

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

UNIDAD DE POST GRADO

ADRs y el valor de la empresa

TESIS

para obtener el grado académico de Magíster en Economía con mención en
Finanzas

AUTOR

Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Lima – Perú

2008

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN	3
INTRODUCCIÓN.....	5
CAPÍTULO I: MARCO DE REFERENCIA.....	7
1. Formulación del problema.	7
2. Marco teórico.	8
3. Formulación de las hipótesis.	13
4. Objetivo y justificación de la investigación. ..	13
5. Metodología.	13
CAPÍTULO II: ADRs	15
1. Concepto	15
2. Clases o programas de ADRs	16
a. Programas auspiciados	
b. Programas no auspiciados	
3. Tipos de programas auspiciados	16
CAPÍTULO III: PROCESO A SEGUIR PARA LA EMISIÓN DE ADRs	21
1. Marco lega	21
2. Partes que intervienen	22
3. Elaboración del programa	23
4. Presentación de documentos a la SEC	24
CAPÍTULO IV: UNA EXPERIENCIA PERUANA EN EMISIÓN DE ADRs	26
1. Empresa emisora: BANCO WIESE	26
2. Información relevante presentada	26
3. La oferta según el prospecto	26
4. Consideraciones en el contrato con el Banco Depositario	27
5. Perspectivas de emisión por otras empresas. ..	28
CAPÍTULO V: UN CASO PRÁCTICO	29
1. Una empresa que cotiza en Bolsa	
2. Cálculo del valor de la empresa	
3. Cantidad a emitir de ADRs.	
CONCLUSIONES	38
RECOMENDACIONES	38
BIBLIOGRAFÍA	39
CUADROS, GRÁFICOS Y ANEXOS	40

RESUMEN

La globalización de la economía y la internacionalización de los mercados de capitales es hoy en día un fenómeno totalmente generalizado en el mundo, por esta razón no hay lugar para aislamiento de los distintos mercados incluyendo el mercado de valores y en el caso del mercado peruano no se escapa a esta realidad. En este nuevo contexto existen en los Estados Unidos de Norte América, los Certificados Americanos de Depósito (American Depositary Receipts) o ADRs.

Los ADRs son instrumentos financieros norteamericanos, cuyo objetivo es permitir que las empresas de países extranjeros puedan en la Bolsa de Valores de New York (NEW YORK STOCK EXCHANGE: NYSE) colocar sus acciones ingresando de esta manera al mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica.

El ingreso al mercado de capitales americano, le permite a las empresas de los países extranjeros tener nuevas alternativas de financiamiento empresarial o de diversificación de su accionariado con lo cual amplían las fronteras de sus mercados de capitales. Esta situación es aún más favorable para las empresas de los países emergentes con economías sub desarrolladas por que les permite colocar sus acciones en mercados financieros más evolucionados.

La importancia que han tomado estos valores en el mercado bursátil, hace pensar que pueden ser una buena alternativa de financiamiento para las empresas de los países en vías de desarrollo dentro de los cuales se encuentra el Perú. De allí que nuestra inquietud es investigar si la emisión y colocación de ADRs por las empresas peruanas sería o no atractivo y si podrían contribuir a mejorar el valor de la empresa.

Para cumplir con el desarrollo del trabajo, inicialmente se planteó la idea general a investigar relacionada con los ADRs. Luego se escogió el título de la investigación para finalmente preparar el diseño tomando en cuenta lo siguiente:

- 1 Título del tema
- 2 Planteamiento o formulación del problema
- 3 Formulación de hipótesis
- 4 Marco teórico
- 5 Objetivo y justificación de la investigación
- 6 Método, tipo y diseño de la investigación

Se definió como objetivo general demostrar que la emisión y colocación de los ADRs del NIVEL N° III o del NIVEL N° IV permitirían a las compañías que implementan estos programas, conseguir mejorar el valor de la empresa en el mercado.

Se planteó y aplicó un modelo que permitió calcular la estructura adecuada de capital de una empresa real que cotiza en Bolsa de valores y se demostró que se logra incrementar el valor de la empresa con la consecuente ganancia para los accionistas y para el país que puede captar capital de riesgo como inversión directa extranjera.

El trabajo se inició como una investigación exploratoria no experimental longitudinal, es decir no se manipularon deliberadamente los datos sino que se recolectaron y analizaron para hacer las inferencias respectivas. Por lo tanto se terminó con una investigación de tipo correlacional utilizando el método de investigación deductivo.

Se concluyó que los ADRs NIVEL III y NIVEL IV son una buena alternativa de financiamiento para las empresas peruanas que buscan incrementar su capital y maximizar el valor de mercado de la empresa de acuerdo a una estructura adecuada de capital.

INTRODUCCIÓN

El trabajo de investigación intitulado “ADRs y el valor de la empresa” se desarrolló luego de plantearnos las siguientes preguntas:

- 1 ¿Los ADRs que son instrumentos financieros importantes para las empresas de países extranjeros dentro del mercado norteamericano, son una fuente de financiamiento alternativo para las empresas peruanas?
- 2 ¿La emisión de ADRs del NIVEL III o del NIVEL IV bajo la Norma 144 A que aumentan el capital social, permitirían a las empresas tener una adecuada estructura de capital y maximizar su valor en el mercado?
- 3 ¿Los ADRs que aumentan el capital social de la empresa pueden generar capital de riesgo al país como inversión directa extranjera?

Para responderlas se desarrolló en el CAPÍTULO I “Marco de referencia” el marco teórico que incluye la conceptualización de los ADRs y el planteamiento de un modelo que maximiza el valor de la empresa determinando una adecuada estructura de capital. También se plantean los objetivos y la justificación de la investigación, así como las hipótesis de encuadramiento y las específicas.

En el CAPÍTULO II, se conceptualizan, clasifican y desarrollan los ADRs describiéndose los tipos de programas que existen para su emisión.

En el CAPÍTULO III, se detalla el proceso a seguir para la emisión de los ADRs, haciéndose referencia al marco legal, las partes que intervienen, la elaboración de los programas y la cancelación de los ADRs por niveles correspondientes.

En el CAPÍTULO IV, se resume la primera experiencia realizada en emisión de ADRs por una empresa peruana pero para los NIVELES I y II, destacándose que fue la apertura para que otras empresas del país emitan también ADRs y se coloquen en la Bolsa de New York.

En el CAPÍTULO V, se plantea la aplicación del modelo desarrollado en el marco teórico tomando información real de una empresa peruana que cotiza en nuestra Bolsa de Valores de Lima. Esta información que aparece en sus estados financieros auditados, permitió hacer las proyecciones respectivas y llegar a la determinación del valor de la empresa. Con este resultado, y de acuerdo al modelo planteado, se determinó hasta por que monto se pueden emitir ADRs.

Se concluye que la emisión de ADRs del NIVEL III y NIVEL IV son una buena alternativa de financiamiento para las empresas peruanas que buscan incrementar su capital y maximizar el valor de mercado de la empresa de acuerdo a una estructura óptima de capital establecida.

Se recomienda que las empresas peruanas que cumplan con los requisitos exigidos por el mercado norteamericano deban emitir ADRs para lograr financiamiento en condiciones favorables para sus proyectos y mejorar su imagen internacionalmente.

Así mismo pueden incrementar su capital trayendo capital fresco de riesgo del exterior al país como inversión directa extranjera.

CAPÍTULO I

MARCO DE REFERENCIA

1. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

La globalización de la economía y la internacionalización de los mercados de capitales es hoy en día un fenómeno totalmente generalizado en el mundo, por esta razón no hay lugar para aislamiento de los distintos mercados incluyendo el mercado de valores y en el caso del mercado peruano no se escapa a esta realidad. En este nuevo contexto existen en los Estados Unidos de Norte América, los Certificados Americanos de Depósito (American Depositary Receipts) o ADRs.

Los ADRs son instrumentos financieros norteamericanos, cuyo objetivo es permitir que las empresas de países extranjeros puedan en la Bolsa de Valores de New York (NEW YORK STOCK EXCHANGE: NYSE) colocar sus acciones ingresando de esta manera al mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica.

El ingreso al mercado de capitales americano, le permite a las empresas de los países extranjeros tener nuevas alternativas de financiamiento empresarial o de diversificación de su accionariado con lo cual amplían las fronteras de sus mercados de capitales. Esta situación es aún más favorable para las empresas de los países emergentes con economías sub desarrolladas por que les permite colocar sus acciones en mercados financieros más evolucionados.

La importancia que han tomado estos valores en el mercado bursátil, hace pensar que pueden ser una buena alternativa de financiamiento para las empresas de los países en vías de desarrollo dentro de los cuales se encuentra el Perú. De allí que nuestra inquietud es investigar si la emisión y colocación de ADRs por las empresas peruanas sería o no atractivo y si podrían contribuir a maximizar el valor de la empresa.

En nuestro país el mercado de capitales está poco desarrollado y por la característica de ser un país en vías de desarrollo, el ahorro interno es limitado. Pese a que se crearon instituciones que acumulan los llamados fondos mutuos, como es el caso de las AFPs, estos recursos internos son insuficientes para financiar el desarrollo y crecimiento del país.

En este sentido, a pesar de la existencia de las compañías de seguros, grandes empresas corporativas, instituciones gubernamentales de financiamiento como COFIDE y otras empresas de ahorro y crédito, se aprecia que:

- 1 Hay una falta de recursos líquidos para financiar los programas de crecimiento y desarrollo de las empresas corporativas a nivel nacional.
- 2 Existe una escasez de recursos financieros que se puedan destinar a préstamos de largo plazo y que permitan a las empresas del medio local financiarse.

De allí que las alternativas de financiamiento del desarrollo empresarial en el país tiene que ver el mercado de capitales externo y tratar de aprovechar todas aquellas fuentes que le permitan conseguir los recursos en forma oportuna y económica por lo que es posible pensar que los ADRs es una de las mejores fuentes alternativas que tienen actualmente las empresas peruanas para financiar su crecimiento y tener presencia en el mercado financiero internacional.

A pesar de que los ADRs son utilizados desde hace mucho tiempo en el mercado financiero mundial, sin embargo en algunos países, como el Perú, aún no están siendo utilizados como fuente alternativa de financiamiento en consecuencia, podemos hacer los siguientes cuestionamientos:

- 4 ¿Los ADRs que son instrumentos financieros importantes para las empresas de países extranjeros dentro del mercado norteamericano, son una fuente de financiamiento alternativo para las empresas peruanas?
- 5 ¿La emisión de ADRs del NIVEL III o del NIVEL IV bajo la Norma 144 A que aumentan el capital social, permitirían a las empresas tener una adecuada estructura de capital y maximizar su valor en el mercado?
- 6 ¿Los ADRs que aumentan el capital social de la empresa pueden generar capital de riesgo al país como inversión directa extranjera?

2. MARCO TEÓRICO

Los ADRs son recibos o certificados americanos de depósito en custodia, nominados en dólares, que representan las acciones emitidas por una empresa no estadounidense, pero que serán negociados en el mercado de valores de dicho país.

Desde 1927 en que el J.P. Morgan introdujo el American depositary receipt, el mercado de los ADRs ha crecido espectacularmente realizándose emisiones por encima de 2,200 empresas de más de 80 países del mundo y por montos que superan los 500,000 millones de dólares. En el año 2001, se colocaron en este mercado más de 30,000 millones y en el primer trimestre del 2,002 se negociaron 7,500 millones de acciones por un valor de 163,000 millones de dólares.

America Telecom y Grupo Electra de México, Sociedad Química y Minera de Chile, Corimon de Venezuela y Quilmes Industrial de Argentina son casos de emisión de ADRs por empresas de países latinoamericanos.

Actualmente están siendo utilizados por algunas empresas peruanas como por ejemplo la Compañía de minas Buenaventura, Southern Perú Coper Corporation, Telefónica, Credicorp, Ferreyros y Luz del Sur. que requieren grandes montos de inversión para desarrollar sus proyectos y que generalmente les resulta difícil conseguir estos recursos en el mercado interno. De allí que la importancia de los ADRs para las empresas peruanas radica en que se pueden constituir en una modalidad nueva de financiamiento. Además de participar nuestras empresas en el mercado de capitales norteamericano y mejorar su imagen corporativa, pueden crear valor a la empresa.

Pensar en los ADRs como fuente de financiamiento del crecimiento y desarrollo empresarial del país permite centrarnos en las teorías de la diversificación de las fuentes financieras, en la estructura de capital y en la teoría del valor de la empresa.

Por lo tanto partiendo de la teoría del valor de la empresa en el mercado se puede maximizar el valor de la empresa teniendo una estructura adecuada de capital.

Con esta estructura de capital se determina el PATRIMONIO necesario para maximizar el valor de la empresa y se puede definir cuantas acciones comunes nuevas se pueden emitir y colocar en el mercado americano como ADRs del NIVEL III o del NIVEL IV bajo la Norma 144 A. De esta manera se estaría trayendo al Perú capital de riesgo como inversión directa extranjera.

La teoría de la diversificación de las fuentes de financiamiento propugna que las empresas deben de buscar de utilizar todas las fuentes de financiamiento posible tanto de corto, mediano y largo plazo de tal manera de tener un costo de capital promedio ponderado razonable para poder evaluar sus alternativas de inversión en todos sus proyectos.

La obtención de fondos y la determinación de la estructura de capital es una de las funciones a las cuales tiene que hacer frente el Gerente Financiero. Así cuando los egresos de efectivo son mayores que los ingresos, deberá orientar sus esfuerzos hacia la obtención de recursos, dentro o fuera de la empresa. Dentro de la empresa a través del aumento de capital, y, fuera de la empresa en el mercado financiero donde se ofertan fondos a diferentes tasas y plazos o a diferentes modalidades de cancelación. Su tarea es lograr la financiación al mínimo costo, determinando al mismo tiempo cual debe ser la estructura de capital más adecuada para la empresa, es decir cuanto de pasivos y cuanto de capital propio o patrimonio, de tal manera de maximizar el valor de la empresa en el mercado.

El palanqueo financiero considera la capacidad de la empresa para utilizar sus gastos financieros con el objeto de maximizar las ganancias por acción tomando en cuenta los cambios o variaciones en las utilidades. Lógicamente que cuando la empresa no tiene gastos financieros no existirá el palanqueo financiero.

Por consiguiente la teoría exige que si se quiere maximizar las ganancias por acción en una empresa debe existir el financiamiento de terceros y no solo el financiamiento de los activos a través del patrimonio. De allí que algunas veces el palanqueo financiero se calcula mediante la relación pasivo total o deuda total entre el patrimonio neto.

Este ratio llamado también razón de endeudamiento total, indica la relación que existe entre los recursos aportados por terceros o acreedores y los aportados por los dueños o accionistas, determinándose de esta manera la solidez financiera o solvencia financiera de la empresa.

