

Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos

Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre • Giancarlo Bendezú
Ana Berrospi • Desirée Córdova • Paul Nuñez del Prado



esan
ediciones

50
AÑOS

ESAN/Cendoc

MENDIOLA, Alfredo ; AGUIRRE, Carlos ; BENDEZÚ, Giancarlo ; BERROSPI,
Ana ; CÓRDOVA, Desirée ; NUÑEZ DEL PRADO, Paul

*Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional:
factores de éxito, beneficios y riesgos.*– Lima : Universidad ESAN, 2014. – 184 p. –
(Serie Gerencia para el Desarrollo ; 36)

EMISIÓN DE BONOS / ACCIONES / MERCADO FINANCIERO
INTERNACIONAL / INSTRUMENTOS FINANCIEROS / ÉXITO / EMPRESAS
INDUSTRIALES / MINERÍA / INSTITUCIONES FINANCIERAS / INDUSTRIA
PESQUERA / ESTUDIOS DE CASOS / PERÚ

HG5398 M45

ISBN 978-612-4110-25-2

**Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero
internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos**

Serie Gerencia para el Desarrollo 36

ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Giancarlo Bendezú, Ana Berrospi,
Desirée Córdova, Paul Nuñez del Prado, 2014

© Universidad ESAN, 2014

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición

Lima, marzo del 2014

Tiraje: 80 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2014-04071

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA Y EDICIÓN

Juan Carlos Soto

CORRECCIÓN DE ESTILO

Óscar Carrasco

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN

Ana María Tessey

IMPRESIÓN

Cecosami Prerensa e Impresión Digital S. A.

Calle Los Plateros 142, Ate

Lima, Perú

Impreso en el Perú / Printed in Peru

Índice

Introducción	11
Capítulo 1. Marco teórico y conceptual	15
1. Alternativas de financiamiento	16
1.1. Características de las alternativas de financiamiento	18
1.2. Problemática de las empresas peruanas para financiarse	18
2. Las acciones: principal instrumento de renta variable	20
2.1. Definición y características	20
2.2. Tipo de acciones en el mercado de capitales peruano	21
3. Determinación del precio de las acciones y tipo de mercados	22
3.1. El mercado primario	22
3.2. El mercado secundario	22
4. Mercados donde se realiza la transacción de acciones.	23
Actores participantes	23
5. Marco legal para emitir acciones en algunos mercados internacionales	24
5.1. Estados Unidos y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)	24
5.2. Noruega y el mercado bursátil de Oslo	28
5.3. Reino Unido y la Bolsa de Valores de Londres (LSE)	31
6. Principales problemas para financiarse a través de los mercados bursátiles	34
Capítulo 2. Los instrumentos financieros internacionales: los ADR y los GDR	37
1. Los American Depositary Receipts (ADR)	37
2. Los Global Depositary Receipts (GDR)	38
3. Características de los ADR y actores que participan en su emisión	39

4. El proceso de emisión de los ADR	39
5. Los tipos de ADR	41
5.1. Programas no auspiciados o no patrocinados (<i>unsponsored</i>)	41
5.2. Programas auspiciados o patrocinados (<i>sponsored</i>)	41
6. Principales excepciones a la regulación y marco legal	43
6.1. Norma 144-A	44
6.2. Regulación S	46
6.3. Marco legal en Estados Unidos	48
6.4. Marco legal en el Perú	48
Capítulo 3. Metodología de la investigación e identificación de los factores claves de éxito	51
1. Objetivos de la investigación	51
2. Sobre el tema de investigación	52
3. Alcances, limitaciones, justificación y aporte metodológico	53
4. El diagrama metodológico	54
5. Definición de los factores clave de éxito (FCE)	56
6. Importancia de los FCE	59
7. La metodología de Richard A. Caralli para la definición de los FCE	59
Capítulo 4. Los casos de estudio: Copeinca, Credicorp, Hochschild y Buenaventura	63
1. Corporación Pesquera Inca S. A. (Copeinca ASA)	63
1.1. Motivaciones	63
1.2. Perfil de la dirección	69
1.3. La emisión	72
1.4. Beneficios obtenidos	75
2. Credicorp Ltda.	78
2.1. Motivaciones	79
2.2. Perfil de la dirección	80
2.3. La emisión	82
2.4. Beneficios obtenidos	84
3. Hochschild Mining PLC	88
3.1. Motivaciones	89
3.2. Perfil de la dirección	91
3.3. La emisión	94
3.4. Beneficios obtenidos	96

4. Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	98
4.1. Motivaciones	98
4.2. Perfil de la dirección	99
4.3. La emisión	103
4.4. Beneficios obtenidos	104
5. Resumen de los casos de estudio	107
Capítulo 5. Factores críticos de éxito en la emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado internacional	113
1. Definición del alcance	113
2. Recopilación de datos	114
3. Análisis y derivación de los factores críticos de éxito (FCE)	127
4. Aplicación práctica y cuantificación de la generación de valor en las empresas que deciden emitir acciones en mercados internacionales	135
4.1. Situación financiera actual	135
4.2. Escenario alternativo	139
4.3. Análisis de los resultados	142
4.4. Conclusiones del análisis de valor	153
Conclusiones, recomendaciones y lecciones aprendidas en la investigación	155
Bibliografía	159
Anexos	165
1. Alternativas de financiamiento bancario	167
2. La Ley del Mercado de Valores de 1934	172
3. Los tipos de American Depositary Receipts (ADR)	175
4. Las líneas de negocio de Credicorp Ltda.	179
Sobre los autores	181

Introducción

El Perú cerró el 2013 con un incremento del PBI de 5.2% en comparación con el año anterior (BCRP, 2013), lo cual marcó 15 años seguidos de crecimiento; las reservas, a diciembre del 2013, superan los 64,000 millones de dólares; el nuevo sol, por su parte, se ha fortalecido con respecto al dólar, y se espera que esta tendencia continúe.

En este contexto, muchas empresas peruanas se han robustecido, y han surgido, asimismo, una gran cantidad de proyectos con perspectivas de crecimiento, pero que requieren financiamiento para llevarse a cabo. Se observa, sin embargo, que muy pocas son las empresas que han decidido financiarlos mediante la emisión de acciones, tanto en el país como en el extranjero.

Así pues, en el Perú, solo el 0.15% de las sociedades anónimas poseen valores cotizados en bolsa (BVL, 2012). Ello demuestra el poco interés que aquellas tienen en financiarse a través de la ampliación de su base de accionistas; de esta manera, dejan de recibir los beneficios que conlleva listar sus acciones en la bolsa de valores local y, sobre todo, en las bolsas internacionales.

Los planes de expansión y crecimiento, así como la incursión en nuevos proyectos, lograrán un mejor resultado a lo largo de su vida útil si se cuenta con una adecuada estructura de capital; por esta razón, deben tenerse en

cuenta los costos y beneficios de financiarse mediante recursos propios, en comparación con la financiación externa, que comprende, entre otras, las aportaciones de inversionistas que pueden apostar por la marcha del negocio adquiriendo instrumentos financieros de deuda emitidos por la compañía o de capital accionario, de acuerdo con su aversión al riesgo y el grado de rentabilidad exigido.

Las estructuras de financiamiento de las empresas peruanas no se encuentran muy diversificadas aún en lo que respecta a los instrumentos financieros negociados en el mercado de capitales. Financiarse mediante la emisión de acciones permite tener una mayor base patrimonial, lo que reduce el apalancamiento financiero, permite contraer más deuda y, por ende, ampliar las posibilidades de crecimiento de las empresas.

Sin embargo, las características del mercado de capitales peruano son todavía limitadas en cuanto a liquidez y concentración, lo cual no potencia el desarrollo de megaproyectos; en consecuencia, algunas empresas locales se han visto en la necesidad de buscar financiamiento en distintas plazas bursátiles internacionales.

Basada en la experiencia de cuatro empresas peruanas, la presente investigación analiza cómo realizaron estas sus operaciones de financiamiento internacional, entre 1995 y el 2007, en las bolsas de valores de Nueva York (NYSE), de Londres (LSE) y de Oslo (OSE). La finalidad es identificar y determinar los factores críticos de éxito presentes en las emisiones de acciones en mercados internacionales para empresas peruanas.

La estructura del libro está compuesta por cinco capítulos.

En el primero, se describe el marco teórico y conceptual de las alternativas de financiamiento que, en un contexto de expectativas de crecimiento, tienen las empresas peruanas; la opción más idónea es la emisión de acciones, pues se trata de instrumentos financieros de renta variable que representan tanto los derechos del accionista como su participación en el capital de una compañía, puesto que otorgan al propietario el derecho de participar en la administración y recibir una porción de las ganancias, a través del pago de los dividendos. Las acciones son de tres tipos: comunes (con derecho a voto), preferentes (sin derecho a voto) y de inversión

(emitidas inicialmente a nombre de los trabajadores). Asimismo, se observa cómo se determina el precio de las acciones en los distintos mercados —el primario y el secundario, por ejemplo— donde se efectúan las transacciones. Por último, se presenta el marco legal para la emisión de acciones de algunos mercados internacionales.

En el segundo capítulo se describe y detalla acerca de los ADR y GDR, que para una empresa peruana son los principales instrumentos financieros de emisión de acciones en los mercados bursátiles internacionales, así como las características de los ADR y los actores que participan en su proceso de emisión, tipos de ADR, excepciones a la regulación y el marco legal en Estados Unidos y en el Perú.

En el tercer capítulo se expone la metodología de investigación que se aplicará, y que es la apropiada para los objetivos trazados. A través del análisis de informes, artículos de revistas y estudios especializados, así como de entrevistas a expertos y directores de empresas peruanas que han participado en la emisión de acciones en el ámbito internacional, se efectúan el diagnóstico, la identificación y el análisis de los factores críticos de éxito; para ello, se toma como base la metodología propuesta por Richard A. Caralli, ya que esta se adecúa mejor a la estructura de los casos estudiados, tanto por su alto componente estratégico como por el hecho de que pone mayor énfasis en las respuestas de los expertos entrevistados. Así pues, para la determinación de los factores críticos, el análisis se centrará en las siguientes áreas específicas: a) industria, b) competidores, c) entorno, d) problemas temporales y e) función de dirección y liderazgo.

En el cuarto capítulo se presentan los casos de cuatro empresas peruanas que han logrado emitir acciones en mercados internacionales, y sobre los cuales se desarrolla el presente trabajo:

- 1) **Copeinca.** Su principal motivación fue el crecimiento y la adquisición de mayores cuotas pesqueras en un contexto de consolidación del sector. Tomó, así, la importante decisión de emitir acciones en la bolsa de Oslo (Noruega).
- 2) **Credicorp.** El grupo financiero más importante del Perú se propuso lograr su consolidación, con la finalidad de crear valor a través de una mayor visibilidad y prestigio ante inversionistas globales.

De esta forma, se emitieron acciones de intercambio para tomar el control de sus tres principales líneas de negocio: BCP, ASHC y PPS.

