

TRIBUTACIÓN Y LA CULTURA EMPRESARIAL EN LA COMPETENCIA DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO

*TAXATION AND CORPORATE CULTURE IN THE COMPETENCE OF
INTEGRATED LATIN AMERICAN MARKET*

JULIO ALBERTO HENNINGS OTOYA*

Docente Asociado de la Facultad de Ciencias Contables

Universidad Nacional Mayor de San Marcos - UNMSM / Lima - Perú

[Recepción: Setiembre de 2015 / Conformidad: Octubre 2015]



RESUMEN

El presente trabajo muestra desde la perspectiva peruana, el impacto negativo de las variables: tributación y cultura empresarial de los agentes nacionales frente a los otros países del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA); considerando entre otras, la imposición a las ganancias de capital que se aplica en el Perú, y la limitada propensión de las empresas locales por utilizar los mercados de capital. La investigación es descriptiva y explicativa, utilizándose fuentes secundarias en la recolección de datos, informes de la SMV y datos de las Bolsas del MILA. Adicionalmente, se realizaron entrevistas de expertos a directivos de la Superintendencia del Mercado de Valores; así como, de una representativa Sociedad Agente de Bolsa (SAB), con el fin de contrastar apreciaciones sobre los hallazgos encontrados.

Palabras clave:

Bolsas de Valores; Mercado Integrado Latinoamericano (MILA); financiación directa; diversificación; tenencia de valores.

ABSTRACT

The present work shows from a Peruvian perspective, the negative impact of tax and business culture variables of national agents compared to other MILA countries; considering among others: the taxation of capital gains applied in Peru and the limited propensity of local firms to use capital markets. The research is descriptive and explanatory, using secondary sources in data collection, reports and data of the SMV and stock markets from MILA. Additionally, experts interviewed directors of the Superintendencia of Securities and a representative Broker Company (SAB), with the aim of contrasting assessments of the findings.

Keywords:

Exchanges; Integrated Latin American Market (MILA); direct financing; diversification; holding securities.

* Doctor en Administración, Magister en Negocios Internacionales y Contador Público. Email: jhenningso@unmsm.edu.pe

INTRODUCCIÓN

Siendo el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en gran medida parte de los esfuerzos de integración económica de la Alianza del Pacífico, cuyos países miembros: Chile, Colombia, México y Perú, comparten principios básicos en su política de desarrollo como la economía de mercado, la apertura económica y comercial, libertad de inversiones y flujos de capital, la idea subyacente es que su integración bursátil allane el camino para contar con un gran mercado de capitales que facilite el financiamiento y las inversiones a las empresas de la región, con costos de transacción razonables que hagan posible el crecimiento emprendedor y el desarrollo regional conjunto.

En este contexto, la presente investigación se enfoca en determinar el impacto que tiene la tributación nacional y la cultura empresarial que predomina en el país, en las decisiones por invertir (comprar) en valores emitidos y financiarse (emitir) en el MILA.

Al respecto, se puede afirmar que el trabajo realizado cumplió con el objetivo de la investigación, por cuanto muestra desde la perspectiva peruana, el impacto negativo que ejercen las variables: tributación y cultura empresarial de los agentes nacionales en la competencia frente a los otros países integrantes del MILA; aportando evidencias a la hipótesis: “La tributación nacional y la cultura empresarial local tienen un impacto desfavorable en la competencia bursátil del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)”. Consecuentemente, se resalta la necesidad de dotar de condiciones normativas y cambios en la cultura empresarial nacional para equilibrar la base competitiva del mercado bursátil peruano frente a sus socios regionales.