Lógicamente que al definir una estructura de financiamiento trae consigo un nivel de riesgo financiero que al definirse como el grado de incertidumbre de no tener la capacidad suficiente para poder cubrir los gastos financieros ante una falta de liquidez, se origine una gran presión de los acreedores cuyas deudas pueden estar impagas.

Modigliani y Miller demostraron que las decisiones de financiamiento son irrelevantes en mercados perfectos de capitales mencionando en su "Preposición I" que el valor de la empresa viene dado por sus activos reales y no por los títulos que emite. Por tanto la estructura de capital es irrelevante cuando se tienen ya definidas las inversiones de la empresa. La "Preposición I" de Modigliani y Miller permite una completa separación entre las decisiones de inversión y financiamiento. Creemos que en un mercado de capitales que no es perfecto, la práctica nos muestra que la estructura de capital si es relevante y que es difícil separar las decisiones de inversión de las decisiones de financiamiento si pensamos en maximizar el valor de mercado de la empresa.

Al referirnos a la elección de la estructura de capital como un problema por resolver en el mercado para maximizar el valor de la empresa, le estamos planteando al Gerente Financiero encontrar la combinación que le permita a la empresa maximizar su valor en el mercado. Estamos seguros que al maximizarse el valor de la empresa en el mercado también se maximiza la ganancia y riqueza de los accionistas.

Para reafirmar lo planteado en el párrafo anterior, pongamos el ejemplo de una empresa que posee 1,000 acciones en circulación a un precio de US\$ 30 cada una, entonces el capital propio sería: $1,000 \times 30 = 30,000$ dólares.

Supóngase que la empresa tiene deudas por US\$ 15,000, por lo tanto se puede decir que el valor de mercado de todos los títulos en circulación es:

$$30,000 + 15,000 = 45,000 \text{ dólares.}$$

Si se sustituye 5,000 dólares de capital por 5,000 de deuda, para pagar un dividendo especial para los accionistas, la nueva estructura, sería: 25,000 de capital + 20,000 de deuda = 45,000. En este caso como no ha habido un incremento del valor total, los accionistas han perdido participación por los 5,000. Pero si el valor total hubiera crecido a 50,000 como consecuencia de un aporte de capital, la nueva estructura sería: 35,000 de capital + 15,000 de deuda = 50,000. En este caso los accionistas se benefician con 5,000 de participación por el cambio de la estructura de capital.

De lo expuesto se puede concluir que una política que maximice el valor de mercado de la empresa es también lo mejor para los accionistas.

Por lo tanto partiendo de la teoría del valor de la empresa en el mercado se puede maximizar el valor de la empresa teniendo una estructura adecuada de capital.

La representación matemática para calcular el valor de la empresa en el mercado es:

$$\boxed{V.E. = VPN + UT. ACU + PLP + PCP \dots\dots\dots(1)}$$

Donde:

- V.E. = Valor de la empresa en el mercado
- VPN. = Valor presente neto
- UT. ACU = Utilidades acumuladas
- PLP = Pasivos de largo plazo
- PCP = Pasivos de corto plazo

Pero se conoce que:

$$VPN + UT. ACU. = PATRIMONIO \dots\dots\dots(2)$$

$$PLP + PCP = DEUDA \dots\dots\dots(3)$$

Reemplazando (2) y (3) en (1) Tenemos:

$V.E = PATRIMONIO + DEUDA$

Donde:

V.E. = Valor de la empresa en el mercado

PATRIMONIO = VPN + UT. ACU.

DEUDA = DLP + DCP

DLP = Deuda de largo plazo

DCP = Deuda de corto plazo

Contando con el marco teórico anteriormente descrito se puede plantear el siguiente MODELO:

$Máx. V.E. = k * VE (PATRIMONIO) + w * VE (DEUDA)$
--

Donde:

El máximo valor de la empresa en el mercado (Max. V. E.) es la variable dependiente y la óptima estructura de capital tiene las variables independientes, PATRIMONIO y DEUDA, que determinan la estructura de capital.

Los coeficientes “k” y “w” son los porcentajes del valor de la empresa que definen el PATRIMONIO y la DEUDA necesarios para determinar la estructura adecuada de capital. Ambos suman “uno” por que representan el 100%.

Matemáticamente tenemos: $k + w = 1$ de donde $w = 1 - k$

Luego el máximo valor de mercado de la empresa se da con la siguiente estructura de capital:

$k * VE \text{ como PATRIMONIO} + (1-k) * VE \text{ como DEUDA}$
--

Como se puede apreciar con esta estructura de capital se determina el PATRIMONIO necesario para maximizar el valor de la empresa y se puede definir cuantas acciones comunes nuevas se pueden emitir y colocar en el mercado americano como ADRs del NIVEL III o del NIVEL IV bajo la Norma 144 A. De esta manera se estaría trayendo al Perú capital de riesgo como inversión directa extranjera.

3. FORMULACIÓN DE LAS HIPÓTESIS

HIPÓTESIS DE ENCUADRAMIENTO:

Los ADRs son instrumentos de financiamiento importante dentro del mercado americano para las empresas de países extranjeros, y pueden ser una buena alternativa para las empresas peruanas.

HIPÓTESIS ESPECÍFICAS:

1. La emisión de ADRs de NIVEL III o de NIVEL IV según la NORMA 144 A, permiten tener una adecuada estructura de capital que mejore el valor de la empresa en el mercado.
2. La emisión y colocación de ADRs que aumenten el capital social de la empresa generan el mayor valor que se quiere tener para la empresa respetando una adecuada estructura de capital.

4. OBJETIVO Y JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

El objetivo general del presente trabajo es demostrar que la emisión y colocación de los ADRs del NIVEL N° III o del NIVEL N° IV bajo la NORMA 144 A, permitirá a las compañías que implementan estos programas, conseguir mejorar el valor de la empresa en el mercado.

Los objetivos específicos se centrarán en aplicar un modelo que nos permita calcular la estructura adecuada de capital de una empresa real que cotiza actualmente en Bolsa de Valores, para demostrar que se incrementa valor al emitir los ADRs del NIVEL N° III o del NIVEL N° IV bajo la NORMA 144 A mencionados en el párrafo anterior, y que por consiguiente se logra

incrementar la ganancia para la empresa y para el accionista en favor del país que puede captar capital de riesgo como inversión directa extranjera.

En el caso de nuestro país no existe un trabajo específico que demuestre que se puede mejorar el valor de la empresa y la ganancia de los accionistas al emitir ADRs que permitan incrementar el capital social buscando una adecuada estructura de capital. Esto justifica el intento de demostrar que los ADRs son una alternativa rentable de financiamiento para las empresas que cumplan con los requisitos establecidos en los Estados Unidos de Norteamérica.

5. MÉTODO DE INVESTIGACIÓN

El método de investigación que se utilizará será el deductivo, iniciándose el trabajo como una investigación exploratoria.

El tipo de investigación será descriptiva y correlacional y el diseño empleado es de una investigación no experimental longitudinal, es decir no se manipularán deliberadamente los datos sino que se recolectarán y analizarán para hacer las inferencias respectivas.

CAPÍTULO II ADRs.

1. CONCEPTO

En 1927 un inversionista de Nueva York solicitó a su banquero que le comprara determinadas acciones de una empresa inglesa en la Bolsa de Valores de Londres. Pero le advirtió que no deseaba tener en su contabilidad valores emitidos en libras esterlinas, por lo que le pedía que en representación de las acciones así adquiridas, el banco le emitiera un certificado de depósito expresado en dólares americanos.

Lo que el inversionista registró en su contabilidad fue un certificado de depósito emitido por el banco, y quien en la práctica aparecía como titular de las acciones inglesas era el Banco Depositario. Así fue como funcionó hasta principios de los años 80 con los recibos no auspiciados o no patrocinados.

JP Morgan fue el Banco de Inversión que lanzó el primer ADR para Selfridges Provincial Stores, famosa compradora Británica, el 29 de abril de 1927.

El ADR fue registrado en la New York Curb Exchange precursora de la bolsa de valores de New York.

Con el inusitado crecimiento del mercado en los ochenta intervino la Securities Exchange Comisión (Comisión Nacional De Valores De Los Estados Unidos De Norteamérica: SEC) y se creó la regla conocida como 129. Esta regla , sobre excepción de información, permitió la emisión de ADRs como certificados representativos de acciones.

La empresa emisora de las acciones no importa que no esté registrada en la Bolsa de Valores dentro de los Estados Unidos, pero está obligada a suministrar a la SEC toda la información y documentación contable que obligatoriamente presenta a las autoridades de su país. Debe también presentar el contrato firmado con el banco norteamericano que actuará como depositario.

Este fue el origen de la emisión de ADRs conocida como emisión auspiciada Nivel I.

Los ADRs (American Depositary receipts) son recibos o certificados negociables emitidos por un banco norteamericano que representan la posesión de títulos (Acciones Comunes) que han sido originalmente emitidos por una empresa extranjera y que se negocian en el mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica.

Los ADRs que son emitidos por los bancos norteamericanos están respaldados por las acciones emitidas por una empresa extranjera quien a través de su banco custodio en su país de origen facilitan la transferencia física de las acciones al banco depositario de los Estados Unidos.

2. CLASES O PROGRAMAS DE ADRs

Si quisiéramos conocer algo más de los ADRs, podemos decir que existen dos clases o tipos de programas:

- a) Los programas auspiciados.
- b) Los programas no auspiciados.

Los programas auspiciados involucran a un solo banco depositario quien emite los ADRs de conformidad con el contrato firmado con la empresa extranjera emisora de las acciones que sirven de respaldo a los ADRs. Hoy en día a las empresas bancarias y demás compañías que están autorizadas a emitir ADRs, prefieren trabajar con programas auspiciados, lo que implica tener un solo banco depositario con el cual se mantiene un estrecho control sobre los valores transados en el mercado de capitales norteamericano.

Los programas no auspiciados se caracterizan por que la emisión de los ADRs la realizan uno o más bancos depositarios . En este caso no existe un contrato formal entre la empresa extranjera emisora de las acciones y los bancos depositarios. No hay una exclusividad en el manejo por lo cual la empresa emisora pierde en algunos casos el control sobre las colocaciones de sus acciones.

Este tipo de programas origina una pérdida de control debido a que se negocian en el mercado extrabursatil llamado Over the Counter (OTC) donde se realizan las transacciones entre vendedores y compradores utilizando para ello mecanismos fuera de bolsa.

Por lo general los precios de los ADRs de estos programas no auspiciados son manejados y publicados en la National Automated Quotation System (NASDAQ) cuya distribución están restringidas a Brokers o intermediarios más no al público en general.

Estos programas no son elegibles para manejarse en bolsa y la emisión de los ADRs están respaldados por emisiones de acciones que ya se realizaron anteriormente por lo que no apoyan a la empresa en lograr un aumento de capital.

La SEC ha establecido una serie de requisitos para las empresas que tienen programas no auspiciados dificultando su aplicación. Esto ha ocasionado una disminución en el uso de estos valores y están con clara tendencia a su desaparición.

3. TIPOS DE PROGRAMAS AUSPICIADOS

Existen cuatro tipos de programas auspiciados. Estos se clasifican por niveles. Dos de ellos están diseñados para que la empresa pueda colocar en el mercado de capitales sus acciones ya emitidas con anterioridad y los otros dos para que se puedan colocar emisiones primarias tendientes a incrementar el capital. Ver ANEXO N° 1.

PROGRAMA NIVEL I

Este programa se realiza sobre la base de acciones que ya se encuentran en circulación en el país de origen de la empresa emisora.

Su negociación secundaria se realiza en el mercado extrabursatil OTC a través de las páginas rosadas donde se muestran los precios de estos valores y toda la información referente a la empresa y los intermediarios que trabajan con estos valores.

El principal propósito de este programa es que las empresas extranjeras se hagan conocidas en el mercado norteamericano.

Las ventajas de este programa se pueden resumir en:

- 1 La empresa emisora escoge el banco depositario manteniendo el control sobre todo el programa.
- 2 Hay comunicación fluida entre la empresa y los tenedores de los ADRs
- 3 Los costos son asumidos por los inversionistas
- 4 Permite acceder con mayor facilidad a los otros programas en caso la empresa así lo decida.

Las desventajas se resumen en:

- 1 Las acciones no son inscritas en las Bolsas norteamericanas.
- 2 EL programa se desarrolla en un mercado poco líquido por que se efectúa a través de la Compañía Central de Depósito (Depositary Trust Company: DTC)
- 3 No se permite el incremento de capital con este programa.

Para implementar este programa se deben cumplir con los siguientes requisitos:

- 1 Obtener de la SEC la aprobación de la solicitud de excepción que permite a la empresa emisora presentar solo la información a la cual está obligada en su país de origen.
- 2 Suscribir un acuerdo de depósito entre la empresa emisora y el banco depositario
- 3 Llenar el formato F-6 dado por la SEC para que se registren los ADRs
- 4 Contar con un Broker en el mercado norteamericano

Ver CUADRO N° 1.

PROGRAMA NIVEL II

Al igual que el programa de NIVEL I se realiza sobre las acciones que se encuentran en circulación en el país de origen. Sin embargo se transan las operaciones en la Bolsa de Valores de New York (NEW YORK STOCK EXCHANGE: NYSE) o en el Sistema de Negociación Automática de Intermediarios de Valores (NASDAQ), razón por la cual permite que mayor número de inversionistas tengan acceso a estos valores.

En razón de su registro en Bolsa , la empresa emisora necesita presentar información más detallada que la exigida en el NIVEL I . Así mismo debe conciliar sus estados financieros con los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Unidos de Norteamérica. Este programa cuesta más en su implementación pero permite lograr un mercado secundario más amplio.

Dentro de sus ventajas se pueden mencionar las siguientes:

- 1 Los valores se negocian en Bolsa que son muy buenos mercados y de mayor liquidez.
- 2 Proporcionan mejor flujo de información financiera del mercado y del emisor.
- 3 Mayor prestigio para la empresa emisora por negociar valores de mayor liquidez.

Dentro de las desventajas se pueden menciona las siguientes:

- 1 Requiere información mas detallada
- 2 Hay que conciliar los Estados Financieros de la empresa con los principios generalmente aceptados de contabilidad que se utilizan en los Estados Unidos de Norteamérica.
- 3 La elaboración del programa es más costoso y demora más tiempo su implementación.
- 4 No se permite utilizar estos ADRs para incremento de capital.

Los requisitos que hay que tener en cuenta son:

- 1 Presentar para la aprobación de la SEC, el formato 20-F que incluye los datos detallados de la emisión y los estados financieros preparados de acuerdo a los principios generalmente aceptados.
- 2 Suscribir un acuerdo de depósito entre el emisor y el banco depositario.
- 3 Gestionar la inscripción en Bolsa a través del formato F-6
- 4 Completar los requerimientos para la negociación y liquidación de los ADRs
- 5 Preparar los certificados y solicitar el código de estos valores.