- 3) **Hochschild.** Para maximizar su flujo de caja, ha adquirido reservas de minerales de alta ley que generan bajos costos, lo que le permite seguir la siguiente estrategia: a) continuar maximizando el potencial de las operaciones existentes, b) crecer a través del desarrollo de su cartera de proyectos, y c) la explotación de nichos de mercado y geográficos para buscar oportunidades de crecimiento.
- 4) **Buenaventura.** Con el objetivo de fortalecer su posición como una de las principales compañías mineras productoras de oro y plata del Perú, expandió sus reservas y producción mediante la implementación de un activo programa de exploración a partir de 1996, año en que inscribió acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York; ello la convirtió en la primera empresa minera latinoamericana en cotizar en la bolsa más importante del mundo. Esta emisión agregó valor a sus accionistas al tener presencia en el mercado global de acciones.

En el quinto capítulo, con la finalidad de determinar los factores críticos de éxito para la emisión de acciones en los mercados internacionales, se analiza la información recopilada de los cuatro casos estudiados. Para ello, se siguen los pasos propuestos por Richard A. Caralli: a) definición del alcance, b) recopilación de datos, c) análisis de datos, d) derivación de los factores críticos de éxito, y e) análisis de dichos factores. Así, pues, con el propósito de cuantificar el beneficio o valor obtenido por las empresas peruanas como consecuencia de haber emitido acciones, se analizan los escenarios, es decir, se compara uno sin emisión internacional de acciones con las cifras reales de otro después de que esta se ha producido.

Finalmente, se presentan las principales conclusiones del estudio, recomendaciones y lecciones aprendidas de la investigación.

1

Marco teórico y conceptual

El crecimiento de la economía peruana en la última década ha generado que muchas empresas hayan visto crecer sus necesidades de financiamiento; se observa, sin embargo, que muy pocas han decidido cotizar sus acciones tanto local como internacionalmente. Es así que en el Perú solo el 0.15% de las sociedades anónimas tienen valores listados en bolsa. Ello demuestra poco interés en financiarse mediante la ampliación de la base de accionistas, con lo cual dejan de percibir los beneficios que les significaría cotizar sus acciones en las bolsas de valores.

Un conocido motivo para no acceder en nuestro país al mercado de capitales vía la emisión de acciones es la poca capacidad que, debido a su tamaño, tiene el mercado local para absorber emisiones de gran volumen; a esto se suma la baja liquidez de los valores ocasionada por la estrategia de largo plazo (*buy and hold*, es decir comprar y mantener) seguida por los inversionistas institucionales —en su mayor parte fondos de pensiones y empresas de seguros—, quienes, al exigir emisiones bajo riesgo, se orientan hacia instrumentos de renta fija.

Asimismo, la baja liquidez de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y el limitado número de inversionistas determinan que las bolsas de valores en otros países sean una mejor opción para realizar emisiones de gran volumen. Por ejemplo, en el caso de la renta fija, se tienen las colocaciones de bonos del BBVA Banco Continental y de la Corporación Azucarera del

Perú (Coazucar), empresas que han realizado emisiones en el mercado internacional por 500 millones y 325 millones de dólares, respectivamente, a tasas de 5% y 6.5% (*Gestión*, 2012). En lo que respecta a la renta variable, se tiene el caso de Inretail Perú Corp., que colocó 20'000,000 de acciones en mercados internacionales por 400 millones de dólares.

Con la finalidad de propiciar la comprensión de las diversas alternativas de financiamiento existentes —sobre todo en el ámbito internacional— se describen en el presente capítulo los principales conceptos relacionados con la emisión de acciones.

1. Alternativas de financiamiento

A pesar del momento favorable de la economía peruana, aún se percibe por parte de los líderes de las empresas peruanas una reducida aceptación de la emisión de acciones en los mercados local e internacional. Esto se debe a que en el Perú las empresas suelen estar controladas por familias que poseen más del 50% de participación y no desean que esta se vea afectada ni disminuida con la emisión de nuevas acciones y con el ingreso de otros inversionistas.

Existen, sin embargo, opiniones positivas de directivos que optaron por un financiamiento mediante la emisión de acciones, tales como la de Roque Benavides Ganoza, gerente general de la Compañía de Minas Buenaventura, quien manifiesta lo siguiente:

Realizar proyectos millonarios sin deudas y que el valor de la compañía aumente entre 400 y 500 veces, fue uno de los tantos beneficios que obtuvo Minas Buenaventura por listar en bolsa (en relación a la emisión de los ADR en la NYSE).

Conforme las empresas familiares crezcan se darán cuenta de que lo fundamental es darles a todos los miembros una cifra real del valor de la empresa.

Sin embargo, en los 90s, muchos fondos internacionales invirtieron en Buenaventura a través de la BVL, y fue el primer paso para que la bolsa de NY despierte el apetito por tener una acción como Buenaventura (*Gestión*, 2010).

Por otra parte, tenemos las declaraciones de Juan Carlos Vallejo, gerente general de InRetail Perú Corp. Se trata de una empresa peruana de comercio minorista, presente en todas las regiones del país, que ocupa una posición de liderazgo en tres segmentos: supermercados, farmacias y centros comerciales pertenecientes al grupo Interbank. Vallejo señala que:

Estamos muy satisfechos con el resultado obtenido en nuestra oferta pública de emisión de acciones. Nos gustaría agradecer a todos nuestros nuevos accionistas por la confianza depositada en el equipo y en nuestra estrategia de crecimiento. InRetail destinará los fondos recaudados con la venta del paquete de acciones al financiamiento de los planes de crecimiento de sus segmentos de supermercados, farmacias y centros comerciales (*Gestión*, 2012).

A pesar de los beneficios antes indicados de la emisión de acciones en mercados internacionales —un valor de la empresa más cercano al real, aumento del valor de la compañía, una mayor visibilidad para esta—, para los líderes y propietarios peruanos aquellos son de menor importancia con respecto a los riesgos de pérdida o disminución de control y/o participación de una compañía. Es por esto que en el presente trabajo se busca encontrar las motivaciones que llevan o llevarían a una empresa a emitir acciones en mercados internacionales, así como analizar los casos peruanos en cada una de sus etapas, con los respectivos costos asociados.

El financiamiento es la base para potenciar la marcha operativa del negocio y/o proyecto de inversión; es decir, un plan de expansión y crecimiento, así como la incursión en nuevos proyectos, tendrán un mejor resultado durante su vida útil si se tiene una adecuada estructura de capital.

Bodie y Merton (2011) resaltan la importancia de distinguir entre las fuentes de capital internas y las externas, como paso previo a la toma de decisiones que encaminan cada proyecto empresarial. En ese sentido, deben considerarse los costos y beneficios de financiarse mediante recursos propios que provengan de la acumulación de resultados operativos, en comparación con la financiación procedente de fuentes externas a la empresa, como son los aportes iniciales de los socios, o bien las ampliaciones de capital con aportes de socios u otros inversionistas que —de acuerdo con su resistencia al riesgo y apetito de rentabilidad— pueden apostar por la marcha del negocio adquiriendo instrumentos financieros

de deuda emitidos por la compañía o instrumentos financieros de capital accionario.

Por otro lado, autores como Gitman (2007) comentan sobre el capital de deuda y los beneficios que una adecuada estructura de financiamiento puede brindar a las empresas (por ejemplo, de carácter tributario por el pago de intereses). Dada esta posición, es necesario considerar las distintas fuentes de financiamiento, que pueden ser proveídas por fuentes bancarias (intermediación financiera), entidades privadas (terceros vinculados y terceros no vinculados), aportes de capital (accionistas de la empresa) y emisión de acciones (mercado de capitales).

1.1. Características de las alternativas de financiamiento

Dentro de las distintas alternativas y tipos de financiamiento para las empresas, podemos mencionar, según descripciones previas, aquellas que se rigen por su carácter de exigibilidad y aquellas que se rigen por su naturaleza de origen, tal como se muestra en el cuadro 1.1 (detalladas en el anexo 1).

Cuadro 1.1. *Características de las alternativas de financiamiento*

Alternativas de financiamiento	Operaciones	Instrumentos
Por carácter de exigibilidad		
a. Corto Plazo	Sobregiros, préstamos y descuentos.	Cheques, pagarés y letras.
b. Largo Plazo	Emisión de deuda, <i>leasing</i> , financiación de inmueble.	Bonos, contratos de arrendamiento financiero e hipotecas.
Por naturaleza de origen		
a. Interno	Capitalización de resultados y desinversiones.	Actas: suscripción, enajenación, venta y transferencia.
b. Externo	Financiamientos bancarios y emisión de instrumentos.	Títulos valores, contratos, bonos y acciones.

Fuente: BCRP, 2013.
Elaboración propia.

1.2. Problemática de las empresas peruanas para financiarse

En el Perú, muchas empresas operan financieramente descalzadas; prueba de ello son los pagarés a corto plazo continuamente renovados (revolventes) y que, finalmente, permanecen en el balance general durante varios años.

La naturaleza de los préstamos de corto plazo es que, en algún momento del año, sean amortizados completamente, dado que, en teoría, financian necesidades operativas de corto plazo; sin embargo, ello nunca llega a ocurrir debido a que, en realidad, se utilizan dichos préstamos para financiar necesidades estructurales de largo plazo, lo que conlleva, por tanto, un riesgo de refinanciamiento (*rollover risk*).

Asimismo, las estructuras de financiamiento de las empresas peruanas aún no se encuentran diversificadas en lo que respecta a los instrumentos financieros negociados en los mercados de capitales. Estos constituyen una fuente de financiamiento que contribuye a mejorar costos y viabilizar grandes proyectos. Específicamente, financiarse mediante la emisión de acciones permite tener mayor base patrimonial —lo que reduce el apalancamiento financiero—, tomar más deuda y, por ende, amplía las posibilidades de crecimiento. Las características del mercado peruano, sin embargo, aún son limitadas en cuanto a liquidez y concentración, lo cual no potencia el desarrollo de megaproyectos; en consecuencia, las empresas se ven en la necesidad de buscar financiamiento en distintas plazas bursátiles fuera del Perú.

Como se muestra en los cuadros 1.2 y 1.3, al cierre del 2011 no se registraron emisiones de acciones sea en moneda nacional como en moneda extranjera (la última emisión se produjo en el 2007).

Cuadro 1.2. *Mercado primario de valores (en miles de nuevos soles)*

Modalidad de emisión	2009	2010	2011
I. Oferta pública			
Emisiones inscritas por instrumento	21'116,929	11'473,222	7'424,668
A. Acciones	-	-	-
B. Bonos	18'601,047	10'636,596	5'499,620
- De Arrendamiento Financiero	331,211	156,938	-
- Corporativos	16'988,788	10'380,118	5'293,620
- Hipotecarios	-	-	-
- Subordinados	1'181,048	-	140,000
- De Titulización	100,000	99,540	66,000
C. Instrumentos de corto plazo	1'875,882	331,626	870,048
- Valores de corto plazo	1'875,882	331,626	870,048
- Instrumentos de corto plazo de titulización	-	-	-
D. Certificados de depósito negociables	640,000	505,000	1'055,000

Fuente: SMV, 2013.

Cuadro 1.3. *Mercado primario de valores (en miles de dólares)*

Modalidad de emisión	2009	2010	2011
I. Oferta pública			
Emisiones inscritas por instrumento	7'046,496	4'053,389	1'433,500
A. Acciones	-	-	-
B. Bonos	6'226,125	3'756,474	1'198,000
- De Arrendamiento Financiero	110,400	55,523	33,000
- Corporativos	5'694,003	3'665,951	730,000
- Hipotecarios	-	-	-
- Subordinados	389,478	-	60,000
- De Titulización	32,243	35,000	375,000
C. Instrumentos de corto plazo	614,929	117,548	235,500
- Valores de corto plazo	614,929	117,548	235,500
- Instrumentos de corto plazo de titulización	-	-	-
D. Certificados de depósito negociables	205,443	179,368	-

Fuente: SMV, 2013.

