o irracionales, también puede permitirnos tomar decisiones con mayor rapidez (agilidad mental), por lo que la decisión se asemeja más a una elección intuitiva que a un procesamiento lógico.

Debido a los múltiples estudios de la psicología cognitiva realizados a partir del trabajo de Tversky y Kahneman (1986), se han identificado una gran cantidad de sesgos que pueden estar presentes en el proceso de toma de decisiones de todas las personas. Estos, sin embargo, pueden estar más presentes en algunas personas en comparación a otras debido a variables como por ejemplo el nivel de aversión al riesgo o incluso de acuerdo a las funciones que desempeña en su día a día en el trabajo. Por eso mismo, se puede encontrar sesgos que se aplican más a las ramas de finanzas y economía. A pesar de que estas áreas de trabajo y especialización usualmente gozan de una reputación por su racionalidad y solidez matemática, esto no los exenta de caer en sesgos cognitivos ya sea por la experiencia que puedan tener en el trabajo, el tiempo de decisión asignado, su nivel de aversión a riesgo o incluso la incertidumbre coyuntural experimentada. Este último siendo el caso más ejemplar a la fecha de realización del presente trabajo de investigación con la pandemia mundial que estamos experimentando producto del Covid -19.

Recordemos que, tal como lo recopiló Ducker (2020), a inicios del 2020, la sensación de optimismo por las ganancias sólidas del 2019 se prolongó con el SPX subiendo un 4,6 % en febrero debido a la continuidad de confianza y asunción de riesgos en el mercado financiero. Sin embargo, esta complacencia cambió cuando los primeros casos de COVID se registraron fuera de China. Los mercados de valores se liquidaron drásticamente resultando en la SPX perdiendo un 33,8% durante el mes de marzo. Sin embargo, para mayo, la SPX generó un rendimiento total positivo del 31,5%. Esta recuperación fue impulsada principalmente por la rápida respuesta de los bancos centrales y los gobiernos. Behavioral Finance identifica esta respuesta de los inversores como una mezcla del efecto halo y el bias de proyección: las personas se basaron en el renombre de las instituciones y en una proyección propia del efecto que tendrían sus medidas inclusive antes de ser puestas en práctica. En otras palabras, las acciones continuaron repuntando a pesar de los datos publicados por las grandes economías durante abril y mayo como lo fue el aumento del desempleo en los Estados Unidos debido a leyes laborales flexibles. Esto pone en evidencia que la inicial aversión a las pérdidas desaparece cuando los inversores temen perderse las ganancias aún si el nivel de riesgo se mantiene.

Del mismo modo, a inicios del 2021, Willems (2021) menciona que el mercado financiero experimentó otra situación entre los inversores de acciones que puede ser explicado bajo los conceptos de Behavioral Finance. Desde la plataforma Reddit, un grupo de inversionistas retail pactaron la compra de acciones de GameStop (GME) debido a que grandes fondos de cobertura de Wall Street habían tomado posiciones cortas relativamente grandes contra estas acciones. El esfuerzo coordinado fue acompañado por un aumento en el precio de GME de aproximadamente 5 USD en julio de 2020 hasta un máximo de 483 USD a finales de enero del 2021. Durante este período, los fondos de cobertura registraron pérdidas significativas debido al “short squeeze” bajo el cual se encontraban. A pesar del alto nivel de riesgo de la jugada, la teoría de Behavioral Finance explica que los inversionistas se sienten más aislados psicológicamente contra el miedo al riesgo, ya que ven a otros invirtiendo. Esto se conoce como el efecto rebaño: las decisiones de los individuos se toman en un contexto social, es decir, los inversores imitan las decisiones de inversión de los que los rodean. En las finanzas conductuales, esto a menudo conducirá a situaciones en las que haya períodos de venta o compra.

Debido a la inmensa cantidad de sesgos presentes en la literatura del Behavioral Finance, el presente trabajo ha realizado un cuadro matriz (ver Anexo C y Anexo D), donde se puede observar los distintos grupos de sesgos identificados o trabajados según el autor. Estas matrices sirven para demostrar la aceptación académica de los grupos de sesgos presentes según la cantidad de autores que los respaldan. Esto se debe a que unos autores pueden considerar una cantidad mayor de sesgos que afectan a los inversionistas en comparación a sus pares. Esta situación, sin embargo, no significa que se dejan de considerar sesgos que potencialmente pueden impactar en el rendimiento del tomador de decisiones, sino que la mayor cantidad de sesgos implica que estos han sido desagregados y catalogados para adaptarse a una situación específica.

La razón de la necesidad de identificación de los sesgos parte de la primera ola de Behavioral Finance pues esta es la que toca temas relacionados a estos sesgos de manera cualitativa. Huillcañahui y Uceda (2020) mencionan que, en esta ola, se pueden reconocer los patrones de comportamiento de los especialistas y su perfil de riesgo. Para lograr tal objetivo es que se hace uso de cuestionarios a los especialistas para poder establecer tanto la asignación de activos como el desempeño esperado de la gestión de portafolios. En ese sentido, el definir el perfil del riesgo además del tipo de personalidad del especialista permitiría a la institución detectar los sesgos a los que se verían más influenciados los agentes participantes de la inversión. Una propuesta que comparte Gasparutti (2017) es que la identificación de sesgos y establecimiento de personalidad no sólo debería realizarse a los especialistas, sino que debería tomar en cuenta a todos los agentes dentro del proceso tal como asesores, jefes y clientes. Sin embargo, como primer acercamiento de Behavioral Finance a la banca de inversiones peruana, el perfilamiento de sus

tomadores de decisión directos sería un gran avance tanto para la disciplina como para las instituciones. Puesto que, si bien la aplicación de esta teoría dentro de los modelos de gestión de carteras en regiones como Norteamérica, Europa y Asia ha tenido buena recepción y que además de ser ampliamente implementada dentro de la banca de inversiones, también goza de una amplia cantidad de estudios académicos relacionados. En Latinoamérica, especialmente en Perú los niveles de popularidad y aceptación no son comparables y aún se siguen desestimando las ciencias comportamentales dentro de áreas financieras.

2. Objetivos y preguntas de investigación

2.1. Objetivo general

Identificar las posibilidades y las limitaciones de aplicar en la banca de inversión peruana elementos del Behavioral Finance que puedan contribuir a las decisiones de inversión

2.2. Objetivos específicos

- Objetivo específico 1: Definir operativamente los componentes del Behavioral Finance y los actores locales que podrían intervenir en su aplicación.
- Objetivo específico 2: Conocer opiniones especializadas acerca de la aplicabilidad (de componentes) del Behavioral Finance.
- Objetivo específico 3: Contrastar las coincidencias y discrepancias de las opiniones de los actores y los especialistas vinculados a la aplicación del Behavioral Finance.

3. Justificación

La relevancia del estudio consistirá en el aporte que realicemos a la literatura financiera peruana sobre la aplicabilidad del Behavioral Finance en la gestión de cartera de inversiones. En la actualidad no se encuentra información relacionada a la implementación de variables comportamentales dentro de áreas dedicadas a las finanzas de los países latinoamericanos. En contraposición, la influencia de Behavioral Finance está centrada predominantemente en regiones con mercados más desarrollados tal como Norteamérica, Asia y Europa.

Ante la popularidad de esta teoría en otras regiones, la presente tesis busca incentivar la discusión sobre la aplicabilidad de Behavioral Finance como una buena contribución a la gestión del desempeño de las carteras de inversión. Consideramos que, Behavioral Finance puede contribuir de manera significativa a la gestión de carteras de inversión enfocado tanto en el especialista como su proceso de toma de decisiones con el fin de lograr una mejora en su desempeño y, por consiguiente, en la rentabilidad de su cartera.

Entre los principales retos para la presente investigación encontramos la escasez de recursos bibliográficos respecto al tema a desarrollar. La literatura desarrollada alrededor de Behavioral Finance proviene de países asiáticos y europeos mayormente. En el caso de América Latina, el concepto no se encuentra muy desarrollado en el mercado financiero; es más, la mayor recurrencia de títulos con temática behavioral abordan ramas de la gestión de comunicaciones (marketing) y nuevas tendencias en diseño. Además, la bibliografía con temática financiera enfocada a Latinoamérica no es tan común. Se encuentran mayores recursos académicos desarrollados en y para países con economías más grandes como los de las regiones de Europa y Asia. En el caso de Perú, no existe literatura previa sobre la implementación de behavioral finance en el sector financiero.

Por otro lado, en cuanto a los recursos necesarios para llevar a cabo esta investigación, debido al alcance metodológico de la investigación, será necesario la realización de entrevistas tanto a expertos en behavioral finance como a especialistas en las áreas de inversión dentro del sistema bancario. Para lograr tal cometido, se cuenta con los contactos necesarios y las facilidades para las entrevistas ya sean dentro del Perú como a nivel internacional. La coyuntura actual facilitó la inserción de estos personajes en el uso de plataformas virtuales para llevar a cabo reuniones de manera remota. Del mismo modo, si bien se cuenta con un tiempo limitado para el desarrollo de la investigación, de acuerdo a los objetivos planteados previamente, se cuenta con el tiempo necesario para concretar los objetivos de la investigación. Esto aún tomando en cuenta la disponibilidad de los entrevistados y los periodos de procesamiento y análisis de las transcripciones.

CAPÍTULO 2: BEHAVIORAL FINANCE

1. Definición

El Behavioral Finance es el estudio del comportamiento en los agentes económicos que intervienen en las Finanzas a través de la toma de decisiones. Los principales investigadores de este estudio son Robert J. Schiller, Hersh Shefrin, Richard Thaler, David Hirshleifer entre otros. Para Cifuentes (2020), este campo de estudio pertenece a la rama financiera, pero se especializa en el análisis y evaluación de factores comportamentales que conllevan al individuo a tomar decisiones irracionales. En ese sentido, el Behavioral Finance pretende comprender la forma de pensar de los agentes económicos y por qué llevan a cabo las decisiones que toman. Asimismo, este estudio busca acercarse a una explicación lógica de los motivos por los cuales los mercados no son eficientes.

2. Actores

Los actores del Behavioral Finance pueden dividirse en dos grupos. En primer lugar, se encuentra el sistema financiero en general a través de sus asesores de inversión. Como en toda organización, existen diversas jerarquías y responsabilidades asociadas al rol de cada colaborador del banco. Es decir, si bien el asesor es quien tiene contacto con el cliente, este también recibe directrices de alguna jefatura o gerencia de su unidad, por lo cual el área y la organización como tal poseen un rol e influencia en la toma de decisiones del cliente.

En segundo lugar, como contraparte, se encuentra el inversor: el cliente del sistema financiero. Este agente económico busca maximizar la rentabilidad de su portafolio con diversos productos de inversión: derivados o fondos mutuos. Cuando el inversor decide comunicarle a su asesor financiero su intención, inicia la relación comercial entre ambos. Los asesores financieros poseen un rol clave en la gestión del portafolio de los inversores, puesto que la asesoría que puedan brindarle, influirá en la rentabilidad. Sin embargo, los asesores están sujetos no solo a los indicadores e indicaciones de la organización bancaria en la que se encuentran, sino también a las políticas del país en mención. De manera más detallada, entonces, podríamos decir que cada actor que participa en la relación comercial posee sus propias motivaciones, emociones y directrices para tomar las decisiones que considera.

En ese sentido, si la banca de inversiones aspira a obtener mayor rentabilidad y cuota a nivel mundial, debe mapear y estudiar cuáles son las motivaciones y emociones que pueden influenciar a un inversor al momento de tomar decisiones que repercutan en la rentabilidad de su portafolio.

3. Sesgos

Los sesgos son conocidos como una explicación al porqué los especialistas toman decisiones irracionales. Según Blasco y Ferreruela (2017), estos sesgos generan que los especialistas se desvíen del pensamiento racional y que sus concepciones o ideas personales influyan en su toma de decisiones sin sustento teórico. Por ejemplo, influyen en la compra, venta y elección de activos. Es decir, los especialistas, en contradicción a las teorías clásicas de la economía, priorizan sus experiencias personales en la toma de decisiones antes que la información brindada por especialistas del mercado de capitales. En ese sentido, la aplicación del Behavioral Finance conllevaría a anticiparse frente a una toma de decisiones irracional y frente a la competencia, debido a su escasa presencia en la banca de inversiones peruana.

Se define a los sesgos como errores sistemáticos no aleatorios. La clasificación de los sesgos cognitivos del Behavioral Finance varía según autores. Esto se puede observar claramente en el Anexo C. Para fines de este trabajo de investigación, se ha decidido considerar la división de los autores Kahneman, Slovic, Slovic y Tversky (1982) (ver Tabla 1), quienes consideran cinco sesgos cognitivos: la falacia del jugador, el comportamiento de rebaño, la aversión al riesgo, el exceso de confianza y la contabilidad mental. Si bien esta clasificación fue la inicial de los pioneros, las siguientes variantes más actuales la han utilizado para sustentar sus teorías e ir desagregándolas en más sesgos cognitivos. Asimismo, para este estudio se consideró la división original debido a que los estudios latinoamericanos consultados que observaban casos similares (banca de inversiones) se apoyaban en los autores mencionados previamente y en su clasificación preliminar. Del mismo modo, la elección por esta forma de división buscaba recrear los resultados exitosos de la implementación en las organizaciones de los estudios correspondientes. Por otro lado, descartamos el uso de las divisiones postuladas por el resto de estudios de la región debido a que la división de estos sesgos estaba más centrada en la aplicación a sectores específicos, tal es el caso de la industria de Seguros y AFP, Inversiones Públicas, entre otros.

Si es de su interés profundizar en los sesgos, puede leer La gestión de carteras y el Behavioral Finance: estudio de su aplicabilidad en la banca de inversión (Huillcañahui & Uceda, 2020).

Tabla 1: Descripción de los principales sesgos del Behavioral Finance

Sesgo	Descripción
Falacia del jugador	Sesgo ya que conduce a errores sobre las estimaciones que realizamos de las probabilidades de que un evento ocurra ya que se cree que los sucesos aleatorios pasados influyen en los futuros

Comportamiento rebaño	Para Rook (2007) el comportamiento de rebaño se refiere al fenómeno de personas que siguen a una multitud durante un período dado, a veces sin considerar información individual que sugiere otra cosa.
Aversión al riesgo	La aversión a las pérdidas nos habla de la manera en cómo el hombre tiene miedo a correr un riesgo para obtener un beneficio y prefiere resultados negativos seguros que apostar por una mejora incondicional (Fernández et al. 2017)
Exceso de confianza	El sesgo de exceso de confianza parte de la premisa de que los seres humanos tendemos a sobrevalorar nuestras actividades, nuestros conocimientos y nuestras perspectivas de futuro (Camerer & Lovallo, 1999)
Contabilidad mental	Kosciuczyk (2012) explica que la contabilidad mental se refiere a situaciones en las que los agentes, frente a eventos de resultado incierto, los tratan como resultados independientes y adoptan una estrategia para cada uno de ellos, en lugar de considerarlos como un único conjunto posible de eventos y adoptar una estrategia general.

Adaptado de Carmona, Madrid y Ladrón de Guevara (2019).

4. Heurística

Tversky y Kahneman fueron los pioneros investigando numerosos casos heurísticos. Se entiende por heurística al proceso mental que realiza los agentes decisores con el fin de descomplejizar el proceso de toma de decisiones (Carmona et al., 2019). La heurística, asimismo, posee una secuencia de cuatro pasos: el primero consiste en que las personas asumen reglas (que simplifica su proceso mental) al tomar decisiones financieras; el segundo es que confían en esos atajos mentales (heurísticas) y las llevan a cabo; el tercero es que incurren en errores sistemáticos (en este punto se evidencian los sesgos mencionados anteriormente), debido a que las heurísticas no poseen un sustento teórico; finalmente, existe evidencia de que las personas cometen estos errores tanto en su vida cotidiana como en decisiones financieras (Agudelo, 2018).

En esta investigación, se han elegido cuatro heurísticas, las cuales son las siguientes: representatividad; disponibilidad; anclaje y ajuste; y marco o contexto, tal como se puede observar en la Tabla 2.

Tabla 2: Descripción de heurísticas

Heurística	Descripción
Representatividad	El sesgo de representatividad se refiere a la heurística que nos lleva a juzgar a un evento, persona, o entidad como representativa del grupo en la cual los clasificamos, y por ende asumir que tiene las características más usualmente asociadas al grupo. Como sucede con todos los sesgos, la propensión a simplificar los juicios con base en clasificaciones (“etiquetar”) es una forma práctica de resolver problemas cotidianos, rápidamente, y en un buen número de ocasiones de manera acertada.
Disponibilidad	Limitarse a la información más a la mano para tomar una decisión. Estrechamente relacionado con el sesgo de familiaridad, y con las limitaciones de atención.

Anclaje y Ajuste	En contextos inciertos y donde tenemos poca experiencia, nos dejamos influir injustificadamente por datos o conceptos arbitrarios o plantados por un diseñador. El sesgo de anclaje consiste en que en caso de incertidumbre sobre una cifra o concepto usamos la heurística de basarnos en números fácilmente disponibles, que no tienen necesariamente relación lógica con el asunto en mención.
Marco o contexto	Dependiendo de cómo se nos plantee una situación se determinará la decisión que tomemos sobre la misma.

Adaptado de Agudelo (2018).

5. Aplicación en la banca de inversiones internacional

De la literatura revisada en La gestión de carteras y el Behavioral Finance: estudio de su aplicabilidad en la banca de inversión (Huillcañahui & Uceda, 2020), se evidenció que su aplicación se dividía en dos olas o generaciones. En la primera, la aplicación posee un enfoque cualitativo, puesto que utiliza al cuestionario como principal instrumento de recolección de información. Esta ola está más enfocada a conocer el comportamiento de los especialistas, su perfil del riesgo, los posibles sesgos que puedan cometer tanto ellos como los clientes. En nuestra opinión personal, la inclusión del descubrimiento de los sesgos de los clientes es el mayor valor agregado de esta ola del Behavioral Finance, debido a que identifica que tanto especialistas como clientes podrían incluso compartir los mismos sesgos. En esta línea, el aporte de su aplicación mejoraría la asignación de activos, las recomendaciones de productos financieros y, por ende, el desempeño del portafolio. Entre los principales autores que se estudiaron son los siguientes: Gasparruti (2017), Noriega (2016), González-Igual (2018), Tai-Yuen Hon (2012), Ahmad Yousef Areiqat et al. (2019).

En el caso de la segunda ola, el enfoque es más cuantitativo, ya que se busca la cuantificación de las variables comportamentales a través de los modelos alternativos como por ejemplo Prospect Theory, Behavioral Portfolio Theory, Adaptive Markets Hypothesis y Behavioral Asset Pricing. Los principales autores estudiados que aplicaron estos modelos son los siguientes: Iordanis Galadinis (2016); Fangyuan Yan (2018); Pinal Shah (2010); Claudia Emiko Yoshinaga, Thiago Borges Ramalho (2014); José Luiz Barros Fernandes (2007); Babu Thimmaraya, Masuna Venkateshwarlu (2011); Lin, Edward M.H (2020); y, finalmente, Kelvin Mutum (2020).