FUNDAMENTACIÓN DEL PROBLEMA

Desde varias décadas atrás, en Latinoamérica se ha buscado encaminarse hacia un modelo de integración. Sin embargo, esto ha sido más desde un punto de vista económico mediante convenios multilaterales, políticas regulatorias o incentivos de intercambio de bienes y de flujos de capital, con esquemas comerciales de carácter multilateral y amplio ámbito geográfico. Ejemplos emblemáticos

son los casos presentados por el ALALC, que fue transformado en ALADI, y el ALCA, ambicioso proyecto que integraría 34 países de América, con su proceso abruptamente detenido y sintomáticamente fracasado. La integración que se analiza en este artículo es financiera, específicamente del mercado de capitales en el MILA, que inició sus operaciones el 30 de mayo de 2011 para lograr un mercado único latinoamericano que les brinde a inversionistas nacionales e internacionales, mayores oportunidades para diversificar sus portafolios y necesidades de inversión, y en forma paralela, otorgue beneficios a los emisores internacionales.

Se considera que una integración de este tipo corresponde a un proceso gradual que podría tomar años con dificultades ocasionales, exige grandes reformas del sector financiero, la economía y los procesos políticos y la habilidad de los inversionistas extranjeros para hacer inversiones directas (Carrieri, Errunza & Hogan, 2007). Los beneficios que se obtienen son múltiples, en especial económicos, ya que la integración permite acelerar el crecimiento de las economías de los países integrantes, contar con un soporte en épocas de crisis (Asness, Israelov & Liew, 2011) y lograr la disminución de los costos transaccionales (Thapa & Poshakwale, 2010). Pero financieramente, para los inversionistas en búsqueda de oportunidades de inversión, los beneficios de diversificación esperados en sus portafolios pueden verse disminuidos en la medida en que los mercados de capitales se vayan integrando, ya que los activos concurrentes pueden tomar un mismo comportamiento.

El inicio del MILA se concretó como resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima; así como, de sus respectivas cajas de depósitos Deceval, DCV y Cavali, las cuales desde 2009, iniciaron el proceso de creación de un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable.

MARCO DE REFERENCIA

Partiendo de la premisa que el MILA busca el desarrollo del mercado de capitales a través de la integración, haciendo más asequibles los costos de

financiación a las empresas, y a sus inversionistas, facilitarles la diversificación de portafolios, menguando su riesgo; en tal sentido, se acudirá a la teoría financiera y tributaria que permita sustentar con solvencia los aspectos mencionados.

a) Teoría de las expectativas racionales e hipótesis de los mercados eficientes

En inicio, debemos reflexionar si la formación de los precios de los valores en el MILA corresponderá a la evaluación de los demandantes (inversionistas) según los factores particulares de cada país o se generalizarán a través de la integración. Al respecto, la teoría afirma que el análisis de la evaluación del precio de las acciones en los mercados depende de las expectativas de las personas, sobre todo vinculadas a los flujos futuros de efectivo del activo financiero.

Hasta los años 60's se suponía que las expectativas se formaban a partir de las experiencias del pasado. Esta perspectiva, denominada expectativas adaptativas, indicaba que los cambios en las expectativas ocurrirán lentamente, conforme cambien los datos del pasado. Muth (1961) desarrolló una teoría alternativa, denominada expectativas racionales, la cual plantea que: "las expectativas serán idénticas a los pronósticos óptimos (la mejor estimación del futuro) usando toda la información disponible".

Como explica F. Mishkin (2008), en los mercados financieros, los incentivos para igualar las expectativas con los pronósticos óptimos son especialmente importantes. Aquí, las personas que tienen los mejores pronósticos del futuro se hacen ricas. La aplicación de la teoría de las expectativas racionales a los mercados financieros (se les denomina hipótesis de los mercados eficientes o teoría de los mercados de capital eficientes) es, por consiguiente, muy útil.

En un mercado como el MILA, la integración es entendida como una en la que no hay barreras de ninguna clase para las transacciones transfronterizas (Ayuso & Blanco, 2001), como un lugar donde no hay ni prevalece la ley del arbitraje (Federico, 2007), los activos de idénticos tipos de riesgo esperan retornos similares independientes de su domicilio (Bekaert & Harvey, 2003), y a la vez, muestran el mismo riesgo ajustado a los rendimientos esperados (Lence & Falk, 2005). Es un estado en el que diferentes mercados de

capitales brindan a los inversionistas oportunidades de inversión en un portafolio más amplio de activos bajo una misma expectativa de riesgo y rentabilidad, ya que comparten factores de riesgo en común y; a la vez, no se da lugar al arbitraje.