Ver CUADRO N º 2

PROGRAMA NIVEL III

Está diseñado para que las empresas emisoras obtengan capital del mercado norteamericano a través de una oferta pública de ADRs. Tanto los ADRs como las acciones que los respaldan deben estar inscritos en Bolsa. Normalmente se necesita de un banco de inversión para que actúe como subscriptor y colocador de los valores. El banco de inversión puede adquirir el mismo toda la emisión al participar con una operación llamada underwriting.

Las ventajas que brinda este programa se resumen en:

- 1 Permite a la empresa emisora conseguir recursos considerados como aportes de capital, al negociar en el mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica la emisión primaria de sus acciones que respaldan la emisión de los ADRs.
- 2 Brinda mayor confianza al inversionista norteamericano debido a que le son aplicadas todas las normas establecidas en los Estados Unidos de Norteamérica, según acta de 1933 y 1934 de la ley de la Bolsa de Valores.
- 3 Tienen muy buena perspectivas de colocación debido a que se cotizan en los mercados más grandes y líquidos del mundo.

Las desventajas se pueden resumir en:

- 1 Se exige mayor detalle de la información a presentar a la SEC que lo que se establece para los programas de NIVEL I y NIVEL II.
- 2 Demanda mayor trabajo y costos en la preparación y presentación de los reportes financieros utilizando el formato 20-F.

Los requisitos a tener en cuenta son:

- 1 Preparar y presentar para su aprobación por la SEC, toda la información incluida en el formato 20-F.
- 2 Suscribir un acuerdo de depósito entre el banco depositario de las acciones que respaldan la emisión de los ADRs y la empresa extranjera que emite las acciones.
- 3 Presentar la solicitud de registro en Bolsa y conseguir su aprobación.
- 4 Presentar toda la información solicitada en el formato F-6.

Ver CUADRO N° 3.

PROGRAMA NIVEL IV

Estos programas de ADRs están destinados a respaldar la emisión primaria de acciones con miras a lograr un incremento de capital.

Al igual que los programas de NIVEL III, son utilizados cuando la empresa emisora requiere de un aumento de capital, sin embargo su colocación están bajo la norma 144 A .

La norma 144 A establece que la colocación de estos valores debe hacerse en exclusividad a los inversionistas institucionales calificados (Qualified Institutional Buyer: QUIBs), como son: Empresas administradoras de fondos mutuos, de fondos de pensiones, entidades de ahorro y crédito, compañías de seguros, empresas de inversión , entre otras.

Dentro de sus ventajas se pueden mencionar las siguientes:

- 1 La información financiera a presentar no tiene el mismo nivel de rigor que para los programas de NIVEL III.
- 2 Su implementación son de menor costo que de los programas de NIVEL II y III.
- 3 Existen alrededor de 5,000 QUIBs en el mercado que representan potenciales demandantes de estos valores.

Dentro de sus desventajas destaca que la negociación de estos valores debe ser directamente a los QUIEBs lo cual es una limitación.

Dentro de los requisitos podemos mencionar los siguientes:

- 1 Presentar la solicitud de excepción bajo la regla 12g, 3-2 (b) de la norma 144 A.
- 2 Tener suscrito el acuerdo de depósito con el banco depositario.

Ver CUADRO N° 4.

CAPITULO III

PROCESO A SEGUIR PARA LA EMISIÓN DE ADRs

1. MARCO LEGAL

PARA EMITIR ADRs en el mercado norteamericano debe tomarse en cuenta las normas planteadas en el Acta de seguridad de 1993 (Security Act 1993), que fue la primera de las leyes sobre valores en los Estados Unidos de Norteamérica.

El objetivo básico de esta ley consiste en prever que se presente plenamente toda la información de importancia relacionadas con los valores y las empresas que los emiten. Dicha ley se aplica a todas las emisiones y requiere que los valores sean registrados por lo menos 20 días antes de que sean ofrecidos al público.

Al registro se tiene que proporcionar información financiera, legal y técnica de la compañía. Si esta información es inadecuada o engañosa, la SEC no registrará los valores los cuales no podrán negociarse.

Después que el registro sea efectivo los valores pueden ser ofrecidos para su venta, pero el ofrecimiento debe estar acompañado de un prospecto que indique el estado del registro y las características de la emisión. Esto no impide que se puedan repartir prospectos preliminares antes de los 20 días que es el periodo de espera para culminar el registro.

En el caso que la información proporcionada en el prospecto sean falsas respecto al estado de registro y a las bondades de los valores a negociarse, cualquier inversionista comprador de los valores emitidos que sufra pérdidas, puede presentar una demanda por daños. De comprobarse los hechos dolosos, se responsabiliza y se aplican severas multas al emisor y cualquiera de sus funcionarios sean estos Directores, Contadores, Abogados, Ingenieros, Peritos y Aseguradores que hayan participado en la preparación del estado de registro.

También se exige que la información relevante de la empresa emisora y de la situación de los valores emitidos y negociados sea periódica y verdadera.

Adicionalmente debe tenerse en cuenta el Acta de Seguridad de Cambio de 1934 (Security Exchange Act 1934), conocida también como la ley de Bolsa de Valores que amplió las transacciones con valores que ya habían sido emitidos, es decir operaciones de segunda mano.

En el caso de la normatividad del Perú, la CONASEV publicó la resolución N^o 358-93-EF/94 el 22 de diciembre para que el público inversionista nacional cuente con el máximo de información sobre el proceso de implementación y desarrollo de programas de ADRs por parte de aquellas empresas que cotizando en Bolsa de Valores de Lima pretenden efectuar tales programas.

En este sentido si una empresa peruana pretende realizar programas de ADRs debe presentar la siguiente información a CONASEV y a la Bolsa de Valores de Lima:

Para los programas de nivel I y II:

- 1 Contrato celebrado con el banco depositario
- 2 Contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio nacional
- 3 Acta de la junta general de accionistas en la que conste el acuerdo de participar en programas de ADRs

Para los programas de NIVEL III Y IV:

- 1 Sujetarse a las normas relativas a la oferta local dispuesta por la CONASEV según Resolución N° 906-91-EF
- 2 Presentar el aviso de convocatoria a junta General de Accionistas indicando en la agenda a tratar el aumento de capital vía la emisión de acciones a efectos de colocarlas en el mercado de valores del exterior a través de programas de ADRs.
- 3 Acreditar que los accionistas han ejercido su derecho de preferencia conforme lo establece la ley del mercado de valores.
- 4 Contrato celebrado entre la empresa emisora y el banco depositario
- 5 Contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio.
- 6 Acta de Junta General de Accionistas donde consta el acuerdo de colocar acciones en el mercado extranjero a través de programas ADRs.

Además para todos los programas se debe de presentar:

- 1 Información relativa a la inscripción de los ADRs en la SEC y en la Bolsa de Valores donde se negocien, el día siguiente hábil después de su inscripción.
- 2 Información trimestral de las acciones que han sido negociadas con ADRs, dentro de los 10 días siguientes al trimestre correspondiente.
- 3 Información sobre la emisión, transacciones y retiros de ADRs, así como el número de certificados en circulación, en la misma forma y plazo que se está obligado a presentar a la SEC.

2. PARTES QUE INTERVIENEN

Las partes que intervienen en la elaboración y colocación de un programa de ADRs en el mercado de capitales norteamericano son:

- 1 La empresa o sociedad que emite las acciones
- 2 El banco depositario

- 3 El banco custodio
- 4 El banco de Inversión
- 5 El inversionista

La empresa emisora es la empresa ubicada en un país distinto a los Estados Unidos de Norteamérica cuyas acciones emitidas respaldan a los ADRs que se emitirán y se negociarán en Estados Unidos. En este caso las acciones emitidas están representadas por los ADRs.

El banco depositario, es un banco con residencia en los Estados Unidos de Norteamérica y es el que emite los ADRs con el respaldo de las acciones emitidas por la empresa extranjera. Cuando se cancelan los ADRs, ordena la liberación de las acciones que están en el banco custodio del país de origen de la empresa emisora. Registra las transacciones de compra y venta de los ADRs y efectúa la repartición de los dividendos y los derechos ocasionados por las acciones liberadas.

El banco custodio, es un banco del país de origen de la empresa emisora que se encarga y responsabiliza de custodiar físicamente las acciones emitidas que respaldan a los ADRs. Sus funciones de administración de estas acciones y ser el nexo entre la empresa emisora y el banco depositario están contemplados en el contrato que suscribe con el banco depositario.

El banco de inversión, es la institución que lleva a cabo la colocación de las acciones emitidas por la empresa emisora que están representadas por los ADRs. Generalmente actúa como underwriter cuando suscribe la emisión. La colocación de estos valores en el mercado norteamericano se realizan a través de un proceso que lleva tiempo y dinero. Este proceso se conoce con el nombre de “Due Diligence” y es la fuente principal para elaborar el prospecto de colocación.

3. ELABORACIÓN DEL PROGRAMA

La empresa emisora elige al equipo con quien liderará el programa y plantea los objetivos y las acciones a llevarse a cabo.

El equipo estará constituido por el emisor, el banco depositario, el banco custodio y el banco de inversión.

Con este equipo se define la opción a implementar; es decir que nivel del programa es el más adecuado para el emisor: Programa no auspiciado o Programa auspiciado NIVEL I, II, III o IV.

En esta etapa el banco de inversión juega un papel muy importante por que estructura, promociona y coloca los valores emitidos. Cuando se trata de programas de aumento de capital, el banco de inversión a parte de determinar la modalidad de suscripción, define la formación de sindicatos de ser necesario.

Debe tenerse en cuenta que todos y cada uno de los compromisos adquiridos por las partes intervinientes en la formulación y desarrollo del programa debe estar respaldado por los contratos respectivos entre el emisor y cada miembro del equipo

4. PROCESO DE EMISIÓN Y DE CANCELACIÓN DE ADRs

Los ADRs de cualquier nivel siguen un proceso de emisión y cancelación. El proceso de emisión llamado también INFLOW y el proceso de cancelación llamado también BACKFLOW se muestran a continuación:

ADRs NIVEL I

El proceso de emisión que se muestra en el GRAFICO N° 1 tiene las siguientes etapas:

- 1 Solicitud del inversionista a su broker para la compra de las acciones de una empresa extranjera (No norteamericana)
- 2 Compra de los ADRs por el broker en el mercado de los Estados Unidos de Norte América.
- 3 Si los ADRs no están disponibles el broker estadounidense ordena la compra de las acciones de la empresa extranjera en su mercado local a través de un intermediario.
- 4 Efectuada la compra las acciones son depositadas en el banco custodio. El banco custodio comunica al banco depositario el depósito de las acciones.
- 5 El banco depositario emite los ADRs en representación de las acciones adquiridas y los registra a nombre del broker norteamericano que inició la operación.
- 6 El broker registra los ADRs a favor del inversionista norteamericano interesado.

El proceso de cancelación que se muestra en el GRAFICO N° 2 tiene las siguientes etapas:

- 1 El inversionista notifica a su broker la intención de vender sus ADRs.
- 2 El broker notifica al banco depositario la intención de venta de las acciones subyacentes a los ADRs
- 3 El banco depositario procede a la cancelación de los ADRs y notifica al banco custodio el hecho.

- 4 El banco custodio libera las acciones subyacentes a los ADRs cancelados y los entrega a la sociedad agente local quien se hará cargo de su venta
- 5 La sociedad agente local una vez vendida las acciones entrega el dinero al broker extranjero.
- 6 El broker extranjero le hace entrega al inversionista norteamericano del dinero producto de la venta de las acciones.

ADRS NIVEL II

La emisión y cancelación de los ADRs de este nivel se realizan de forma similar que lo mostrado en los GRAFICOS N° 1 y N° 2, ya que se tratan de instrumentos emitidos sobre acciones que ya se encuentran en circulación en los mercados. La diferencia es que los ADRs del NIVEL II se negocian en cualquier Bolsa de Valores de los Estados Unidos y en la NASDAQ.

ADRS NIVEL III

La emisión de los ADRs del NIVEL III se muestra en el GRAFICO N° 3 y se distinguen las siguientes etapas:

Las nuevas acciones que van a respaldar la emisión de los ADRs se depositan en un banco custodio. El Banco custodio puede ser una sucursal, filial o corresponsal del banco depositario siempre que medie un acuerdo formal.

El banco custodio comunica al banco depositario el depósito de las acciones.

El banco depositario emite los ADRs en representación de las acciones

Los ADRs son suscritos por el banco de inversión a través de una operación underwriteng. Luego se encarga de su colocación

Los ADRs se registran para que puedan realizarse luego las negociaciones secundarias en bolsa.

El underwriter procede a la entrega de los ADRs a los inversionistas que lo adquirieron.

La cancelación de los ADRs de este NIVEL siguen el mismo procedimiento descrito en el GRAFICO N° 2.

ADRS NIVEL IV

La emisión de estos ADRs que están bajo la norma 144 A siguen el mismo procedimiento descrito en el GRAFICO N° 3 y son colocados mediante la participación de un síndico de underwriter el que se encarga de la colocación privada de estos valores entre los QUIBs.

La cancelación de los ADRs de este NIVEL siguen el mismo procedimiento descrito en el GRAFICO N° 2.

CAPÍTULO IV

UNA EXPERIENCIA PERUANA EN EMISIÓN DE ADRs

1. EMPRESA EMISORA: BANCO WIESE

El Banco Wiese, fundado en 1943, fue, al 30 de junio de 1994, el segundo banco comercial más grande del Perú en términos de depósitos y activo, con una base total de depósitos superior a los 2,900 millones de soles (equivalentes a US\$ 1,500 millones) y con un total de activos superiores a 3,450 millones de soles.

Durante junio de 1994, tenía una participación en el mercado de aproximadamente 21 % del total de los depósitos bancarios y 19 % del total de préstamos otorgados en el país.

Se dedicaba principalmente a la banca comercial, proporcionando servicios bancarios en general a compañías de distinto tamaño y a personas naturales. Más del 80 % de los depósitos y préstamos estaban en dólares.

Amparados en los cambios ocurridos en la economía del país a partir de 1990, tuvo dentro de sus planes un crecimiento acorde con su importancia dentro del sistema financiero del Perú.

2. INFORMACIÓN RELEVANTE

Con anterioridad a su oferta global de ADRs en la Bolsa de New York, no existía mercado para las acciones comunes de empresas peruanas en los Estados Unidos de Norteamérica.

Se aprobó la cotización de los ADRs sujeto a la denominación "BWP" y se aceptó su cotización

Se presentó información de las cotizaciones bursátiles en la Bolsa de Valores de Lima de las acciones comunes del banco durante 1992 hasta 1994.