Con respecto a las áreas de la banca de inversión estudiada por estos autores, ocho de los papers revisados se enfocó en el área de Trading. Entre sus autores, destacan los siguientes: Iordanis Galadinis (2016); Fangyuan Yan (2018); Claudia Emiko Yoshinaga y Thiago Borges Ramalho (2014); Babu Thimmaraya y Masuna Venkateshwarlu (2011); Tai-Yuen Hon (2012); Ahmad Yousef Areiqat et al. (2019); Kelvin Mutum (2020); y Manuel González-Igual (2018).

Con respecto a la segunda área de estudio, esta fue Asset Management con cinco investigaciones estudiadas elaboradas por los siguientes autores: Gasparruti (2017), Noriega (2016), José Luiz Barros Fernandes (2007), Lin, Edward M.H. (2020) y H.A Hasam (2019). Estos estudios, por el lado de Trading, se enfocan en el especialista y en su comportamiento en la toma de decisiones; mientras que los estudios de Asset Management analizan no solo al especialista, sino también a los gerentes (puesto que el sesgo puede venir de las jefaturas).

5.1. Casos de éxito latinoamericanos

Después de haber revisado la literatura del Behavioral Finance, consideramos al estudio de Gasparruti (2017) como el mayor caso de éxito compatible con la realidad de nuestro país. En primer lugar, cabe resaltar que tanto México como Argentina y Guatemala son los países latinoamericanos pioneros en realizar investigaciones sobre el Behavioral Finance e incluirlo en sus mallas curriculares de pre y post grado. La investigación de Victoria constó de investigar la banca de inversiones argentina. Ella descubrió que había cuestionarios que utilizaban los asesores para medir el perfil del riesgo de los clientes y consideró que no era el cuestionario más apropiado para descubrir sesgos. En ese sentido, en su tesis de maestría en Finanzas, postula un proceso de toma de decisiones de cuatro pasos. En este, incluye modificaciones en los cuestionarios brindados a los clientes y propone una mirada más holística del proceso.

La primera etapa recibe el nombre de Armado de Perfiles de Riesgo y Tipo de Inversiones, en la que se analiza a los clientes a través de su perfil de riesgo y personalidad. Es en esta etapa en la que se observa la utilización del primer cuestionario. Sin embargo, en esta etapa el foco es el especialista. Los tipos de especialistas que ella estipula son cuatro: el conservador, el seguidor, el independiente y el acumulador. En ese sentido, el asesor financiero (especialista en banca de inversiones) debe detectar qué tipos de conocimientos previos presenta su cliente sobre inversiones, si cuenta con experiencia, si participa activamente en la elección de los activos de su portafolio o si simplemente confía en el asesor financiero (Gasparruti, 2017).

La segunda etapa se titula el Armado del portafolio según el resultado. Una vez recolectada la información del perfil del riesgo del cliente, se busca generar una asociación entre perfil del riesgo y nivel de tolerancia frente al mismo. Después de esto, Gasparruti (2017) propone un análisis de la personalidad de la persona que desea invertir. El conservador priorizará la protección de su capital, puesto que posee alta aversión a las pérdidas. El seguidor se deja influenciar por externos y solo protegerá su capital a un nivel de 70-80% del mismo. El independiente participa activamente de la toma de decisiones de su portafolio, pero no posee un perfil agresivo y no es especialista en finanzas. El acumulador, por su parte, es el cliente que

invierte informadamente y que posee amplia experiencia en inversiones; asimismo, posee alta tolerancia al riesgo.

En la tercera etapa la autora la denomina como la selección de activos en base a creencias propias. Gasparruti (2017) encuentra una falencia en este punto. Esto se debe a que las personas que buscan a los bancos para invertir desconocen en qué se está invirtiendo su dinero. Para generar cercanía con el cliente, ella recomienda comentarle si conoce o prefiere algún sector, empresa para que se sienta parte de la gestión del portafolio. No obstante, la asignación del capital para esto debe ser baja, debido a que podría no ser el sector más rentable en el mercado.

Finalmente, en la cuarta parte, la autora recomienda capacitar a los asesores financieros en Behavioral Finance, puesto que así se reducirían los sesgos del cliente o del asesor mismo. Es importante entonces este conocimiento por parte del asesor para poder brindar un seguimiento a la cartera óptima.

Tabla 3: Nivel de urgencia de aplicación según parte del proceso de toma de decisiones

	Proceso de la toma de decisiones			
	1° Parte	2° Parte	3° Parte	4° Parte
Urgencia	Alta	Media	Alta	Alta
Agente	Cliente	Cliente	Cliente	Asesor Financiero

De acuerdo a la Tabla 3, se puede observar que la autora se enfoca en el cliente y en el asesor financiero. Muy por el contrario, con otras investigaciones, en este estudio, es el cliente a quien se debe estudiar y analizar qué posibles sesgos podría cometer teniendo en cuenta su perfil del riesgo, su personalidad para invertir y su experiencia.

Este ejemplo posee mucha relevancia, puesto que se ha realizado en un país latinoamericano, en el cual existe un manejo de la banca similar y se ha aplicado el Behavioral Finance en su primera ola sin la necesidad de mayor presupuesto. El cambio se establece a través de la utilización de un proceso de cuatro partes que busca conocer al cliente e informar al asesor financiero de los posibles sesgos que este puede incurrir y, de la misma manera, él también.

CAPÍTULO 3: LA BANCA DE INVERSIONES PERUANA

1. Definición de la banca de inversión

La banca de inversión es considerada una actividad financiera, la cual se desarrolla, según Cristian (2018):

[a través de la] negociación de activos financieros, es decir, títulos documentales que expresan derechos de propiedad sobre bienes físicos o sobre préstamos concedidos, que son transferibles mediante compra-venta en sus respectivos mercados de capital, o bien otros instrumentos no-títulos que también se negocian en esos mercados (p. 23).

Entre sus rasgos principales, el autor comenta seis:

- Está incluida en la actividad financiera, por lo que posee un impacto directo en la dinámica general de la economía
- Las instituciones que intervienen en ella interactúan en el mercado de capitales.
- Los mercados de capitales se originan a través de instrumentos financieros creados y negociables.
- Las características de los instrumentos financieros definen la organización y funciones de la banca de inversión.
- Debido a la razón de ser de estas organizaciones, su toma de decisiones está basada entre la relación coste-riesgo de las operaciones y la expectativa de la rentabilidad.

Para Vázquez y Alvarado (2009), es el intermediario financiero entre una corporación que emite valores y, por otra parte, los inversionistas, quienes ofrecen cuatro tipos de servicios: origen, suscripción de emisión, distribución de emisión y asesoría. Asimismo, esta opera en dos áreas: en el área corporativa y en el área de negocios.

En primer lugar, la función que cumplen en el área corporativa es la de una banca especializada en operaciones de adquisición, venta, toma de participaciones y asesoramiento. Proporciona asesoramiento para fusiones y adquisiciones, aconsejando a clientes sobre el precio ofrecido para estos objetivos, buscando el financiamiento para la compra de acciones y planeando la estrategia de la compra o fusión con la empresa objetivo (Vázquez & Alvarado, 2009). En ese sentido, el banco de inversiones vende conocimientos a los inversionistas.

En segundo lugar, la función de la banca de inversiones en el área de negocios es la suscripción de activos financieros (fondos mutuos, fondos de jubilación y compañías de seguro). En este punto, el banco de inversión vende, negocia y crea mercados. El banco, en otras palabras, es un intermediario de títulos valores (acciones, obligaciones, papeles comerciales). Es decir, este

no acepta depósitos ni de créditos, pero sí asegura la colocación de títulos (Vázquez & Alvarado, 2009). Esto evidencia que el banco de inversiones genera rentabilidad a través de la venta de conocimiento financiero (asesoramiento) y la suscripción de activos, los cuales se ofrecen como productos de inversión a los clientes finales.

Los bancos de inversiones, en su función de asesores, pueden seguir brindando asesoría incluso después de la emisión. Este tipo de asesoría incluye orientación con respecto a tiempos, montos y términos de financiamiento (inclusive acerca de bonos, acciones o créditos comerciales de largo plazo).

2. El modelo Latinoamericano

Los modelos de la banca de inversiones en Latinoamérica están influenciados por los modelos americanos, debido a que comparten la supervisión de sus actividades bancarias. Del mismo modo, son vigiladas, reguladas y sancionadas por sus actividades de emisión y negociación de títulos valores, por sus agentes (colaboradores) y sus inversionistas (clientes).

Según América Economía, quien realizó un ranking de los mejores 20 bancos de América Latina al 2020 utilizando una metodología llamada América Economía Intelligence, la cual realiza una puntuación a los bancos de acuerdo a las siguientes variables: tamaño, liquidez, rentabilidad, eficiencia, calidad de cartera y suficiencia de capital. En principio, cabe destacar que los bancos en Latinoamérica son bancos comerciales, los cuales dentro de sus áreas de negocio incluyen unidades que se dedican a la banca de inversión (Trading, SABs, Asset Management, M&A). Esto se debe, asimismo, a la influencia del modelo americano, ya que actualmente este se rige por la Regla Volcker. Esta significa que, según Colmenares (2018), “se les permite a los bancos comerciales llevar a cabo operaciones de banca de inversión como creadores de mercado (*underwriters*), participar de operaciones de cobertura de riesgo, comercializar bonos privados y gubernamentales y, finalmente, actuar como agentes, comisionistas o custodios” (p. 11). Es por ello que, en Latinoamérica, se rige la misma tendencia de que sean los bancos comerciales los que asuman y lleven a cabo las operaciones de los bancos comerciales dentro de la misma organización. En América Latina, lo diferencian por áreas de negocio.

Por otro lado, para conocer el posicionamiento del Perú en la banca Latinoamericana, de acuerdo al ranking de la Figura 2: Ranking de los mejores 25 bancos de latinoamérica 2020, es importante precisar que el primer puesto lo obtuvo un banco peruano BBVA y que en los primeros 10 bancos se encuentran los 4 principales bancos del Perú: BBVA, BCP, Scotiabank e Interbank, los cuales fueron estudiados para el trabajo de campo de la presente investigación. De la misma forma, entre los primeros tres bancos de este ranking, 2 son peruanos: BBVA y BCP. Uno de estos bancos posee una espalda financiera internacional (Grupo BBVA - banco español), mientras

que el otro es de origen peruano, perteneciente al Grupo Credicorp, el cual a su vez pertenece al Grupo Romero (Grupo económico líder en Perú).

Figura 2: Ranking de los mejores 25 bancos de latinoamérica 2020

RK 20	BANCO	País	Dimensión de Análisis y Ponderación							RK 250 Mayores
			10%	10%	20%	25%	15%	20%	100%	
			Tamaño	Liquidéz	Rentabilidad	Eficiencia	Calidad de cartera	Suficiencia de capital	Índice final	
1	BBVA (PERÚ)	PE	60,0	100,0	78,6	81,3	93,2	75,3	81,10	26
2	FALABELLA	CL	40,0	80,0	99,4	79,4	70,5	90,6	80,43	75
3	CRÉDITO (PERÚ)	PE	70,0	90,0	86,7	76,5	76,4	82,3	80,38	19
4	PACÍFICO	EC	40,0	90,0	74,1	93,4	89,7	77,2	80,05	82
5	ITAÚ (URUGUAY)	UY	30,0	100,0	100,0	69,9	82,9	75,8	78,07	106
6	SCOTIABANK (PERÚ)	PE	50,0	90,0	75,1	80,5	80,6	83,3	77,87	27
7	BANCOLOMBIA	CO	70,0	80,0	70,1	78,3	76,3	89,1	77,85	14
8	INTERBANK	PE	50,0	90,0	86,1	75,6	80,1	76,0	77,33	34
9	BBVA BANCOMER	MX	80,0	90,0	86,4	70,3	72,8	72,8	77,32	6
10	DEL BAJIO	MX	50,0	90,0	82,0	73,1	79,1	82,7	77,08	45
11	DE CHILE	CL	70,0	80,0	72,3	86,4	81,7	67,6	76,82	13
12	PICHINCHA	EC	50,0	90,0	62,3	79,6	100,0	75,1	76,38	50
13	DE BOGOTÁ	CO	60,0	90,0	79,9	57,1	71,9	100,0	76,02	23
14	SANTANDER (CHILE)	CL	70,0	80,0	69,1	91,6	71,0	62,0	74,78	10
15	BRDESCO	BR	90,0	80,0	44,5	85,9	75,4	79,9	74,66	4
16	PRODUBANCO	EC	30,0	100,0	66,5	88,2	87,7	65,4	74,59	97
17	AGRÍCOLA	SV	30,0	90,0	76,9	77,1	78,9	80,3	74,54	102
18	CONSORCIO	CL	40,0	80,0	60,0	95,0	80,3	73,0	74,39	74
19	DAVIVIENDA	CO	60,0	80,0	64,7	80,6	72,3	79,1	73,77	24
20	BANORTE	MX	70,0	80,0	87,6	64,6	70,6	72,2	73,70	11
21	INDUSTRIAL (GUATEMALA)	GT	50,0	90,0	76,1	79,9	73,7	67,1	73,69	43
22	SANTANDER (BRASIL)	BR	90,0	80,0	45,0	94,1	65,4	69,6	73,26	5
23	POPULAR DOMINICANO	DO	50,0	100,0	80,2	56,6	81,4	78,1	73,04	65
24	BANREGIO	MX	40,0	80,0	86,2	65,2	68,3	85,6	72,91	79
25	ITAÚ	BR	100,0	90,0	38,3	90,6	65,1	68,1	72,71	1

Fuente: Lacourt y Musalem(2020)

3. Áreas de la banca de inversión

Los bancos de inversión, para Colmenares (2018), poseen tres principales funciones: asesoría, posición propia y comprometer participaciones de terceros. Para Stowell (2013), estas funciones se evidencian en las áreas de Trading; Asset Management, Wealth Management and Research; y M&A (Mergers and Acquisitions).

Con respecto a asesoría, en esta función de la banca de inversiones se encuentra el área de M&A (fusiones y adquisiciones), la cual consiste en asesorar clientes con el fin de que puedan adquirir otra organización (adquisición) o para fusionarse con otra organización que le genere

valor y pueda desprenderse de alguna de sus operaciones (desinversión). Para Colmenares (2018), la motivación de los clientes para solicitar este tipo de asesoría es poseer parte de participación del mercado, reubicar fondos disponibles, la oportunidad de un buen precio, la diversificación, la disponibilidad de recursos humanos, entre otros.

El área de Trading es conocida como la intermediaria de títulos. Entre las actividades que se llevan a cabo en esta área, según Colmenares (2018), se encuentran las siguientes:

- La compra y venta de bonos del sector público (gobiernos) y del sector privado (de compañías del sector real y financiero)
- Inversión de acciones por posiciones en derivados
- Intermediación en monedas y commodities
- Por titularizaciones (productos estructurados)
- Actividades de corretaje preferencial (facilitación de financiación de valores y uso de plataformas de compensación y negociación para inversionistas).

Para Stowell (2010, citado en Cristian, 2018), “el negocio de trading se realizaba en dos áreas diferenciadas según que el intermediario lo hiciese por cuenta ajena o por cuenta propia, aunque inicialmente la mayor parte correspondía a la primera” (p. 89). Si la operación la efectuaba el cliente, los clientes eran quienes creaban mercado al negociar títulos que captaban las diferencias entre la compra y el precio de venta.

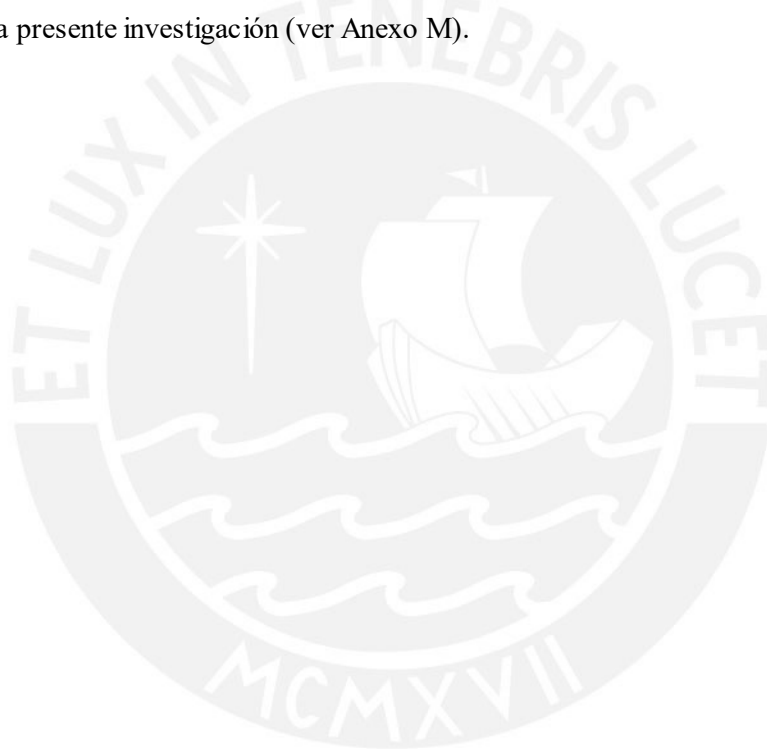
Por otro lado, el área de Fondos Mutuos (Asset Management) es, según Castillo (2018), “una alternativa de inversión que consiste en fondos comunes que son formados con los aportes voluntarios de personas naturales y jurídicas, los cuales son captados y administrados por una Sociedad Administradora de Fondos”. En relación con sus características, las principales son las siguientes:

- Simple: El cliente puede solicitarlo vía internet
- Variedad y gestión flexible: Existen varios tipos de fondos mutuos y en la mayoría de los casos se le permite al cliente rescatar o retirar parcial o totalmente su dinero en el momento que guste retirarlo.
- Profesionalismo: Los especialistas de Fondos Mutuos son quienes realizan las inversiones y son quienes, sobre la base de su experiencia, buscan las mejores oportunidades en el mercado.
- Regulación: Son regulados y supervisados por la SMV, lo cual brinda mayor seguridad a los clientes.

En el Perú, el área de Asset Management tiende a estar terciarizada por alguna subsidiaria

de la misma empresa y Grupo. Por ejemplo, en el caso de BBVA, esta área está tercerizada y se encuentra dentro de un área mayor llamada Client Solutions. En el caso del BCP, la mayoría de las áreas de la banca de inversión las gestionan en Credicorp Capital, holding financiero del grupo.