2. Las acciones: principal instrumento de renta variable

Son aquellos instrumentos en los que la rentabilidad de la inversión se origina a partir de un incremento en el precio y por los dividendos que se entreguen. El precio futuro no es conocido, por lo que se genera incertidumbre sobre las rentabilidades futuras. Asimismo, el desempeño histórico no puede garantizar el resultado.

2.1. Definición y características

Acción es la denominación dada usualmente a la inversión en activos que no garantizan la devolución del capital invertido ni la percepción de una determinada renta, ni en cuantía ni en tiempo.

Las acciones son instrumentos de renta variable por excelencia. Representan los derechos del accionista, así como su participación en el capital de una compañía; otorgan al propietario el derecho de intervenir en la administración y recibir una porción de las ganancias, a través del pago de dividendos.

2.2. Tipo de acciones en el mercado de capitales peruano

A continuación, se desarrollan en detalle los principales tipos de acciones.

a) Acciones comunes. Representan un porcentaje del capital de una empresa y conllevan derechos económicos y políticos:

- Recibir los beneficios que obtenga la empresa; las formas más comunes son mediante dividendos u otras acciones. Estos beneficios provienen de utilidades retenidas.
- Votar en la Junta de accionistas, que es el principal órgano directivo de una empresa. Su función principal es designar a los directivos que administrarán la organización.

Según Martín Mato (2010), los accionistas de empresas que cotizan en bolsa tienen responsabilidad limitada, lo que significa que su máxima pérdida es el valor de las acciones.

b) Acciones preferentes. Las principales características que las diferencian de las comunes es que pagan un dividendo fijo y no otorgan derechos políticos, es decir, sus poseedores no gozan de derecho a voto; sin embargo, en el cobro de dividendos y en caso de liquidación, pueden tener prioridad sobre las acciones comunes.

c) Acciones de inversión. Emitidas en un inicio a nombre de los trabajadores, en cumplimiento de los decretos leyes 18350 y 18384 de 1970 (Ley General de Industrias y Ley de las Comunidades Industriales respectivamente). La empresa emisora deducía el 15% de su resultado neto hasta alcanzar el 50% de su capital social, mientras que los titulares de las acciones participarían de los beneficios (dividendos) y tendrían derecho a ser representados en la Junta General de Accionistas. Actualmente, no se reconoce la titularidad de las acciones de inversión: según la Ley General de Sociedades (Congreso de la República, 5.^a disposición de la Ley 26887), no se las consideran acciones, ni accionistas a sus dueños.

3. Determinación del precio de las acciones y tipo de mercados

El precio de una acción individual se determina por la oferta y demanda. La oferta de una acción se basa en el número de acciones que una compañía ha emitido, mientras que la demanda la crean las personas que desean adquirir dichos documentos a inversionistas que ya las poseen. Cuantas más personas deseen ser propietarios de una acción, mayor será su predisposición a pagar más por ella.

La oferta, sin embargo, es limitada. Por esta razón, si muchas personas quieren comprar al precio actual, pero pocas desean vender, el precio se incrementa hasta que más gente esté dispuesta a poner sus acciones en venta. En caso de que el precio de estas se incremente demasiado, hasta un punto en el que nadie está dispuesto a adquirirlas, el precio empieza a caer nuevamente.

3.1. El mercado primario

Es donde se venden públicamente nuevas emisiones de valores. El dinero obtenido por dicha venta sirve para financiar al emisor, que puede ser una empresa o el Estado. Según Martín Mato (2010), para determinar el precio de venta/compra se utilizan los siguientes métodos de subasta:

- **Subasta holandesa.** El emisor coloca todos los instrumentos a un determinado precio o a una determinada tasa (tasa de corte), con lo que se resuelve a un único tipo de interés o precio para todos los instrumentos.
- **Subasta americana o discriminatoria.** Se establecen múltiples precios; de esta manera, se cobra a cada inversionista el precio que estuvo dispuesto a pagar por cada instrumento.

Como señala Martín Mato (2010), en la emisión intervienen los siguientes agentes:

- **Agente estructurador.** Aquel que genera la emisión y realiza los trámites de inscripción. Por lo general, se trata de sociedades agentes de bolsa, bancos de inversión y entidades consultoras.

- **Agente colocador.** Es el que anuncia y vende los instrumentos de mercado.

3.2. El mercado secundario

Es aquel donde los activos financieros existentes se negocian entre los inversionistas. Al proveer el mercado secundario la información necesaria sobre el valor de sus activos vigentes, motiva a los inversionistas a comprarlos, y esto constituye una oportunidad insuperable de obtener liquidez. La bolsa de valores es un mercado secundario organizado y regulado para tener transacciones de activos en lugares específicos.

Es necesario que una institución lleve un registro de propiedad de cada instrumento. Dicho registro se conoce como «anotación en cuenta»; y el propietario figura como tal en el registro contable. En el caso de títulos valores, el propietario es quien los posee (Martín Mato, 2010).

4. Mercados donde se realiza la transacción de acciones.

Actores participantes

Las características de los mercados bursátiles más desarrollados, en los que se negocian y se efectúan transacciones de una enorme cantidad de acciones, son las siguientes:

- a) **Amplitud:** cuanto mayor volumen de activos son objeto de transacción, más amplio es el mercado.
- b) **Transparencia:** un mercado es más transparente cuando hay mayor acceso a la información y, además, se necesitan menos recursos para obtenerla.
- c) **Libertad:** cuanto menores barreras de entrada existan para un comprador o vendedor, se dice que el mercado cuenta con mayor libertad.
- d) **Profundidad:** un mercado es más profundo cuando existe un mayor número de órdenes de compra y venta.
- e) **Flexibilidad:** es más flexible cuando existe mayor facilidad para reaccionar ante un cambio en las condiciones de mercado (Cuervo, Rodríguez & Parejo, 2010).

Por ello, la presente investigación se limitará a estudiar la emisión de acciones en los siguientes mercados:

- **Bolsa de Valores de Nueva York:** es la más importante del mundo. Cotizan más de 3,000 empresas.
- **Bolsa de Valores de Londres:** uno de los mercados más antiguos de la historia, con más de 300 años de antigüedad. En el 2007 se fusionó con la bolsa italiana y se convirtió, de esta manera, en una de las plataformas líderes de Europa.
- **Bolsa de Valores de Oslo:** fundada en 1819, es actualmente el único mercado regulado para la negociación de valores en Noruega.

Los actores que participan en la operación de las negociaciones son los siguientes:

- 1) Empresa emisora: es la que emite las acciones.
- 2) Agente estructurador: entidad financiera que administra la emisión de las acciones.
- 3) Agente colocador: es el que lleva a cabo la venta de las acciones.
- 4) Inversionista: persona natural y/o jurídica con excedentes que desea participar y recibir los beneficios del instrumento financiero.
- 5) Entidades reguladoras: son los organismos encargados de supervisar y normar los procesos de emisión de acciones en las diferentes bolsas de cada país.

5. Marco legal para emitir acciones en algunos mercados internacionales

En vista de que el estudio se limita a los casos de cuatro empresas peruanas que realizaron emisiones internacionales de acciones, entre 1995 y el 2007, se analiza a continuación el marco legal para la emisión de acciones en los mercados bursátiles de Estados Unidos, Reino Unido y Noruega.

5.1. Estados Unidos y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)

Para la emisión de acciones en Estados Unidos, se tienen como base la Ley de Valores de 1933 y la Ley del Mercado de Valores de 1934, así como las

normas emitidas por la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos y por la Norma (*Rule*) 144 «Selling Restricted and Control Securities».

a) Ley de Valores (*Securities Act*) de 1933. Esta ley, junto con la Ley del Mercado de Valores de 1934, son los pilares de la regulación del mercado de valores en Estados Unidos. La primera de ellas surgió luego del crac bursátil de 1929 como reacción a las múltiples interrogantes que existían sobre la forma en la que se regían los mercados en ese entonces; contar con mayor información acerca de estos, es decir que se divulgue más información sobre las empresas, era una necesidad a la que respondía dicha legislación, y esta las obligó a registrarse en la SEC. Con ello se aseguraba que las empresas brinden a la SEC y al mercado toda la información relevante para una mejor toma de decisiones sobre la inversión.

Como lo indica la SEC, la Ley de Valores de 1933 tiene dos objetivos principales:

- Que los inversionistas reciban información financiera, así como toda aquella que sea relevante en relación con los valores que han sido emitidos por oferta pública.
- Prohibir el engaño, la tergiversación y otros fraudes en la venta de valores.

Un medio crítico para lograr estos objetivos es la divulgación de la información financiera a través de la inscripción de valores (SEC, 2012).

Esta primera ley federal regula las ofertas primarias de valores, es decir, de aquellos que se ofrecen al público por primera vez; requiere que el emisor registre todos los valores de ese tipo; por tanto deberá elaborar un «informe de registro» (*registration statement*) ante la SEC.

En la sección 5 de esta ley se señala que una acción no podrá ser comprada o vendida en los mercados interestatales a menos que este registrada o se encuentre bajo la exención de registro 12g3-2(b). El objetivo es que toda la información requerida y plasmada en el prospecto de solicitud de admisión sea lo más cercana a la verdad que se pueda; de esta manera,

regula el actuar de las compañías antes de que coticen en las bolsas de Estados Unidos.

b) Ley del Mercado de Valores (*Security Exchange Act*) de 1934. Regula la conducta de empresas que ya cotizan en bolsa y señala la información que estas deben remitir a la SEC (el detalle de las afectaciones a cada nivel de ADR se especifica en el anexo 2).

Cabe destacar la Ley Sarbanes-Oxley, dada en el 2002 como respuesta legislativa al caso Enron y a otras fechorías cometidas por emisores que cotizaban sus valores en las bolsas de Estados Unidos. A raíz de estos abusos, la confianza de los inversionistas en la información financiera emitida por las empresas estaba muy mermada, lo que afectaba la eficiencia de los mercados financieros. En consecuencia, las autoridades estadounidenses decidieron endurecer los controles impuestos a las empresas. Así, esta ley contiene una serie de reformas orientadas a mejorar el gobierno corporativo y la transparencia en la información, a aumentar la independencia de los auditores y a la adecuada resolución de los conflictos de intereses. Esta ley incorporó como aportes principales los siguientes:

- El requerimiento de auditores independientes.
- No se permitirían préstamos a los directores y ejecutivos de las empresas.
- Se creó una comisión encargada de supervisar las auditorías de las empresas que cotizan en bolsa.
- Mejora la calidad de la información para empresas que emiten acciones y opciones, así como para aquellas en las que el porcentaje de valores en posesión de empleados de la empresa supere el 10%.
- Mayores sanciones tanto en lo penal como en lo civil.
- Se incluyeron normas de protección al personal para evitar que este sea víctima de fraudes empresariales.