Desde su fundación hasta el momento de presentar la oferta global de ADRs, el banco ha pagado anualmente dividendos en efectivo.

El 14 de julio de 1994, la Junta General de Accionistas autorizó un aumento de capital del 10 % que correspondían a 11'104,718 acciones comunes. Después de ejercer su derecho preferencial los actuales accionistas de entonces, quedaron 10'345,184 acciones comunes para respaldar los ADRs por emitir.

Todas las transacciones en dólares en la economía peruana se basan en el mercado libre, es decir no existe control de cambios ni restricción para transferir dólares al exterior.

3. LA OFERTA SEGÚN EL PROSPECTO

La oferta global comprende la emisión y venta de 2'586,296 ADRs a ser ofrecidos en Estados Unidos de Norteamérica, fuera de este mercado y en el Perú.

El precio de oferta inicial fue de US\$ 19.75 por ADRs.

Cada ADRs representa cuatro acciones comunes. Las acciones comunes que respaldan los ADRs serán depositadas en el Morgan Guaranty Trust Company de New York, en calidad de depositario.

Las utilidades para el banco provenientes de la oferta global, luego de deducir los gastos de suscripción, las comisiones y otros gastos fueron aproximadamente US\$ 51.3 millones, que serán utilizados con fines corporativos generales, principalmente para apoyar el crecimiento de la cartera de préstamos del banco. Se espera que aproximadamente US\$ 6 millones serán utilizados en los próximos dos años en más cajeros automáticos, equipo de cómputo y sistemas corporativos.

El capital social en circulación está compuesto por la totalidad de las acciones comunes. Antes de la oferta global y de la oferta de derechos de suscripción fueron 111'047,183. Después de la oferta global y de derechos de suscripción son 112'151,901.

Los titulares de los ADRs están facultados a recibir dividendos con respecto a las acciones comunes que los sustentan. Los dividendos en efectivo pagados, se harán después de deducir los gastos en que se haya incurrido por el depositario en la conversión de soles a dólares respectiva.

Las acciones comunes representan la única clase del capital social en circulación del banco, y todos los titulares de acciones tienen los mismos derechos a voto por cada acción común. Podrán votar mediante instrucciones impartidas al depositario.

Actualmente la distribución de dividendos con respecto a las acciones comunes no están sujetas a retenciones de impuestos a la renta.

Las acciones comunes que sustentan a los ADRs, se cotizan y negocian en la Bolsa de Valores de Lima, mientras que los ADRs emitidos se negocian en la Bolsa de Valores de New York, sujeto a notificación oficial ya que se han aceptado estas condiciones en su inscripción.

4. CONSIDERACIONES EN EL CONTRATO CON EL BANCO DEPOSITARIO

En septiembre de 1994 se celebró el contrato entre el Morgan Guaranty Trust Company of New York como banco depositario y los accionistas registrados periódicamente, actuando el Banco Wiese como empresa emisora. Lo más resaltante se expresa a continuación:

- Cada ADR representa el derecho a recibir cuatro acciones comunes depositadas en el banco custodio que para la ocasión fue el Banco de Crédito del Perú.
- Solo aquellas personas cuyos nombres se hallan registrado con los ADRs en los libros del depositario serán tratadas como titulares.
- Los valores depositados serán mantenidos por el custodio a cuenta y orden del depositario en el lugar y la forma que este determine.
- El depositario distribuirá las acciones comunes que respaldan los ADRs, el pago en efectivo de los dividendos y otros derechos o instrumentos propios de la colocación de la emisión.
- El depositario será el nexo entre el emisor y el inversionista. Actuará, por encargo, en asuntos relacionados a impuestos, ejercer el derecho a voto, inspección del libro de transferencias, modificaciones del contrato, etc.
- El depositario podrá cobrar comisiones a los tenedores de los ADRs por un valor de US\$ 5 por cada 100 ADRs entregados o devueltos.

5. PERSPECTIVAS DE EMISIÓN POR OTRAS EMPRESAS PERUANAS

Las empresas latinoamericanas que han tenido ocasión de implementar programas con ADRs en Norteamérica han sido empresas con gran solidez económica y de tamaño grande en relación a su accionariado y patrimonio.

Sin embargo no existen parámetros que determinen si una empresa puede o no ingresar al mercado de capitales norteamericano a través de la emisión de ADRs de cualquier nivel.

Resulta evidente que solo empresas cuyas economías son sanas podrán tener cierto atractivo en estos mercados.

Las Bolsas en Estados Unidos de Norteamérica establecen una serie de requisitos para que empresas extranjeras puedan cotizar sus valores dentro de este mercado de capitales y a nuestro entender existen en nuestro país varias empresas que podrían hacer este intento. En el ANEXO N° 2 se presenta una lista de las empresas peruanas que se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Lima y que serían posibles de ser inscritas en la Bolsa de New York.

Existen otros requisitos no tan explícitos que limitan la entrada de valores al mercado de Estados Unidos a través de programas de ADRs de NIVEL I y NIVEL II, siendo uno de los más importantes la liquidez de las acciones de una empresa en el mercado bursátil del país de origen.

Es muy importante que las acciones que se ofrezcan tengan buena liquidez por que esto haría más atractivo el valor para el inversionista extranjero.

CAPÍTULO V UN CASO PRÁCTICO

En esta parte del trabajo se escogerá una empresa que actualmente cotiza en la Bolsa de Valores de Lima y que cumpla con las exigencias del caso para emitir ADRs y se le aplicará el modelo planteado en el marco teórico.

De esta manera se determinará su estructura adecuada de capital que permita maximizar su valor en el mercado, definiéndose cuantas acciones comunes nuevas tiene que emitir para que sirvan de respaldo a la emisión de los ADRs.

La colocación en la Bolsa de New York de estos ADRs, permitirá traer capital de riesgo como inversión directa extranjera al país.

Tomando en consideración el ANEXO N° 2 que muestra las empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, se ha elaborado el CUADRO N° 5 que muestra las 80 empresas más importantes rankiadas de acuerdo a su nivel de patrimonio. De estas 80 empresas las que están emitiendo ADRs son : Telefónica del Perú, Southern Perú Coper Corporation, CREDICORP, Banco Wiese Sudameris y Buenaventura. Estas empresas se encuentran entre las primeras 15 del ranking. Ferreyros que es otra de las empresas que está emitiendo ADRs, se encuentra ubicada en el puesto 42 con un patrimonio de solo 237 millones 124 mil soles (US\$ 67.7 millones).

Cabe destacar que las 80 empresas del Ranking cumplen con las exigencias mínimas de contar con un patrimonio por encima de los US\$ 5 millones que las califican para cotizar en las Bolsas de Valores de Estados Unidos de Norteamérica. En el ANEXO N° 3 se muestran estas condiciones mínimas exigidas para cotizar en la Bolsa de New York.

Para demostrar que la emisión y colocación de ADRs del NIVEL III o del NIVEL IV bajo la NORMA 144 A permiten crear valor a la empresa teniendo en cuenta una adecuada estructura de capital, tomaremos como modelo a la Unión de Cervecerías Backus & Johnston que figura en el octavo lugar del ranking con un patrimonio de 1,518 millones 657 mil soles (US\$ 433.90 millones).

La Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A. pertenece a la Corporación Backus & Johnston. Esta Corporación tiene 6 Grupos: El Grupo Cervecerero, El Grupo de Envases y Embalajes, el Grupo de Transportes, El Grupo de Alimentos y Bebidas, El Grupo de Servicios y el Grupo de Proyección Social. Dentro del Grupo Cervecerero se encuentran tres empresas: La Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A., Cervecería San Juan S. A.A. y Cervecería del Sur del Perú S.A.(CERVESUR).

La Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston tiene cinco plantas. La planta del RIMAC donde se produce la cerveza Cristal. La planta de ATE donde se producen las cervezas Cristal y Pilsen Callao. La planta del CALLAO donde se producen las cervezas Pilsen Callao, Cristal, Pilsen Trujillo, Malta Morena, Malta Polar y Champalé que es un espumante a base de malta. La planta de MOTUPE donde se produce cerveza Real, Cristal y Pilsen Callao. Y la

planta de TRUJILLO donde se producen las cervezas Pilsen Trujillo y Pilsen Callao.

En el año 2,001 la empresa mostraba de acuerdo a su balance general un activo total de 2,495 millones de soles con un patrimonio de 1,659 millones y un pasivo total de 836 millones. De esta manera la estructura de capital que presentaba era de 66 % de capital propio y 34 % de recursos de terceros. En el año 2,000 la estructura era de 62 % de capital propio y 38 % de terceros. En 1,999 la estructura era de 72 % de capital propio y 28 % de capital de terceros. Y en 1,998 el capital propio financiaba el 70 % y el 30 % con recursos de terceros.

A continuación se presenta el resumen de los balances para el periodo 1,998 – 2,001. En el ANEXO N° 4 se muestran los resultados detallados de los Balances de los años 2,000 - 2,001.

RESUMEN HISTÓRICO DEL BALANCE GENERAL

En Miles de soles

	2,001	2,000	1,999	1,998
ACTIVO CORRIENTE	475,171	473,222	739,462	607,125
Caja/Bancos	91,968	28,102	232,676	58,132
Cuentas por cobrar comerci	69,542	100,420	126,657	125,670
Otras cuentas por cobrar	94,276	121,327	140,169	158,699
Existencias	201,385	223,373	239,960	264,624
ACTIVO NO CORRIENTE	2,037,979	1,917,982	1,618,248	1,834,445
Activo fijo neto	802,900	801,759	861,694	902,734
Otras inversiones	864,976	878,378	617,212	781,043
Intangibles netos	370,103	237,845	139,342	150,668
TOTAL ACTIVOS	2,495,150	2,391,204	2,357,716	2,441,570
PASIVO CORRIENTE	301,160	303,071	422,896	399,989
Préstamos bancarios	17,273	83,704	25,076	107,454
Cuentas por pagar comercia	23,445	28,046	29,166	41,982
Otras cuentas por pagar	156,754	120,210	129,088	155,383
Parte corrient DLP	103,688	71,111	239,566	95,165
PASIVO NO	534,896	602,882	229,354	322,627

CORRIENTE				
Deuda a L.P.	512,405	576,641	199,546	315,772
Otros pasivos	22,491	26,246	29,808	6,855
TOTAL PASIVOS	836,056	905,958	652,250	722,616
PATRIMONIO	1,659,094	1,485,246	1,705,460	1,718,954
Capital social	1,003,482	1,003,482	1,003,482	967,227
Acciones de inversión	491,174	491,174	491,174	473,429
Reservas y otros	140,316	(37,005)	185,286	203,542
Resultados acumulados	24,122	27,595	25,518	74,756
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	2,495,150	2,391,204	2,357,710	2,441,570

Con estos datos históricos podemos presentar el comportamiento que han tenido los coeficientes “k” y “w” en el periodo 1,998 – 2,001 tal conforme se indican a continuación:

COEFICIENTE	AÑO 2,001	AÑO 2,000	AÑO 1,999	AÑO 1,998
“k”	0.66	0.62	0.72	0.70
“w”	0.34	0.38	0.28	0.30
“k” + “w”	1.00	1.00	1.00	1.00

Del comportamiento de los coeficientes “k” y “w” podemos inferir que de acuerdo a los resultados obtenidos por la empresa la estructura de capital ha sufrido modificaciones muy importantes pasando de una relación de 70% de capital y 30 % de deuda en 1,998, a una estructura de capital de 66 % de patrimonio y 34 % de deuda en el año 2,001.

A continuación se presenta el resumen del estado de ganancias y pérdidas para el periodo 1,998 – 2,001.

RESUMEN HISTÓRICO DEL ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS

En miles de soles

RUBROS	AÑO 2,001	AÑO 2,000	AÑO 1,999	AÑO 1,998
Ventas netas	865,787	870,716	892,863	982,512
Otros ingresos	38,002	27,381	37,086	45,734
TOTAL INGRESOS	903,789	898,097	929,949	1,028,246
Costo de ventas	332,528	350,592	374,410	401,080
Utilidad bruta	571,261	547,505	555,530	627,166

Gastos operacionales	312,570	325,213	365,605	381,089
Utilidad operativa	258,691	222,292	189,934	246,077
Otros ingresos y egresos	17,525	36,548	59,852	59,787
Utilidad antes de participación	191,166	185,744	249,786	186,290
Participaciones	22,581	20,468	21,251	19,091
Utilidad antes de impuestos	168,585	165,276	228,535	167,199
Impuesto a la renta	52,010	54,987	44,794	51,233
Utilidad neta	116,575	110,289	183,741	115,966

De acuerdo a los datos históricos se aprecia que los ingresos por ventas han tenido un comportamiento cíclico llegando en el año 2,001 a 865 millones 787 mil soles. La utilidad operativa llegó a 258 millones 691 mil soles y la utilidad neta a 116 millones 575 mil soles. En el ANEXO N° 5 se muestran los resultados obtenidos detalladamente para los años 2,000 – 2,001.

Tomando como base la data histórica, se calculará el valor de la empresa, en dólares, considerando un escenario futuro de cinco años y las siguientes políticas:

Mantener el crecimiento de la utilidad antes de intereses y de impuestos, para lo cual, deben crecer las ventas de tal manera de llegar al nivel que se alcanzó en 1998 (Aproximadamente 273 millones de dólares). El crecimiento de las ventas tendrá el siguiente comportamiento:

PROYECCIONES DE LAS VENTAS

EN MILES DE US\$

AÑOS	0	1	2	3	4	5
Ventas	240,441	252,463	257,512	262,662	267,916	273,274
Crecimiento		5 %	2 %	2 %	2 %	2 %

El costo de ventas que ha tenido un comportamiento entre el 41 % y el 38 % de las ventas, debe llegar como máximo a un 40 %. Por lo tanto el costo de ventas tendrá el siguiente comportamiento:

PROYECCIONES DEL COSTO DE VENTAS
EN MILES DE US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Cst. Ventas	100,985	103,005	105,065	107,166	109,310
Porcentaje de Ventas	40%	40%	40%	40%	40%

Los gastos operativos que han tenido un comportamiento entre 37 % y 40 % de las ventas, deben llegar como máximo a un 38 %, por lo tanto tendrán el siguiente comportamiento:

PROYECCIONES DE LOS GASTOS OPERATIVOS
EN MILES DE US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Gastos Operativos	38,374	39,142	39,925	40,723	41,538
Porcentaje de Ventas	38%	38%	38%	38%	38%

El capital de trabajo debe de crecer acorde con las ventas es decir 5 % el primer año y 2 % del segundo al quinto año. Por lo tanto el crecimiento del capital de trabajo será:

CRECIMIENTO DEL CAPITAL DE TRABAJO
EN MILES DE US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Incremento del K. Tra.	2,167	2,210	2,254	2,299	2,345

Desde 1,999 al 2,000 la empresa invirtió en modernización de sus instalaciones 30 millones de soles, equivalente a 8 millones 333 mil dólares. Este tipo de inversión que es necesaria para mantener sin problemas el proceso productivo se estima que la empresa la ejecutará en el tercer año, incrementando de esta manera el activo fijo. La depreciación de este tipo de activos se realizará en 5 años a razón de 20 % anual.