En resumen, en este capítulo, se ha especificado por qué en el Perú priman los bancos comerciales y cómo estos también poseen facultades de banca de inversión, debido a las regulaciones del modelo americano, el cual influencia al modelo de inversiones latinoamericano. Asimismo, se ha comentado que la banca de inversiones opera en el área corporativa y en el área de negocios. En el primer caso, la función del banco es la de asesorar al cliente y, en la segunda, es la de creación de mercado y negocio. Finalmente, se comentaron tres principales áreas de la banca de inversión: Trading, Asset Management y M&A, de las cuales las dos primeras serán estudiadas en la presente investigación (ver Anexo M).



CAPÍTULO 4: METODOLOGÍA Y FUNDAMENTO METODOLÓGICO

1. Planteamiento de la metodología

1.1. Enfoque

El enfoque que utilizaremos es el cualitativo, puesto que este “presenta una mayor flexibilidad en cuanto a la secuenciación del estudio, así enfatiza el trabajo con muestras más pequeñas, el uso de instrumentos de medición más abiertos e interactivos, y una interpretación y comprensión más profunda del fenómeno investigado” (Ponce & Pasco, 2015, p. 45). Si bien el estudio de la economía conductual se remonta desde los 60s con Kahneman y Tversky, quienes iniciaron realizando comparaciones entre modelos cognitivos de toma de decisiones y modelos económicos de conducta racional, la investigación a profundidad del Behavioral Finance inicia en los 90s con las publicaciones de Thaler (1992); Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994); Chan, Jegadeesh y Lakonishok (1996); Basu (1997); Fama (1998) entre otros. Estos autores sentaron la teoría del Behavioral Finance, de la heurística y los sesgos; los autores quienes iniciaron en su investigación a partir del 2000 hasta la actualidad se encuentran buscando medir el impacto matemático de la aplicación del Behavioral Finance en la toma de decisiones de los inversionistas.

En ese sentido, el estudio del Behavioral Finance está empezando a implementarse en las empresas del sector financiero a nivel internacional. Por esta razón, aún no es viable encontrar generalizaciones estadísticas con el aporte de la literatura actual. Debido a esto motivo, el enfoque a realizar es el enfoque cualitativo, el cual aportará al conocimiento de las oportunidades y limitaciones de la aplicación del Behavioral Finance en el caso particular de la banca de inversión en el Perú.

1.2. Alcance

El alcance de la investigación es exploratorio, debido a que buscamos “examinar un tema que ha sido poco estudiado” (Ponce & Pasco, 2015, p. 43). Asimismo, porque este tipo de alcance “es particularmente útil cuando se desea clarificar la comprensión de un problema” (Saunders 2009, citado en Ponce & Pasco, 2015, p. 43). Si bien es cierto que el Behavioral Finance se estudia hace un par de décadas, su aplicación en Latinoamérica en la banca de inversiones es relativamente escasa. Con este tipo de estudio, se podrán determinar las principales barreras de entrada para la aplicación del Behavioral Finance en la banca de inversiones peruana y cuáles podrían ser los beneficios más tangibles de su aplicación.

1.3. Diseño metodológico

Con respecto a las estrategias de investigación, utilizamos la entrevista cualitativa por su nivel de personalización y apertura en las respuestas. Según Hernández, Fernández y Baptista (2010), “esta se define como una reunión para conversar e intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado) u otras (entrevistados)” (p. 418). En esta misma línea, a través de estas conversaciones se irán descubriendo los significados del tema de investigación a través de las respuestas a cada una de las preguntas elaboradas de acuerdo a cada una de las variables que el presente estudio pretende estudiar.

Si bien las entrevistas se dividen en estructuradas, semiestructuradas o abiertas, hemos considerado que la más apropiada para esta investigación es la entrevista semiestructurada. Según la teoría, este tipo de entrevista “se basa en una guía de asuntos o preguntas y el entrevistador tiene la libertad de introducir preguntas adicionales para precisar conceptos u obtener mayor información sobre los temas deseados (es decir, no todas las preguntas están predeterminadas)” (Hernández et al., 2010, p. 418).

De acuerdo a la matriz de consistencia (ver Anexo A), las variables que pretendemos conocer son cinco: los sesgos cognitivos, la heurística, las oportunidades, los retos organizacionales y los retos académicos. Por un lado, para las dos primeras variables, se pretenden conocer las características de la organización que evidenciarían dos sesgos (comportamiento rebano y aversión al riesgo) y dos heurísticos o atajos mentales (disponibilidad y anclaje y ajuste). Sin embargo, las tres últimas variables se preguntarán de manera más general para buscar conocer cuáles son las oportunidades y retos de la aplicación del Behavioral Finance. Es por ello que se necesita cierto grado de libertad en la entrevista de parte del entrevistador para conocer a profundidad el fenómeno. El detalle de la matriz de consistencia se explicará con mayor detalle en la sección de selección de unidad de observación.

Esta investigación ha partido con diversos supuestos. El más importante es que los especialistas de la banca de inversión desconocen el Behavioral Finance. Es por ello que, en las primeras entrevistas, no se les consultó si conocían o no esta corriente. Sin embargo, los especialistas, al momento de leer el consentimiento informado y leer el título de la tesis, al final de la entrevista, comentaban sus conocimientos sobre el Behavioral Finance (mayormente en el caso de BBVA). Es por ello que, como precisa la teoría, generalmente las entrevistas inician siendo abiertas y en forma de “piloto” y se regulan conforme el trabajo de campo avanza (Hernández et al., 2010). En el caso de esta investigación, se añadieron tres preguntas más (ver Anexo E).

Con respecto al tipo de preguntas, se optó por preguntas estructurales, para ejemplificar y generales. Las primeras fueron con fines de conocer las características de los dos sesgos y dos heurísticos elegidos. Las segundas fueron para profundizar estas características a través de ejemplos concretos para conocer si el entrevistado había entendido realmente el concepto de la pregunta. Finalmente, las preguntas generales fueron para no sesgar o inducir a los entrevistados a las variables a priori consideradas tanto para oportunidades como retos que seleccionamos en la matriz de consistencia. De esta forma, los entrevistados podrían mencionar cualquier variable incluso ajena a las mapeadas inicialmente.

El horizonte temporal es de tipo transversal. Estos estudios solo proporcionan información del objeto de estudio para el periodo de tiempo en el que fueron realizados (Ponce & Pasco, 2015). Debido a que este trabajo de investigación no pretende realizar hallazgos generalizables y aplicables en cualquier periodo de tiempo, sino conocer las oportunidades y limitaciones actuales para la aplicación del Behavioral Finance.

2. Secuencia metodológica

Con respecto a la secuencia metodológica, el presente trabajo de investigación consta de tres etapas. En la primera etapa, se realizó la revisión de la literatura para la delimitación del tema, el planteamiento del problema y los objetivos. Asimismo, se definieron el sujeto de estudio y la matriz de consistencia.

En la segunda etapa, se elaboró el diseño metodológico, en el cual se eligió el enfoque de estudio, el alcance, las variables a estudiar, los actores y la guía de entrevistas. Se delimitaron los dos perfiles de actores principales y se eligió una clasificación de sesgos y heurística según la bibliografía revisada.

En tercer lugar, se llevó a cabo el trabajo de campo. Este se dividió en dos grupos de actores. Los primeros fueron los expertos en Behavioral Finance (en su mayoría extranjeros, ver anexo J) y el segundo grupo los especialistas en la banca de inversiones en el Perú (ver anexo H). Seguidamente, se procedió con la transcripción de todas las entrevistas realizadas para organizar la información en la herramienta Atlas.ti. Finalmente, con el aporte de los actores y la información sistematizada, se escribió el capítulo de resultados y hallazgos, y el de conclusiones.

3. Selección de la unidad de observación

La unidad de observación se delimitó con la matriz de consistencia. En este caso, esta investigación posee cinco variables de interés: los sesgos cognitivos, la heurística, las oportunidades, los retos académicos y los retos organizacionales. Como se puede observar en el Anexo B, cada variable posee subvariables, las cuales serán explicadas a continuación. Con

respecto a los sesgos cognitivos, según el autor elegido, el cual es Kahneman et al. (1982), las subvariables son las siguientes: Falacia del jugador, Comportamiento Rebaño, Aversión al Riesgo, Exceso de confianza y Contabilidad Mental. En el caso de la heurística, las subvariables son las siguientes: Representatividad; Disponibilidad; Anclaje y Ajuste; y Marco o Contexto. De acuerdo al anexo mencionado, también se puede observar que cada subvariable posee indicadores y un color respectivo, el cual posee el siguiente significado:

- Verde: Subvariable cuyo indicador es altamente posible de evidenciar en la entrevista
- Amarilla: Subvariable cuyo indicador es medianamente posible de evidenciar en la entrevista
- Rojo: Subvariable cuyo indicador es altamente difícil de evidenciar en la entrevista

Estas variables se clasificaron con esos colores de acuerdo a la dificultad de poder encontrar evidencias de las mismas en las entrevistas. Esta dificultad está asociada a la subjetividad e individualidad de las respuestas. Dicho en otras palabras, las subvariables elegidas en verde poseen indicadores observables dada las características de la organización. Por ejemplo, en el caso de la subvariable “comportamiento rebaño”, esta puede evidenciarse conociendo los roles de liderazgo de la organización, la apertura a la toma de decisiones y el tipo de organización (vertical vs. Horizontal). En este caso, si bien aún persiste la subjetividad, contamos con indicadores que pueden darnos a conocer la apertura y flexibilidad de las organizaciones. Las que son más jerárquicas, optan por seguir las opiniones de las personas con mayor cargo/rango.

Por otro lado, las subvariables en amarillo y rojo se observan en comportamientos más individuales e intrínsecos. Por ejemplo, el sesgo de exceso de confianza para ser detectado necesitaría un cuestionario enfocado en detectar el sesgo apoyándose en casuísticas para que el colaborador no se sienta expuesto y pueda responder con la veracidad adecuada. Generalmente, los seres humanos no tienden a exponer sus sesgos fácilmente.

Cabe resaltar que, debido a que cada organización privada maneja cierta información de manera confidencial, estudiar las otras subvariables hubiera dificultado la investigación. De la misma forma, este trabajo de investigación no pretende conocer en qué tipo de sesgos incurren los especialistas de la banca de inversión peruana, sino por el contrario, conocer si la estructura de su organización, su forma de trabajar, aversión al riesgo y flujos de toma de decisiones apoyan o dificultan la aplicación del Behavioral Finance. Dicho esto, las subvariables como Exceso de confianza, Contabilidad Mental, Representatividad, Marco o Contexto poseen indicadores que impactan en mayor medida al agente económico y no a la organización bancaria.

Tanto los sesgos cognitivos como la heurística, son variables que se encontrarán estudiando a los especialistas de la Banca de Inversión en el Perú, puesto que los indicadores de

las subvariables correspondientes son los siguientes: roles de liderazgo, apertura a la toma de decisiones, tipo de organización (horizontal o vertical), posición frente al riesgo, tipo de información utilizada en la toma de decisiones, horizonte de evaluación de la toma de decisiones y, finalmente, el nivel de precisión de la data analítica.

En el caso de las siguientes tres variables (oportunidades, retos organizacionales y académicos para la aplicación del Behavioral Finance), los indicadores son los siguientes (de acuerdo a los elegidos para ser estudiados especificados en color verde): Crisis COVID-19, burocracia, priorización de proyectos y teoría del Behavioral Finance sólida. Para poder conocer más a profundidad estos indicadores, el perfil que se buscaba era de expertos en Behavioral Finance, quienes conozcan sobre casos de éxito de su aplicación y de si es posible su aplicación en la banca de inversiones del Perú.

Es por ello que el sujeto de estudio de este trabajo de investigación ha segmentado la muestra en dos grupos. En primer lugar, se buscó la opinión de los expertos en Behavioral Finance. En vista de que este universo es muy amplio porque ellos se encuentran a nivel internacional y con escasa presencia en Perú, se optará por un muestreo no probabilístico por conveniencia. Según Ponce & Pasco, este tipo de estudio “enfatisa la selección en función de la facilidad del acceso a la unidad de observación por el propio investigador” (2015, pp. 54). Una de las razones por las que escogimos este estudio es porque el universo de expertos en Behavioral Finance no se encuentra en Perú, con lo cual amplía el espectro y dificulta un muestreo probabilístico.

Para definir a una persona como experta en Behavioral Finance se consideraron los siguientes factores:

- Ser investigador en Behavioral Finance
- Ser docente universitario (postgrado, diplomados, especializaciones) en Behavioral Finance
- Haber sido parte de alguna conferencia o seminario sobre Behavioral Finance

Al realizar esta búsqueda tanto por LinkedIn como por Google, se identificó que este tipo de perfil es, casi en su totalidad, extranjero y de continentes como Europa y Asia en su mayoría. Sin embargo, después de una ardua búsqueda, encontramos universidades Latinoamericanas que dictaban cursos de Behavioral Finance. Por ejemplo, la UFM (Universidad Federico Marroquín, Guatemala) y la Universidad Torcuato Di Tella (Argentina),

Después de elegir las organizaciones, se definió a cuántas de las áreas de la banca de inversión se iba a considerar estudiar. De acuerdo a lo estudiado en nuestro trabajo de

investigación de Seminario 1 (para mayor información, puede leer Huillcañahui y Uceda, 2020), las áreas en las que existe una mayor urgencia de la aplicación del Behavioral Finance son las siguientes: Asset Management y Trading. Sin embargo, considerando los organigramas y divisiones de áreas de la banca de inversión en el Perú, consideramos también el área de Tesorería, la cual también se conoce como área de Mercados. En ese sentido, se decidió entrevistar a 15 especialistas (uno por cada una de estas tres áreas en los cuatro bancos en mención más tres extras según recomendaciones).

Para el segundo grupo de actores, buscamos la opinión de especialistas en la banca de inversión peruana de los cuatro principales bancos del país: BBVA, BCP, Interbank y Scotiabank. Al entrevistar a al menos un especialista de las áreas a investigar en cada banco, se ha podido conocer en aproximadamente el 80% del mercado de banca de inversión en el Perú, debido a la alta concentración de estos 4 bancos en el país.

En este caso, se realizará un muestreo no probabilístico por bola de nieve, puesto que “enfatisa una selección en la cual se contacta a los sujetos sobre la base de referencias o contactos proporcionados por sujetos previamente investigados” (Ponce & Pasco, 2015, p. 54). Como el universo de los especialistas en banca de inversión en el Perú es amplio, se entrevistarán a más perfiles de especialistas según recomendaciones de los especialistas entrevistados. Esto debido a que, por pertenecer al mismo sector, los entrevistados pueden conocer a mayores contactos en diferentes entidades financieras del sector.

4. Técnicas de recolección de información

La herramienta elegida para la recolección de información será la entrevista en profundidad. Según Ponce y Pasco (2015), esta consta de “una conversación extensa entre el investigador y el investigado con el fin de recabar información detallada sobre un tema específico” (p. 63). Debido a que queremos conocer cuáles son las oportunidades y limitaciones del Behavioral Finance se buscará conocer la opinión de expertos internacionales en el ámbito y especialistas en banca de inversión sobre las variables seleccionadas en la matriz de consistencia. Para ello, se han elaborado dos guías de entrevista de acuerdo al tipo de actor a estudiar. En primer lugar, las entrevistas a los expertos se centrarán en conocer cuáles serían las características de las organizaciones que incurran en sesgos y cuáles son las más relevantes. En segundo lugar, con los especialistas de la banca de inversión, se buscará conocer si comparten o discrepan de las características comentadas por los expertos en sus organizaciones.

Para contactar a los expertos en Behavioral Finance, se utilizó la plataforma LinkedIn y correo electrónico. En esta plataforma, se realizaron búsquedas de acuerdo a las características mencionadas anteriormente utilizadas para definir a los expertos en la materia. Una vez que se

encontraron los perfiles que cumplían los requisitos, se les añadía y se les mandaba una solicitud con una breve nota. En esta, en 200 caracteres (límite de LinkedIn), se les mencionaba el interés para entrevistarlos y si era viable agendar una reunión.

Para el caso de los especialistas en Banca de Inversión, los mecanismos fueron más variados. En primer lugar, se buscaron recomendaciones a través de amistades y/o conocidos. En segundo lugar, se utilizó un post en LinkedIn (ver Anexo G), con el cual se consiguieron el 30% de las entrevistas. Las restantes fueron por recomendaciones de las personas que entrevistamos.

Estas entrevistas se realizaron a través de Google Meets y Zoom. La duración varía desde 20 minutos hasta más de 1 hora. Al inicio de cada entrevista, se les comenta a los entrevistados el título de la tesis, la Universidad y se les presenta el consentimiento informado. Asimismo, se les comenta que, de existir alguna pregunta, cuya información sea inviable responder por políticas de Compliance, pueden mencionarlo y obviar esa pregunta. Acto seguido, se daba inicio a las preguntas. En la mayoría de casos, se realizaron más preguntas que las consideradas.

Con respecto a la guía de entrevistas, para el caso de los expertos, estos tuvieron solo cuatro preguntas, puesto que se consideró que son perfiles menos disponibles a aceptar una entrevista extensa y por la barrera horaria. Esto también con el fin de iniciar con preguntas generales e ir profundizando con lo mencionado por ellos. La guía de entrevista a expertos del Behavioral Finance puede revisarse en el Anexo F.

Para el caso de los especialistas, se iniciaron con nueve preguntas definidas, pero conforme se iban desarrollando las entrevistas se añadieron dos o tres preguntas más (en algunos casos, hasta cinco preguntas más). Esto dependía de la disponibilidad y el nivel de respuesta del entrevistado (ver Anexo E).

5. Técnicas de análisis (validez y fiabilidad)

Para llevar a cabo el análisis de las entrevistas, en primer lugar, se procedió a transcribir todas las entrevistas. En segundo lugar, de acuerdo a los indicadores de cada subvariable se crearon los códigos a evaluar en los hallazgos. Para llevar a cabo este análisis, se utilizó el software Atlas.ti. El análisis en este software requiere que se importen todos los documentos y que uno por uno se empiece a seleccionar tanto citas como menciones a los códigos preliminares. Para poseer un mayor orden estructural, se codificaron los códigos en la herramienta con una “V” inicial seguida del número de variable a la que correspondía (ver Anexo K).

Una vez leídas todas las transcripciones, se eligen y codifican las citas más relevantes, las cuales se utilizarán para el capítulo de hallazgos y resultados. Después de esto, el máximo aporte de Atlas.ti, el cual fue utilizado para esta investigación fue la matriz de red (ver Anexo L). En

primera instancia, nos imaginábamos las conexiones entre códigos (variables) de una manera diferente. Asimismo, algunas subvariables e indicadores cobraron mayor importancia frente a las repetidas menciones de los especialistas de Banca de Inversiones y, de la misma forma, también se percibieron qué variables debieron estudiarse más a profundidad y no se habían considerado a priori.