De igual forma, producto de la crisis del 2008, se implementó la Ley de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) (SEC, 2010), promulgada el 21 de julio de 2010. Dicha norma legal introdujo los siguientes cambios:

- Protección a los consumidores dentro de la FED.
- Se tendría en cuenta el riesgo sistémico y se coordinaría la forma de mitigarlos.
- Se suspenderían los rescates financieros por parte del Estado.
- Se implementó el uso de cámaras de compensación para derivados financieros.
- Los fondos de gestión alternativa (*hedge funds*) que administren sumas mayores de 150 millones de dólares empezarán a ser regulados por la SEC.
- Las titulaciones no podrían realizarse al 100%; los agentes que efectúen estas operaciones deben retener al menos el 5% del riesgo.
- Todos los regulados deben implementar procedimientos en caso de caer en incumplimiento (*default*).
- Aquellos que hayan sido sujeto de rescate y/o apoyo por parte del Estado, no podrán invertir fondos propios en el mercado (regla Volcker).
- Se aumenta la regulación para las empresas clasificadoras.
- El apoyo del Estado solo procederá por votación en el Congreso.

Se pueden distinguir tres categorías de emisores no estadounidenses que se hallan sujetos a esta regulación:

- Sociedades cuyas acciones coticen en mercados secundarios de Estados Unidos.
- Sociedades que efectúan registros ante la SEC en cumplimiento de la normativa estadounidense del mercado de valores.
- Sociedades que realizan registros ante la SEC de forma voluntaria (Williams, 2005).

Estas son algunas de las disposiciones relevantes de esta ley para los emisores extranjeros:

- Certificación anual del CEO (*chief executive officer*) y del CFO (*chief financial officer*).
- Comité de auditoría independiente y obligatorio para todas las empresas listadas.

- Devolución por el CEO y el CFO de su compensación (bonos, incentivos, ganancias de venta de acciones) como resultado de la corrección de los estados financieros de la empresa.
 - Prohibición de préstamos a ejecutivos y directores.
 - Código de ética obligatorio para altos ejecutivos.
 - La gerencia y los auditores externos deben presentar una certificación anual a la SEC acerca de la eficacia de los controles internos sobre la información financiera (sección 404).
- c) **La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).** Es la más antigua de Estados Unidos y, por la capitalización de mercado de las empresas inscritas en ella, la más grande del mundo. Debido a sus rigurosas exigencias, una empresa que se cotiza en la NYSE logra reconocimiento y aprobación por parte del mercado (NYSE Euronext, 2013).

La NYSE se encuentra bajo regulación de la SEC, de manera que para cotizar en esta bolsa se requiere:

- Número de accionistas, con un volumen mensual promedio de negociación de 100 acciones o menos (*turnover*): 5,000.
- Número de acciones en poder del público (*free float* mínimo): 2.5 millones.
- Valor de mercado en poder del público: por debajo de los 100 millones de dólares.
- Valor de compañías afiliadas estándar: 60 millones de dólares.

Las empresas que cotizan sobre la base de una oferta pública inicial (IPO, *initial public offering*) deben presentar proforma informativa que cumpla con los requisitos estándar de transparencia en cuanto a información y que esta se encuentre disponible en todo momento para su interpretación, análisis y reportes iniciales por parte de especialistas (*initiating coverage*), así como para subsiguientes informes.

5.2. Noruega y el mercado bursátil de Oslo

Noruega es el segundo más grande exportador de pescado del mundo. Su posición geográfica y sus recursos naturales la han adaptado para la

pesquería y acuicultura, por lo que este sector ocupa una posición predominante a nivel internacional.

En la bolsa de Oslo cotizan las empresas más grandes del sector pesquero; esta cuenta, inclusive, con un índice que mide el desempeño de las empresas dedicadas a la comida marina: el Oslo Seafood Index.

Las principales características de esta bolsa son:

- Listado en ocho semanas como mínimo.
- Bolsa con relevancia pesquera y acuícola.
- Al menos el 25% de acciones que se van a listar deben estar en manos del público.
- El 50% de empresas listadas son internacionales.
- Cumple normativas de la Unión Europea (transparencia en la información).

El organismo regulador es la Finanstilsynet (Autoridad de Supervisión Financiera de Noruega).

Las actividades de la bolsa de Oslo están reguladas por la Ley del Mercado de Acciones del 17 de noviembre de 2000 («Ley del Mercado de Valores»). Ciertos tipos de decisiones están sujetas a la Ley Noruega de Administración Pública del 10 de febrero de 1967.

La Ley del Mercado de Valores del 19 de junio de 1997 regula ciertos aspectos de la propiedad y de la venta y compra de valores, incluso la información interna de la empresa, el posible abuso de información privilegiada, las obligaciones de divulgar información, las obligaciones de los poseedores primarios, el seguimiento de informes de propiedad que excedan determinadas brechas, obligaciones de oferta voluntaria y obligatoria, así como requisitos en materia de documentación de la oferta y de los prospectos informativos.

El Ministerio de Hacienda emite el Reglamento de la Bolsa, que proporciona el detalle de las normas que rigen las actividades de las sociedades cotizadas. El Reglamento del Mercado de Valores impone sobre los emisores

requisitos para la cotización y otras obligaciones, como la divulgación de información.

El marco regulador de Noruega requiere que la bolsa de Oslo establezca reglas, términos para la negociación y condiciones para las empresas que cotizan en ella. Algunos de los requerimientos propios de la bolsa son:

- Las acciones a listar deben de ser de interés público y objeto de negociación regular y la empresa debe tener condición financiera suficiente para operar al menos 12 meses posteriores a la fecha de listado.
- Asimismo, se requiere que al menos 500 accionistas tengan acciones con un valor de al menos 10,000 coronas noruegas. La capitalización mínima requerida es de 300 millones de coronas noruegas (Arntzen de Besche-Bolsa de Valores de Oslo, 2013).

Adicionalmente, las empresas que quieran listarse deberán seguir el siguiente procedimiento, que se resume en el cuadro 1.4.

Cuadro 1.4. *Proceso de emisión en la Bolsa de Valores de Oslo*

Proceso	Descripción
Reporte preliminar	Presentación del informe de la empresa. Si cumple con los requisitos debe presentarlo antes de 5 días hábiles de la reunión de la junta preliminar.
Junta preliminar	Reunión con la administración de Oslo Børs 15 días antes de su fecha límite, en el cual se trata temas como actividad del negocio, situación financiera, etcétera.
Situaciones especiales	Proporcionar información sobre las emisiones planificadas o venta de acciones actuales.
Solicitud de listado	Debe presentarse 20 días antes de la junta preliminar. La solicitud será examinada por la administración de Oslo Børs.
Recomendación de la junta	Se elaborará una recomendación a los directores de Oslo Børs. La junta se reúne por lo general una vez al mes.
Prospecto de cotización	La empresa tendrá 45 días para ser listada. Asimismo, debe publicar su prospecto de cotización antes del primer día estar ya listada.

Fuente: ADEB, 2013.
Elaboración propia.

5.3. Reino Unido y la Bolsa de Valores de Londres (LSE)

Es la bolsa más importante de Europa y una de las más grandes del mundo. Tiene como principal característica que se concentra en servicios financieros y minería. El mercado de Londres tiene una posición preponderante como hogar de las empresas líderes y globales del sector minero, y permite a los emisores mostrarse a inversionistas y analistas que tienen un buen conocimiento de los mercados de metales y de minería. De esta manera, con más de 150 empresas mineras cotizando en la bolsa de Londres, esta es la primera opción para los mineros que buscan captar fondos en los mercados de capitales del mundo (LSE, 2009).

La Bolsa de Valores de Londres ofrece a las empresas cuatro tipos de mercados:

- El mercado principal (*main market*).
- El mercado de inversiones alternativas (AIM).
- El mercado profesional de valores.
- El mercado especialista de fondos.

De estos mercados, el más adecuado para las empresas mineras es el principal, el cual está adaptado para las empresas más grandes y estables. El AIM, en cambio, está diseñado para las pequeñas compañías que tienen un crecimiento más acelerado.

El mercado principal ofrece los más altos niveles de cobertura y liquidez, así como elevados niveles de publicidad y atención de los medios. Existen más de 1,400 empresas en este mercado con una capitalización de mercado de 3.7 billones de libras esterlinas.

Al admitir valores de renta variable en el mercado principal, la empresa tiene tres opciones:

- a) **El segmento de listado *premium*.** Disponible solo para acciones de capital emitidas por empresas comerciales (*trading companies*), así como para fondos de inversión abiertos y cerrados. Requiere cumplir con estándares que se encuentran por encima de los establecidos en la legislación de la Unión Europea (llamadas *reglas superequivalentes*), y que incluyen el Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido. Los

inversionistas confían en dichos estándares debido a las protecciones adicionales que estos les brindan. Gracias a los estándares más elevados, los emisores pueden acceder a un abanico más amplio de inversionistas, lo cual, debido a la mayor confianza de estos, puede llevar a un menor costo de capital (LSE, 2013).

- b) **El segmento o listado estándar.** Cubre la emisión de acciones, *global depositary receipts* (GDR), instrumentos de renta fija y derivados que deben cumplir con los requisitos mínimos de la legislación de la Unión Europea. Con este tipo de listado, la carga global de cumplimiento será más ligera, en términos de la preparación para la emisión y postemisión (cumplimiento permanente).
- c) **El segmento de alto crecimiento.** Puesto en marcha en marzo del 2013, provee a las empresas europeas de una ruta alternativa al mercado. Sujeto a los estándares mínimos de la Unión Europea, está diseñado para empresas de alto crecimiento del espacio económico europeo y que aspiren a integrar con el tiempo el segmento *premium*. Pretende atraer a empresas que no cumplan el criterio de elegibilidad para el *premium*, en particular, el porcentaje de acciones en manos del público (*free float*); en este caso, es solamente de 10%, en comparación al 25% que se requiere en el segmento *premium*.

De otro lado, como se indicó anteriormente, el mercado de inversiones alternativas (AIM) está diseñado para empresas pequeñas en crecimiento. El AIM sirve como un mecanismo que permite a las empresas que buscan acceso a capital materializar el potencial de crecimiento e innovación. En este mercado se encuentran listadas 1,253 compañías con un valor total de mercado de casi 65 mil millones de libras esterlinas.

En el cuadro 1.5 se presenta un consolidado de los criterios de los segmentos de mercado de la Bolsa de Valores de Londres.