Con esta información el flujo de caja libre generado por la empresa en los próximos cinco años sería:

**FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO
EN MILES DE US\$**

AÑOS	1	2	3	4	5
Ventas	252,463	257,512	262,662	267,916	273,274
Costo de Ventas	100,985	103,005	105,065	107,166	109,310
Gastos Operativos	38,374	39,142	39,925	40,723	41,538
Utilidad Antes de Intereses e Impuestos	113,103	115,365	117,673	120,026	122,427
Utilidad Antes de Intereses después de Impuestos (Tasa 30%)	79,172	80,756	82,371	84,018	85,699
(+) Depreciación	9,888	9,888	9,888	11,554	11,556
(-) Desembolso de capital por Inversión	9,888	9,888	18,221	11,554	11,556
(-) Incremento K. Trabajo	2,167	2,2102	2,254	2,299	2,345
Flujo Caja Libre	77,006	78,546	71,783	81,719	83,353

Para traer a valor presente el flujo de caja libre debemos de calcular previamente el costo promedio ponderado de capital (WACC) utilizando la siguiente fórmula:

$$WACC = P / (P + D) * (T l r + B * PRM) + D / (P + D) * kd (1 - T)$$

CÁLCULO DEL COSTO DEL CAPITAL PROPIO

Para calcular el costo del capital propio se suele utilizar las condiciones presentadas en el mercado considerándose los riesgos respectivos. Es a partir del modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model) que se puede calcular una tasa de rendimiento esperado para el accionista, que estaría definiendo su costo de oportunidad. El modelo que se resume en la siguiente fórmula nos permitió calcular el costo del capital propio.

$T_{resp} = T Lr + B (RPM - T Lr)$

T_{Lr}, es la tasa libre de riesgo y se asumió que su valor en el mercado es de 5.53 % tomando en consideración el rendimiento que pagan los “Treasury Bill” en el mercado americano.

(RPM – T_{Lr}), es la prima del mercado (PRM) y para el caso de empresas peruanas está relacionada con la diferencia entre lo que pagan los Bonos Brady y la tasa del Treasury Bill. En este caso se asumió que es de 5.7 % tomando en cuenta que los Bonos Brady pagan 11.23 % y el Treasury Bill 5.53 %. Además hay que tener en cuenta que en el Perú para cualquier actividad se podría utilizar este valor ya que en el mercado americano se considera como prima de riesgo y ha sido calculado como el promedio geométrico del índice S & P 500.

“B” conocido como beta, es el factor que determina las condiciones de riesgo con las probabilidades de rendimientos esperados en el mercado a través de la relación de la covarianza y la varianza. En el mercado americano se estima para las empresas del sector de extracción de recursos naturales y sin apalancamiento un beta promedio de 1.7, sin embargo para empresas líderes el beta oscila entre menor que uno y 1.2 dependiendo del riesgo. Como Backus es una empresa líder en el Perú, el beta considerado es de 1.06 que resulta de ajustar 1.7 a un nivel de riesgo manejable del 62.35 %. (1.7* 0.6235 = 1.06)

En consecuencia el costo del capital propio para Backus se estimó en:

$$\text{Tresp.} = T_{Lr} + B (RPM - T_{Lr})$$

$$\text{Tresp.} = 5.53 + 1.06 * (11.23 - 5.53)$$

Tresp. = 11.57 %

CÁLCULO DEL COSTO DE LA DEUDA

Para calcular el costo de la deuda se han tomado los datos históricos de los estados financieros. Se determinó una tasa en soles de 9.45 % anual. Esta tasa ajustada a tasa equivalente en dólares, nos dio una tasa de 3.15 %. En consecuencia la tasa para la deuda se estimó en 3.15 % anual.

RUBROS	MILES DE SOLES
Gastos financieros	69,191
Total deuda	731,456
•1 Sobregiros y préstamos bancarios	83,704
•2 Vencimiento corriente deuda largo plazo	71,111
•3 Deuda a largo plazo	576,641
Gastos financieros ENTRE Deuda	9.45 %
Costo promedio deuda en US\$	6.10 %
Tasa equivalente en US\$	(1+9.45 %) / (1.061) = 3.15%

De acuerdo a la información obtenida los valores para calcular el WACC son:

- P / (P+D) = 66 %
- D / (P+D) = 34 %
- Tlr = 5.53%
- B = 1.06
- PRM = 5.70 %
- Kd = 3.15 %
- T = 30 %

Al reemplazar los datos en la fórmula se obtiene un WACC de 8.39 %. De esta manera el valor actual del flujo de caja libre se calcula de la siguiente manera:

VALOR ACTUAL DEL FLUJO LIBRE

AÑOS	FLUJO	FACTOR 8.39 %	V A
1	77,006	0.92262	71,047
2	78,546	0.85122	66,860
3	71,783	0.78535	56,375
4	81,719	0.72458	59,212
5	83,353	0.66851	55,723
TOTAL VA			309,217

Como la empresa es un negocio en marcha se estima que a partir del sexto año habrá un flujo continuo con un crecimiento de las ventas en 1 % por lo tanto para el año 6 el flujo libre será de $83,353 * 1.01 = 84,187$. Así mismo el retorno sobre la nueva inversión será de 1 % en forma continua

Con esta información se calcula el valor continuo que será igual a:

$$VC = FC \text{ Libre año } 6 / (WACC - \text{Retorno nueva inversión})$$

$$VC = 84,187 / (8.39 \% - 1 \%)$$

$$VC = 1,139 \text{ millones } 628 \text{ mil dólares}$$

Como el costo de capital promedio ponderado (WACC) es 8.39 % el Valor presente o valor actual de este flujo continuo sería:

$$VAVC = 1,139'628 / (1 + 0.0839) ^ 6$$

VAVC = 702,902 millones de dólares

Luego el valor de la empresa será:

$$VE = VA + VAVC$$

$$VE = 309,217 + 702,902$$

VE = 1,012 millones 118 mil dólares
--

Con este resultado y de acuerdo al modelo planteado **se pueden emitir ADRs hasta por 210 millones de dólares.**

Si tomamos en cuenta la inversión de 30 millones de soles considerada en las proyecciones **podrían emitirse inicialmente 8 millones de dólares en ADRs bajo la NORMA 144 A.**

En los cuadros N° 6,7,8,9,10,11,12,13,14 y 15 se resumen los cálculos efectuados para hallar el valor de la empresa y el número de ADRs que se pueden emitir.

CONCLUSIONES

1. Los ADRs NIVEL III y NIVEL IV bajo la norma 144 A son una buena alternativa de financiamiento para las empresas peruanas que buscan de incrementar su capital para maximizar el valor de mercado de la empresa de acuerdo con una estructura óptima de capital.
2. A partir de 1994 en que el Banco Wiese realizó la primera experiencia de emitir ADRs, el mercado de Estados Unidos abrió sus puertas dando oportunidades a que otras empresas peruanas puedan acceder a este mercado en busca de financiamiento.
3. Este mecanismo no solo permite conseguir financiamiento fuera de nuestra realidad sino que permite contar con un mercado ampliado más desarrollado y líquido donde se pueden conseguir mejores cotizaciones. Además se fortalece la imagen corporativa de la empresa emisora tanto interna como externamente.
4. La emisión de ADRs aumenta la posibilidad de incrementar capital de riesgo para realizar proyectos de inversión que demandan gran cantidad de recursos frescos. Es un mecanismo de fomento a la inversión directa por que podrán participar tanto inversionistas institucionales como medianos y pequeños.

RECOMENDACIONES

1. Las empresas que cumplan con los requisitos exigidos por el mercado norteamericano deben emitir ADRs para lograr financiamiento en condiciones favorables para sus proyectos y mejorar su imagen internacional.
2. Utilizar la emisión de ADRs del NIVEL III y IV para lograr incremento de capital trayendo capital fresco de riesgo del exterior al país como inversión directa extranjera.

BIBLIOGRAFÍA

1. ALIAGA L. Rafael y SOUSA DE BARBIERI Lorenzo	“Banca de inversión” Edit. Publicaciones Universidad de Piura 1986
2. BELLIDO S. Pedro	“Administración Financiera” Edit. Técnico Científica 1989 Capítulo 17: Pags 245 - 272 Capítulo 18: Pags 277 - 297
3. BOLTEN Esteven	“Manual de administración financiera”. Edit. Ciencia y técnica. Limusa 1987. Capítulo 8: Pags. 351 – 378 Capítulo 10: Pags. 423 - 457
4. CONASEV	“Prospecto de emisión del Banco Wiese” 1994
5. DIÉZ DE CASTRO Luís y MASCARREÑAS Juan	“Ingeniería financiera: la gestión en los mercados financieros internacionales”. Edit. McGRAW-HILL. 1998. Pags 91-92
6. FERNÁNDEZ Pablo	“Valoración de empresas” Edit. Gestión 2000 S.A. 1999 Capítulos 1, 14, 15, 16, 19 y 20.
7. GLOBAL Finance Magazine	“JP Morgan Marks 75 th Anniversary of the ADR” june 2002. pag. 15
8. GRUPO DE INVESTIGACIÓN ALVARADO E, DELGADILLO W, GONZALEZ P, SUSANO J, UMASI S, YATACO L. Asesor: PACHECO R.	ADRs “Nueva Fuente de Financiamiento para las empresas Peruanas” 1996. Curso investigaciones económicas II. Facultad de ciencias económicas UNMSM.
9. VAN HORNE James	“Administración Financiera” Edit. Contabilidad Moderna Buenos Aires 1973 Capítulo VII: Pags. 260 - 286 Capítulo VIII: Pags. 300 - 313
10. http://www.pla.net.py/cnv/orientando	Glosario
11. http://www.superval.gob.sv/html general	Glosario
12. http://www.corfinsura.com/español	Glosario

CUADROS, GRÁFICOS y ANEXOS

CUADROS

**CUADRO N° 1
IMPLEMENTACIÓN DE PROGRAMAS ADRs NIVEL I**

ACTIVIDADES	PARTICIPANTES RESPONSABLES	CRONOGRAMA POR SEMANA	
		INICIO	FIN
1. ESTABLECIMIENTO DEL EQUIPO DE TRABAJO (BANCO DEPOSITARIO Y ASESORES) 2. DEFINICIÓN DE PROGRAMAS DE ACTIVIDADES A SEGUIR	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *PROMOCIÓN	PRIMERA	SEGUNDA
3. PREPARACIÓN Y PRESENTACIÓN A LA SEC LA SOLICITUD DE EXCEPCIÓN SEGÚN EL FORMATO 12 g 3 - 2 (b)	*EMISOR *ASESOR LEGAL	SEGUNDA	QUINTA
4. PREPARACIÓN DEL ACUERDO DE DEPÓSITO Y FORMATO F - 6	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	SEGUNDA	QUINTA
5. ELECCION DE LOS AGENTES DE MERCADO	*EMISOR *DEPOSITARIO	CUARTA	QUINTA
6. CUMPLIMIENTO DE TODOS LOS REQUERIMIENTOS PARA LA NEGOCIACIÓN Y LIQUIDACIÓN (Preparar certificados, solicitud del numero CUSIP y obtener aprobación de la DIC)	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	SÉPTIMA	OCTAVA
7. PRESENTACIÓN DEL ACUERDO DE DEPÓSITO Y DEL FORMATO F - 6 8. APROBACIÓN DE LA SEC 9. INICIO DE LAS NEGOCIACIONES	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	QUINTA	OCTAVA
10. PROMOCIÓN Y DIFUSIÓN EN MEDIOS PERIÓDICOS. 11. ANUNCIOS POR CORRESPONDENCIA A BROKERS E INVERSIONISTAS	*DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	NOVENA	NOVENA

FUENTE: The Bank of New York

CONASEV: Gerencia de Análisis, Promoción y Desarrollo

CUADRO Nº 2

IMPLEMENTACIÓN DE PROGRAMAS ADRs NIVEL II

ACTIVIDADES	PARTICIPANTES RESPONSABLES	CRONOGRAMA POR SEMANA	
		INICIO	FIN
1. ESTABLECIMIENTO DEL EQUIPO DE TRABAJO (BANCO DEPOSITARIO Y ASESORES) 2. DEFINICIÓN DE PROGRAMAS DE ACTIVIDADES A SEGUIR	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE *BANCO DE INVERSIÓN *PROMOCIÓN	PRIMERA	CUARTA
3. PREPARACIÓN Y PRESENTACIÓN A LA SEC DEL FORMATO 20 - F	*EMISOR *ASESOR LEGAL	SEGUNDA	DÉCIMO TERCERA
4. PRESENTAR LA SOLICITUD DE REGISTRO Y RECIBIR APROBACIÓN DE LA BOLSA	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE	TERCERA	CUARTA
5. PREPARACIÓN DEL ACUERDO DE DEPOSITO Y FORMATO F - 6	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE	QUINTA	DÉCIMO SEGUNDA
6. CUMPLIMIENTO DE TODOS LOS REQUERIMIENTOS PARA LA NEGOCIACIÓN Y LIQUIDACIÓN (Preparar certificados, solicitud del número CUSIP y obtener aprobación de la DIC)	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	DÉCIMO SEGUNDA	DÉCIMO TERCERA
7. APROBACIÓN DE LA SEC 8. INICIO DE LAS NEGOCIACIONES	*DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *BANCO DE INVERSIÓN	DÉCIMO CUARTA	DÉCIMO CUARTA
9. PROMOCIÓN Y DIFUSIÓN EN MEDIOS PERIODÍSTICOS 10. ANUNCIOS POR CORRESPONDENCIA A BROKERS E INVERSIONISTAS	*DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *PROMOTOR	DÉCIMO QUINTA	DÉCIMO QUINTA