Con respecto a la validez y fiabilidad de este trabajo de información, todos los entrevistados fueron informados con respecto a que sus datos serían publicados y se envió a la facultad los consentimientos informados de todas las entrevistas en audio (a excepción de un entrevistado que autorizó la utilización de su nombre, mas no de su organización).



CAPÍTULO 5: RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

1. Principales hallazgos de los inversionistas de la banca de inversión

En el presente capítulo, se expondrán los resultados de la investigación encontrados en los inversionistas de la banca de inversión peruana. Estos están divididos en las siguientes variables: sesgos cognitivos, heurísticos, oportunidades de la aplicación, retos organizacionales y retos académicos. En un principio, se consideraron a priori las subvariables que podían responder el problema de investigación; sin embargo, después de realizar el trabajo de campo, se han incluido nuevas subvariables, las cuales serán comentadas a continuación.

Asimismo, con la intención de facilitar la comprensión de esta tesis y establecer un consenso en los términos utilizados, definiremos los conceptos que utilizaremos para referirnos a los distintos agentes entrevistados. En primer lugar, los “especialistas” son los colaboradores que forman parte de las áreas dentro de la banca de inversión y que toman decisiones de inversión en el día a día. Por otro lado, los “inversores” son las personas que tienen el capital y están interesados en invertir para generar rentabilidades o mantenerlo seguro de los cambios de mercado. Por último, cuando hablamos de “expertos” nos referimos a las personas que tienen alto conocimiento, específicamente académico, en el estudio de las ciencias comportamentales.

1.1. Sesgos cognitivos de los especialistas

Con respecto a los sesgos cognitivos, en la presente investigación, se buscaron encontrar las características de una organización (del sector bancario) que podrían propiciar una mayor presencia de sesgos cognitivos, en específico, comportamiento rebaño y aversión al riesgo (sesgos elegidos para estudiar en esta investigación).

1.1.1. Comportamiento rebaño

El comportamiento rebaño se puede evidenciar a través de los roles de liderazgo de las organizaciones/unidades, a través de la apertura a la toma de decisiones (autonomía), y el tipo de organización (horizontal o vertical). Las organizaciones más jerárquicas pueden evidenciar mayormente este sesgo, puesto que existe una tendencia a seguir las opiniones de las jefaturas. En organizaciones más horizontales, se evidencia mayor autonomía y, por ende, la toma de decisiones posee menores participantes en el flujo de toma de decisiones.

a. Roles

Por un lado, los especialistas entrevistados mencionan que sus organizaciones poseen roles definidos, pero que les brindan autonomía. Calificaron a sus organizaciones como horizontales, puesto que existe comunicación entre sus colaboradores sin importar el cargo. Sin

embargo, se evidenció también que el liderazgo en sus organizaciones está muy ligado al rol, a los años de experiencia y a la responsabilidad-poder (gestión de grupos humanos numerosos).

Según Vidal León (Asset Management):

Hay ya cargos bastante definidos, pese a ello, pues, personas que puedan estar en un mismo nivel, en un nivel jerárquico como un puesto, evidentemente, ves ahí personas que están más tiempo en el mercado, tienen más experiencia; entonces, definitivamente escucharlos a ellos siempre contribuye un poco más (V. León, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020).

En el caso de Paul Ludeña (trader de divisas Latam, Interbank), él comentaba que un líder de su organización era su jefe,

[é]l sí tiene muchos más años de experiencia, incluso ha trabajado en Nueva York; entonces, nosotros, si bien es cierto, somos líderes en lo que hacemos, cualquier consulta o cosas que se nos puedan escapar de las manos, siempre las consultamos con él que tiene más años de experiencia (P. Ludeña, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020).

De la misma forma, Mauricio Seminario (trader Fx, BBVA), comenta lo siguiente:

Se respeta mucho el rango, de hecho, el head trader siempre tiene la última decisión. Está el tesorero, luego tenemos al head trader, y luego los head traders de cada una de las mesas, la mesa de money market, la mesa del long term rates que son bonos y derivados a más de un año, y está la mesa de FX, que es a la cual pertenezco. Cada mesa tiene un trader, un head trader, un jefe de mesa; entonces, obviamente, hay rangos de decisión (M. Seminario, comunicación personal, 19 de diciembre de 2020).

Como se observa en las anteriores citas mencionadas, los especialistas de la banca de inversión basan el liderazgo tanto en la jerarquía (jefes, heads locales e internacionales) como en los años de experiencia. No obstante, en la mayoría de los casos, los años de experiencia están asociados a un mayor puesto jerárquico.

Finalmente, otro hallazgo relevante fue que los entrevistados mencionaron que, si bien son los asesores los tomadores de decisiones, es a la gerencia a la que se la evalúa por las ganancias o pérdidas de estas decisiones. En ese sentido, las decisiones que tomen los asesores estarán influenciadas por las jefaturas y sus intereses personales (responden a bonos).

b. Tipo de organización

La banca de inversión en el Perú, está dentro de la banca comercial. Si bien se conoce que los bancos en el Perú entraron a un proceso de transformación y han empezado a trabajar bajo

metodologías ágiles creando nuevas áreas, cambiando sus infraestructuras y buscando ser cada vez más organizaciones más horizontales, según lo expuesto por los especialistas en las entrevistas, estas unidades aún evidencian en sus procesos ser verticales. Sin embargo, hay excepciones dependiendo del área y del banco. Este es el caso del área de Julio Cubillas (Asset Management, BBVA):

Efectivamente tenemos líderes, un líder en el equipo que es el CIO, Chief Investment Officer, seguido por el jefe de la mesa de inversiones y luego vienen los que se llaman portfolio managers o gestores de inversión. Si bien es cierto, existe un liderazgo jerárquico de nombres, digamos que la toma de decisiones está un poco más transversal a lo largo de todo (J. Cubillas, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

Sin embargo, en contraste con otra unidad en el mismo banco, Mauricio Seminario (comunicación personal, 19 de diciembre de 2020) comenta lo siguiente: “si el head trader no está de acuerdo con algo, simplemente él es el que toma la decisión; pero, él obviamente tiene que ser líder de un equipo y llegar a acuerdos y todo eso”. Sin embargo, ninguno de los especialistas entrevistados admitió que sus áreas presentaban estructuras verticales aún. En este caso, consideramos que el empoderamiento era una subvariable clave de análisis, puesto que reforzaba la idea de que la organización estaba dispuesta a oír a sus colaboradores sin importar su cargo. No obstante, si bien existe apertura a la escucha, en estas áreas tomadoras de decisiones, aún existe poco poder de decisión en los colaboradores.

c. Empoderamiento

Los especialistas de la banca de inversión, según las entrevistas realizadas, entienden por empoderamiento a las responsabilidades que les brinda su organización. Es decir, si esta les permite liderar algún proyecto o gestionar sus propias formas de trabajar. No obstante, a pesar de que comenten esta horizontalidad de sus organizaciones, también comentan las restricciones en sus tomas de decisiones. Estas parecen evidenciarse más en Scotiabank, debido a que los entrevistados de BBVA comentaron que sí tienen autonomía en sus decisiones del día a día.

En el caso de los traders, estos poseen la autonomía de tomar las decisiones sin realizar consultas en ese momento (esto también se debe al horizonte de evaluación). Por ejemplo, según Silvia Escalante (Tesorería, BBVA):

Ninguno de los bancos tiene la posibilidad de voltear y consultar a alguien si está o no de acuerdo con una cotización que esté dando, así que, al menos en el puesto y en el campo y en el área en la que yo estoy, yo creo que todas las instituciones financieras, la

autonomía de los traders es la misma (S. Escalante, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

Sin embargo, en Scotiabank, Takeshi Miyamoto (Tesorería, Scotiabank) comenta lo siguiente: “la autonomía de decisión solo hasta nuestras funciones, pero cualquier tema tiene que ser elevado, escalado a nuestras jefaturas o los canales que pone a disposición de los colaboradores el banco” (T. Miyamoto, comunicación personal, 19 de diciembre de 2020). De la misma manera, Armando Delgado (Trading, Scotiabank) comenta que sí existen límites que van acorde a la cadena de mando, puesto que esto refleja la diferencia en las responsabilidades (A. Delgado, comunicación personal, 19 de diciembre de 2020). Claudio Madrid (Tesorería, Interbank) comenta lo siguiente: “hay topes por volumen, por operación, pero son topes muy grandes que normalmente no manejas, o sea, no son usuales; entonces, sí tienes que pedir un visto bueno” (C. Madrid, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

De acuerdo a las entrevistas realizadas, se puede observar la presencia de un bajo poder de decisión se presenta más en el BCP y en Scotiabank. En esa misma línea, Jair Davirán (Tesorería, BCP) comentaba que la autonomía está ligada a los montos, plazos y roles (J. Davirán, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020). Asimismo, Gustavo Escandón (Asset Management, BCP) comentaba que “Credicorp como empresa se maneja más de una forma matricial, es decir, por ejemplo, mi área, si bien es un área que está en Perú, en cierta forma y ciertas tareas en el Perú, somos un área que tiene presencia a nivel regional” (G. Escandón, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

En ese sentido, se puede mencionar que hay áreas que son más verticales que otras en tanto sus colaboradores no poseen tanta autonomía en la toma de decisiones y que, a pesar de que la banca se encuentra en un proceso de transformación más ágil, aún existen limitaciones para especificar que sus maneras de trabajar son 100% horizontales.

1.1.2. Aversión al riesgo

En cuanto a los niveles de aversión al riesgo por parte de los colaboradores entrevistados, se puede observar que la mayoría considera que tiene un perfil de riesgo moderado. Es decir, que no es ni adverso ni arriesgado al momento de la toma de decisiones de inversión. Seguidamente, encontramos que la segunda mayoría de los colaboradores consideran que tienen un perfil preferente de riesgo. Por último, sólo tres personas se encuentran dentro del perfil de riesgo conservador.

Asimismo, entre los colaboradores entrevistados se optó por realizar una segregación adicional según el género de los especialistas y su perfil de riesgo auto reconocido.

Se encontró que de los encuestados el 100% de especialistas amantes del riesgo son hombres. Mientras que las mujeres comentan que se sienten más cómodas con un perfil de riesgo más conservador. De acuerdo con lo que comenta Valeria Rojas (comunicación personal, 21 de diciembre de 2020) “soy bastante adversa al riesgo, es más, los productos que damos a los clientes garantizan capital, no son tan como que lo opuesto, no son amantes al riesgo, no son tan riesgosos, por así decirlo, son más conservadores”. Este perfil se adapta sin problemas al de sus clientes que por lo general también tienden a preferir productos financieros que posean mayor seguridad a costa de un menor retorno.

A pesar de esta autopercepción, entre los entrevistados existe un consenso sobre que el perfil de riesgo personal no debería interferir en las tareas y responsabilidades de su día a día como parte de la mesa de trading o tesorería. Paul Ludeña (comunicación personal, 29 de diciembre de 2020) comenta lo siguiente:

Para estar en un área así, sí tienes que tener, como se podría decir, no sé, o sea, estar medianamente o psicológicamente preparado para afrontar situaciones en las cuales quizá tu inversión en determinado activo no vaya con lo que esperabas.

Del mismo modo, Silvia Escalante (comunicación personal, 22 de diciembre de 2020). confirma que:

Para llegar a esos resultados, tenemos que bandearnos, en el día a día, con el riesgo; o sea, van a haber algunas decisiones que habremos tomado correctamente, otras no tanto, pero, de eso se trata, al menos, estar en la mesa de tesorería.

Entonces, a pesar de su propia preferencia de riesgo, su trabajo está estrechamente relacionado con el riesgo. Todos estos comentarios sugieren que para los especialistas estos perfiles de aversión al riesgo personales no deben influenciar al momento de la toma de decisiones. El especialista de Asset Management Julio Cubillas (comunicación personal, 30 de diciembre de 2020) incluso se adentra a comentar que “el asesor financiero debe dejar sus posturas personales al momento de ofrecer un producto y debe mostrarle aquellos productos que encajen dentro de la tolerancia al riesgo del cliente, y de sus objetivos de inversión”.

1.2. Heurísticos (atajo mental en la toma de decisiones) de los especialistas

Del mismo modo que con respecto a los sesgos cognitivos, en la presente investigación, se buscó identificar qué características o prácticas podrían propiciar una mayor presencia de sesgos heurísticos, en específico, heurística de disponibilidad de información y, anclaje y ajuste dentro del proceso de toma de decisiones de los especialistas encuestados. Sin embargo, el sesgo

de anclaje y ajuste no será presentado debido a que no fue mencionado dentro de las entrevistas por ningún especialista.

1.2.1. Disponibilidad

Se estableció que la heurística de disponibilidad de información se puede evidenciar dentro del proceso de toma de decisiones a través de la información relevante de la cual los especialistas hacen uso, el flujo de toma de decisiones, las plataformas de información relevante que consultan y el horizonte de evaluación que tienen para cada decisión. Este sesgo se puede evidenciar en mayor medida cuando los especialistas toman decisiones de inversión en periodos cortos que no permiten realizar una evaluación de la situación al momento.

De acuerdo a lo recopilado en las entrevistas, se puede afirmar que existe un exceso de información compartida con los asesores a lo largo del día, pero especialmente a inicios del día.

Nosotros tenemos que estar leyendo constantemente, desde temprano, y [...] usamos bastante Bloomberg, los periódicos, ya sea Gestión o en caso que queramos usar algo de coyuntura actual y local, también usamos bastante research de bancos de afuera, de bancos del exterior, y esa básicamente es nuestra fuente de información durante el día (P. Ludeña, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020).

Esta situación puede afectar al especialista en relación a su nivel de retención y recordación de la información leída; de modo que actúa de acuerdo a lo que más recuerde o en base a experiencias pasadas pero que no necesariamente ayudarán en la toma óptima de decisiones. Tal como León (comunicación personal, 29 de diciembre de 2020) comenta:

Tú ya conoces un emisor, por ejemplo, no sé, el banco A, y ofrecen un bono de un banco A, tú sabes, pues, que el banco A está bien, sabes que el banco A tiene buen, digamos, no te va a fallar, a nivel de, hablando de finanzas, no te va a fallar, no va a tener un evento crediticio, es un banco sólido, tiene buen rating.

Asimismo, también puede pasar que los especialistas en ese momento pueden tomar la información más reciente y basar sus decisiones en esta nueva información. En este caso los especialistas que deciden centrarse principalmente en los últimos movimientos del mercado tal como se detalla en el siguiente comentario de Delgado (comunicación personal, 19 de diciembre de 2020) “Básicamente movimiento de mercado, o sea, todo lo que pueda mover el tipo de cambio”.

Asimismo, tal como se mencionó anteriormente, se encontró que la principal fuente de toma de decisiones para los asesores es cómo se mueve el mercado y que en cuanto a las plataformas de información más relevantes y consultadas por los especialistas es Bloomberg el

servicio más usado para monitorear tal información. Juntamente con los reportes de research que se les envían de manera diaria, el uso de estas dos fuentes de información es compartido por todos los entrevistados sin importar el banco de procedencia.

Al inicio del día, todos los researches que son diarios, Bloomberg de todas maneras, Investing de todas maneras, los datos económicos que vamos a tener en el día, bueno, o sea los tenemos mapeados y Bloomberg te avisa cuando sale el dato (S. Escalante, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

Del mismo modo, se puede precisar que todos los entrevistados tienen un horizonte de evaluación limitado y estos suelen tener minutos para realizar toma de decisiones independientemente de si sus funciones son de venta de los productos financieros o de posición del banco. Paul Ludeña (comunicación personal, 29 de diciembre de 2020) explica esta situación de manera clara cuando menciona que:

Usualmente, los que trabajamos en tesorería, nuestras inversiones no son de tan largo plazo como puede ser una AFP o una empresa de seguros, nuestras inversiones son, qué te digo, incluso de horas, de solamente un día ¿no? Entonces, dicho esto, tenemos que tomar decisiones rápidas, y como te decía, si es que una inversión no camina prontamente, saber si es que ya es adecuado realizar la pérdida, o si, bueno, estamos en un buen día, realizar la ganancia prontamente.

Este horizonte acotado se encuentra explicado tanto por los movimientos del mercado peruano e internacional, como por la alta competitividad que existe entre las bancas de inversión peruanas debido a la reducida cantidad de clientes con flujos interesantes; por ejemplo, para la tesorería. “Muchas veces, tienes que tomar la decisión ya, porque alguien puede poner la mano más rápido que tú” (V. León, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020). Las consecuencias de esto, se observan en que el especialista se ve en la necesidad de tomar decisiones de inversión o comerciales de manera rápidas y así aumentando el riesgo de incurrir en el sesgo de disponibilidad de información.

Por el contrario, la existencia de un flujo amplio para la toma de decisiones reduce la posibilidad de caer en un sesgo de disponibilidad debido a que se involucran más personas, equipos, áreas que tienen la responsabilidad de evaluar la situación aumentando así el horizonte de tiempo de evaluación. De la mano con la variable de empoderamiento, cuanto más senior sea el puesto del especialista, este dispondrá de límites de transacciones más amplios. Sin embargo, cuando una transacción sobrepasa estos límites es cuando se activa el flujo de toma de decisiones para obtener la autorización de concretar la operación. Claudio Madrid (comunicación personal, 22 de diciembre de 2020) ejemplifica esta situación explicando el flujo ante un contrato de swaps.

Existen operaciones mucho más complejas que estamos hablando de, por ejemplo, un swap que es una cadena de forwards, en donde no solamente necesitas la carta, sino, necesitas el visto bueno por el lado de riesgos, necesitas el visto bueno por el lado de tu jefatura; y si cumple, es un monto más grande, necesitará el visto bueno del jefe de tu jefe.

1.3. Oportunidades de la aplicación del Behavioral Finance

En primer lugar, al inicio de esta investigación, se postuló a la crisis COVID-19 y a las tendencias (relacionadas a la gestión de inversiones) como oportunidades para la aplicación del Behavioral Finance. Sin embargo, lo mencionado por los especialistas, ellos consideraban a los sesgos de los clientes y a los sesgos personales como las mayores oportunidades para la aplicación del Behavioral Finance.

1.3.1. Mayor conocimiento del cliente

Los especialistas comentaron que muchas veces son los mismos clientes los que poseen sesgos cognitivos. Al inicio de la investigación, se consideraba que quienes podían incurrir en más sesgos eran los especialistas; no obstante, según los entrevistados, se evidenció que son también los clientes los que poseen poder de decisión y, por ende, las decisiones pueden sesgarse debido a los sesgos en los que incurran. De acuerdo a la investigación, seis de los entrevistados priorizaron a los clientes como agentes con poder de decisión. En esa línea, Vidal León (Asset Management) comentaba que “sí importa mucho, por ejemplo, ver cómo reacciona el cliente que está invirtiendo en algo a ciertas cosas; entonces, en un área de Wealth Management, por ejemplo, sí importaría mucho, quizá, ver esos comportamientos, hasta dónde pueden ser sesgados” (V. León, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020). De la misma manera, Claudio Madrid (Tesorería, Interbank) comentó que “si de alguna forma hay un cuestionario psicológico o algo que de alguna forma pueda hacer ver algún sesgo que pueda perjudicar al cliente, creo que sí sería útil” (C. Madrid, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020). En el caso de Jair (Analista de Administración de activos y pasivos), él comentaba que conocer los sesgos ayudaba a poder seguir formando a los clientes y, con esta formación, reducirlos.