El comentario en este punto, es que en el caso del MILA, los condicionantes tributarios, financieros y culturales, tanto para los inversionistas como para los demandantes de capital presentan marcadas diferencias, las que sopesarán en las decisiones de los involucrados.

b) Diversificación de cartera y la integración financiera regional

La diversificación de portafolios internacionales brinda confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros con apetito de rentabilidad, pero adversos al riesgo, y ha sido uno de los principales temas investigados en el ámbito mundial.

De los trabajos iniciales en el tema, se reconocen a Grubel (1968) y a Solnik (1974), citados por Asness, Israelov y Liew (2011), quienes se centraron en demostrar los beneficios de la diversificación internacional basados en la disminución del riesgo. Un portafolio diversificado implica que un portafolio compuesto de activos de mercados internacionales esté sujeto a un retorno ajustado a su riesgo, superior a los retornos de los países individuales. Otra ventaja de esta diversificación es la ampliación de cartera de activos no sometidos a los factores propios de cada país.

En este punto, resalta la investigación de Yanet Romero, Fabián Ramírez y Diana Guzmán (2013), donde se analiza la integración financiera de mercados de capitales, mediante la técnica estadística de Análisis de Componentes Principales, centrándose en la información histórica de las acciones de los diferentes países y los índices principales de sus bolsas de valores, el IPSA en Chile, el IGBC en Colombia, el IGBVL en Perú, sometidos en conjunto a un factor de riesgo compartido relacionado con los retornos de un portafolio único del MILA. El principal hallazgo de este estudio, es que al parecer sus mercados accionarios nacionales se encuentran integrados y que la diversificación se ve afectada.

c) Teoría de la Jerarquía Financiera y la cultura local

Esta teoría la formularon Myers y Majluf (1984), explicando con la jerarquía financiera, la preferencia que tienen las empresas por los fondos generados internamente, y solo optar por la financiación externa, si la autofinanciación es insuficiente.

La jerarquía en el uso de los fondos (autogenerados, deuda y participación de capital) se basa en la asimetría de la información, con el consiguiente riesgo de cada una de las fuentes de financiación. Si bien, los fondos autogenerados no tienen problemas de selección adversa, la obtención de financiación externa está sujeta a ciertos costos (Frank y Goyal, 2003): los recursos propios son más riesgosos que la deuda, por lo cual el inversor demandará una mayor tasa de rentabilidad para estos. Desde el punto de vista de la empresa, los fondos autogenerados representan una mejor fuente de financiación que la deuda, y esta a su vez, es una mejor opción que la emisión de acciones. Esta jerarquía en el uso de las fuentes de financiación tiene lugar cuando hay holgura financiera, aspecto no frecuente ni característico de las empresas que cotizan en la bolsa local.

De igual manera, la Teoría de la Jerarquía Financiera explicaría el comportamiento de las empresas para optar por una estructura de capital, sin tomar en cuenta aspectos como la motivación por mantener el control empresarial (Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2005). Esto último, es muy notorio sobre todo en las empresas familiares (la gran mayoría) existentes de América latina y el MILA, en particular.

CONTEXTO DE LOS MERCADOS DE VALORES INTEGRADOS

El contexto de los negocios bursátiles se ha modificado sustancialmente en el presente siglo. Atendiendo a los criterios de optimizar resultados y alineados a la globalización de mercados, viene

caracterizándose por la creciente integración de las bolsas, resaltando las de los centros financieros más desarrollados (USA –UE).

a) ¿Cómo vienen integrándose los mercados bursátiles?

Se entiende por integración bursátil a la fusión (o adquisición) que se produce entre dos o más bolsas, sean de un mismo país, de otros países, regiones o continentes, con el propósito de alcanzar mayor participación en los mercados bursátiles del exterior, y minimizar su exposición a la competencia.