FUENTE: The Bank of New York

CONASEV: Gerencia de Análisis, Promoción y Desarrollo

CUADRO Nº 3

IMPLEMENTACIÓN DE PROGRAMAS ADRs NIVEL III

ACTIVIDADES	PARTICIPANTES RESPONSABLES	CRONOGRAMA POR SEMANA	
		INICIO	FIN
1. ESTABLECIMIENTO DEL EQUIPO DE TRABAJO (BANCO DEPOSITARIO Y ASESORES) 2. DEFINICIÓN DE PROGRAMAS DE ACTIVIDADES A SEGUIR	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE *BANCO DE INVERSIÓN *PROMOCIÓN	PRIMERA	CUARTA
3. PREPARACIÓN Y PRESENTACIÓN A LA SEC DEL FORMATO 20 - F 4. PREPARACIÓN Y PRESENTACIÓN DEL FORMATO F - 1 PARA LA OFERTA PÚBLICA	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE	SEGUNDA	DÉCIMO TERCERA
5. PRESENTAR LA SOLICITUD DE REGISTRO Y RECIBIR APROBACIÓN DE LA BOLSA	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	TERCERA	CUARTA
6. PREPARACIÓN DEL ACUERDO DE DEPÓSITO Y FORMATO F - 6	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	QUINTA	DÉCIMO SEGUNDA
7. CUMPLIMIENTO DE TODOS LOS REQUERIMIENTOS PARA LA NEGOCIACIÓN Y LIQUIDACIÓN (Preparar certificados, solicitud del número CUSIP y obtener aprobación de la DIC)	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	DÉCIMO SEGUNDA	DÉCIMO TERCERA
8. APROBACIÓN DE LA SEC 9. INICIO DE LAS NEGOCIACIONES	*DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *BANCO DE INVERSIÓN	DÉCIMO CUARTA	DÉCIMO CUARTA
10. PROMOCIÓN Y DIFUSIÓN EN MEDIOS PERIODÍSTICOS 11. ANUNCIOS POR CORRESPONDENCIA A BROKERS E INVERSIONISTAS	*DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *PROMOTOR	DÉCIMO QUINTA	DÉCIMO QUINTA

FUENTE: The Bank of New York

CONASEV: Gerencia de Análisis, Promoción y Desarrollo

**CUADRO N° 4
IMPLEMENTACIÓN DE PROGRAMAS ADRs NIVEL I V
BAJO LA REGLA 144 A**

ACTIVIDADES	PARTICIPANTES RESPONSABLES	CRONOGRAMA POR SEMANA	
		INICIO	FIN
1. ESTABLECIMIENTO DEL EQUIPO DE TRABAJO (BANCO DEPOSITARIO Y ASESORES) 2. DEFINICIÓN DE PROGRAMAS DE ACTIVIDADES A SEGUIR	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE *BANCO DE INVERSIÓN *PROMOCIÓN	PRIMERA	SEGUNDA
3. PREPARACIÓN Y PRESENTACIÓN DE: CIRCULAR DE OFERTA, ACUERDO DE DEPÓSITO, ACUERDO DE COLOCACIÓN, SOLICITUD DE EXCEPCIÓN SEGÚN FORMATO 12 g 3-2(b) DE LA SEC. 4. NOTIFICACIÓN A LA BOLSA LOCAL DE LA INTENCIÓN DE OFERTA	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *BANCO DE INVERSIÓN	SEGUNDA	CUARTA
5. PREPARACIÓN DE DIAPOSITIVAS, ESCRITOS Y VOLANTES PARA EL MERCADO NORTEAMERICANO Y EUROPEO 6. ELABORAR EL MEMORANDUM BLUE SKY 7. CONTACTO CON EUROCLEAR, CEDEL, DTC PARA LA ELEGIBILIDAD DE SUS RESPECTIVOS SISTEMAS CONTABLES 8. APROBACIÓN DE LA SOLICITUD DE EXCEPCIÓN SEGÚN EL FORMATO 12 g 3-2(b) DE LA SEC 9. INICIO DE LA OFERTA EN EL MERCADO AMERICANO Y EUROPEO	* EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *BANCO DE INVERSIÓN *PROMOCIÓN	TERCERA	QUINTA
10. IMPRECIÓN PRELIMINAR DE LOS CIRCULARES DE OFERTA 11. SOLICITUD A LA NASDAQ DE LA ELEGIBILIDAD EN EL SISTEMA POSTAL	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL Y CONTABLE	CUARTA	SEXTA
12. FORMACIÓN DE PRECIOS 13. FIRMA DE ACUERDO DE COLOCACIÓN Y DE DEPÓSITO 14. IMPRECIÓN FINAL DE CERTIFICADOS DE OFERTA	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *BANCO DE INVERSIÓN	SEXTA	SEXTA
15. DÍA DE CIERRE: REMISIÓN DE LOS ADRs AL SINDICATO A TRAVÉS DE LA DTC, EL CUSTODIO RECIBE LAS ACCIONES	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL *BANCO DE INVERSIÓN	SEPTIMA	SÉPTIMA
16. DÍA DE CIERRE + 40 DÍAS: FIRMA DEL ACUERDO DE DEPÓSITO DEL ADR REGISTRO DEL FORMATO F - 6 A LA SEC	*EMISOR *DEPOSITARIO *ASESOR LEGAL	DÉCIMO QUINTA	DÉCIMO QUINTA

FUENTE: The Bank of New York

CONASEV: Gerencia de Análisis, Promoción y Desarrollo

Cuadro Nº. 5
RANKING DE EMPRESAS SEGÚN MONTO DEL PATRIMONIO
 Al 31 de Diciembre de 2000
 En miles de Nuevos Soles

Nº.	Empresa	Miles de S/.	Nº.	Empresa	Miles de S/.
1	Telefónica del Perú	4,840,774	41	Cervecera del Sur	243,388
2	SOUTHERN-PCU	4,223,225	42	Ferreyros	237,124
3	EDEGEL	2,871,956	43	Yura	220,954
4	CREDICORP LTD.	2,773,995	44	Eléctrica de Piura	208,724
5	SPCCP	2,569,981	45	Agroindustrial Paramonga	205,917
6	Banco de Crédito	1,738,239	46	Atacocha	195,490
7	Banco Wiese Sudameris	1,535,588	47	Cartavio	191,300
8	UCP Backus & Johnston	1,518,657	48	LP HOLDING	185,799
9	COFIDE	1,381,742	49	Ransa Comercial	179,876
10	DELNOR	1,358,271	50	Electro Sur Medio	176,698
11	Buenaventura	1,349,885	51	AUSTRAL GROUP	176,073
12	Egenor	1,234,753	52	Wiese Sudameris Leasing	173,496
13	Lima Sudameris Holding	1,133,479	53	Andahuasi	170,195
14	SIIDERPERU	982,052	54	Banco Sudamericano	164,043
15	Banco Continental	909,765	55	Compañía Goodyear	160,439
16	MINSUR	907,534	56	Rimac-Internacional	154,094
17	Casa Grande	835,187	57	QUIMPAC	152,871
18	Volcán	792,948	58	Negocios e Inmuebles	143,092
19	ALICORP	788,488	59	CREDITAX	137,886
20	Luz del Sur	757,385	60	Minera Corona	134,911
21	Cementos Lima	666,649	61	Shougang Hierro Perú	134,441
22	Empresa Agroindustrial Tuman	584,967	62	Laredo	132,988
23	Hidrandina	571,715	63	Corporación J. R. Lindley	128,493
24	Gloria	539,568	64	A.F.P. Unión Vida	122,461
25	ELSA	524,746	65	INDECO	122,231
26	Cementos Pacasmayo	479,937	66	Textil San Cristóbal	121,863
27	Cerro Verde	474,687	67	Molitalia	121,414
28	Banco Santander CHP	453,511	68	San Jacinto	118,026
29	Graña y Montero	400,858	69	Crédito Leasing	117,634
30	ETEVENSA	387,650	70	Saga Falabella	116,534
31	Bellsouth Perú	371,396	71	Editorial El Comerico	116,510
32	Corporación Cervesur	370,910	72	Cervecería San Juan	110,447
33	INTERBANK	356,607	73	Universal Textil	109,952
34	Grupo SIPESA	324,766	74	Banco Financiero	107,141
35	Electro Sur Este	306,912	75	La Fénix Peruana	103,940
36	Pacífico-Peruano Suiza	297,757	76	Perubar	103,793
37	IFH PERÚ LTD.	290,382	77	A.F.P. Integra	97,178
38	Milpo	288,906	78	Inversions Centenario	96,939
39	Corporación Aceros Arequipa	259,297	79	BIF	96,263
40	Inversiones Pacasmayo	256,517	80	Morococha	95,480

**VALORIZACION DE LA UNION DE CERVECERIAS PERUANAS
BACKUS & JOHNSTON**

**CUADRO N º 6
PROYECCIONES DE LAS VENTAS
EN MILES DE US\$**

AÑOS	0	1	2	3	4	5
Crecimiento		5%	2%	2%	2%	2%
VENTAS	240,441	252,463	257,512	262,662	267,916	273,274

**CUADRO N º 7
PROYECCIONES DEL COSTO DE VENTAS
EN MILES DE US\$**

AÑOS	0	1	2	3	4	5
Porcentaje VENTAS		40%	40%	40%	40%	40%
Cst de VENTAS		96,176	100,985	103,005	105,065	107,166

**CUADRO N º 8
PROYECCIONES GASTOS OPERATIVOS
EN MILES DE US\$**

AÑOS	0	1	2	3	4	5
Porcentaje VENTAS		38%	38%	38%	38%	38%
GASTOS OPERATIVOS		36,547	38,374	39,142	39,925	40,723

**CUADRO N º 9
PROYECCIONES DEL CAPITAL DE TRABAJO
EN MILES DE US\$**

AÑOS	0	1	2	3	4	5
Crecimiento		5%	2%	2%	2%	2%
CAP. TRAB	43,336	2,167	2,210	2,254	2,299	2,345

**CUADRO N°10
CÁLCULO DE LA DEPRECIACIÓN**

RUBROS	Miles SOLES
DEPRECIACION ACUMULADA AÑO 2001	1,879,930
DEPRECIACION ACUMULADA AÑO 2000	1,844,335
DIFERENCIA	35,595
DIFERENCIA EN US\$ 9,888	
DEPRECIACION DE NUEVA INVERSION EN 5 AÑOS	1,667
DEPRECIACION AÑO 4	11,554

**CUADRO N° 11
PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE
EN MILES DE US\$**

AÑOS	0	1	2	3	4	5
VENTAS		252,463	257,512	262,662	267,916	273,274
COSTO DE VENTAS			100,985	103,005	105,065	107,166
GASTOS OPERATIVOS			38,374	39,142	39,925	40,723
UT. Antes Inter. e Impts			113,103	115,365	117,673	120,026
UT. Antes Inter. Después de Impts(Tasa)		30%	79,172	80,756	82,371	84,018
(+) DEPRECIACIÓN			9888	9888	9888	11554
(-)INVERSIONES			9888	9888	18221	11554
(-) Incremento CAP.TRAB			2,167	2,210	2,254	2,299
FLUJO DE CAJA LIBRE			77,006	78,546	71,783	81,719

**CUADRO N° 12
CÁLCULO DEL WACC**

P/(P+D)	66%	$WACC = \frac{P}{(P+D)} * (TLr + B * PRM) + \frac{D}{(P+D)} * KD * (1-T)$
D/(P+D)	34%	
TLr	5.53%	WACC = 8.39%
B	1.06	
PRM	5.70%	
KD	3.15%	
T	30%	

CUADRO N° 13
VALOR ACTUAL DEL FLUJO LIBRE

AÑOS	FACTOR 8.39%	VALOR ACTUAL
1	0.92262	71,047
2	0.85122	66,860
3	0.78535	56,375
4	0.72458	59,212
5	0.66851	55,723
TOTAL V A		309,217

CUADRO N° 14

CÁLCULO DEL VALOR CONTINUO	
VC = FCL n+1 / WACC - g	
FCL n+1	
=	84,187
WACC	
=	8.39%
g	= 1%
VC	
=	1,139,628
CÁLCULO DEL VALOR ACTUAL DEL VALOR CONTINUO	
VAVC = VC / (1 + WACC) ^ 6	
VAVC =	702,902
CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA	
VE = VA + VAVC	
VE =	1,012,118

CUADRO N° 15
CÁLCULO DE ADRs A EMITIR

VALOR DE LA EMPRESA CALCULADO	1,012,118
VALOR EN LIBROS DE LOS ACTIVOS	693,097
INCREMENTO DE VALOR	319,021
ADRs A EMITIR	210,554