Es importante y también seguir educando a los clientes porque, no solamente es como inicio, sino lo que siempre tratamos de hacer es seguir dando webinars, seguir dando conferencia a los clientes, explicarles cómo está el mercado, reportes, etcétera, que son creo lo que va a seguir alimentando y tratando de que estos sesgos tengan una relación de riesgo óptima (J. Davirán, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

Silvia Escalante (comunicación personal, 22 de diciembre de 2020), por su lado, mencionó que existe el cliente especulador, el cual

Siente que va a pasar algo y por eso toma una decisión basada en lo que parece que va a pasar y eso hay muchísimo en mi mesa. Clientes que me llaman y me dicen “Silvia, yo sé que mañana va a subir el tipo de cambio, no voy a vender mi dólar hoy”, y al día siguiente se cae.

1.3.2. Mejor toma de decisiones del especialista

Los especialistas demostraron apertura al cambio, debido a que, después de conocer qué era el Behavioral Finance aceptar que ellos mismos podrían incurrir en sesgos que podrían llevarlos a no tomar las mejores decisiones de inversión. En ese sentido, comentaron lo siguiente:

Sí creo que sería súper importante saber que, por ejemplo, no solamente los clientes, sino también nosotros como inversionistas qué sesgos a veces tomamos. Quizá hay, como sabemos, confirmation bias, o sea, que ya piensas que las cosas van a seguir como han venido siendo, y dejas de lado, qué te digo, o sea, lo que realmente vale un determinado activo (P. Ludeña, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020).

En esa misma línea, otro especialista comentaba que sus compañeros “tomaron una mala decisión porque vieron las noticias y se desenfocan, en un momento quieren ser trader, quieren ser operadores, toman una decisión y les gana la emoción antes que la racionalidad; pese a que tienen toda la información del mercado” (T. Miyamoto, comunicación personal, 19 de diciembre de 2020).

Uno de los mayores hallazgos de esta tesis es demostrar hasta qué punto el especialista es realmente tomador de decisiones, puesto que, dependiendo del producto y del área en el que se encuentre, tendrá mayor poder en la toma de decisiones. En el área de Tesorería es en donde se encuentra al cliente como mayor tomador de decisiones. Esto se evidencia con mayor claridad en el área de Trading al momento de la venta (distribución), puesto que son los clientes los que solicitan el producto que necesitan y el asesor financiero ejecuta esta decisión solo siguiendo los requerimientos del cliente. Por ejemplo, cuando se solicita un tipo de cambio, el asesor financiero puede generar recomendaciones sobre si es recomendable comprar/vender dólares un día en particular, pero dependerá más de las necesidades del cliente. En las otras áreas, son los especialistas o sus jefes quienes toman las decisiones, por lo cual también se mencionó que sería útil evaluar los sesgos de las jefaturas para asegurarse que los especialistas no incurrieran en los mismos. Claudio Madrid comentaba que, de alguna forma, podemos tener algún sesgo si es que el líder es el que tiene ese sesgo (C. Madrid, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

Por todo lo mencionado anteriormente, una oportunidad para la aplicación del Behavioral Finance es que los especialistas conozcan los posibles sesgos en los que incurren no solo ellos (o sus áreas), sino también sus clientes.

1.4. Retos organizacionales para la banca de inversiones

En cuanto a los retos organizacionales para la banca de inversiones, al inicio del estudio se estimaron variables que podrían representar obstáculos dentro de la banca para la aplicación de Behavioral Finance tales como perfil del riesgo de la banca, burocracia, asignación de recursos, priorización de proyectos y apertura al cambio. Sin embargo, durante la etapa de entrevistas a los especialistas, se encontraron variables adicionales relevantes como la tecnología, y se desestimaron las variables de burocracia, asignación de recursos y priorización de proyectos debido a que no fueron mencionadas en ninguna de las entrevistas realizadas.

1.4.1. Perfil de riesgo de la banca

Gracias a las contribuciones de los colaboradores entrevistados, encontramos que el perfil de riesgo de las cuatro principales instituciones bancarias de Perú es conservador. Esta condición de aversión al riesgo, por lo tanto, se ve reflejado en las estrategias de la banca de inversiones de cada entidad. V. León (comunicación personal, 29 de diciembre de 2020) lo comenta con la siguiente cita “la organización donde yo laboro es más conservadora hacia el final, eso es por lo menos lo que se implanta, son valores, lo que nos transmiten, es muy conservadora; entonces, pues, uno tiene que alinearse”. Entonces, independientemente del nivel de aversión al riesgo que un asesor financiero o trader pueda tener tienen que adaptarse al nivel de riesgo que maneja la empresa. De igual forma, esta disposición afecta a la selección de clientes y sectores con los que la entidad bancaria decide trabajar.

Hay clientes con los que el banco no quiere trabajar, hay sectores con los que el banco no le gusta trabajar, por más potencial de negocio que haya en esa línea ¿correcto? Eh, el apetito de riesgo del banco es súper, súper, súper conservador en términos generales (T. Miyamoto, comunicación personal, 19 de diciembre de 2020).

Asimismo, el perfil de riesgo de los clientes parece estar alineado con la de las entidades bancarias pues según lo comentado por V. Rojas (comunicación personal, 21 de diciembre de 2020) “los clientes que tenemos no son tan riesgosos, o sea, no son tan amantes al riesgo, quieren algo mucho más conservador, así la tasa sea un poco más baja”. Este perfil de riesgo de los clientes termina modelando la oferta de productos del banco debido a que estos se concentrarán en fondos o inversiones más seguras, menos riesgosas y con retornos limitados. Julio Cubillas

(comunicación personal, 30 de diciembre 2020) concuerda con esta situación y menciona lo siguiente:

Es muy limitado el riesgo que el peruano promedio toma; yo creo que hay mucho por hacer ahí en cuanto a educación financiera, y que tiene que empezar desde los más jóvenes a decirles, efectivamente, que aquel ahorro que él tenga, al momento que va empezando su vida laboral, pues tiene que saber orientarlo hacia sus logros futuros.

Entonces, se desprende que gran parte de la población económicamente activa prefiere productos bancarios comunes y de bajo riesgo como depósitos a plazo para guardar su dinero y generar una rentabilidad mínima; sin embargo, Cubillas indica que hay más opciones (por ejemplo, fondos mutuos y otros instrumentos de inversión) de donde se pueden obtener una mayor rentabilidad en menos tiempo.

Ante la pregunta correspondiente a los retos de la banca de inversiones peruana, la mayoría de los entrevistados realizaba una comparación entre esta y pares de la región, pero especialmente con la banca de inversiones norteamericana. Las menciones más frecuentes están relacionadas a la cantidad de inversores activos, la cuantiosidad de los montos transaccionados, sofisticación de los productos y la educación financiera de la población. En primer lugar, los entrevistados establecen una relación causal entre la cantidad de inversores activos y la educación financiera de la población. Esto se ve reflejado de mejor manera con el comentario de Jair Daviran (comunicación personal, 22 de diciembre de 2020) en donde indica lo siguiente:

Debería haber un curso de educación financiera desde primaria, secundaria para que te prepare y se siga desarrollando ese tema (mercado de capitales); yo creo que, por ejemplo, comparándolo con Estados Unidos que, pucha, hay personas que desde los 18, 19 años, o sea más del 50% tiene acciones.

Por lo tanto, se tiene un parque limitado de clientes y al tener una menor masa de participantes en el mundo de las inversiones, como consecuencia, la banca de inversiones peruana goza de una menor cantidad de transacciones pactadas. “El problema de nuestro país es un poco la falta de educación financiera ¿no? porque, si hubiera más educación financiera, eso traería tal vez también más flujos, y más inversiones, y más movimiento en el mercado de capitales” (J. Davirán, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

Asimismo, la falta de educación temprana financiera en la población peruana también se vería reflejada en la demanda de productos e instrumentos financieros más sofisticados. “Hay muchas empresas familiares ¿correcto? y el dueño, el CFO le dice “no, no me hables nada de derivados financieros”, ahí tienes un sesgo; pese a que el derivado le va a solucionar el problema

del estado financiero en la pérdida por diferencia en cambio, ya pues ahí tú no puedes hacer nada” (T. Miyamoto, comunicación personal, 19 de diciembre de 2020). Los especialistas coinciden en que tantas empresas pequeñas, inversionistas retail y la población general carecen de conocimientos básicos e información sobre la banca de inversión y productos financieros. Es por eso que al momento en que los especialistas presentan productos tales como forwards, swaps, futuros, entre otros; para solucionar las necesidades de los clientes, estos muchas veces se muestran renuentes a aceptar soluciones generalmente más beneficiosas.

Sin embargo, este estudio también encontró que, en vista de la negativa de ciertos segmentos de clientes a productos financieros más sofisticados, los asesores optan por dejar de sugerir completamente estos tipos de productos. “El peruano no tiene costumbre de invertir, no tiene costumbre de invertir, no conoce, no tiene, no conoce muy a detalle las oportunidades que tiene; entonces, ese conocimiento pues lleva a que no se generen decisiones de inversión adecuadas” (V. León, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020). Ya sea por una estrategia comercial para mejorar la aceptación de sus propuestas sugeridas o por una heurística del negocio, muchos clientes no se enteran de la posibilidad de pactar estos productos con la banca y, por consiguiente, la banca pierde tanto la oportunidad de rentabilizar como la posibilidad de ampliar el mercado de productos financieros sofisticados a una base más grande de clientes.

Yo creo que tenemos un largo camino por recorrer todavía, que tiene que empezar desde la formación financiera desde joven, para que el promedio se adecúe a tomar riesgo dependiendo de lo que quiere y en diferentes períodos de su vida, y que eso va a terminar ayudando, sin dudas, al desarrollo de mercados de capitales que tiene, más que todo, la falencia por el lado de demanda más que por el lado de oferta (J. Cubillas, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

1.4.2. Tecnología

La variable de tecnología también fue mencionada reiteradas veces entre los entrevistados en especial como una forma de propuesta o idea sobre cómo llegar a más personas o empresas que buscan rentabilizar su dinero. La tecnología es vista como una alternativa para facilitar el acceso al mundo de las inversiones a más personas y así lograr aumentar la masa de clientes de la banca de inversiones. Claudio Madrid (comunicación personal, 22 de diciembre del 2020) mencionaba lo siguiente:

La digitalización y utilizar los smartphones realmente para tener a la mano, no solamente información, sino canales donde uno pueda decidir dónde meter el dinero, creo que es un gran reto y creo que sería el puente ideal para que en Perú se empiece a invertir, porque,

de otra forma, realmente, dudo mucho que una persona, especialmente las personas que ya tienen cierta edad.

Estas declaraciones dejan entrever el reconocimiento desde la banca de inversiones por la urgencia de aumentar la cantidad de clientes a los que llega y la necesidad de innovar su presencia en nuevos canales para lograr este objetivo.

1.4.3. Apertura al cambio

En relación con esta situación, la cultura organizacional de la banca de inversión se muestra con gran interés de adaptarse a los cambios y retos que depara la actualidad sin distinción entre entidades. Todos los entrevistados hacen mención de cómo su empresa empleadora se muestra abierta al cambio mediante la creación de canales de comunicación específicos, concursos de innovación y la apertura a nuevas ideas desde cada líder de equipo.

Sí tenemos canales donde nosotros podemos presentar las cosas, sí somos escuchados, sí son elevados ¿no? cada vez a las jefaturas en función al desarrollo o lo que estamos planteando ¿ok? O sea, sí, definitivamente hay un canal en donde nos escuchan, hasta inclusive el mismo banco propone proyectos de innovación donde involucran a todas las áreas; entonces, hay concursos (C. Madrid, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

Si bien, tal como lo menciona Escalante “depende mucho del gerente de área, qué tan dispuesto esté a, no sé, escuchar, a tomar en cuenta las opiniones de los demás” (comunicación personal, 22 de diciembre de 2020), los cuatro bancos principales del Perú se caracterizan por impartir esta cultura de innovación, lo cual queda en evidencia entre sus colaboradores quienes no tienen reparos en presentar sus ideas puesto que saben que se les darán todas las facilidades para hacer de su idea una realidad si es beneficiosa para el banco. “No son desarrollos que hagamos nosotros, obviamente, pero sí los proponemos, y más de una vez han salido al mercado” (C. Madrid, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

1.5. Retos académicos para la aplicación del Behavioral Finance

En el caso de los retos académicos, en un primer momento, postulamos que la subvariable que mayor impacto tendría sería el conocimiento del Behavioral Finance por parte de los especialistas (teoría sólida); no obstante, los entrevistados comentaron acerca de la alfabetización financiera y formación. Del mismo modo, hemos añadido una subvariable más, la cual es el conocimiento de la banca de inversiones, puesto que algunos especialistas no reconocían a sus áreas como parte de la banca de inversión incluso cuando la teoría dice lo contrario y las propias páginas web de sus organizaciones también.

1.5.1. Teoría sólida

En el caso de teoría sólida, en un principio, no se consideró en la guía de preguntas consultarles a los especialistas si conocían o no el Behavioral Finance. Sin embargo, notamos que, al leer el título de la tesis en el consentimiento informado, los especialistas nos realizaban comentarios sobre el Behavioral Finance y decidimos añadir esta pregunta en la guía. De los entrevistados, los que conocían sobre el Behavioral Finance, mencionaron que fue por el CFA, por papers y solo dos mencionaron que lo vieron en la universidad. Esto se evidencia en lo mencionado por J. Cubillas (comunicación personal, 30 de diciembre de 2020):

Los estrategas estamos siempre casi todos en la misma línea de lo que es la capacitación o la certificación del CFA, y por ese lado, a medida que va creciendo esa nueva conducta de economía conductual, pues obliga a uno a enterarse un poco más, y uno a la medida que va leyendo, se va dando cuenta de “oye, efectivamente, esto va existiendo desde que soy un analista bottom-up, hasta que soy un trader.

Los que mencionaron haberlo estudiado en la universidad, dijeron lo siguiente: “Yo he llevado un curso de Behavioral Finance en la universidad. Yo estudié Economía entonces sí lo he estudiado” (V. Rojas, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020). Así mismo, A. Delgado (comunicación personal, 19 de diciembre de 2020) añadió lo siguiente:

De la universidad, pero no como curso, lo llevé como un tema en un curso que se llamaba Juegos y Contratos. He leído un par de paper sobre Behavioral Finance, de hecho, en inversiones sé que se utiliza para analizar cómo puede haber un rendimiento de un activo.

Cabe resaltar que los que mencionaron esto, han acabado la universidad hace aproximadamente 2 años, es decir, esto refuerza la idea de que el Behavioral Finance como corriente nueva está siendo estudiada en Perú.

Finalmente, dos jefes del área de Asset Management (ver Anexo I) comentaban que es un tema que posee cada vez más prioridad y está cada vez más presente en la academia. Rodrigo Morales, comentaba lo siguiente:

En mi caso, yo vengo con cierto expertise en Behavioral Finance. He tomado un curso, cursos ejecutivos en Harvard sobre decisiones de inversión y Behavioral Finance, y en la maestría, en los MBAs, me acabo de graduar de un MBA, ya incorporan temas de Behavioral Economics en la currícula (R. Morales, comunicación personal, 3 de febrero de 2020).

Por su lado, G. Yrigoyen (comunicación personal, 1 de febrero de 2020) comenta lo siguiente:

Es un tema que yo lo he venido escuchando y lo leo, digamos en los últimos años, y básicamente es eso, un poco leyendo información que me llega, por ahí algún, alguna nota, o algún paper, y también por el mismo, por el mismo banco, que está impulsando bastante el tema de behavioral los últimos meses.

Debido a estas menciones, se desprende que, a pesar de que en el Perú recién sea BBVA quien lo esté incorporando, a través de la academia, Behavioral Finance cobra cada vez más difusión y estudio.

1.5.2. Alfabetización financiera

Para los especialistas, el mayor reto académico de la banca de inversión peruana es la alfabetización financiera. Esto debido a que una sólida cultura financiera lograría mejores flujos de dinero y mayor movimiento en el mercado de capitales. De la misma forma, esta impulsaría a la sofisticación de productos y educación de los clientes con respecto a los mismos, con lo cual aumentarían su capital. Ellos comentan que los clientes son conservadores y no suelen invertir por desconocimiento de los productos.

La opinión de los entrevistados fue la siguiente:

Yo creo que en Perú eso es bastante pobre todavía en cuanto a cultura financiera, y eso es algo que tiene que crecer por el lado de Wealth Management. Pero, también creo que es algo que eso se va a sofisticar más, y cada vez, las personas de altos patrimonios van a seguir buscando este tipo de productos que les permitan estar cómodos en su nivel de riesgo sin tener que desviarse, de repente, tomando un producto más estructurado que les permita estar cómodos en el horizonte que ellos quieren (J. Cubillas, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

También se mencionó la falta de inversión por parte de los peruanos:

El peruano no tiene costumbre de invertir, no conoce muy a detalle las oportunidades que tiene; entonces, ese conocimiento pues lleva a que no se generen decisiones de inversión adecuadas. Entonces, creo que está el rol educativo, está el rol de sofisticación de en cuanto a productos que se ofrecen en esta área, y finalmente, creo, sería también el lado tecnológico (V. León, comunicación personal, 29 de diciembre de 2020).

Una posible solución para eliminarlo, según un entrevistado, es a través de la educación:

Debería haber un curso de educación financiera desde primaria, secundaria para que te prepare y se siga desarrollando ese tema; pero, yo creo que, por ejemplo, comparándolo con Estados Unidos que, pucha, hay personas que desde los 18, 19 años, o sea más del 50% tiene acciones (J. Davirán, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020).

De acuerdo a lo mencionado anteriormente, se desprende que, en nuestro país, existe una gran brecha entre un grupo reducido que posee conocimientos de la banca de inversión y un gran número de personas que lo desconoce. Es por ello que una solución para reducir esa brecha es empezando a incluir temas de bancarización (nivel básico) en los colegios y, por otro lado, culturizar a las personas a través de webinar, charlas sobre los beneficios de la banca de inversión. Esto conllevaría a un crecimiento del mercado de capitales, con lo cual los productos se sofisticarían y la banca de inversión en el Perú sentaría sus bases para una aplicación más necesaria y urgente del Behavioral Finance.