En este sentido, Palomino (2014) destaca dos esquemas experimentados importantes de nombrar: La primera, proviene del hoy Nasdaq-OMX. y la segunda, tiene su origen en la adquisición de Archipiélago por parte del NYSE.

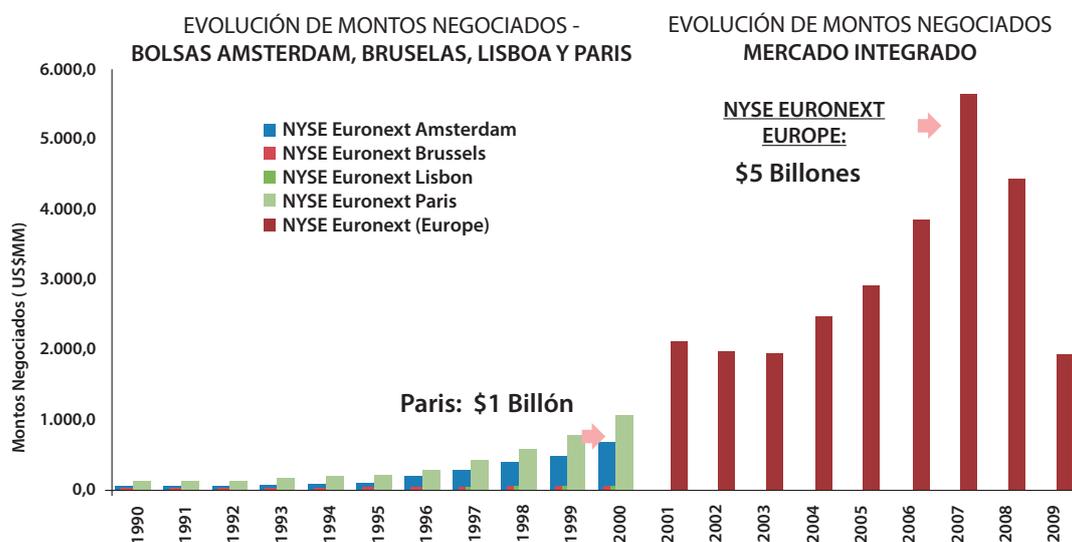
- **NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)**

Es la bolsa de valores electrónica más grande del mundo. Involucra empresas de alta tecnología en electrónica, informática, telecomunicaciones, biotecnología, etc. Sus operaciones se extienden a los cinco continentes, con más de 70 plazas de mercado en 50 países. Nasdaq lista más de 3.500 empresas que figuran con un valor de mercado de más de \$ 9,5 billón de dólares.

- **La Bolsa de Nueva York: El NYSE GROUP**

La Bolsa de Nueva York tiene el mayor volumen de transacciones del mundo, superando los 21 trillones de dólares anuales. Su historia reciente, da cuenta de fusiones con Euronext, Inc. y el NYSE Arca (2007). Al respecto, Euronext era una gran bolsa de valores europea, surgida a su vez de la fusión de las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y Oporto y del LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange), como se observa en el gráfico siguiente:

Gráfico N° 01
Crecimiento de Mercados Integrados: NYSE EURONEXT



Fuente: MILA.

b) Los mercados bursátiles de la Alianza del Pacífico

En el marco de integración de la Alianza del Pacífico, previa a su formalización año 2009, las entidades supervisoras de Chile, Colombia y Perú unieron esfuerzos para el desarrollo del MILA, estableciendo mecanismos de colaboración, como el intercambio de información, consultas y cooperación, poniendo énfasis en la necesidad de coordinar sus labores de supervisión. Sin embargo, hay que destacar que la iniciativa del MILA, es atribuible al esfuerzo desplegado por las bolsas de valores de los 3 países, con el fin de conformar un mercado regional más grande y en donde se facilitarán eficientemente sus transacciones. Por su parte, México se incorporó al MILA, en el 2014.

El 30 de mayo de 2011, el MILA inició operaciones permitiendo a inversionistas e intermediarios de los países participantes, comprar y vender acciones de la plaza ampliada, a través de un intermediario local.