GRÁFICOS

GRÁFICO Nº. 1
OPERATIVIDAD: ADR NIVEL I Y II

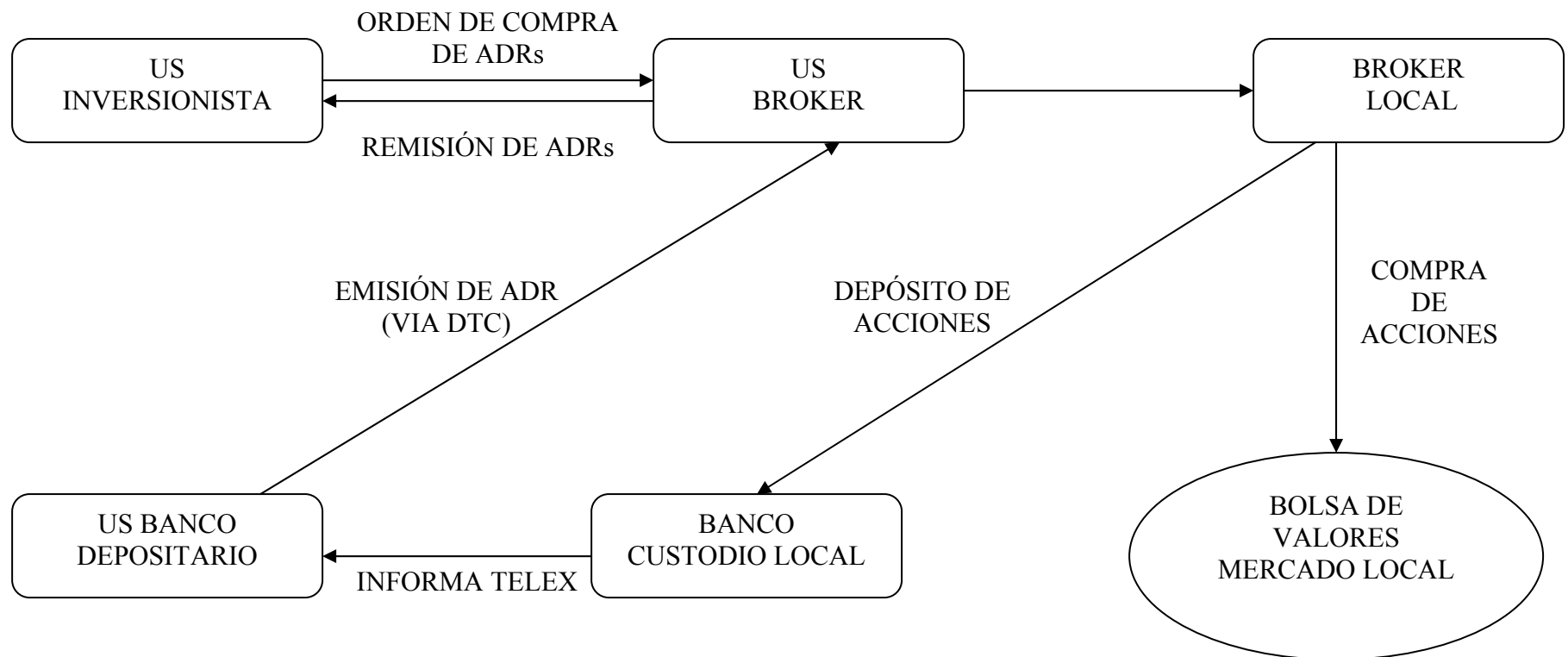


GRÁFICO Nº. 2

PROCESO DE CANCELACIÓN DE LOS ADRs

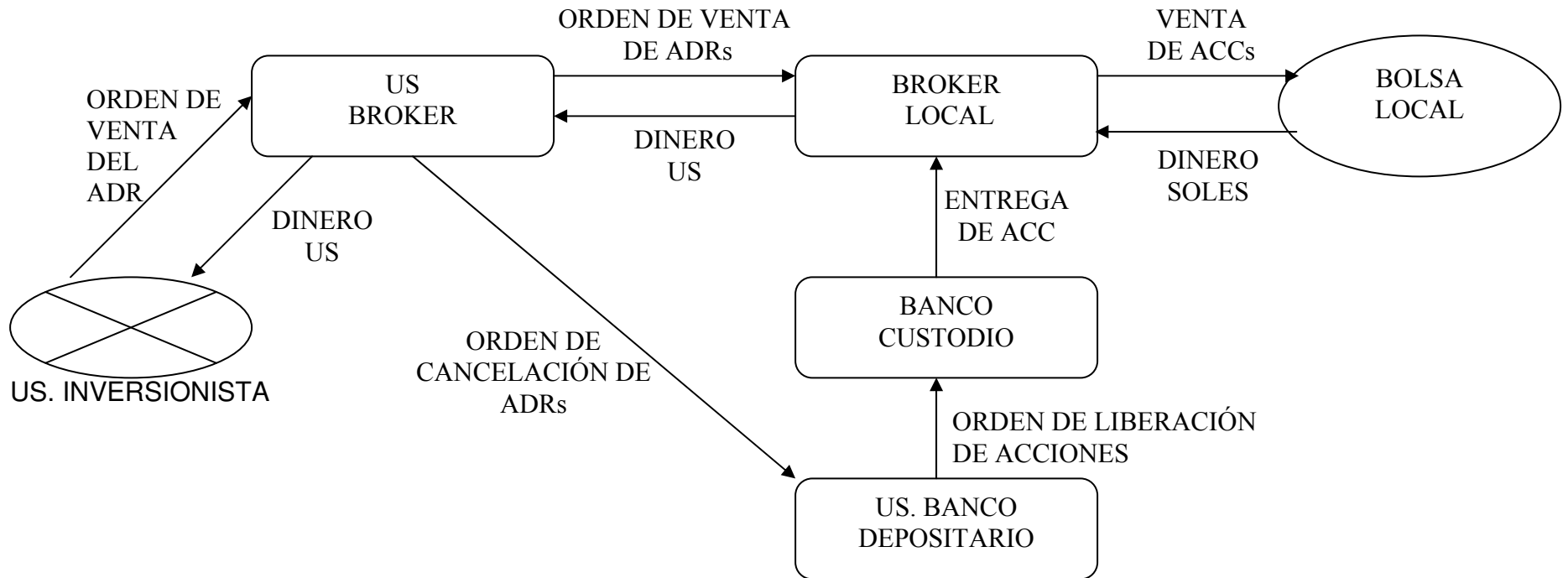
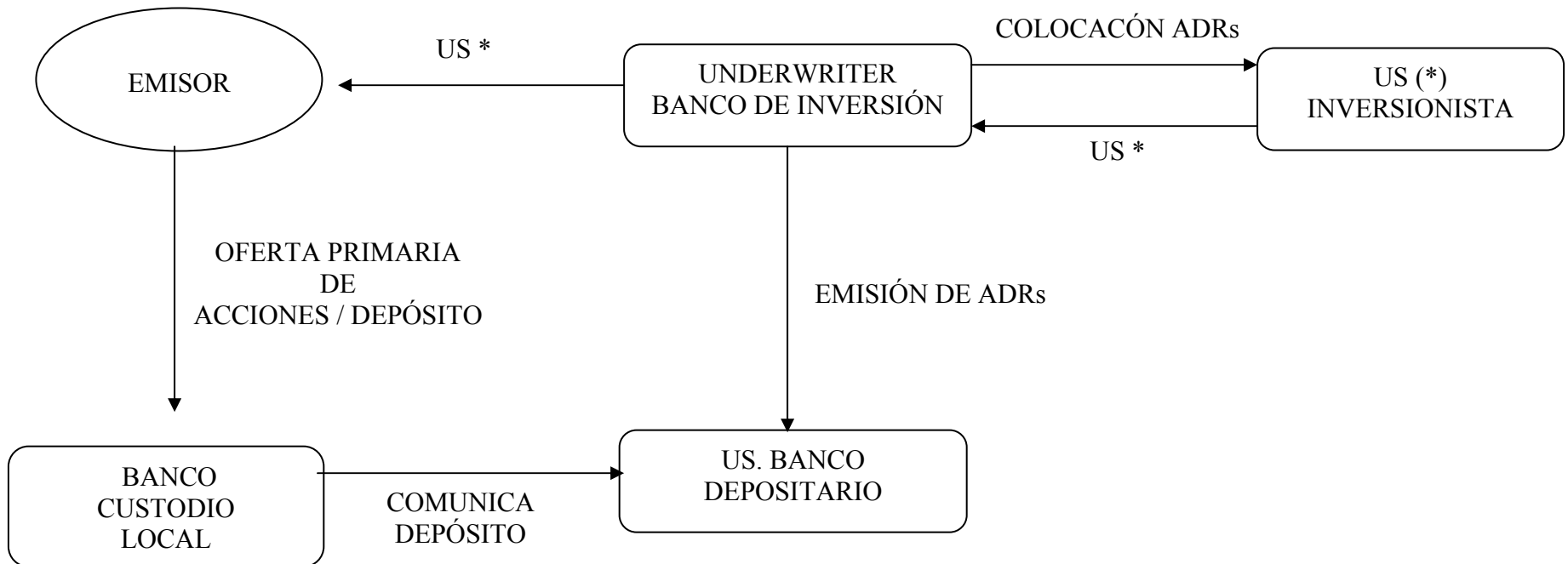


GRÁFICO N.º 3

OPERATIVIDAD: ADR NIVEL III Y REGLA 144A



(*) Bajo la Regla 144A. La colocación primaria de ADRs está dirigida exclusivamente a los inversionistas institucionales calificados.

ANEXOS

ANEXO N° 1 PROGRAMAS AUSPICIADOS DE ADRs

CONCEPTO	PROGRAMAS PARA ACCIONES QUE ESTAN EN CIRCULACIÓN		PROGRAMAS PARA NUEVAS ACCIONES (Para aumento de capital social)		
	NIVEL I	NIVEL II	NIVEL III	NIVEL IV	
	No inscritas	Inscritas	Oferta Pública	Programa 144A	Global(ADs)
DESCRIPCIÓN	OVER THE COUNTER	INSCRIPCIÓN EN UNA BOLSA RECONOCIDA EN LOS EE.UU.	INSCRIPCIÓN EN UNA BOLSA RECONOCIDA EN LOS EE.UU.	COLOCACIÓN PRIVADA A QUIEBES (Inversionistas privados)	INSCRITOS FUERA DE LOS EE.UU.
NEGOCIACIÓN	BOLETIN OTC PÁGINAS ROSADAS	NEW YORK STOCK EXCH AMEX NASDAQ	NEW YORK STOCK EXCH AMEX NASDAQ	PRIVADA EN EL MERCADO NORTEAMERICANO	FUERA DE EE.UU.
REGISTRO DE COMISIÓN DE VALORES	BAJO EL ACTA DE VALORES DE 1933 REGISTRO EN FORMATO F - 6	BAJO EL ACTA DE VALORES DE 1933 Y1934 REGISTRO EN EL FORMATO F - 6 Y F - 20	BAJO EL ACTA DE VALORES DE 1933 Y1934 REGISTRO EN EL FORMATO F - 1 Y F - 20. PARA OFERTAS SIGUIENTES FORMATOS F-2 Y F-3	NINGUNA	NINGUNA SI LA OFERTA ES PRIVADA
REQUERIMIENTO DE REPORTE	NO REQUIERE POR ESTAR SUJETO A LA REGLA 12g3-2(b) DEL ACTA DE 1934	PRESENTADO ANUALMENTE EN EL FORMATO F-20 LA INFORMACIÓN FINANCIERA DEBE ESTAR CONSOLIDADA CON EL GAAP PARCIALMENTE	PRESENTADO ANUALMENTE EN EL FORMATO F-20 LA INFORMACIÓN FINANCIERA DEBE ESTAR CONSOLIDADA CON EL GAAP COMPLETAMENTE	REGLA 12g3-2(b) LA INFORMACIÓN FINANCIERA NO DEBE ESTAR CONSOLIDADA CON EL GAAP	LA QUE SE EXIGE EN CASO DE OFERTA PÚBLICA
COSTOS (Miles de US\$)	25	Entre 200 Y 700	Entre 500 Y 1000	Entre 400 Y 800	Entre 500 Y 2,000

FUENTE: JP.MORGAN Bco de Inversión

ANEXO Nº 2

EMPRESAS PERUANAS QUE COTIZAN EN BOLSA DE VALORES DE LIMA

RAZÓN SOCIAL

<p>AFP</p> <p>HORIZONTE INTEGRA UNIÓN VIDA PROFUTURO AFP</p>
--

<p>AGRARIA</p> <p>AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A. AGRO PUCALA S.A.A. AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A. CENTRAL AZUCARERA CHUCARAPI- PAMPA BLANCA S.A. COMPLEJO AGROINDUSTRIAL CARTAVIO S.A.A. EMPRESA AGRARIA AZUCARERA ANDAHUASI S.A.A. EMPRESA AGRARIA CHIQUITOY S.A. EMPRESA AGRARIA BARRAZA S.A.A. EMPRESA AGRICOLA GANDERA SALAMANCA S.A. EMPRESA AGRICOLA LA UNIÓN S.A. EMPRESA AGRICOLA SAN JUAN S.A.A. EMPRESA AGRICOLA SINTUCO S.A. EMPRESA AGROINDUSTRIAL CASA GRANDE S.A.A. EMPRESA AGROINDUSTRIAL CAYALTI S.A.A. EMPRESA AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A. EMPRESA AGROINDUTRIAL POMALCA S.A. EMPRESA AGROINSTRIAL TUMAN S.A.A. EMPRESA AGROPECUARIA CHICLIN Y ANEXOS S.A.A - EN LIQUIDACIÓN EMPRESA AZUCARERA EL INGENIO S.A NEGOCIACIÓN AGRICOLA VISTA ALEGRE S.A. PALMAS DEL ESPINO S.A. SOCIEDAD AGRICOLA FANUPE VICHAVAL S.A.</p>
--

<p>BANCO</p> <p>BANEX- EN LIQUIDACIÓN (*) CONTINENTAL DE COMERCIO DE CREDITO DEL PERÚ DEL TRABAJO FINANCIERO DEL PERÚ INTERAMERICANO DE FINANZAS S.A.E.M.A. (*) INTERNACIONAL DEL PERÚ S.A.A. (INTERBANK) NUEVO MUNDO-EN LIQUIDACIÓN (*) SANTANDER CENTRAL HISPANO-PERÚ SUDAMERICANO S.A. WIESE SUDAMERIS CORPORACIÓN FINANCIERA DE DESARROLLO - COFIDE (*) EDPYME SOLIDARIO S.A.A. MIBANCO-BANCO DE LA MICRO EMPRESA S.A. NBK BANK- EN LIQUIDACIÓN</p>

DIVERAS

ALMACENERA CONTINENTAL S..A. (ALMACONTI)
 ALMACENERA PERUANA DE COMERCIO S.A.A (ALPECO)
 AMERICA LEASING S.A.
 BAYER S.A.A..
 CEMA COMUNICACIONES S.A.A
 CITICORP PERÚ SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. (*)
 CITILEASING S.A. (*)
 CONTINENTAL SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.
 CORPORACIÓN CERVESUR S.A.A.
 CORPORACIÓN FINANCIERA DE INVERSIONES S.A.A.
 CREDITITULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.
 CRÉDITO LEASING S.A.A
 DESARROLLOS SIGLO XXI S.A.A.
 FERREYROS S.A.A.
 GRAÑA Y MONTERO EDIFICACIONES S.A.- GME S.A. (*)
 GRAÑA Y MONTERO S.A.A.
 INMOBILIARIA MILENIA S.A.
 INMOBILIARIA PARIACHI S.A.
 INTERNACIONAL DE TÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. (*)
 INVERSIONES PACASMAYO S.A.
 INVERSIONES CENTENARIO S.A.A.
 INVERSIONES EN TURISMO S.A.A (INVERTUR)
 INVERSIONES NACIONALES DE TURISMO S.A.A. (INTURSA)
 LATINO LEASING S.A. - EN INTERVENCIÓN
 LEASING TOTAL S.A.A
 LIMA SUDAMERIS HOLDING S. A.
 LOS PORTALES S.A.
 LP HOLDING S.A.
 MITSUI-MASA LEASING S.A.
 NEGOCIOS E INMUEBLES S.A.
 NOVASALUD PERÚ S.A. - ENTIDAD PRESTADORA DE SALUD
 PERÚ HOLDING DE TURISMO S.A.A.
 PROMOINVEST SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A.
 PVT PORTAFOLIOS DE VALORES S. A.
 RANSA COMERCIAL S. A. (*)
 RED BICOLOR DE COMUNICACIONES S.A. A. (RBC TV)
 SAGA FALABELLA S. A.
 TELEFÓNICA MOVILES PERÚ HOLDING S.A.A.
 TERRENOS Y LOCALES S.A.
 TRANSACCIONES ESPECIALES S.A.
 TRANSACCIONES FINANCIERAS S.A A.
 URBI PROPIEDADES S.A.
 VIDRIOS PLANOS DEL PERÚ S.A
 WIESE SUDAMERIS LEASING S.A.

EMPRESAS DEL EXTERIOR

CREDICORP LTD.
 IFH PERU LTD.
 SOUTHERN PERÚ COPPER CORPORATION
 TELEFÓNICA S. A.