1.5.3. Formación

Con respecto a Formación, los entrevistados mencionaron que, si bien el Estado y la banca deberían culturizar al país, es también la banca la que debe capacitar a sus colaboradores a través de cursos. Valeria Rojas (Tesorería, BBVA) comenta que en su organización existen cursos de Behavioral Finance en Campus BBVA y que estos deben ser necesarios para cualquier colaborador de Banca de Inversión que trabaje directamente con clientes deberían llevarlos (V. Rojas, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020).

Asimismo, el jefe de Asset Management, BBVA, comentó lo siguiente:

Nosotros utilizamos conceptos de Behavioral Finance para nuestro proceso inversor, y yo considero que cualquier proceso inversor serio debería tener conceptos de Behavioral Finance; nosotros mitigamos los sesgos, somos bien conscientes de, somos conscientes de los sesgos conductuales y por eso tratamos de mitigarlos con herramientas sistemáticas (R. Morales, comunicación personal, 3 de febrero de 2021).

En este punto, se evidencia que en BBVA ya existen áreas formadas en Behavioral Finance que lo aplican en su día a día. Sin embargo, que esta Formación aún no llega a todo el banco ni a todas las áreas, pero que es sumamente necesaria para que las áreas de inversión puedan conocer los sesgos de sus clientes para asesorarlos de acuerdo a los mismos.

No obstante, Alejandro Rodríguez, (comunicación personal, 11 de febrero de 2020), comenta que el foco no es solamente formar. Para él, debería existir una mezcla entre formación alineada a la definición del Behavioral Finance, pero resaltando el para qué es útil utilizarla y

cómo pueden aplicarla en su día a día. Esto último es mucho más importante que si los especialistas conocen la definición del Behavioral Finance.

1.5.4. Oportunidades para la aplicación del Behavioral Finance

Un hallazgo importante descubierto en las entrevistas fue la necesidad de los especialistas de inversión de conocer a su cliente. Según el Asset Management, BBVA, “el cliente no interviene cuando el portafolio está más construido, porque una de las reglas del portafolio discrecional es que nosotros tomamos la decisión por él. Esto es diferente a un portafolio asesorado, donde ellos sí, de acuerdo al perfil, se le ofrecen una serie de productos, y el cliente toma la decisión de comprarlo o de venderlo” (G. Yrigoyen, comunicación personal, 1 de febrero de 2021). Como se puede observar, según lo mencionado por Guillermo, existe mayor cercanía con los clientes cuando ellos también son parte de la estructuración de su portafolio. Asimismo, él añade lo siguiente:

Conversación directa con el cliente, donde se le pregunta su perfil, su horizonte de inversión, sus necesidades, sus flujos de entrada y de salida, que nos permitan a nosotros, de alguna manera, calibrar ese perfil y que vaya de la mano realmente con lo que el cliente está buscando (G. Yrigoyen, comunicación personal, 1 de febrero de 2021).

Es en este punto, en el que se evidencia la necesidad de añadir el Behavioral Finance. Por otro lado, el Asset Management, BBVA, comenta lo siguiente:

El principal reto de fondos mutuos es la migración de los partícipes hacia portafolios menos conservadores, hacia portafolios que son, pueden ser entre moderados y agresivos, pues nuestra gama de clientes está desalineada con respecto a lo que podría ser una cartera óptima (R. Morales, comunicación personal, 3 de febrero de 2021).

Esto puede ser debido a los sesgos que posean los clientes, los cuales son sumamente importantes conocer para lograr un cambio de pensamiento y de adopción al riesgo. Finalmente, Jorge Castro, Asset Management, BBVA, comenta lo siguiente:

La limitación creo que va por ahí, es un tema que hay que trabajar en el banco, no estamos llegando a los clientes, a la gran masa de clientes, y número de clientes es inmensa acá, en lo que manejamos en BBVA, si sacamos a los clientes de privada y prime que son los más importantes, porque entre privada y prime son 55 mil clientes nada más (J. Castro, comunicación personal, 4 de febrero de 2021).

Es por ello que consideramos que la utilización del Behavioral Finance podría mejorar el entendimiento de las necesidades de los clientes y fortalecer la cercanía del banco con ellos, además de mejorar la rentabilidad de sus portafolios.

1.5.5. Conocimiento de la banca de inversiones

Uno de los mayores hallazgos de esta investigación fue identificar que, previo a la entrevista y un par en plena entrevista, no consideraban a sus áreas como parte de la banca de inversión. “No sé si va muy enfocado a la parte de inversión, yo si tengo conocimiento, sin embargo, no es exactamente el área en la que yo me desempeño” (C. Madrid, comunicación personal, 22 de diciembre de 2020). Otro comentario fue el siguiente:

Yo no estoy en banca de inversión, o sea ahí, por ejemplo, como industria, la banca de inversión no es la tesorería, por ejemplo, ¿no? O sea, la banca de inversión es el M&A, quizás, te refieres más a los bancos grandes estos que forman como un, que son un banco de inversión grande, pero, te refieres a más el trading, el manejar un portafolio (G. Escandón, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

En ambos casos, las áreas a las que pertenecen son Tesorería y Asset Management respectivamente. Estas áreas, por teoría y por organigramas de los bancos, pertenecen a la banca de inversión; en estos casos, un entrevistado consideraba que M&A estaba más enfocada en inversión que Asset Management; y, en el otro caso, el entrevistado simplemente no estaba seguro de si Tesorería pertenecía o no.

Una de las respuestas que encontramos a este desconocimiento fue que los inversionistas entrevistados comparan a los bancos peruanos con los bancos de inversión americanos. Esto se evidencia en la siguiente cita:

Quizás en el Perú no hay una banca de inversión, así como en Estados Unidos, las tesorerías acá atienden más a los clientes naturales, o quizás a los corporativos grandes que necesitan tomar derivados, no sé, como Alicorp o demás, o una minera; que necesitan algún producto especial, pero no creería que hay algo de behavioral ahí, necesitaría un mercado mucho más profundo, desarrollado para poder tener ese tipo de cosas (G. Escandón, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

En este caso, el entrevistado tiene la duda de si su área pertenece a la banca de inversión, debido a que en Perú los bancos son comerciales con áreas de inversión y no de inversiones propiamente. Este hallazgo revela que, la alfabetización financiera incluso debería incluir los grupos de especialistas que se consideraba que poseían conocimientos sólidos sobre la banca de inversión.

2. Principales hallazgos de los expertos en Behavioral Finance

A diferencia de lo comentado anteriormente, los expertos de Behavioral Finance explican que “la racionalidad, en este caso, de su conocimiento, corrige el sesgo, es decir, el tener un

sistema cognitivo potente en una determinada materia te corrige los posibles sesgos que podrías tener sobre esa determinada materia; pero no te exime de tener ningún sesgo” (Pedro Martinez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020). Del mismo modo, la Dra. Ripsy Bondia (comunicación personal, 30 de diciembre de 2020) comenta lo siguiente:

I believe some of them will affect professional investors also because, at the end of the day, they’re also humans [...] professional investors also follow a lot of herd mentality or the social proof bias a lot there in institutional investors or the professional investors so you say. So I think that is one bias which is definitely in the professional investors as well.

Sin embargo, coinciden en que, a diferencia de los clientes que suelen incurrir en estos sesgos debido a una falta de formación especializada en temas de productos financieros, los especialistas al final del día son humanos también y es por eso que incurren en sesgos a pesar de su conocimiento especializado. Lo que nos comentan los expertos es que al momento de la toma de decisiones es su propio conocimiento específico en su campo de trabajo lo que los restringe de tomar decisiones sesgadas la mayoría del tiempo, pero esto no evita que incurran en sesgos de vez en cuando si la situación lo permite (horizontes de evaluación cortos, presión psicológica, etc.).

El inversor asesor tiene los mismos sesgos que el inversor cliente, y que desgraciadamente, en ciertas ocasiones, no corrige su profesionalidad el sesgo; pero, también es cierto que el asesor tiene una estructura de aversión al riesgo lógica por la propia presión de los resultados, por la propia presión, muchas veces, del sistema de incentivos de su propia compensación (P. Martinez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020).

Ante esta situación, el experto O. Stolper (comunicación personal, 11 de enero de 2021) comenta que “institutional investors have an opportunity to exploit mispricings, the company is playing by efficient markets, buying means of behavioral trends issues”. Esto quiere decir que las entidades que inviertan en formar conocimientos de ciencias comportamentales en las áreas de banca de inversión tienen menos probabilidades de caer en sesgos o tendencias del mercado. Tal como lo indica el experto,

The biggest benefit of applying behavioral finance, insights centers around the individual is to try to prevent the mistakes. So you can design certain tools and devices such that they sort of nudge people to all the right decisions, or likewise, you know, help them not doing decisions that their future selves would not like (O. Stolper, comunicación personal, 11 de enero de 2021).

Del mismo modo, el experto Jose Arellano considera que “esa empatía que generas con, reconociendo tus propios sesgos, hace que puedas estar más propenso a saber cómo operan en los demás y tomar acciones para corregirlos o capitalizarlos, buscando obviamente su bienestar” (Comunicación personal, 3 de febrero de 2021).

Por otro lado, los expertos coinciden con los especialistas en cuanto a la existencia de sesgos entre los clientes de la banca de inversiones. Inclusive, el Dr. P. Martinez (comunicación personal, 21 de diciembre de 2020) menciona que, en comparación, los clientes pueden experimentar una mayor cantidad y grado de sesgos precisamente debido a su limitado conocimiento de productos financieros.

El inversor cliente, bajo una misma lógica, tiene menos conocimiento que el inversor asesor, por tanto, está más sometido a la influencia de los sesgos cognitivos, porque los domina menos; y se deja llevar por efectos mágicos de que el dinero siempre se revaloriza.

Este experto, asimismo, llega a mencionar que, debido a la falta de conocimiento y la habilidad de procesar racionalmente estas operaciones como consecuencia, los clientes o inversores retail dirigen sus decisiones de inversión bajo otro tipo de fundamento. “No estamos hablando de un inversor racional, estamos hablando de un inversor donde lo emocional le influye de manera espontánea frente a la racionalidad” (P. Martínez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020).

2.1. Sesgos cognitivos

En cuanto a los sesgos cognitivos, la Dra. R. Bondia comenta que entre los clientes o “retail investors”, como ella los denomina, se encuentra presente el sesgo de comportamiento de rebaño. En este caso, las decisiones de los inversores están fuertemente influenciadas por lo que el resto de personas hacen. “The heard bias is when, if everybody is talking about a politic in a sector or stock, retail investors are again bound, or would inclined to follow such talks or sectors, rather than doing the contrarian approach” (R. Bondia, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020). Behavioral Finance trata de explicar esta acción en cuanto a que las personas reducen el riesgo de equivocarse siguiendo a los demás ante la suposición de que la mayoría tenga más información o sepa más que el individuo solo.

Asimismo, una variante del comportamiento de rebaño, es el sesgo del efecto halo. Este sesgo consiste en que el inversor seguirá la información o accionar de personas en las que esta confía. “There is also information, you know, which people see from their friends and family got off the recommendations, yeah, so these are the main sources of information” (R. Bondia, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020). En estos casos, las personas toman la

información provista de estas personas referentes y evita cuestionarlas comparándolas con cualquier otra información disponible sobre el mercado.

Consecuentemente, tal como lo comenta R. Bondia “if I get a recommendation, tipsafe from my friend, I would search, when I search for information on the internet, I would want, you know, or I’m more inclined to see information that confirms my hypothesis related to that tip” (Comunicación personal, 30 de diciembre de 2020). En otras palabras, el inversor se enfoca únicamente en la información que confirma sus creencias previas. A pesar que la fuente de información pueda estar equivocada o sesgada, será difícil para el inversor entender que está equivocado.

2.2. Sesgos heurísticos

Del mismo modo, los sesgos heurísticos también pueden llevar a los inversores a cometer decisiones subóptimas. El Dr. P. Martinez (comunicación personal, 21 de diciembre de 2020) menciona lo siguiente:

las heurísticas son atajos de nuestro sistema cognitivo que hace que, en vez de preocuparnos de la complejidad del asunto, cojamos un atajo, una solución y ya está [...] los atajos en los sistemas cognitivos son propicios, son mecanismos que nos conllevan a tomar decisiones malas, para mí.

Al igual que con los especialistas, los inversores tienen mucha información a su alcance. “With the advent of technology the plethora of sources of information has increased tremendously, so, you know, retail investors would gather information from a lot of apps on phones these days, which provide information of the stock market” (R. Bondia, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020). Sin embargo, ante la amplia cantidad de oferta de información, sobre todo en el internet, aumenta la relevancia de confirmar la procedencia y legitimidad de la información que se consume. Además, como se mencionó anteriormente, la presencia de mucha información puede afectar la recordación y procesamiento de la misma. Ante esto, la Dra. R. Bondia (comunicación personal, 30 de diciembre de 2020) menciona su conclusión respecto a la cantidad de información disponible y su efecto en los sesgos de los inversores.

I have information tip about 50 stocks that are available to me, I’m more inclined to use biases like familiarity or anchoring [...] which is like a quick shot confirming the processed information. So I think the more information available, the more will be your use of your sticks and biases.

Por último, los expertos reconocen otra forma de heurística dentro de la toma de decisiones de inversión. Este atajo consiste en tomar decisiones rápidas sobre temas conocidos puesto que históricamente el resultado de esta acción fue beneficioso para el inversor. “Retail or individual investors are more inclined to invest, again, in those stocks which had given positive returns in the past, and then want to avoid stocks which had given negative returns in their pasts” (R. Bondia, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

2.3. Oportunidades

Antes de hablar de las oportunidades de aplicación de Behavioral Finance, los expertos consideraron necesaria la mención del objetivo principal de Behavioral Finance en la Banca de Inversiones. Tal como lo comenta P. Martinez (comunicación personal, 21 de diciembre de 2020) “la implementación del behavioral finance [...] no va a ayudar ni al asesor inversor ni al asesor cliente a ganar más dinero, o sea, esto no tiene que ver con el conocimiento del producto, con el conocimiento de activos financieros”. Esto se debe a que el foco de Behavioral Finance es principalmente el comportamiento del inversor o especialista, mas no del mercado.

The biggest utility is when one realizes that it is more related to beliefs rather than fundamentals, any investor can take huge opportunities and make huge gains if he or she understands that how the market is being determined by the behavior rather than only by the fundamentals (Ripsy Bondia, comunicación personal, 30 de diciembre de 2020).

Con esta cita, Ripsy aporta a lo mencionado anteriormente indicando que Behavioral Finance ayuda a entender de mejor manera el comportamiento del mercado y cómo reaccionan las personas a este.

Entonces, los expertos consideran que, conociéndose mejor, el inversor o asesor financiero puede tomar mejores decisiones que dependen plenamente de su razón y por consiguiente mejorar su gestión activa de portafolio.

Si yo me conozco mejor y tomo mejores decisiones de inversión, gano más o, insisto, pierdo menos; porque, yo, al cliente le voy a cobrar un fee por mi asesoramiento, pero luego, empieza a ver la marca de inversión un fee variable que es en relación a los resultados que yo consiga. Hay tanta competencia que, claro, hay también un fee variable, si yo ese fee variable consigo mejorarlo por mi mejor gestión, eso lo puedo traducir, ese resultado mejor en incentivos para las personas que han ayudado a conseguir ese mejor resultado, y que forme parte de sus sistemas de compensación variable (P. Martinez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020).

Lo mencionado por Pedro es complementado por J. Arellado (comunicación personal, 3 de febrero de 2020), de Heurística, quien comenta lo siguiente: “Si el cliente tiene ciertos sesgos o ciertas tendencias que puedes, de alguna manera detectar, y luego usar para predecir qué es lo que va a preferir, estás por buen camino, si es que le haces caso a esa evidencia”. En ese sentido, la aplicación del Behavioral Finance en la banca de inversiones evidencia las necesidades, preferencias y expectativas de los clientes y de su rentabilidad esperada.

A. Rodríguez, Head de Behavioral Economics, BBVA España, menciona cómo en el banco detectaron que Behavioral Economics podría ayudar pues a dar mejor comprensión a los clientes “de productos, incluso a que tomen mejores decisiones, más informadas, con un marco de decisión óptimo, y como todo este conocimiento optimizado dirigido al cliente mejoraba la relación, el entendimiento, y por lo tanto la comprensión y el servicio” (A. Rodríguez, comunicación personal, 11 de febrero de 2020). Con esta cita, se refuerza lo comentado anteriormente, puesto que Alejandro fue uno de los líderes en la creación del área de Behavioral Economics en BBVA Holding. Él comenta que primero iniciaron con la creación de esta área y luego empezaron a formar a sus colaboradores a nivel mundial en temas de Behavioral Finance. Sin embargo, esto aún no se evidencia en todas las áreas de banca de inversión de todo el grupo BBVA, puesto que es un proceso arduo, en el cual están testeando cuáles son las mejores estrategias y herramientas del Behavioral Finance de acuerdo a las necesidades de sus clientes. Por otro lado, A. Rodríguez (comunicación personal, 11 de febrero de 2020) resalta que existen sesgos tanto en los clientes como en los colaboradores del banco.

Igualmente, de cara interna a la organización, también aquellos que manejan, construyen productos y activos de inversión, de cara a esos clientes, pues también tienen una serie de sesgos que le pueden estar afectando para realizar esas inversiones y esos movimientos, oye pues, cómo esta ciencia, esta disciplina, y este conocimiento puede apoyarles para mitigar esos sesgos y esos riesgos que tienen.

De lo comentado por Alejandro, se puede evidenciar que las organizaciones poseen dos sujetos de estudio: sus clientes y sus colaboradores. En primer lugar, Behavioral Finance es un gran aporte para conocer los sesgos de los clientes y crear un vínculo más cercano de ellos con la organización; en segundo lugar, conocer los sesgos de los asesores/especialistas podría reducir la toma de decisiones irracionales, las cuales se evidencian en no realizar recomendaciones óptimas para los clientes.

En cuanto a las oportunidades de aplicabilidad de Behavioral Finance, se encontraron dos principales aristas: la no necesidad de un contexto específico, y la competitividad entre entidades. En primer lugar, P. Martínez (comunicación personal, 21 de diciembre de 2020) considera que

el Behavioral Finance no conoce contextos de país, porque, al final, lo que estamos hablando es de sesgos del comportamiento, por decirlo de una manera muy concreta, pero que tienen que ver con el entorno de decisión en el que toma el inversor sus decisiones de inversión.

En otras palabras, la aplicabilidad de Behavioral Finance se puede dar en cualquier mercado financiero sin importar el tamaño o sofisticación de productos debido a que al fin y al cabo los agentes tomadores de decisiones son humanos y que pueden incurrir en sesgos. Sin embargo, en mercados más sofisticados, al complejizar la oferta de productos el asesor poseerá mayor agencia en la recomendación de los mismos, con lo cual podría incurrir en mayores sesgos en comparación con un mercado menos sofisticado, cuya oferta no posea mucha variedad de productos.