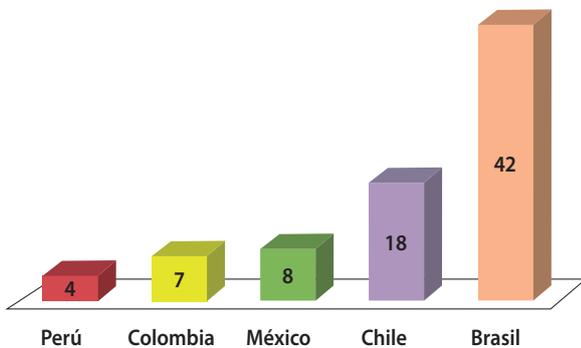
Actualmente, es el primer mercado por número de compañías listadas en Latinoamérica y el segundo, en capitalización bursátil. Dada su potencial, el Standard & Poors creó el índice S&P MILA 40, y se puede agregar que el MILA despertó interés, incluso fuera de la región.

Sin embargo, esta primera fase de integración bursátil, no oculta las diferencias que tienen los mercados conformantes del MILA, así los montos que se tranzan los podemos ver en el gráfico N° 02, que toma los promedios de negociación del 2001 al 2011 como porcentajes de sus PBI, e incluyendo comparativamente al Brasil.

Resalta la notable distancia entre los montos de negociación de instrumentos de renta variable (acciones) para cada país frente a su PBI. En el MILA, Chile lleva la delantera en la compra-venta de acciones, representando el 18% de su PBI, frente al colero del grupo, Perú, donde solo representó un equivalente al 4% de su PBI.

Gráfico N° 02

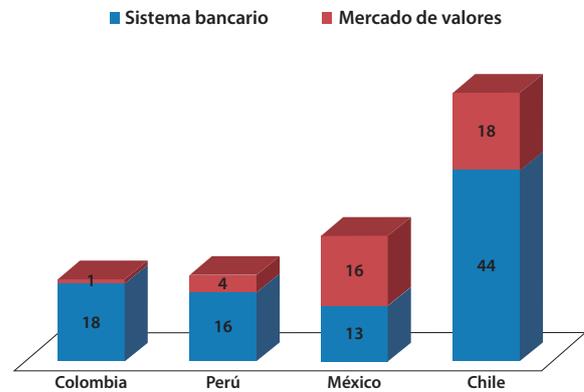
Monto promedio negociado en el Mercado de Renta Variable (% del PBI, 2001-2011)



Fuente: FMI, FIAB, BVL, BCRP / Procapitales

Gráfico N° 03

Fuentes de financiamiento empresarial (% del PBI, promedio 2007-2009)



Fuente: FMI, Bank of International Settlements, SBS, SMV/ Procapitales

c) La cultura empresarial y el financiamiento bursátil

Para entender la importancia del MILA para los empresarios, se debe conocer el peso que tiene la financiación empresarial en el mercado de valores de sus países frente al mercado de financiación que ofrecen sus bancos (financiamiento intermediado), de donde resulta que también hay grandes diferencias atribuibles a la cultura empresarial corporativa. Así podemos ver que nuevamente, el mercado chileno (18%), seguido del mercado mexicano (16%) se ven favorecidos por la preferencia de su sector empresarial en cifras comparadas con sus PBI.

Asimismo, sobre la cifras que se detalla en la siguiente gráfica (N° 03), hay que considerar adicionalmente, el tema de la formalidad financiera de los mercados -conjuntamente con el desarrollo de sus economías-, ya que para Chile, el financiamiento total (mercado de valores + financiamiento bancario) llega al 62% del PBI del país, frente a México, cuyo financiamiento equivale solo al 29% de su PBI. Abundando sobre la formalidad financiera, podemos decir que, una baja participación de financiamiento

frente al PBI puede equivaler entre otros, al menor desarrollo financiero o mayor uso de alternativas ajenas a la formalidad.