Cuadro 1.5. Resumen de los criterios de los segmentos de mercado de la Bolsa de Valores de Londres

Criterios	Premium	Standard	HGS	AIM
Domicilio	Cualquiera	Cualquiera	Incorporado al espacio económico europeo	Cualquiera
Regulación	Listado en el mercado regulado de la Unión Europea	Listado en el mercado regulado de la Unión Europea	Mercado regulado de la Unión Europea	MTF (<i>multilateral trading facility</i>)
Free float mínimo	25%	25%	10% con un mínimo valor de £ 30,000	Evaluación de idoneidad
Criterio de ingresos	75% del negocio soportado por los ingresos históricos de 3 años	n.d.	20% de CAGR en ingresos para un periodo mayor de 3 años	n.d.
Admisión	Prospecto y carta a UKLA bajo las reglas del listado	Prospecto	Carta a la bolsa bajo las reglas de HGS y prospecto a la UKLA	Documento de admisión de AIM y declaración de idoneidad
Asesor	Sponsor para el listado y para las transacciones	n.d.	Asesor clave en la admisión	Asesor nominado por todo el tiempo
Gobierno corporativo	Código de gobierno corporativo del Reino Unido	Declaración de gobierno corporativo	Declaración de gobierno corporativo	Práctica esperada por el mercado
Obligaciones en curso	Divulgación y transparencia-reglas	Divulgación y transparencia-reglas	Divulgación y transparencia-reglas	Reglas de AIM
Transacciones significativas	Pruebas de las reglas para listar	n.d.	Pruebas de las reglas de HGS	Pruebas de las reglas de AIM
Cancelación	75% de aprobación de los accionistas	No se requiere aprobación de los accionistas	75% de aprobación de los accionistas, a menos que se cancele la transferencia a <i>premiium</i>	75% de la aprobación de los accionistas
Índices	Series FTSE del Reino Unido	n.d.	n.d.	Series FTSE de AIM

Fuente: London Stock Exchange, 2013.
Elaboración propia.

6. Principales problemas para financiarse a través de los mercados bursátiles

En general, muchos de los mercados donde se negocian acciones se enfrentan al problema de la poca profundidad y baja amplitud del mercado, lo que resulta poco beneficioso para una empresa que desea realizar una IPO. La razón principal es que cualquier inversionista busca siempre valores de alta liquidez, lo que significa contar con la cantidad necesaria de compradores para concretar una operación de venta en el momento en el que se requiera, con lo cual se genera una operación sin castigo en el precio por falta de demanda.

Además, las fuentes de rentabilidad de una acción son básicamente dos: ganancia por dividendos y ganancia por incremento de su valor durante un periodo de tenencia (precio al que se vende la acción menos el precio al que se adquiere); por ello, dado el riesgo de las acciones en comparación con otros bienes mobiliarios, para un inversionista tiene mucha importancia el poder concretar una operación de venta al precio del mercado y obtener, de esta manera, la rentabilidad prevista o recuperar el dinero invertido.

Actualmente en el Perú, la Bolsa de Valores de Lima (BVL) tiene como principales inversionistas a las AFP, que cuentan con un horizonte de inversión de largo plazo y limitaciones por parte de la SBS para las inversiones.

Además, la BVL tiene poca amplitud y profundidad, además de altos costos de transacción, y ello genera que los inversionistas prefieran bolsas de otros países. Al respecto, Luis Felipe Arizmendi, presidente de GPI Asset Management, profundiza este análisis en los siguientes términos (Westreicher, 2013):

En EE.UU. —comentó— los montos negociados por Buenaventura, Credicorp, Southern y Cementos Pacasmayo son entre doce y quince veces mayores que en Lima (párr. 7).

El incremento de la demanda interna, los proyectos mineros en cartera y las buenas perspectivas de los commodities —explicó— “dan esperanza” al rendimiento de nuestra plaza bursátil, que cerró el viernes con una ganancia acumulada anual de 0.1%. Pero es necesario priorizar profundidad y liquidez (párr. 3).

El problema es para el inversionista activo de corto plazo, que quiere comprar y vender cada cinco o seis días. Definitivamente le conviene invertir en otras bolsas. [Refiriéndose a los costos de transacción] (párr. 5).

No se trata de entrar a la bolsa y no vender acciones. Muchas empresas (por la reforma de Morales Bermúdez), las AFP, las compañías de seguro y los bancos están inscritos a la fuerza. El ingreso debería ser voluntario o en todo caso se podría establecer un porcentaje mínimo de flotación por ley, entre 5% y 10% (párr. 9).

Adicionalmente, en lo que respecta al 2012, en la BVL solo se ha registrado un IPO, que corresponde a Andino Investment Holding, y que se ha concretado de manera exitosa, aunque con varias dificultades. Ello demuestra la baja preferencia por realizar ofertas públicas iniciales en el mercado local, dadas las condiciones actuales. Por esta razón, muchas empresas prefieren realizar la emisión en mercados del exterior, como la NYSE, la LSE y la OSE. En estos mercados se negocian volúmenes de mayor envergadura y con posibilidades de obtener un mejor precio por los mismos valores.

2

Los instrumentos financieros internacionales: los ADR y los GDR

En este capítulo se describen y detallan los dos principales instrumentos financieros para la emisión de acciones en los mercados bursátiles internacionales por parte de las empresas peruanas; asimismo, se exponen las características y los actores que participan en los procesos de emisión, los tipos de instrumentos, las excepciones a su regulación y el marco legal en Estados Unidos y en el Perú.

1. Los American Depositary Receipts (ADR)

Es un recibo de depósito, otorgado por un banco estadounidense, que representa la titularidad de un número especificado de acciones no estadounidenses depositadas en el país de origen de la empresa, el cual puede ser negociado libremente en Estados Unidos (Yacsahuache, 2006).

Un ADR permite a los inversionistas estadounidenses invertir en compañías extranjeras y, a su vez, les da a estas compañías un acceso mucho más fácil al mercado de capitales de Estados Unidos.

El primer ADR fue creado en 1927 por un banco estadounidense que permitió a los inversionistas de dicho país invertir en acciones de una tienda por departamentos británica. Según la información de la SEC, al cierre del

año 2012 existían más de 2,000 ADR emitidos que representaban acciones de compañías ubicadas en más de 70 países (SEC, 2012).

A las acciones subyacentes del ADR se les conoce como American Depositary Shares (ADS). Usualmente, los participantes del mercado utilizan indistintamente los términos ADR y ADS. Los ADR se negocian en dólares estadounidenses, y operativamente se liquidan a través del sistema de liquidación de Estados Unidos; de esta manera, se evita que los tenedores de estos títulos tengan que efectuar las transacciones en una moneda extranjera.

Un ADR puede representar una acción o una fracción de acción o múltiples acciones. El uso de un ratio de intercambio permite que a los ADR se les valore («marcar precio») en un monto más propio de las acciones de los mercados estadounidenses.

2. Los Global Depositary Receipts (GDR)

Los GDR son una variante de ADR que permite obtener, total o parcialmente, capital en mercados internacionales fuera de Estados Unidos; sin embargo, se cotizan, negocian y pagan dividendos en dólares estadounidenses. Están sujetos a los procedimientos de negociación y liquidación del mercado en el cual se están transando. La parte o tramo del programa de los GDR que se desarrolla dentro de Estados Unidos funciona de la misma manera en la que operan los programas para los ADR.

Comúnmente se emiten en el tramo de la norma 144-A, que corresponde a los mercados fuera de Estados Unidos, lo que se enmarca dentro de la Regulación S.

El primer GDR fue emitido por el Citibank en 1990 sobre acciones de la corporación Samsung; esta quería captar capital en Estados Unidos a través de una oferta privada, pero tenía también una fuerte base de inversionistas europeos a los cuales deseaba incluir en su oferta. Por tanto, la emisión de los GDR permitió a la corporación obtener capital en el mercado estadounidense y europeo a través de la emisión simultánea de un título en ambos mercados.

3. Características de los ADR y actores que participan en su emisión

Los ADR tienen las siguientes características:

- Son instrumentos negociables.
- Permiten tener certificados de acciones de empresas que no son estadounidenses.
- Es necesario que un banco estadounidense emita los ADR («banco depositario»).
- Las acciones subyacentes o que respaldan a estos certificados se mantienen en custodia en un banco del país de origen de la empresa («banco custodio»).
- Los tenedores de los ADR pueden entregarlos a cambio de acciones de la compañía.

Según Martín Mato (2010), los actores que participan en la operación de emisión de ADR son:

- a) **La empresa emisora.** Agente que emite las acciones representadas por el ADR.
- b) **El banco depositario.** El que emite los ADR.
- c) **El banco custodio.** Agente financiero que custodia físicamente las acciones emitidas respaldadas por el ADR. Es un banco domiciliado en el país de origen.
- d) **El banco de inversión.** Lleva a cabo la colocación de acciones.
- e) **El inversionista.** Persona natural y/o jurídica con excedentes que desea participar y recibir los beneficios del instrumento financiero.
- f) **Las entidades reguladoras.** Son las encargadas de supervisar y normar los procesos de emisión en las diferentes bolsas de cada país.

4. El proceso de emisión de los ADR

La descripción del proceso de emisión de los ADR se detalla en los siguientes cinco pasos, así como en la figura 2.1:

- 1) El bróker o inversionista adquiere acciones de una determinada empresa en la bolsa de valores local.
- 2) Estas acciones se depositan en el banco custodio local.
- 3) El bróker o inversionista (en el caso de programa no auspiciado) solicita a un banco estadounidense (banco depositario) que emita los ADR.
- 4) Los ADR son emitidos por el banco depositario cuando la compañía extranjera (en el caso de un programa auspiciado) o el inversionista que mantiene acciones de esta los envía al banco custodio en el país de origen de la empresa.
- 5) El banco depositario emitirá en Estados Unidos los ADR al inversionista, y este podrá revenderlos en una bolsa de valores de dicho país, o en el mercado privado (*over the counter*, OTC).

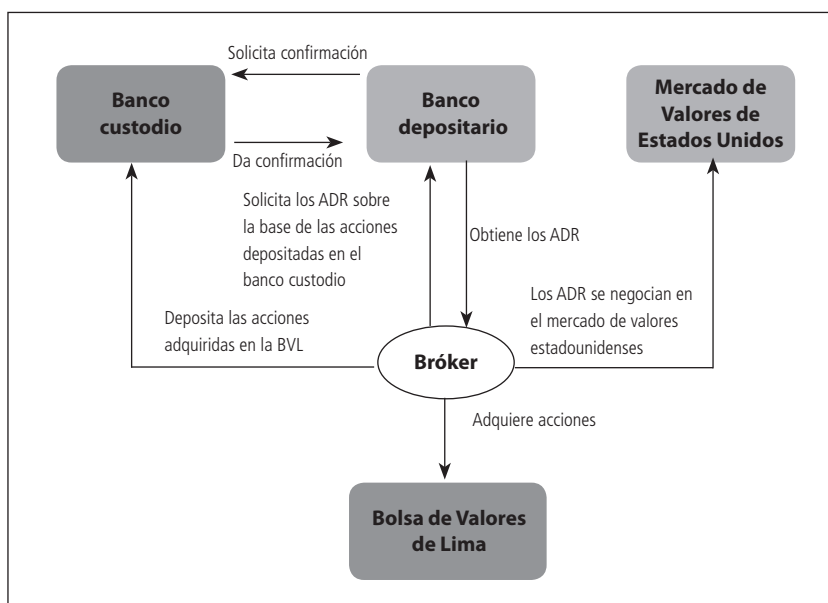


Figura 2.1. Proceso de emisión de un ADR

Fuente: Citicorp Ltda., 2013.

5. Los tipos de ADR

Según el tipo de auspicio o patrocinio en el proceso de emisión de los ADR, estos pueden ser clasificados básicamente en programas *unsponsored* (no auspiciados ni patrocinados) y *sponsored* (auspiciados o patrocinados), los cuales se detallan a continuación (véase también el anexo 3).