En segundo lugar, P. Martínez reconoce que iniciar la aplicación de Behavioral Finance en la Banca de inversiones es complicado pues es una decisión estratégica de la alta gerencia. No obstante, al momento en que una de las principales bancas del país comience a incluir temas comportamentales dentro de su gestión, el resto de entidades seguirá pues deben mantenerse competitivos.

Es una decisión política de la alta dirección, del gerente general o del que esté más arriba de él, y a eso le puede empujar la propia presión del mercado, le puede empujar que un competidor como BBVA eso ya lo tiene implementado, le puede empujar el conocimiento de las nuevas prácticas que están haciendo otro tipo de bancas de inversión en todo el mundo; el origen del empuje puede ser diverso, pero, al final, es una decisión política, si el máximo directivo no la toma, va a ser difícil (P. Martínez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020).

2.4. Retos de la aplicabilidad de Behavioral Finance

De acuerdo a las entrevistas realizadas, los expertos coinciden que el principal reto de la aplicabilidad de Behavioral Finance es la educación financiera del cliente tanto en conceptos de conocimiento financiero básico como la instrucción en temas de Behavioral Finance. En primer lugar, los expertos consideran que los clientes deben poseer cierto nivel de conocimiento de los productos y su nivel de riesgo, de modo que entienden cómo funcionan las operaciones y no se frustran cuando suceden eventualidades.

Cuando uno acomete una decisión de inversión, tiene que firmar, y tiene que dar el visto bueno también, para asumir que uno sabe dónde se mete, en qué tipo de activo financiero está invirtiendo; porque no solamente, por un lado, está el razonamiento psicológico, o

sea, el nivel de riesgo psicológico que tiene que aceptar el inversor, como por otro lado, el nivel de conocimiento financiero (P. Martínez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020).

En segundo lugar, se mencionó el reto de trasladar conceptos de Behavioral Finance a los clientes. “Hay incluso organizaciones que están apostando por formar a sus clientes también, incluso sus clientes VIP, y hacer algún tipo de taller donde les explican, pues, cómo al final funcionamos, el mecanismo del ser humano a la hora de tomar decisiones de inversión financiera” (P. Martínez, comunicación personal, 21 de diciembre de 2020). Esto, sin embargo, se mencionó como un plan de dos partes. Por un lado, como menciona Pedro Martínez “la primera sería la de los asesores porque si se forma a los asesores, luego se puede formar a los clientes. Si la decisión se toma políticamente, se podría empezar con un grupo piloto de asesores, y con ellos trabajar los mecanismos para que ellos conozcan bien cómo funciona el ser humano, y una vez que eso se implemente, como, se implemente con el resto de capas de inversores asesores, se puede trasladar a un número determinado de clientes”.

Asimismo, R. Bondia (comunicación personal, 30 de diciembre de 2020) secunda esta propuesta de educación comportamental financiera puesto que considera que

If you can meet people aware of these biases that yes, this is how the decision making is happening, and look everybody is, you know, using this kind of shortcuts, this is may not be smart all, this shortcuts may not be smart all, that is the fact of the formal biases. If you can educate people on this, I think that could be a good application of behavioral finance.

Por último, Alejandro Rodríguez, experto en Behavioral Finance y Global Leader de la disciplina en el BBVA, nos comenta sobre cómo fue su experiencia en la creación del área de Behavioral Economics en esta entidad bancaria.

Siempre todos los comienzos son los más complicados ¿no? los de demostrar que esto es útil y demás, pero, simplemente, con los resultados de estos pilotos que te digo, ya se vio el valor; entonces, ahí ya se dio el pistoletazo, “oye, empecemos a construir (A. Rodríguez, comunicación personal, 11 de febrero de 2021).

En ese sentido, la decisión de la alta gerencia para la aplicación de ciencias comportamentales dentro de la organización depende de la convicción y conocimiento de los beneficios que estos estudios pueden traer: una buena comunicación de los resultados. Después de este primer paso, comenta que:

Se decidió crear una unidad dentro de la organización que empezase a interiorizar este conocimiento dentro del banco; veíamos que había poco conocimiento dentro, por supuesto, y fuera del banco también, no era una disciplina con mucha difusión, con muchos profesionales, ni siquiera con mucha enseñanza en escuelas de negocio. Entonces, teníamos que hacer, lo teníamos que construir in-house casi todo (A. Rodríguez, comunicación personal, 11 de febrero de 2021).

En esa misma línea, J. Arellano de Heurística (comunicación personal, 3 de febrero de 2020) comenta lo siguiente: “Necesitamos a gente formada de manera seria en este campo, porque, así haya demandas, si no hay oferta, lo que va a hacer es como o traes recurso humano extranjero, o lo vas formando”. Entonces estos dos expertos nos presentan 2 oportunidades de cómo desarrollar el conocimiento de Behavioral Finance dentro de las organizaciones: el primero, construir el conocimiento dentro de la organización mediante la contratación de colaboradores expertos que se desarrollen en las áreas comportamentales recién creadas y el segundo, recurrir a la ayuda de consultores externos que ayuden a inculcar estos conocimientos mediante workshops, talleres y seguimiento a los proyectos para asegurar el uso del conocimiento comportamental en el día a día de los especialistas de banca de inversión.

CONCLUSIONES

En el presente trabajo de investigación, se buscó identificar las posibilidades y las limitaciones de aplicar en la banca de inversión peruana elementos del Behavioral Finance que puedan contribuir a las decisiones de inversión. Para ello, se establecieron tres objetivos específicos.

En primer lugar, se inició por definir operativamente los componentes del Behavioral Finance y los actores locales que podrían intervenir en su aplicación. Esto se llevó a cabo con el capítulo 3 y 4, en los cuales se definieron los componentes del Behavioral Finance necesarios para su aplicación. En ese sentido, se precisaron qué eran los sesgos cognitivos y cuáles eran las heurísticas. Asimismo, se eligieron qué características podrían generar que los especialistas de la banca de inversión incurran en mayores sesgos o heurísticas. Con respecto a los actores locales, estos se identificaron en el capítulo 4 y 5. Por un lado, según la teoría, los actores eran la alta gerencia y las organizaciones de la banca de inversión; por otro lado, gracias al aporte de los especialistas entrevistados, se concluyó que existe una gran parte de responsabilidad también de entidades externas como lo son las organizaciones del sector educativo junto con el impulso de las entidades bancarias. Esto debido a que una mayor educación financiera en el país, aumentaría el mercado de capitales y, con ello, se sofisticarían los productos de inversión. El impulso del sector bancario se debe a que existe un claro beneficio para ellos, pero que también se refleja en un incremento de la economía del país al lograr que la ciudadanía gestione mejor su capital en inversiones.

En segundo lugar, respecto a las opiniones especializadas de la aplicabilidad de Behavioral Finance, los expertos se mostraron optimistas con el caso de la banca de inversiones peruana. Esto debido a que ellos consideran que la aplicabilidad de Behavioral Finance no depende de un nivel de desarrollo específico del mercado financiero ni de su banca de inversión. En la medida que la banca sea gestionada por personas, Behavioral Finance es aplicable a los colaboradores y clientes. Sin embargo, la utilidad de Behavioral Finance aumenta cuando el nivel de madurez del mercado es alto puesto que los productos de la misma se vuelven más sofisticados. Asimismo, la aplicabilidad de behavioral finance dependerá de la competitividad de las entidades financieras que conformen el sistema bancario. Puesto que la aplicabilidad, al ser una decisión de alta gerencia, mientras que un competidor lo implemente, el mercado empujará al resto de entidades a aplicarlo para mantener la competitividad. Finalmente, los expertos concuerdan que el principal reto de aplicabilidad será académico pues se tendrá que promover la alfabetización financiera en los clientes para luego pasar a un entendimiento comportamental del mercado.

Como tercer objetivo, se pretende contrastar las coincidencias y discrepancias de las opiniones de los actores y los especialistas vinculados a la aplicación del Behavioral Finance. Con respecto a las coincidencias entre los expertos y especialistas, se han encontrado tres principales: la alfabetización financiera, la competencia como impulso y colocar al cliente como centro del proceso de la toma de decisiones de inversión. Como se comentó anteriormente, la alfabetización financiera fue un reto relevante en el que coincidieron tanto especialistas de la banca de inversión como expertos del Behavioral Finance. Los expertos comentaron que el Behavioral Finance puede aplicarse en cualquier tipo de mercado (sin distinción), pero que la aplicación del mismo sería de mayor utilidad mientras más maduro sea el mercado, debido a la especialización, el aporte del Behavioral Finance será de mayor utilidad. Esto no significa que el Behavioral Finance no puede ir aplicándose desde ahora. Es más, el proceso de culturizar financieramente al país, será un proceso muy largo, en el cual se podrían invertir muchísimos recursos. Es por ello que cualquier aporte en esta culturización (ya sea por parte del Estado, Sector Educativo o por el Sector Bancario) irá sumando en su necesidad de enseñanza. De la misma manera, cabe resaltar que esto también implica un esfuerzo de los bancos en formar a sus colaboradores, ya que se encontraron en las entrevistas a algunos especialistas de la banca de inversión que no reconocían a sus áreas como parte de la misma.

En segundo lugar, tanto los expertos del Behavioral Finance como los especialistas reconocieron como factor relevante a la competencia, ya que actuaba como un impulsor de la aplicación del Behavioral Finance. Los expertos comentaban que la aplicación podría fomentarse si los otros bancos observan casos de éxitos en algún competidor. En el Perú, el banco que inició incluyendo Behavioral Economics (aún no Behavioral Finance) fue BBVA. Es por ello que sus colaboradores entrevistados (no en su totalidad) poseían conocimientos de los sesgos. Sin embargo, a pesar de que el área de Behavioral Economics en BBVA todavía no se centra en las áreas de Corporate & Investment Banking (área de BBVA), uno de sus colaboradores comentó que utilizaban Behavioral Finance. De esta forma, se podría evidenciar que, si bien en un inicio se creía que el Perú era totalmente ajeno al Behavioral Finance, sí existen indicios de que su aplicación es útil y viable para la banca de inversiones peruana.

Por último, debido al input de los entrevistados, se concluye que el agente que requiere con mayor urgencia el uso de Behavioral Finance es el cliente o inversor retail. Como consecuencia de su bajo conocimiento de productos financieros y la naturaleza del mercado de capitales, el cliente tiene más posibilidades de incurrir en sesgos cognitivos o heurísticas en la toma de decisiones. Esta situación no sólo afecta la rentabilidad propia del cliente, sino que al final estas decisiones impactan en la gestión de los especialistas en áreas donde el cliente tiene un alto nivel de poder de decisión.

Con respecto a las discrepancias entre especialistas de la banca de inversión y los expertos del Behavioral Finance, se encontraron dos principales: en primer lugar, los especialistas no reconocieron poseer sesgos y consideraban que era el cliente quien poseía los sesgos o incluso compañeros de su unidad, mas no quien era entrevistado; en segundo lugar, los sesgos pueden evidenciarse más según el tipo de producto que el asesor financiero ofrezca.

Al preguntarles a los especialistas por la posibilidad de incurrir en sesgos en su día a día, estos en su mayoría indicaron que eso no era posible y trasladaban la agencia de las malas decisiones a los clientes. Sin embargo, los expertos de Behavioral Finance opinan lo contrario. Estos consideran que si bien la educación y especialización que pueden tener los especialistas de la banca de inversión los salva de cometer muchos sesgos, esto no los exime de cometer alguno en algún momento. Situaciones como un horizonte reducido de evaluación, presión de incentivos o estrés psicológico son algunos de los casos donde un especialista tiene más probabilidades de incurrir en sesgos y heurísticas para la toma de decisiones. Se concluye entonces que si bien se puede priorizar la aplicación de Behavioral Finance en quienes más lo necesitan en el momento (clientes), no se debe negar la necesidad de esta tendencia en otras etapas y agentes de la banca de inversiones peruana.

En relación con que los sesgos puedan evidenciarse más según el tipo de producto, lo que evidenciaron los especialistas de la banca de inversión en contraste con la opinión de los expertos, es que hay productos, en los que es el cliente quien escoge y el asesor financiero (especialista) simplemente ejecuta la orden. En ese sentido, se buscó explicar en el capítulo 5 que los clientes también son tomadores de decisiones y, en algunos casos, poseen más poder de decisión que los asesores mismos. En estos casos, conectándolo con lo postulado por la autora Victoria Gasparruti, se deberían conocer no solo el perfil de riesgo del cliente, sino también su personalidad y experiencia en inversiones. Este hallazgo nos evidencia que el foco inicial si bien eran los asesores financieros, se podrían obtener mejores resultados de enfocar la aplicación del Behavioral Finance en un mayor conocimiento del cliente y los posibles sesgos que este pueda cometer con el fin de mejorar la rentabilidad de su portafolio.

Finalmente, después de todo lo expuesto anteriormente, se concluye que la aplicación del Behavioral Finance es totalmente viable, debido a que posee variantes de aplicación (primera ola, segunda ola) y es adaptable según el sujeto de estudio: asesor financiero, cliente, gerencia. No obstante, considerando la madurez del mercado de capitales del Perú, el mayor aporte del Behavioral Finance podría presentarse en su primera ola (cualitativa) a través de cuestionarios para conocer a sus clientes y poder mejorar el rendimiento de sus portafolios. En la misma línea, el sector bancario podría iniciar presentándole a sus colaboradores el Behavioral Finance a través

de cursos de Formación, debido a que según lo estipulado por la autora Gasparruti, los sesgos pueden tender a disminuir si los asesores son conscientes de los mismos y conocen mecanismos para identificarlos en los clientes, con lo que se generarían recomendaciones más precisas a su apetito de riesgo.



REFERENCIAS

- Agudelo, D. A. (2018). *Behavioral Finance. Una introducción a los conceptos y aplicaciones*. (Working Papers No. 18-15). Center for Research in Economics and Finance (CIEF). Recuperado de https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3297121
- Areiqat, A. Y., Abu-Rumman, A., Al-Alani, Y. S., & Alhorani, A. (2019). Impact of behavioral finance on stock investment decisions applied study on a sample of investors at Amman stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-17.
- BBVA (12 de mayo de 2018). BBVA Research sitúa en 3,5% su proyección de crecimiento para Perú en 2018. Recuperado de <https://www.bbva.com/es/bbva-research-situa-35-proyeccion-crecimiento-peru-2018/>
- BBVA (10 de enero de 2020). Cómo crean dinero los bancos centrales. <https://www.bbva.com/es/como-se-crea-el-dinero-2/>
- Blasco, N., & Ferreruela, S. (2017). *Behavioral finance: ¿Por qué los inversores se comportan como lo hacen y no como deberían?* Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5270_Behavioral_Finance_Por_qu%C3%A9_los_inversores_se_comportan_como_lo_hacen_y_no_como_deber%C3%ADan_
- Carmona, G.F., Madrid, R.M., & Ladrón de Guevara, R. (2019). Sesgos conductuales en el behavioral finance. En E. Bonilla (Coord). *Escenarios Presentes en la Oferta Laboral: Retos y Oportunidades. En un entorno de crisis en la Economía y en las Políticas Públicas* (pp. 90-109). Xalapa: RED IBAI.
- Castillo, C. (16 de agosto de 2018). Tres cosas que se deben saber sobre los Fondos Mutuos. Recuperado de <https://www.bbva.com/es/tres-cosas-sabias-fondos-mutuos/>
- Cifuentes, P. (2020). *Análisis de la crisis económica del año 2008 e influencia del Behavioral Finance* (Tesis de licenciatura). Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/40962>
- Colmenares, J. L. A. (2018). *Banca de inversión en la postmodernidad*. Ecoe Ediciones.
- Cristian, O. A. (2018). Banca de inversión en EEUU: del auge al apogeo ya la crisis sistémica (Tesis doctoral). Universidad Complutense, Madrid, España.
- Ducker, R. (05 de julio de 2020). 2020: A real-life example of behavioural finance. *Times of Malta*. Recuperado de <https://timesofmalta.com/articles/view/2020-a-real-life-example-of-behavioural-finance.802617>
- Gasparutti, V. (2017). *Behavioral Finance. Universidad Torcuato di Tella* (Tesis de maestría). Recuperado de <http://repositorio.utdt.edu/handle/utdt/6604>
- González Igual, M. (2018). *Decoding behavioral finance: the practitioner's view* (Tesis doctoral). Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/32119/TD00338.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- Gross, L. (1982). *The art of selling intangibles: How to make your million (\$) by investing other people's money*. New York Institute of Finance.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación* (5a ed.). México D.F.: McGraw-Hill
- Hon, T.Y. (2012). The Behaviour of Small Investors in the Hong Kong Derivatives Markets: A Factor Analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 5(1). <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm5010059>
- Huillcañahui, L., & Uceda, R. (2020). *La gestión de carteras y el Behavioral Finance: estudio de su aplicabilidad en la banca de inversión* (Tesis de bachillerato). Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/40962>
- Idárraga, C. (2018). *Behavioral Finance. How psychological factors can influence the stock market* (Tesis de licenciatura). University of Iceland, Iceland. Recuperado de <http://hdl.handle.net/1946/30087>
- Intituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s.f.). *Principales indicadores macroeconómicos*. Recuperado de <https://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/>
- Kahn, R. (2019). El Futuro de la Gestión de Inversiones. Recuperado de <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2019/future-of-investment-management-spanish.ashx>
- Kahneman, D. (2011). *Thinking Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1972). Subjective probability: A judgment of representativeness. *Cognitive psychology*, 3(3), 430-454.
- Kahneman, D., Slovic, S. P., Slovic, P., & Tversky, A. (Eds.). (1982). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge university press.
- Lacourt, C., & Musalem, A. (31 de marzo de 2020). Ranking 2020, Mayores 250 Bancos: un 2019 con balance positivo. Recuperado de <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/ranking-2020-mayores-250-bancos-un-2019-con-balance-positivo>
- López-Aliaga, R. (1997). La Intermediación Financiera y Banca de inversiones en el Perú. *Derecho & Sociedad*, (12), 110-119.
- López-Aliaga, R., & Sousa, D. L. (1996). *Banca de inversión en el Perú*. Piura: Universidad de Piura.
- Noriega, O. (2016). *Behavioural finance aplicada en los fondos de pensiones y desarrollo del programa Sustainable en México como Save more tomorrow en USA* (Tesis de maestría). Universidad Panamericana, Ciudad de Mexico, Mexico. Recuperado de <https://scripta.up.edu.mx/bitstream/handle/20.500.12552/2311/156267.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Ponce, M.F., & Pasco, M. M. (2015). *Guía de Investigación en Gestión*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.