d) La tributación fiscal para los inversionistas del MILA

La tributación dispar entre sus miembros, crea incentivos diferentes a los inversores de títulos en cada país, así en numerosos estudios comparativos, en los que destaca la firma KPMG (kpmg.com.pe), se resume la diferencia en cuanto al impacto de la normatividad tributaria en cada uno de los países formadores del MILA (Chile, Colombia, México y Perú), en relación a los inversores y emisores de títulos en cada uno de los mercados bursátiles; obrando una diferencia negativa en el caso peruano, sobre todo, en la carga que existía del 5% sobre las ganancias de capital generado por la compra-venta de títulos en la bolsa peruana. Esta, creó incentivos negativos en los inversionistas del mercado local, lo cual recientemente se exoneró (setiembre 2015) del impuesto a la renta, en aras de una competencia más equilibrada dentro del mercado integrado regional.

INTERPRETACIÓN Y DISCUSIÓN DE DATOS

Resultante del análisis anterior, se puede afirmar que la integración bursátil del Mercado Integrado Latinoamericano, podría favorecer el desarrollo de capitales de la región, y con esto a los inversionistas, a los intermediarios financieros, como sociedades agentes bursátiles, consultoras, bancos de inversión, etcétera, a las empresas emisoras que buscan capitales para apoyar su crecimiento, y la economía en general de los países del MILA y, en particular al Perú, mejorando el nivel de su ambiente competitivo, así se contaría:

Para los Inversionistas

Contar con más alternativas para adquirir nuevos títulos y facilitar la diversificación en las inversiones. Al respecto, el tema primordial que favorece al MILA es la facilitación de ingresar a las distintas bolsas con estructura de valores de negociación diferentes (o complementarias); así por ejemplo, los emisores predominantes en Chile son los de servicios financieros, de transportes y comerciales; en Colombia, predominan los títulos del energético y financieros; en México, sobresalen las acciones de empresas manufactureras y en el Perú, se distingue por los títulos de empresas mineras.

Para los Intermediarios

Cuando más grande sea la plaza de negociación, mayores serán las oportunidades económicas, favoreciendo la competencia e incentivos que propicien mejoras empresariales. En este punto, hay que considerar los cambios tecnológicos que apoyan las nuevas prácticas ajustadas a los estándares mundiales y que por necesidad se tienen que incorporar en un mercado ampliado.

Para los Emisores

Disminución de los costos de financiación para facilitar el desarrollo empresarial, ampliando a su vez, el número de demandantes de títulos ofertados. Igualmente, la posibilidad de acceder a las nuevas plazas del mercado de valores del MILA.

Para el País

Un aspecto fundamental para el desarrollo peruano es el poder contar con alternativas y posibilidades

para la financiación del crecimiento. Aquí juega su rol, la integración de los mercados de capital del MILA, lo cual a su vez, asegura y consolida las normas y políticas alineadas a la economía de mercado. Por otro lado, el mercado integrado nos incentiva a ser competitivos internamente absorbiendo mejores prácticas que se dan en los mercados de mayor desarrollo.

Sin embargo, para que la integración bursátil consolide su crecimiento, se requiere superar las asimetrías existentes en la tributación de sus integrantes, homogenizando criterios y normas que eviten resultados benéficos a unos países en desmedro de otros, dado que la idea sería el competir en condiciones similares, y así propiciar las condiciones para un gran mercado de capitales con mayor profundidad y desarrollo. Asimismo, en el caso particular del Perú, se torna muy necesario mejorar la cultura financiera de las empresas, haciéndoles notar lo beneficioso que puede resultar para su propio interés un mercado integrado. Al respecto, como lo precisan las voces más calificadas de las finanzas mundiales, las posibilidades de un financiamiento basado en el aporte de nuevos accionistas que compartan riesgos, resultará mejor que financiar nuevos proyectos apalancados al extremo y que pueden poner en peligro el futuro de la empresa.