5.1. Programas no auspiciados o no patrocinados (*unsponsored*)

Un programa no auspiciado de ADR se establece sin contar con la cooperación de la empresa no estadounidense y puede ser iniciado por un *broker dealer*, por el mismo inversionista, o por iniciativa de bancos de Estados Unidos. Es decir, no existe un acuerdo entre la empresa emisora de las acciones y el banco depositario, lo cual genera que la empresa emisora pierda control sobre la colocación de sus acciones.

Los ADR que se emiten en el marco de un programa no auspiciado solo pueden ser transados en el mercado extrabursátil (*over the counter*).

Estos ADR no auspiciados fueron más utilizados que los patrocinados hasta 1982, año en el cual, la SEC empezó a requerir a los bancos depositarios que se registren en ella completando el formato F-6 para cada emisión de ADR. A pesar de que este formato no requería divulgación alguna de información relevante, la empresa emisora tiene ahora conocimiento de que sus acciones se están negociando fuera del país. Esto ha generado una reducción significativa del número de los ADR emitidos bajo programas no patrocinados.

5.2. Programas auspiciados o patrocinados (*sponsored*)

En estos programas, la compañía extranjera que emite las acciones firma un acuerdo directamente con el banco depositario estadounidense. En otras palabras, la empresa emisora tiene la iniciativa de emitir los ADR, por lo que designa un banco depositario para que se encargue de ello.

Este acuerdo es un contrato que pormenoriza la relación legal entre el banco depositario, el custodio y la compañía emisora. Asimismo, detalla los servicios brindados por el depositario al inversionista que adquiera

dichos ADR a través del mencionado programa. Estos acuerdos variarán de acuerdo con las leyes del país de origen de la empresa emisora.

Se pueden distinguir cuatro tipos de programas auspiciados, los cuales se clasifican en los siguientes niveles:

Nivel I. Es el programa más simple y el menos costoso para que una empresa no estadounidense negocie sus acciones en mercados de Estados Unidos. No permite que la empresa capte nuevo capital, se realiza sobre acciones que ya se encuentran en circulación en el país de origen de la empresa emisora. En este nivel solo se efectúan transacciones a través del mercado extrabursátil (OTC), al igual que en el programa no auspiciado; sin embargo, a diferencia de este, la empresa participa activamente. Se puede señalar que el nivel I tiene como principal propósito que las empresas extranjeras sean conocidas en el mercado estadounidense. Las empresas se deben registrar en la SEC completando el formato F-6 y solicitar la exención 12g3-2(b), la cual le permitirá remitir solo aquella información que esté obligada a dar en su país de origen.

Nivel II. Al igual que el nivel I, no permite captar nuevo capital; se realiza sobre acciones ya emitidas en el país de origen de la empresa, pero pueden ser listadas en una de las bolsas de valores reconocidas en Estados Unidos (NYSE, Nasdaq, o AMEX). Es más costoso, puesto que, para cotizar en una bolsa estadounidense, se requiere mayor información sobre la empresa emisora. Adicionalmente al formato F-6, se debe presentar el formulario F-20, que incluye reportes anuales. Asimismo, la empresa debe conciliar sus estados financieros con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos (US GAAP).

Nivel III. Es más alto y permite a las empresas emisoras captar nuevo capital a través de una oferta pública en una bolsa de valores estadounidense. La empresa emisora debe adherirse a las mismas reglas y regulaciones que se aplican a las empresas de Estados Unidos. Se emiten acciones bajo la forma de ADR, lo cual permite obtener capital del mercado estadounidense. Adicionalmente al F-20, en el momento de la emisión se debe completar el formulario F-1, el cual contiene las razones principales que llevan a buscar capital en el mercado de Estados Unidos,

factores de riesgo, entre otros. Al igual que en el nivel II, los estados contables deben conciliarse con plan estadounidense.

Nivel IV. De la misma forma que ocurre en el nivel III, la empresa emisora puede captar capital; la colocación, sin embargo, se rige bajo la norma 144-A, según la cual, la colocación de estos valores debe efectuarse de forma exclusiva por los inversionistas institucionales calificados (*qualified institutional buyers*, QIB). Al ser una colocación privada dirigida a estos inversionistas, la SEC impone menos requerimientos de registro y de reporte, y, por tanto, no requiere el mismo grado de información que en el nivel III.

Es así que, en comparación con el nivel III, emitir ADR bajo esta regla puede ser una manera más rápida y simple de acceder al mercado estadounidense.

Se pueden señalar las siguientes ventajas para el emisor:

- Se puede captar capital.
- Se requiere mucho menor información en comparación con el nivel III.
- La implementación tiene un costo menor que el de los programas de nivel II y III.

Entre las desventajas, tenemos:

- La negociación de los valores debe ser realizada directamente con los QIB, lo que proporciona acceso a un mercado menos líquido.
- Solo se pueden vender al público no institucional después de dos años de su colocación.

6. Principales excepciones a la regulación y marco legal

El crecimiento y la globalización de los mercados de capitales fue generando una necesidad y fuerte demanda de mercados líquidos, bien regulados y robustos, como es el caso del mercado estadounidense; sin embargo, dados los estrictos requisitos en cuanto a información establecidos por la

SEC, muchos emisores extranjeros eran reacios a someter el registro de una emisión de valores ante dicha entidad. Dada esta situación de mayor demanda, en 1990 la SEC estableció normas con el fin de brindar a los inversionistas y a los emisores, principalmente extranjeros, facilidades para participar en dicho mercado a través de un esquema de excepciones a los requisitos de registro: Norma 144-A y la Regulación S. A estas dos normas se le conocen como «puertos seguros», al ser una guía para los emisores e inversionistas estadounidenses y extranjeros que negociarán con valores no registrados y fuera de Estados Unidos (Barrachina, 2011).

6.1. Norma 144-A

El objetivo es respaldar la emisión primaria de acciones con el fin de lograr un incremento de capital. La colocación de estos valores va dirigida exclusivamente a compradores institucionales calificados (QIB).

La Norma 144-A permite una reventa de valores restringidos hechos a QIB por personas diferentes al emisor¹ si se cumplen una serie de condiciones. Permite negociar títulos sin que necesariamente estén registrados en la SEC, con lo cual se crea un mercado especial semiprivado al que solo pueden acceder aquellos compradores/vendedores calificados como QIB. Es decir, a los QIB se les exonera de los requisitos de registro para la venta cuando se hallan involucrados en la operación gracias a su magnitud, lo que les da capacidad de afrontar mayores riesgos.

Los valores elegibles para ser revendidos bajo la Norma 144-A son los de emisores estadounidenses y no estadounidenses que no estén listados en alguna bolsa de Estados Unidos.

Esta regla se adoptó para que empresas extranjeras puedan vender sus valores en el mercado de capitales de Estados Unidos y, así, aumentar la liquidez de las bolsas estadounidenses. A su vez, favorece al emisor extranjero, pues le permite vender sus títulos en un mercado secundario de forma más rápida.

1. Colocaciones privadas que tienen restricciones para ser revendidas durante un plazo determinado.

La información financiera requerida por la SEC no tiene el mismo grado de rigor que en otros programas.

Requisitos

- Presentar la solicitud de excepción bajo la regla 12g, 3-2 (b) de la Norma 144-A.
- Efectuar el acuerdo de depósito entre el emisor y el banco depositario.

Beneficios

- Es más rápido y menos costoso porque permite a las empresas extranjeras cotizar sus valores en el mercado secundario con un menor número de requisitos.
- Los emisores extranjeros no tienen que estar registrados en la SEC.
- Los emisores no están obligados a presentar información periódica a la SEC.
- Acceso en grandes volúmenes a fondos no disponibles en el mercado local.
- Básicamente, bajo esta norma, una empresa emisora peruana solo debe presentar la información que está obligada a presentar en el Perú.
- La información que se ha de remitir no necesita estar acorde con los principios generales de contabilidad en Estados Unidos.
- Al ser una colocación privada, el emisor no está sujeto a las normas que regulan las ofertas públicas.
- Mayor flexibilidad al momento de preparar la información que se entregara a los inversionistas institucionales.

Desventajas

- Está dirigida a inversionistas institucionales.
- Al existir restricciones para la reventa, los precios pueden no ser tan altos como los que las ofertas públicas logran gracias a la alta liquidez y amplia información.
- Restricciones de información y publicidad.

- Al tener restricciones para la publicidad, la información acerca del negocio no es analizada por especialistas.

6.2. Regulación S

Esta regulación ofrece, bajo la sección 5 de la Ley de Valores de 1933 y sus modificaciones, una exclusión de los requisitos de registro para las ofertas realizadas fuera de Estados Unidos, tanto para emisores locales como extranjeros. Por consiguiente, los valores de una emisión de estas características, ya sea pública o privada, no necesitan ser registrados en la SEC.

Así también, permite al comprador/vendedor residente que ha invertido en una empresa extranjera vender libremente en otros mercados sin tener que rendir cuentas a la SEC (Romero, 2003).

La Regulación S está conformada por las normas 901, 902, 903 y 904, las cuales establecen la aplicación del concepto de extraterritorialidad de los requisitos de registros bajo la Security Act de 1993. Con el fin de globalizar e internacionalizar el mercado, esta regulación busca facilitar la presencia de emisores extranjeros en el mercado de Estados Unidos. Esta regulación se encuentra disponible para ofertas de acciones y títulos de deuda o bonos.

Se establecen dos condiciones generales aplicables a todas las ofertas y ventas, ya sean del emisor o correspondan a una reventa:

- Que la oferta o venta se realice en una transacción fuera de Estados Unidos.
- Que no haya en Estados Unidos esfuerzos de venta dirigidos en conexión con la distribución o reventa de valores.

Beneficios

- Bajos costos de emisión debido a que no se exige entregar información a la SEC.
- No requiere registro en la SEC.
- Alta exposición en el mercado donde se produzca la oferta y baja exposición en Estados Unidos.

Comúnmente se utiliza una combinación entre la Norma 144-A, para negociar dentro de Estados Unidos, y la regulación S, para negociar fuera de dicho país.

Los beneficios de la utilización de estas dos reglas combinadas son los siguientes:

- Facilidad y rapidez en la emisión.
- Requisitos de información más flexibles.
- Menores costos.
- Mejora la liquidez.
- Acceso a un mayor número de inversionistas y a un mayor volumen de fondos.
- No se requiere la sujeción a normas como la Ley Sarbanes-Oxley.

En el cuadro 2.1 se muestra un resumen de las diversas opciones que un emisor extranjero tiene para emitir y captar capital.

Cuadro 2.1. *Opciones para levantar capital por los inversionistas*

Lugar	Tipo de inversionistas	Opciones	Características
En Estados Unidos	Inversionistas institucionales (QIB)	Regla 144-A	Rapidez y facilidad en la emisión. Baja exposición al mercado. Baja liquidez. Costos bajos de emisión. No es necesario el registro en la SEC ni reportes financieros.
Fuera de Estados Unidos	Inversionistas institucionales y oferta pública	Regulación S	Facilidad y rapidez en la emisión. Alta exposición en el mercado donde la oferta se lleva a cabo. Baja exposición en Estados Unidos. Incrementa la liquidez. Cumplir los requisitos en el mercado en el que se emite. No se requiere registro en la SEC. Bajos costos de emisión.
En Estados Unidos y fuera de este país	Inversionistas institucionales en Estados Unidos, más los inversionistas institucionales y oferta pública fuera de Estados Unidos	Regla 144-A/ Regulación S	Facilidad y rapidez en la emisión. Exposición en el mercado donde la oferta se lleva a cabo. Baja exposición en Estados Unidos. Mayor incremento de la liquidez. Cumplir los requisitos en el mercado en el que se emite. No se requiere registro en la SEC ni de reportes financieros. Bajos costos de emisión.