- Roll, R., & Ross, S. A. (1980). An empirical investigation of the arbitrage pricing theory. *The Journal of Finance*, 35(5), 1073-1103.
- Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(2), 69-75.
- Shanken, J. (1982). The Arbitrage Pricing Theory: Is it Testable? *The Journal of Finance*, 37(5), 1129-1140. doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb03607.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790. doi:10.2307/2327802
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of economic perspectives*, 17(1), 83-104.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35-55. doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65-73.
- Stowell, D. P. (2013). *Investment banks, hedge funds, and private equity*. Academic Press. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Biblioteca/temp/catalogacion/Investment_Banks_Hedge_Funds_Private_Equity.pdf
- Thaler, R. (1999). The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12-17
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 59(4), S251-S278. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2352759>
- Vázquez, G.M., & Alvarado, J.E. (2009). Análisis de la banca de inversión y su papel en la crisis financiera internacional. *Revista Tiempo Económico*, IV(11), 35-49. Recuperado de <http://tiempoeconomico.azc.uam.mx/wp-content/uploads/2017/07/te11.pdf>
- Willems, M. (01 de febrero de 2021). GameStop: The herd mentality of retail players ruffles the feathers of the old guard. Recuperado de <https://www.cityam.com/gamestop-the-herd-mentality-of-retail-players-ruffles-the-feathers-of-the-old-guard/>

ANEXO A: Matriz de Consistencia

Tabla A1: Matriz de consistencia

Preguntas específicas de investigación	Objetivos específicos de la investigación	Variables	Subvariables	Preguntas
¿Cuáles son los componentes del Behavioral Finance y los actores locales que podrían intervenir en su aplicación?	Definir operativamente los componentes del Behavioral Finance y los actores locales que podrían intervenir en su aplicación	Sesgos de los especialistas	Falacia del Jugador	¿Los éxitos en la toma de decisiones de la compañía implican éxitos en decisiones futuras?
			Comportamiento de Rebaño	¿Existen discrepancias al momento de realizar la toma de decisiones? ¿Los especialistas tienden a esperar la opinión de algún referente en específico?
			Aversión al Riesgo	¿La reacción frente a una pérdida es la misma que frente a una ganancia?
			Exceso de confianza	¿Los especialistas son conscientes de sus limitaciones?
			Contabilidad Mental	¿El valor del dinero se atribuye al esfuerzo que se ha realizado en obtenerlo?
		Heurística	Representatividad	¿El rendimiento pasado de una compañía es considerado como representativo de la rentabilidad general que va a continuar generando en el futuro?
			Disponibilidad	¿La información más disponible y reciente es más considerada en la toma de decisiones que la información nueva?
			Anclaje y Ajuste	¿La toma de decisiones se justifica en la primera información obtenida y se busca adecuarla a predicciones?

Tabla A1: Matriz de consistencia (continuación)

Preguntas específicas de investigación	Objetivos específicos de la investigación	Variables	Subvariables	Preguntas
¿Cuáles son las opiniones especializadas más relevantes acerca de la aplicabilidad (de componentes) del Behavioral Finance?	Conocer opiniones especializadas acerca de la aplicabilidad (de componentes) del Behavioral Finance	Oportunidades	Crisis: COVID-19	¿Cómo aporta la crisis del COVID-19 a la aplicación del Behavioral Finance?
			Tecnología: Inteligencia Artificial, Machine Learning	¿Cómo podría utilizarse la Inteligencia Artificial en la aplicación del Behavioral Finance?
			Tendencias	¿Las tendencias actuales de la economía conductual en qué medida podrían apoyar a la aplicación del Behavioral Finance?
			Competitividad: Velocidad en la toma de decisiones	¿La competencia es un factor que impulsa a los especialistas a tomar decisiones más rápidamente?
¿Cuáles son las coincidencias y discrepancias más relevantes de las opiniones de los actores y los especialistas vinculados a la aplicación del Behavioral Finance?	Contrastar las coincidencias y discrepancias de las opiniones de los actores y los especialistas vinculados a la aplicación del Behavioral Finance	Retos Organizacionales	Burocracia	¿Qué tan factible es implementar el Behavioral Finance en las organizaciones?
			Priorización de proyectos	¿Es el Behavioral Finance un proyecto que deba ser priorizado en su implementación?
			Asignación de recursos	¿Las organizaciones deberían invertir en la aplicación del Behavioral Finance como área funcional?
		Retos Académicos	Teoría sólida	¿La teoría del Behavioral Finance es sólida y conocida?
			Formación	¿Existen profesionales capacitados en Behavioral Finance?
		Retos Académicos	Casos de éxito	¿Son conocidos los casos de éxitos de organizaciones que utilicen el Behavioral Finance?

ANEXO B: Cuadro de variables

Tabla B1: Cuadro de variables

Matriz de operativización de variables			
Sesgos	Variables elegidas	Indicadores	Preguntas guía
Sesgos	Falacia del Jugador	-Nivel de consideración de éxito o fracaso anteriores en compañías	¿Los éxitos en la toma de decisiones de la compañía implican éxitos en decisiones futuras?
	Comportamiento de Rebaño	-Roles de liderazgo -Apertura a la toma de decisiones -Tipo de organización: vertical vs. horizontal	¿Existen discrepancias al momento de realizar la toma de decisiones? ¿Los inversores tienden a esperar la opinión de algún referente en específico?
	Aversión al Riesgo	-Posición frente al riesgo	¿La reacción frente a una pérdida es la misma que frente a una ganancia?
	Exceso de confianza	-Percepción de criterio frente a la toma de decisiones -Nivel de trabajo en equipo	¿Los inversores son conscientes de sus limitaciones?
	Contabilidad Mental	-Importancia del valor del dinero -Consideraciones sobre el esfuerzo	¿El valor del dinero se atribuye al esfuerzo que se ha realizado en obtenerlo?
Heurística	Representatividad	-Factores que se consideran para análisis de la situación financiera de una compañía	¿El rendimiento pasado de una compañía es considerado como representativo de la rentabilidad general que va a continuar generando en el futuro?
	Disponibilidad	-Tipo de información utilizada en la toma de decisiones -Horizonte de evaluación en la toma de decisiones	¿La información más disponible y reciente es más considerada en la toma de decisiones que la información nueva?
	Anclaje y Ajuste	-Nivel de precisión en la estimación de data analítica	¿La toma de decisiones se justifica en la primera información obtenida y se busca adecuarla a predicciones?
	Marco o Contexto	-Nivel de impacto de las ganancias -Nivel de impacto de las pérdidas	¿Las organizaciones tienden a impactarse más con las pérdidas o con las ganancias?

Tabla B1: Cuadro de variables (continuación)

Matriz de operativización de variables			
Sesgos	Variables elegidas	Indicadores	Preguntas guía
Oportunidades	Crisis: COVID-19	-Impacto económico de la crisis	¿Cómo aporta la crisis del COVID-19 a la aplicación del Behavioral Finance?
	Tecnología: Inteligencia Artificial, Machine Learning	-Nivel de utilización de la IA	¿Cómo podría utilizarse la Inteligencia Artificial en la aplicación del Behavioral Finance?
	Tendencias	-Influencia de las tendencias económicas actuales	¿Las tendencias actuales de la economía conductual en qué medida podrían apoyar a la aplicación del Behavioral Finance?
	Competitividad: Velocidad en la toma de decisiones	-Velocidad en la toma de decisiones de los competidores	¿La competencia es un factor que impulsa a los inversores a tomar decisiones más rápidamente?
Retos Organizacionales	Burocracia	-Nivel de burocracia en las organizaciones	¿Qué tan factible es implementar el Behavioral Finance en las organizaciones?
	Priorización de proyectos	-Flexibilidad en la priorización de proyectos	¿Es el Behavioral Finance un proyecto que deba ser priorizado en su implementación?
	Asignación de recursos	-Cantidad de recursos asignados para implementación de nuevos proyectos	¿Las organizaciones deberían invertir en la aplicación del Behavioral Finance como área funcional?
Retos Académicos	Teoría sólida	-Conocimiento de la teoría de Behavioral Finance	¿La teoría del Behavioral Finance es sólida y conocida?
	Formación	-Conocimiento de banca de inversiones y Behavioral Finance	¿Existen profesionales capacitados en Behavioral Finance?
	Casos de éxito	-Casos de éxitos conocidos	¿Son conocidos los casos de éxitos de organizaciones que utilicen el Behavioral Finance?

Leyenda	
	Fácil de conocer
	No tan fácil de conocer
	Difícil de conocer

ANEXO C: Tabla de Sesgos Cognitivos

Tabla C1: Tabla de sesgos cognitivos

Sesgos cognitivos	Autores
1. Falacia del Jugador 2. Comportamiento de Rebaño 3. Aversión al Riesgo 4. Exceso de confianza 5. Contabilidad Mental	Kahneman., Slovic y Tversky (Eds.). (1982).
1. Ilusión de control 2. Conservación 3. Confirmación 4. Representatividad 5. Auto-atribución 6. Disonancia cognitiva 7. Retrospectiva 8. Encuadre 9. Historia reciente 10. Anclaje 11. Contabilidad Mental	Blasco y Ferreruela, (2017).
1. Sobre confianza y sobre optimismo 2. Representatividad 3. Conservatismo 4. Dependencia del 'framing' de las decisiones y anclaje 5. Contabilidad Mental 6. Aversión al Arrepentimiento	Gasparutti (2017)
1. Por conveniencia a. De confirmación b. Efecto halo 2. Por experiencia a. Efecto de falso consenso b. Retrospectivo 3. Por distancia a. Pronóstico afectivo b. Descuento temporal 4. Por seguridad a. Aversión a la pérdida Contexto	Barrios (2018)

ANEXO D: Tabla de Heurísticos

Tabla D1: Tabla de Heurísticos

Heurísticos	Autores
1. Representatividad 2. Disponibilidad 3. Anclaje y Ajuste 4. Marco o Contexto	Tversky y Kahneman (1974; 1981) Kahneman, Slovic y Tversky (Eds.). (1982). Fernández, Ladrón y Madrid (2017), Christensen (2017)
1. Exceso de Confianza 2. Auto-control 3. Afinidad 4. Aversión al remordimiento 5. Status Quo 6. Dotación	Blasco y Ferreruela, (2017).



ANEXO E: Guía de entrevista de especialistas de la Banca de inversión

Comportamiento rebaño:

1. ¿Su organización empodera a sus colaboradores para la toma de decisiones? ¿Opina lo mismo de otras empresas competidoras del sector?
2. ¿Existen roles de liderazgo definidos en su centro laboral? ¿Coinciden con los establecidos por la organización?

Aversión al riesgo:

3. ¿Cuál es su posición frente al riesgo? ¿Esta es compartida con sus compañeros de equipo y con la organización?

Disponibilidad:

4. ¿Cuál es el tipo de información que considera más relevante para la toma de decisiones? ¿Esta información es brindada frecuentemente o posee una periodicidad más limitada?
5. ¿Cuáles son los horizontes de evaluación en los que debe tomar decisiones relevantes para el negocio? De enfrentarse a un H.E más corto, ¿cuál es la información relevante a considerar para tomar decisiones?

Anclaje y ajuste:

6. ¿Cuál es el flujo que utiliza su equipo para la toma de decisiones? ¿Con qué herramientas se apoyan al momento de tomar decisiones? ¿Tienen alguna otra fuente de información?

Oportunidades:

7. Frente a nuevas formas de trabajar, ¿cada cuánto tiempo su organización presenta propuestas para el cambio? ¿Les brindan la apertura a sugerencias de nuevas propuestas?

Retos:

8. ¿Cuáles considera que son los nuevos retos de la banca de inversión en el Perú? ¿Opina lo mismo para su organización?

Behavioral Finance:

9. ¿Has oído hablar del Behavioral Finance? ¿Qué es lo que conoces?
10. ¿Cuáles consideras que son las ventanas de oportunidad para su aplicación?
11. ¿Cuáles consideras que son los retos para su aplicación?

ANEXO F: Guía de entrevista de expertos de Behavioral Finance

Versión en español:

Comportamiento de rebaño:

1. ¿Cómo se ve afectada la aplicación del Behavioral Finance según el tipo de organización (vertical vs. horizontal)? ¿A qué se debe?

Aversión al riesgo:

2. En su experiencia, ¿la aversión al Riesgo es un sesgo mayormente propio del inversor o influenciado por la organización en que se encuentra?

Oportunidades:

3. ¿Qué necesita una organización del sector bancario para permitir la aplicación del Behavioral Finance?
4. ¿Cuáles son las mayores ventanas de oportunidad para la aplicación del Behavioral Finance?

Retos:

5. ¿Cuáles son sus principales retos para el sistema financiero latinoamericano para la aplicación del BF?

English version:

Herd behavior

1. How is the application of Behavioral Finance affected according to the type of organization (vertical vs. horizontal)? For what is this?

Risk aversion

2. In your experience, is Risk aversion a bias mostly characteristic of the investor or influenced by the organization in which it is located?

Opportunities

3. What does an organization in the banking sector need to enable the application of Behavioral Finance?
4. What are the biggest windows of opportunity for the application of Behavioral Finance?

Challenges

5. What are your main challenges for the Latin American financial system for the application of the BF?



ANEXO G: Post de LinkedIn (búsqueda de especialistas en Banca de Inversión)

Figura G1: Post de LinkedIn



ANEXO H: Lista de entrevistados – Especialistas

Tabla H1: Lista de entrevistados - especialistas

Entrevistados	Banco	Área	Rol principal
Adriana Quispe	Scotiabank	Trading	Especialista Money market
Armando Delgado	Scotiabank	Trading	Especialista Trader FX
Claudio Madrid	Interbank	Trading	Asesor financiero
Gustavo Escandón	BCP	Asset management	Especialista Renta variable
Jair Davirán	BCP	Trading	Administración de activos y pasivos
Julio Cubillas	BBVA	Asset management	Portafolio manager
Mauricio Seminario	BBVA	Trading	Especialista Trader FX
Paul Ludeña	Interbank	Trading	Especialista Trader FX
Silvia Escalante	BBVA	Trading	Asesor financiero
Takeshi Miyamoto	Scotiabank	Trading	Asesor financiero
Valeria Rojas	BBVA	Trading	Asesor financiero
Vidal León	Scotiabank	Asset management	Portafolio manager

ANEXO I: Lista de entrevistados – Jefes y Gerentes

Tabla I1: Lista de entrevistados – jefes y gerentes

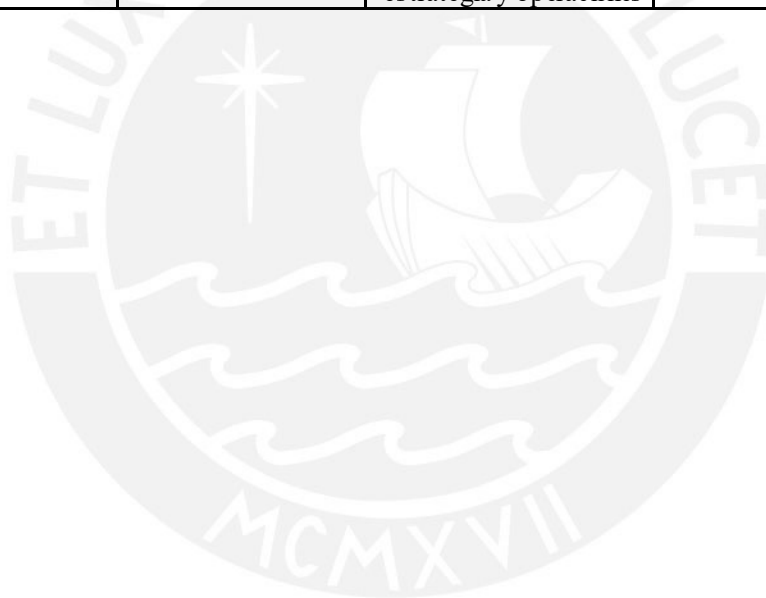
Entrevistados	Banco	Área	Puesto
Jorge Castro	BBVA	Wealth management	Head of investment advisory and business strategy
Guillermo Yrigoyen	BBVA	Asset management	Head of portfolio administration
Rodrigo Morales	BBVA	Asset management	Chief investment officer and product
David Almora	Interbank	Mercado de capitales	Jefe de research



ANEXO J: Lista de entrevistados – Expertos

Tabla J1: Lista de entrevistados - expertos

Entrevistados	País	Institución	Especialización
Oscar Stolper	Austria	The Philipp University of Marburg	PhD Finanzas
Pedro Martinez	España	Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE	PhD Economía, Gestión de Empresas y Finanzas Conductuales
Alejandro Rodríguez	España	BBVA - España	Global Leader Behavioral Economics
Ripsy Bondia	India	Management Devolepment Institute	PhD Behavioral Finance
Silvia Cottone	Perú	Heurística – Consultoría de estrategia y operaciones	M.Sc., Behavioral Science for Management
Jose Arellano	Perú	Heurística – Consultoría de estrategia y operaciones	M.Sc., Behavioral and Economic Science



ANEXO K: Codificación en Atlas.ti

Tabla K1: Codificación en Atlas.ti

Sesgos cognitivos	V1
Comportamiento Rebaño	V11
Empoderamiento	V111
Roles	V112
Aversión al Riesgo	V12
Riesgo	V121
Heurística	V2
Disponibilidad	V21
Información relevante	V211
Flujo de toma de decisiones	V212
Plataformas de información relevante	V213
Horizonte de evaluación	V214
Anclaje y Ajuste	V22
Precisión de información	V221
Oportunidades de aplicación	V3
Crisis COVID-19	V31
Tendencias	V32
Banca de inversión	V4
Retos organizacionales	V41
Perfil del riesgo de la banca	V42
Burocracia	V43
Priorización de Proyectos	V44
Tecnología	V45
Apertura al cambio	V46
Retos Académicos	V5
Teoría sólida	V51
Formación	V52

ANEXO L: Mapa de variables en Atlas.ti

Figura L1: Mapa de variable en Atlas.ti



ANEXO M: Productos de la banca de inversión

Tabla M1: Productos de la banca de inversión estudiada

Área	Productos	Descripción
Trading	Forward (contratos de futuros)	Instrumento financiero utilizado para fijar un precio a una fecha determinada, en el que se necesita un compromiso de ambas partes (comprador y vendedor de un activo)
	Swaps (contratos de opciones)	Transacción pactada para el intercambio de dinero
	Compra en línea de Divisas	Producto financiero que implica la compra de una moneda y la venta de otra de forma simultánea. El valor de la tasa de cambio depende de la oferta y la demanda de la misma.
Asset Management	Fondos de inversión - Renta Fija	Emisión de deuda que ofrece al inversionista un interés fijado a un plazo determinado siempre y cuando otorgue el capital pactado a la institución financiera
	Fondos de inversión - Renta Variable	Instrumento que invierte todo o la mayor parte del capital en activos de renta variable (acciones, bonos)
	Fondos de inversión - Renta mixta	Fondo de inversión, cuyo capital es invertido en activos de renta fija y variable