CONCLUSIONES

1. La creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), si bien conlleva una serie de beneficios para sus mercados integrantes, en la medida que concrete su desarrollo, enfrenta un gran reto, que es lograr ofrecer condiciones similares a los inversionistas y emisores de instrumentos financieros de sus miembros, a fin que se propicie una sana competencia que beneficie a más empresas y se potencie el mercado regional.
2. Un aspecto que estaría perjudicando el mercado bursátil local, en relación a sus pares del MILA, resulta del tratamiento tributario que tienen en el Perú los participantes de la Bolsa de Valores de Lima. Esto aunado a la caída de precios de las acciones de países emergentes en los últimos años, con mayor efecto local por su conformación predominante minera, agrava aún más nuestra

desventaja en el mercado regional, en el cual se evidencia que somos el socio más pequeño.

3. También, atentaría contra el mejor aprovechamiento del mercado de capitales integrado (MILA), la preferencia de los empresarios peruanos por la financiación indirecta (bancaria) e incluso, por la toma de créditos para inversiones no calzados con el largo plazo, lo cual incrementaría los costos financieros y el riesgo de muchas empresas peruanas, sobre todo del sector PYME (pequeña y mediana empresa) frustrando sus posibilidades de desarrollo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. AYUSO, J. & BLANCO, R. (2001) Has financial market integration increased during the nineties? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 11 (3), 265-287.
2. ASNESS, C.; ISRAELOV, R. & LIEW, J. (2011) International Diversification Works (Eventually). *Financial Analysts Journal*, 67 (3), 1-23.
3. BEKAERT, G. & HARVEY, R. (2003) Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance*, 10 (1-2), 3-55.
4. CARRIERI, F.; ERRUNZA, V. & HOGAN, K. (2007) Characterizing world market integration through time. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (04), 915-940.
5. Federico, Giovanni (2007) Market integration and market efficiency: The case of 19th century Italy. *Explorations in Economic History*, 44 (2), 293-316.
6. KPMG (2012) Efectos tributarios del mercado integrado de valores. Recuperado de: <http://www.legis.com.co/informacion/aplegis/archivos/efectostributarios.pdf>
7. LENCE, S. & FALK, B. (2005) Cointegration, market integration, and market efficiency. *Journal of International Money and Finance*, 24 (6), 873-890.
8. MENDIOLA, A.; AGUIRRE, C.; BENDEZÚ, G.; BERROSPI, A.; CÓRDOVA, D.; NÚÑEZ DEL PRADO, P. (2014) Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero

internacional: Factores de éxito, beneficios y riesgos. U. ESAN, 2014. 184 p. (Gerencia para el Desarrollo; 36). Lima.

9. MERTON R. y BODIE Z. (2011) Finanzas. Prentice Hall Inc. / Pearson Educacion. México.
10. MISHKIN F. (2008) Moneda, banca y mercados financieros. Pearson. 8° Edición. México.
11. PALOMINO, C. (2013) El Mercado Integrado Latino Americano (MILA). Contexto, Hipótesis y Reflexiones. *Pensamiento Crítico* N.º 14, pp. 119-135. Lima.
12. ROMERO, Y. RAMÍREZ, F. y GUZMÁN D. (2013) Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): análisis de correlación y diversificación de los portafolios de acciones de los tres países en el período 2007-2012. *Cuadernos de Contabilidad*, 14 (34), 53-74.
13. SÁNCHEZ J. y MARTÍN UGEDO J. (2005) Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 25. N° 4. Estados Unidos. pp. 341-355.
14. THAPA, Ch. & POSHAKWALE, S. (2010) International equity portfolio allocations and transaction costs. *Journal of Banking & Finance*, 34 (11), 2627-2638.

REFERENCIAS ELECTRÓNICAS

1. <http://www.nasdaq.com/newsroom/stats/performance>
2. www.bloomberg.com; mayo 2014.
3. www.bvl.com.pe; agosto 2014
4. www.bcrp.gob.pe; mayo, junio agosto y noviembre 2014
5. www.imf.org/external/spanish/; agosto y octubre 2014
6. www.procapitales.org; agosto y noviembre 2014
7. www.smv.gob.pe; agosto 2014
8. www.gestion.pe; junio-julio-agosto y octubre 2014.
9. <http://www.nyx.com/>; octubre 2014
10. <http://www.wharton.universia.net/>; abril 2014