Fuente: ADEB, 2013.
Elaboración propia.

En el cuadro 2.2 se muestra una tabla resumida de los distintos niveles de los ADR.

Cuadro 2.2. *Niveles de emisiones de acciones en el exterior*

	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3	144-A	GDR
Mercado	<i>Over the counter</i>	<i>Stock exchange</i>	<i>Stock exchange</i>	<i>Stock exchange</i>	<i>Global Exchange</i>
Descripción	No listado. Sin oferta de acciones	Listado. Pero sin oferta de acciones	Listado. Con oferta de acciones	No listado. Pero con oferta de acciones	Cualquier mercado
Registro	SEC	SEC	SEC	Ninguno	De acuerdo al mercado

Fuente: Martín Mato, 2010.
Elaboración propia.

6.3. Marco legal en Estados Unidos

Como se indicó anteriormente, para la emisión de los ADR, se tiene como base la Ley de Valores de 1933 y la de 1934, así como las normas emitidas por la SEC de Estados Unidos y por la Norma 144 «Selling Restricted and Control Securities» (Romero, 2003).

6.4. Marco legal en el Perú

En 1993, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) —actualmente Superintendencia de Mercado de Valores (SMV)— emitió la Resolución Conasev 358-93-EF/94, por la cual se regula la información que deben remitir a la hoy SMV aquellas empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y estén interesadas en participar en un programa de ADR o GDR en los mercados internacionales.

En tal sentido, aquellas empresas que se propongan acceder a programas de ADR, niveles I y II, deben presentar previamente a la SMV y a las bolsas de valores que correspondan lo siguiente:

- Contrato celebrado con el banco depositario.
- Contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio.
- Acta de la Junta general de accionistas en la que conste el acuerdo de participar en programas de ADR.

Según Martín Mato (2010), en el caso de programas de nivel III, y de acuerdo con la Norma 144-A, se requiere:

- Sujetarse a la normativa relacionada con la oferta local (Reglamento de Oferta Pública Primaria aprobado por R. C. 906-91-EF/94.10.0).
- Presentar el aviso de convocatoria a Junta General de Accionistas, indicando en la agenda que el asunto a tratar es aumentar el capital social, mediante la emisión de acciones colocándolas en el mercado internacional a través de programas de ADR.
- Acreditar que los accionistas han ejercido su derecho de preferencia.
- Contrato celebrado entre la empresa emisora y el banco depositario.
- Contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio.
- Acta de la Junta General de Accionistas en la cual conste el acuerdo de colocar acciones en el mercado extranjero a través de programas de ADR o GDR.
- Número inicial de acciones involucradas en el programa de ADR o GDR (SMV, 1993).

3

Metodología de la investigación e identificación de los factores claves de éxito

En este capítulo se describe la metodología de investigación aplicada —y que es la apropiada para los objetivos trazados—, de manera que, a través de toda la información recopilada, se procede a analizar la experiencia de participar en la emisión de acciones en el ámbito internacional. Asimismo, se efectúan el diagnóstico, la identificación y el análisis de los factores claves de éxito sobre la base de la metodología propuesta por Richard A. Caralli, pues esta se adecúa mejor a la estructura de los casos estudiados en el capítulo 4 debido a su alto componente estratégico, así como por el mayor énfasis que pone en las respuestas de los expertos entrevistados.

1. Objetivos de la investigación

Con el fin de determinar la motivación y los factores críticos de éxito del porqué algunas empresas peruanas decidieron y lograron emitir acciones en mercados internacionales, se seguirá la base metodológica propuesta por Richard A. Caralli. Para ello se deben cumplir los siguientes objetivos específicos:

- a) Analizar la decisión de las empresas peruanas para emitir acciones en los mercados internacionales es un indicador clave del perfil de la alta dirección, pues optar por este tipo de financiamiento indica que la empresa cuenta con las bases de un buen gobierno corporativo como figura de control.

- b) Analizar los beneficios que obtuvieron estas empresas como producto de la emisión de acciones en los mercados internacionales, pues la coyuntura económica por la que atravesaba el Perú hacía difícil encontrar en el extranjero alguna demanda por cualquier forma de emisión por parte de una empresa peruana. Por ello, es importante establecer todos los posibles beneficios que se obtendrían con un proceso de emisión en el extranjero.
- c) Analizar las etapas en el proceso de emisión y colocación de acciones en el extranjero; con ello se establecerán las características que deben tener las empresas emisoras, los requisitos legales locales y de las bolsas del exterior, así como cualquier política de cumplimiento que se deba conocer.
- d) Identificar los requisitos normativos de una emisión internacional, pues las diferencias en términos regulatorios de emitir en distintas plazas permitirán determinar la factibilidad, disposición y beneficios de tomar una decisión.

2. Sobre el tema de investigación

Surge de la necesidad de las empresas de buscar el financiamiento más idóneo dentro del contexto en el que se desarrollan y de las expectativas de crecimiento que aquellas tienen a futuro.

Siendo, la emisión de acciones, una de las alternativas de financiamiento más viables, la presente investigación analiza la factibilidad, el procedimiento de obtención, los costos, los beneficios y la aplicabilidad de los fondos obtenidos para el éxito del negocio.

En el mercado peruano de capitales se observa aún una resistencia hacia la apertura de un financiamiento con ampliación de accionariado. Las empresas peruanas, al no emitir capital, limitan su crecimiento a sus utilidades retenidas y a su capacidad de endeudamiento, lo que determina una menor tasa de crecimiento. Al emitir capital, se está menos apalancado (se reduce la relación deuda/capital) y, por ende, se puede seguir contrayendo deuda y crecer más rápido. De esta manera, la presente investigación trata de brindar los beneficios y razones de incrementar el capital mediante

la emisión de acciones en mercados internacionales; y se hará un análisis comparativo de cuatro empresas que decidieron emitir acciones, así como los resultados obtenidos.

Asimismo, este trabajo determinará los puntos que deben motivar al negocio para optar por esta vía de financiamiento, considerando los siguientes posibles beneficios a obtener:

- Ampliar los planes de crecimiento del negocio.
- Ampliar y globalizar el accionariado de la empresa hacia inversionistas con menor aversión al riesgo.
- Al emitir en bolsas con mayor liquidez y eficiencia, se obtiene una adecuada valorización de la empresa.
- Disciplina de los mercados financieros, es decir, se genera una mayor eficiencia y *performance* de la gerencia por el impacto de sus decisiones en el valor de la acción en los mercados financieros, pese a que esto conlleva el riesgo de una pérdida en el control de la compañía.
- Mayores alternativas y diversas fuentes de financiamiento que permiten un fondeo más barato.

Finalmente, si bien es cierto que se conocen, de forma empírica, los beneficios de financiarse mediante una emisión de acciones en mercados internacionales, consideramos relevante demostrarlos mediante la aplicación de un método cuantitativo.

3. Alcances, limitaciones, justificación y aporte metodológico

Este estudio se limita a cuatro casos de empresas peruanas que efectuaron emisiones internacionales de acciones entre los años 1995 y el 2007, de forma que, sobre la base de la experiencia de estos procesos, se podrá tener un alcance de cómo funcionan los mercados bursátiles internacionales cuando se busca financiamiento mediante dicha vía. Estas plazas o mercados financieros son:

- Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).

- Bolsa de Valores de Londres (LSE).
- Bolsa de Valores de Oslo (OSE).

Cabe destacar que esta investigación se ocupa de casos reales y concretos, de forma que su principal justificación consiste en encontrar un fundamento para los factores que motivaron a cuatro empresas peruanas a emitir acciones en mercados internacionales. Para ello, la metodología que se empleará deberá considerar las entrevistas hechas a los gerentes financieros, gerentes generales y directores de empresas, quienes han operado este tipo de financiamiento.

Entonces, a partir de la información recopilada en las entrevistas —algunas de las cuales se han tomado de medios de prensa especializados—, se sintetizan los factores clave de éxito mediante los planteamientos de Richard A. Caralli, metodología que ha sido seleccionada por adecuarse mejor al tipo de análisis propuesto, ya que pone especial énfasis en las opiniones de personas expertas y que participan directamente en los planes estratégicos de las compañías seleccionadas.

También fueron evaluadas otras metodologías similares, como la de John F. Rockart —más orientada al análisis de los sistemas de información—, la de D. Ronald Daniel —que puso los fundamentos iniciales, posteriormente mejorados por Caralli—, metodologías como las del *benchmarking* —cuyo objetivo es determinar un modelo guía para luego analizar la evolución de una determinada compañía o grupo de activos, etc., según sea el caso—.

En suma, el objeto de estudio del presente trabajo tiene un alto componente estratégico y de factores no controlados por la compañía; de manera que en este contexto, según consideramos, la metodología seleccionada aporta un mejor criterio de análisis sobre la base de la experiencia de los equipos de dirección en cada empresa.

4. El diagrama metodológico

El tipo y tema de investigación lleva a definir las siguientes cinco fases de este trabajo. En la figura 3.1 se puede apreciar el diagrama del desarrollo metodológico.

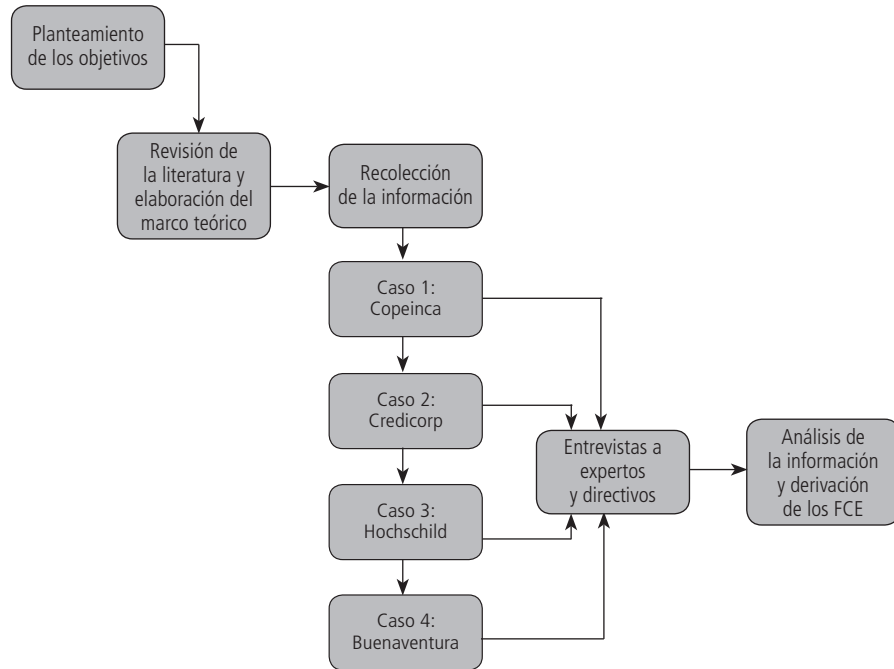


Figura 3.1. Diagrama metodológico del proceso de investigación

Elaboración propia.

a) Planteamiento de los objetivos generales y específicos. Plantear los objetivos como inicio, con la finalidad de que su descripción y desarrollo lleven al análisis y consecución de los factores claves de éxito, así como a identificar las motivaciones que tuvieron los grupos directivos de las cuatro empresas peruanas para decidir su internacionalización.

b) Elaboración del marco teórico. Se definen los principales conceptos sobre los cuales se desarrolla gran parte de la investigación; en especial, se describen en profundidad las características, beneficios e implicancias de los instrumentos financieros que sirven para emitir acciones a nivel internacional, así como de las peculiaridades del marco regulatorio al que se encuentran sujetas las emisiones en función del mercado destino y del plan estratégico de cada compañía para financiar su expansión.