FINANCIERA

FINANCEIRA CMR S. A.
 FINACIERA CORDILLERA S.A.
 FNACIERA DAEEO S.A.A
 SOLUCIÓN FIANCERIA DE CRÉDITO DEL PERÚ
 VOLVO FINANCE PERÚ S.A.

FONDO DE INVERSIÓN

COMPASS GROU-RENTA FIJA FONDO DE INVERSIÓN MISTA ESPECIALIZADA
 CORIL ICP3-FONTO DE INVERSIÓN
 CREDIFONDO-GME FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO
 FONDO DE INVERSIÓN MULTIRENTA INMOBILIARIA
 PROGRESO ICP2-FONDOD DE INVERSIÓN

INDUSTRIA

AGRIBRANDS PURINA PERÚA S. A.
 ALICORP S. A. A.
 ASEA BROWN BOVERI S. A.
 AUSTRAL GROUP S. A. A.
 BAKELITA Y ANEXOS S. A. (BASA)- EN LIQUIDACIÓN
 CARBOLAN S.A.A
 CEMNTOS LIMA S.A.
 CEMNTOS PACASMAYO S.A. A. +
 CERVERCERIA SAN JUNA S.A A.
 CIA. INDUSTRIAL NUEVO MUNTO S. A.
 CLARIANT (PERÚ) S. A.
 COMPAÑÍA CERVERRA DEL SUR DEL PERÚ S. A. CERVWSUR
 COMPAÑÍA GOODYEAR DEL PLERÚ S.A A
 COMPALÑIA INDUSTRIAL TEXTIL CREDISA-TRUTEX S.A.A. (CREDITAEX)
 COMPAÑÍA MANUFACTURERA DE VIDRIO DEL PERÚ LTDA S.A.
 COMPALIA DPEURANA DE ENVASES S. A. (COPE)
 COMPÑAIA UNIVERSL TESTIL S.A.A
 CONDUCTORES ELECTRICOS PERUNAO S.A A. (CEPER)
 CONSODRCIO INSTRIAL DE AREQUIPA S. A.
 CONSORCIO TEXTIL DEL PACIFICO S.A A
 CONSTRUCCIONES ELECTROMCÁNICAS DECROSA S.A.
 CORPORACIÓN ACERSO SQ4EEQUIPA S. A.
 CORPORACIÓN CERÁMICA S.A.
 CORPORACIÓN JOSÉ R. LINDLEY S. A.
 CREMINO S.A.
 DEL MAR S. A.
 DERIVDOS DEL MAÍS S. A.
 EMBOTELLADORA LATINAMERICANA S. A. -ELSA

EMPRESA DE SAL S. A. (EMSLA)
 EMPRESA IEDITORAL EL COEMRIOC S.A A.
 EMPRESA SIDERURGICA DEL PERÚ S. A. A. -SIDERPERÚA (*)
 EXSA S. A.
 FÁBRICA DE HILADOS Y TEJIDOS SN MIGUEL S.A A. -EN LIDQUIDACIÓN
 FÁBRICA NACIONA DE ACUMLAORES ETNA S.A A
 FABRICA PERUANA ETERNIT S.A.
 FABRIETEX PEURANA S. A.
 FILAMENTOS INDUSTRIALES S.A
 FIMA S.A.A
 GLORIA S. A.

GRUPO SINDICATO PESQUERO DEL PERÚ S. A. (SIPESA) (*)
 HACIENDAS GANADERAS S.A A.
 HIDROSTAL S.A.
 HONDA DEL PERÚ S. A.
 INCA TOPS S.A A.
 INDECO S. A.
 INDUSTRIA TEXTIL PIURA S. A.
 INDUSTRIALIZACIÓN DEL ALIMENTOS S. A. - INDALSA - EN LIQUIDACIÓN
 INDUSTRIAS DEL ENVASE S.A.A.
 INDUSTRIAS ELECTROQUÍMICAS S. A. (IEQSA)
 INDUSTRIAS VENCEDOR S.A A.
 INTRADEVCO INDUSTRIAL S.A.A
 IQF DEL PERÚ S. A
 FRAKT FOODS PERÚ
 S.A A.
 LAPICES Y CONEXOS S. A. -LAYCONSA
 LIMA CAUCHO S.A A
 MATERIA LIMA S.A A.A
 MANUFACTURA DE METALES Y ALUMINIO RECORD S.A.
 MEDIFARMA S. A.(*)
 METALURGICA PERUANA S. A. (MEPSA)
 MICHELL Y CIA S. A.
 MOLITALIA S. A.
 MOLY-CORP ADESUR S.A.
 MOTORES DIESEL ANDINOS S.A.A
 PRAXAIR PERÚ S. A.
 QUIMPAC. S. A.A
 RAYON INDUSTRIAL S. A. - EN LIQUIDACIÓN
 REACTIVOS NACIONALES S.A (RENASA)
 SOCIDAD INDUSTRIAL DE ARTÍCULOS DE METAL S. A. C. -SIAM SAC
 TABACALERA NACINAL S. A. (TANASA)
 TEXTIL SAN CRISTOBAL S.A.
 TICINO DEL PERÚ S. A.
 UNIÓN DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JHONSTON S. A.

MINERA

CASTROVIRREYNA COMPAÑIA MINERA S. A.
 COMPAÑIA DE MINAS BUENAVENTURA S. A
 COMPAÑIA MINERA ARCATA S.A

COMPAÑIA MINERA ATACOCHA S. A. A.
 COMPAÑIA MINERA CONDESTABLE S.A
 COMPAÑIA MINERA MILPO S.A.A.
 COMPAÑIA MINERA RAURA S.A.
 COMPAÑIA MINERA SAN IGNACIO DE MOROCOCHA S.A
 COMPAÑIA MINERA SANTA LUISA S. A.
 COMPAÑIA MINERA SAYAPULLO S.A
 EMPRESA MINERA ISCAYCRUZ S.A A.
 MARMOLES Y GRANITOS S.A (MYGSA)
 MINERA ANDINA DE EXPLOTACIONES S.A. A.
 MINERA LIZANDRO PROAÑO S. A.
 MINSUR S.A

SHOU GANG HIERRO PERÚ S. A. A.
 SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S. A. A.
 SOCIEDAD MINERA CORONA S. A.
 SOCIEDAD MINERA EL BROCAL S.A .
 SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION SUCURSAL DEL PERÚ
 VOLCAN COMPAÑIA MINERA S. A. A.

SEGUROS

ALTAS CUMBRES COMPAÑIA DE SEGUROS DE VIDA S. A.
 EL PACÍFICO - PERUANO SUIZA COMPAÑIA DE SEGUROS Y RE.ASEGUROS
 EL PACÍFICO VIDA COMPAÑIA DE SEGUROS Y REASEGUROS
 GENERALI PERU COMPAÑIA DE SEGUROS Y REASEGUROS
 INTERSEGURO COMPAÑIA DE SEGUROS DE VIDA S. A.
 LA POSITIVA SEGUROS Y REASEGURO S A.
 MAPFRE PERÚ COMPAÑIA DE SEGUROS Y REASEGUROS
 MAPFRE PERÚ VIDA COMPAÑIA DE SEGUROS
 RIMAC-INTERNACIONAL COMPAÑIA DE SEGUROS Y REASEGUROS
 ROYAL & SUN ALLIANCE VIDA
 ROYAL & SUN ALLIANCE - SEGUROS FENIX
 SECUREX COMPAÑIA DE SEGUROS DE CRÉDITO Y GARANTIAS S. A.
 SEGUROS DE VIDA SANTANDER CENTRAL HISPANO S. A.
 SUL AMERICA COMPAÑIA DE SEGUROS S. A.
 WIESE AETNA COMPAÑIA DE SEGUROS
 WIESE AETNA SEGUROS DE VIDA

SERVICIOS PÚBLICOS

BELL SOUTH PERÚ S. A.
 CONSORCIO AGUA AZUL S. A. (*)
 CONSORCIO TRANSMANTARO S. A. (*)
 DUKLE ENERGY INTERNATIONAL EGENOR S. A. A. - EGENOR S. A. A. (*)
 EDEGEL S. A. A.
 ELECTRO SUR ESTE S. A. A .
 ELECTRO SUR MEDIO S. A. A.
 EMPRESA DE DISTRIBUCIÓN ELECTRICA DE LIMA NORTE - EDELNOR S. A. A.

EMPRESA DE GENERACIÓN TERMOELÉCTRICA VENTANILLA S. A. (ETEVENSA)
EMPRESA EÉCTRICA DE PIURA S. A.
EMPRESA REG. DE SERV. PÚB. DE ELECT. ELECTRONORTE MEDIO S. A. (HIDRANDINA)
LUZ DEL SUR S. A. A.
PERUANA DE ENERGÍA S. A. A.
SHOUGANG GENERACIÓN ELÉCTRICA S. A. A.
TECSUR S. A. A.
TELECABLE SIGLO 21 S. A. A.
TELFÓNICA DATA PERÚ S. A. A.
TELFÓNICA DEL PERÚ S. A. A.

ANEXO Nº 3**REQUISITOS MÍNIMOS PARA INSCRIBIRSE EN LAS BOLSAS DE ESTADOS UNIDOS**

REQUISITOS	NYSE		AMEX	NASDAQ		
	EMPRESA EMISORA NO AMERICANA	EMPRESA USA	CUALQUIER EMPRESA	ALTERNATIVAS		
				UNO	DOS	TRES
ACCIONES EN CIRCULACIÓN	2.5 Mills	1.1 Mills	SD	500 Mil	1 Millon	100 Mil
COTIZACIÓN DE CIERRE	SD	SD		US\$/Acc 5	US\$/Acc 3	US\$/Acc 2
HISTORIAL DE OPERACIONES	SD	SD	3 AÑOS	3 AÑOS	3 AÑOS	3 AÑOS
NÚMERO DE ACCIONISTAS	5,000 A NIVEL MUNDIAL	2,200 EN USA	ENTRE 3 Y 15 Mil	800	SD	300
VALOR DEL MERCADO	US\$ 100 Mills	US\$ 18 Mills	US\$ 15 Mills	US\$ 3 Mills	US\$ 15 Mills	US\$ 1 Millon
ACTIVOS NETOS TANGIBLES	US\$ 100 Mills	US\$ 18 Mills	US\$ 4 Mills	US\$ 4 Mills	SD	US\$ 2 Mills
CAPITAL SOCIAL	US\$ 4 Mills	Uus\$ 4 Mills	US\$ 4 Mills	US\$ 2 Mills	US\$ 2 Mills	US\$ 2 Mills
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	US\$ 100 Mills EN TOTAL POR LOS 3 ÚLTIMOS AÑOS	US\$ 2.5 Mills EN EL ÚLTIMO AÑO	US\$ 750 Mil EN LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS	US\$ 750 Mil EN EL ÚLTIMO AÑO	SD	SD

FUENTE: CITIBANK
 CONASEV: GERENCIA DE ANÁLISIS PROMOCIÓN Y DESARROLLO

NOTA: SD, sin dato

IANEXO 4
UNIÓN DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS & JOHNSTON
BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2000 Y 2001

ACTIVO	2000	2001	PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2000	2001
ACTIVO CORRIENTE			PASIVO CORRIENTE		
Caja y Banco	28,102	91,968	Préstamos Bancarios	83,704	17,273
Cuentas por cobrar comerciales	100,420	69,542	Cuentas por Pagar Comerciales	28,046	23,445
Cuentas por cobrar vinculadas	23,648	23,897	Otras Cuentas por Pagar	120,210	156,754
Otras Cuentas por Cobrar	75,800	59,624	Parte Corriente de Deudas a Largo Plazo	71,111	103,688
Existencias	223,373	201,385			
Gastos Pagados por Anticipado	21,879	10,755	Total Pasivo Corriente	303,071	301,160
Total Activo Corriente	473,222	457,171	DEUDAS A LARGO PLAZO	576,641	512,405
INVERSIONES PERMANENTES			PASIVO POR IMPUESTO A LA RENTA Y PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES DIFERIDO	26,246	22,491
Empresas Vinculadas	865,985	856,737	TOTAL PASIVO	905,958	836,056
Otras Empresas Vinculadas	12,393	8,239			
Total inversiones permanentes	878,378	864,976	PATRIMONIO NETO		
INMUEBLES, MAQUINARIA Y EQUIPO	2,646,094	2,682,830	Capital	1,003,482	1,003,482
DEPRECIACIÓN ACUMULADA	1,844,335	1,879,930	Acciones de Inversión	491,174	491,174
ACTIVO FIJO Neto	801,759	802,900	Ajuste de deflación	-32,883	-32,883
ACTIVOS INTANGIBLES	250,904	401,664	Reservas	-4,122	103,703
AMORTIZACIÓN ACUMULADA	13,059	31,561	Utilidades reinvertidas Ley 27394		69,496
ACTIVOS INTANGIBLES, Neto	237,845	370,103	Resultados Acumulados	27,595	24,122
TOTAL ACTIVO	2,391,204	2,495,150	TOTAL PATRIMONIO NETO	1,485,246	1,659,094
			TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2,391,204	2,495,150

ANEXO N° 5

UNIÓN DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS & JOHNSTON ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2000 Y 2001 En miles de nuevo soles

RUBROS	2000	2001
VENTAS NETAS	870,716.00	865,787.00
Otros ingresos operacionales	27,381.00	38,002.00
Total	898,097.00	903,789.00
COSTO DE VENTAS	-350,592.00	-332,528.00
UTILIDAD BRUTA	547,505.00	571,261.00
GASTOS OPERACIONALES		
Gastos de ventas	-185,221.00	-165,020.00
Gastos de administración	-139,992.00	-147,550.00
Total	-325,213.00	-312,570.00
UTILIDAD OPERATIVA	222,292.00	258,691.00
OTROS INGRESOS (GASTOS)		
Ingresos financieros	30,109.00	26,468.00
Gastos financieros	-68,381.00	-69,191.00
Gastos no recurrentes	-10,188.00	-9,442.00
Diversos neto	4,983.00	-818.00
Resultados por exposición a la inflación	11,168.00	-8,494.00
Total	-32,309.00	-61,477.00
UTILIDAD ANTES DE PARTIDA EXTRAORDINARIA, PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	189,983.00	197,214.00
Partida extraordinaria	-4,239.00	-6,048.00
UTILIDAD ANTES DE PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES, E IMPUESTO A LA RENTA	185,744.00	191,166.00
Participación de los trabajadores	-20,468.00	-22,581.00
Impuesto a la renta	-54,987.00	-52,010.00
UTILIDAD NETA	110,289.00	116,575.00
UTILIDADES RETENIDAS	24,956.00	27,595.00
Retiros (Reparto de utilidades, dividendos y otros)	-107,650.00	-120,048.00
RESULTADOS ACUMULADOS	27,595.00	24,122.00