- c) **Recolección de la información.** Las fuentes que proveen la data y la información académica y financiera se encuentran tanto en publicaciones como libros, *papers*, artículos de revistas especializadas, como en entrevistas realizadas a especialistas, gerentes y directores de empresas, quienes, a partir de su experiencia de éxito, han hecho aportes en cuanto a qué factores claves se les debe hacer seguimiento.
- d) **Análisis de la información.** Recopiladas la data y la información, estas serán resumidas y segmentadas mediante la metodología de Richard A. Caralli, con el fin de obtener e identificar los factores claves de éxito por medio de una matriz de similitudes en cinco áreas distintas de la compañía, proceso que será efectuado para cada uno de los cuatro casos o empresas.
- e) **Formulación de propuesta de mejoras.** Derivados los factores claves de éxito, será posible determinar aquellas falencias en las compañías estudiadas que fueron de bajo aporte para el logro de los objetivos planteados. De esta manera, podrán los puntos claves de mejora ser reformulados en cada área analizada de las empresas, con la finalidad de presentar una propuesta general más afinada y adecuada.

5. Definición de los factores clave de éxito (FCE)

En los últimos cincuenta años, muchos autores se han referido a los factores críticos de éxito (FCE), básicamente tratando de definirlos. Los primeros intentos se remontan a la década de 1960, cuando en un artículo de Daniel (1961: 111) se utiliza por primera vez el concepto de «gestión por factores críticos».

Posteriormente, en la década de 1970, en un trabajo de D. Ronald Daniel —ya como director de McKinsey & Company— se hace mención de los *success factors*; y a esta se sumó la definición dada por Rockart (1979), quien complementó el concepto de FCE relacionándolo más con sistemas de información y detallando los requerimientos de información sensible y vital que permiten a los gerentes asegurar que las cosas marchan bien (Murillo, 2009; como es citado en Mendiola *et al.* 2011: 17-18).

Por otra parte, para Caralli *et al.*, los FCE son:

Áreas clave de rendimiento que son esenciales para la organización para cumplir su misión. Los administradores implícitamente conocen y consideran estas áreas clave cuando se fijan metas y actividades o tareas que son importantes para el logro de objetivos. Cuando estas áreas clave de rendimiento se hacen explícitas, proporcionan un punto de referencia común para toda la organización. Por lo tanto, cualquier actividad o iniciativa a que se comprometa la organización debe asegurarse de lograr un elevado rendimiento en estas áreas clave; de lo contrario, la organización no puede ser capaz de alcanzar sus objetivos y, por lo tanto, puede no cumplir con su misión (2004: 11-12, traducido por los autores).

En suma, los factores críticos de éxito son las áreas por identificar cuyo resultado determina y asegura un adecuado desempeño de la empresa (ver figura 3.2). De esta manera, los elementos de estudio —que benefician o afectan los resultados u objetivos de una empresa— para identificar los FCE son los siguientes:

- a) **La industria.** Los planes de dirección a cargo de la gerencia determinan su posición en el entorno del sector en el que se desempeñan.
- b) **Los competidores.** La alta dirección y la gerencia deben ser conscientes de su posición frente a los competidores.
- c) **El entorno.** La empresa debe considerar el impacto de factores externos dentro del planeamiento estratégico establecido.
- d) **Problemas temporales.** Pueden generar cambios en la estrategia de la organización.
- e) **Función de dirección y liderazgo.** Determina roles únicos en la administración del riesgo, la administración financiera y en la interacción con los accionistas.

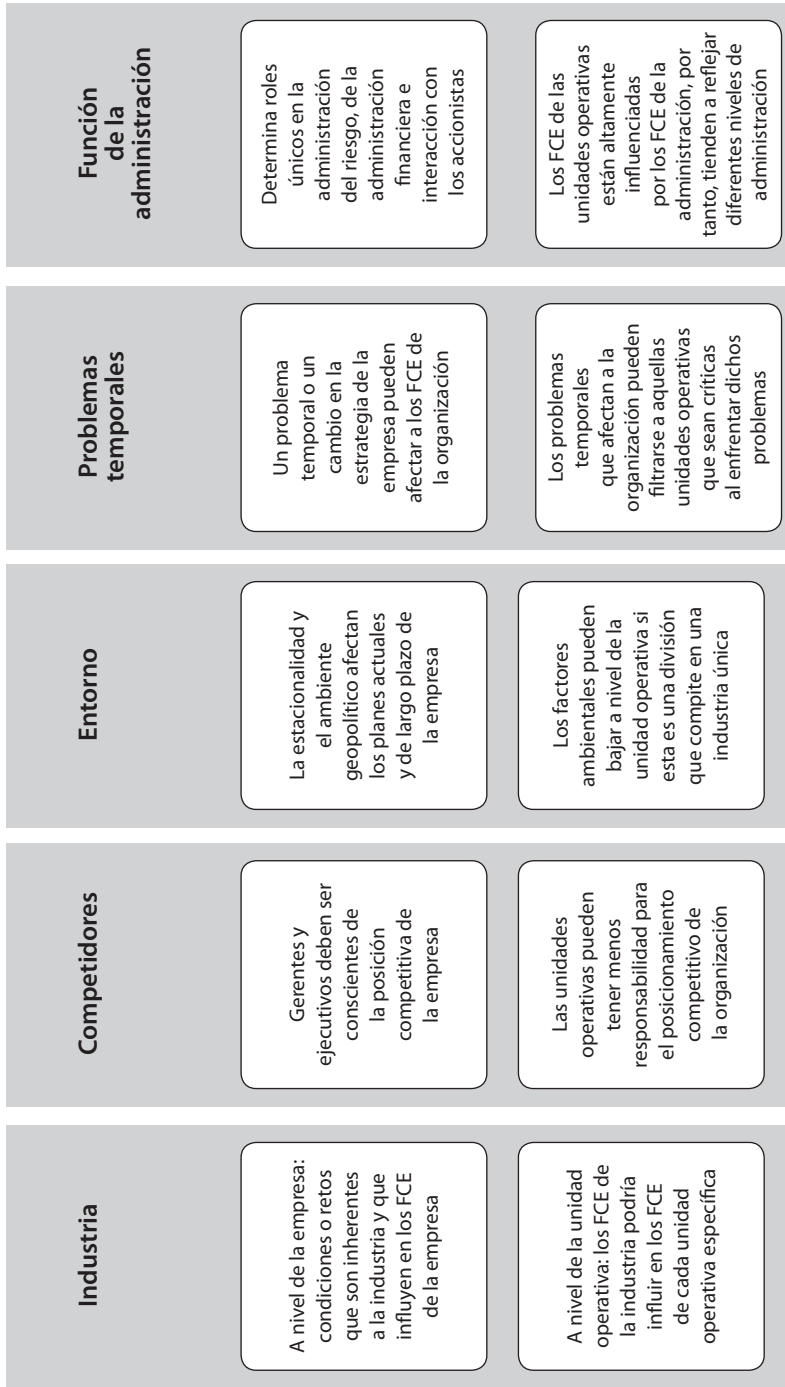


Figura 3.2. Diagrama metodológico del proceso de investigación

Fuente: Caralli et al., 2004.
Elaboración propia.

6. Importancia de los FCE

Los FCE están vinculados a la organización y a su estrategia, que son esenciales para llevar a cabo las metas propuestas. Los directivos de la organización deben conocer y tener en cuenta estos factores en el momento de fijar las metas de la empresa y de efectuar las actividades y tareas, que son muy importantes para el logro de los objetivos.

El mercado y su desarrollo han hecho posible la existencia de factores críticos asociados a cada sector, determinados por las necesidades del cliente, la competencia, la regulación, los proveedores, la logística y el entorno empresarial, los cuales pueden decidir el éxito o fracaso de una organización.

La metodología de Caralli *et al.* respalda nuestra afirmación acerca de que los FCE están vinculados con la organización y con su estrategia, las cuales son esenciales para llevar a cabo sus metas. De esta forma, asigna las siguientes utilidades:

- Precisión al momento de proponer y cumplir con los objetivos.
- Identifica las preocupaciones de la alta dirección.
- Ayuda al desarrollo de planes estratégicos.
- Identifica áreas clave de enfoque en cada etapa del ciclo de vida de proyectos y productos.
- Identifica las principales posibles causas de errores en la gestión de la empresa.
- Fiabilidad de sistemas de información de la empresa.
- Identifica amenazas y oportunidades de negocio.
- Medición de la productividad de las personas (2004:10, traducido por los autores).

7. La metodología de Richard A. Caralli para la definición de los FCE

Para aplicar la metodología de Richard A. Caralli en la definición de los FCE, se deben identificar las siguientes áreas de interés: industria, competidores, entorno, problemas temporales y función de dirección, de manera

que pueda asegurarse el desempeño de la compañía y, así, analizar tanto las metas como los objetivos claves de la organización. Para cumplirlos, los directivos deben conocer estos elementos y su valor.

Para la determinación de los FCE, en la figura 3.3 se muestra el desarrollo metodológico que se debe seguir a través de las siguientes actividades:

a) Definir el alcance. Es decidir sobre los FCE de las organizaciones o unidades operativas que se van a analizar.

Asimismo, se debe seleccionar a los participantes en la actividad de los FCE y se deben tomar en cuenta la organización o la unidad de operación, la estructura de la organización, las condiciones de operación únicas de la organización y el propósito u objetivo para el desarrollo de los FCE.

b) Recopilación de datos. Se deben revisar y recolectar los documentos correspondientes para enfocarnos correctamente en la dirección de la organización o unidad operativa; asimismo, desarrollar las preguntas que se plantearán a los participantes durante las entrevistas, en las cuales podrán estos compartir sus experiencias en la organización, se trate de éxitos o de fracasos. Hecho esto, se podrán efectuar tales entrevistas. Por último, se organizará la data y la información obtenidas de estas, así como de la bibliografía consultada.

c) Análisis de datos. Desarrollar y analizar las declaraciones de la actividad, que reflejan lo que los gerentes hacen o deben hacer para asegurar el éxito de la organización. El siguiente paso es agrupar estas declaraciones por afinidad. Por último, se deben desarrollar los temas de apoyo que proporcionen una descripción o definición de un FCE.

d) Derivación de los FCE. Se deben afinar los temas del resumen de grupo, se derivan los FCE a partir de este, y después se redefinen y combinan.

e) Análisis de los FCE. Se determinan los criterios de comparación; luego, se desarrolla una matriz de comparación para, de esta manera, encontrar los puntos comunes entre los FCE y los criterios usados; por último, se analizan las relaciones entre estos.

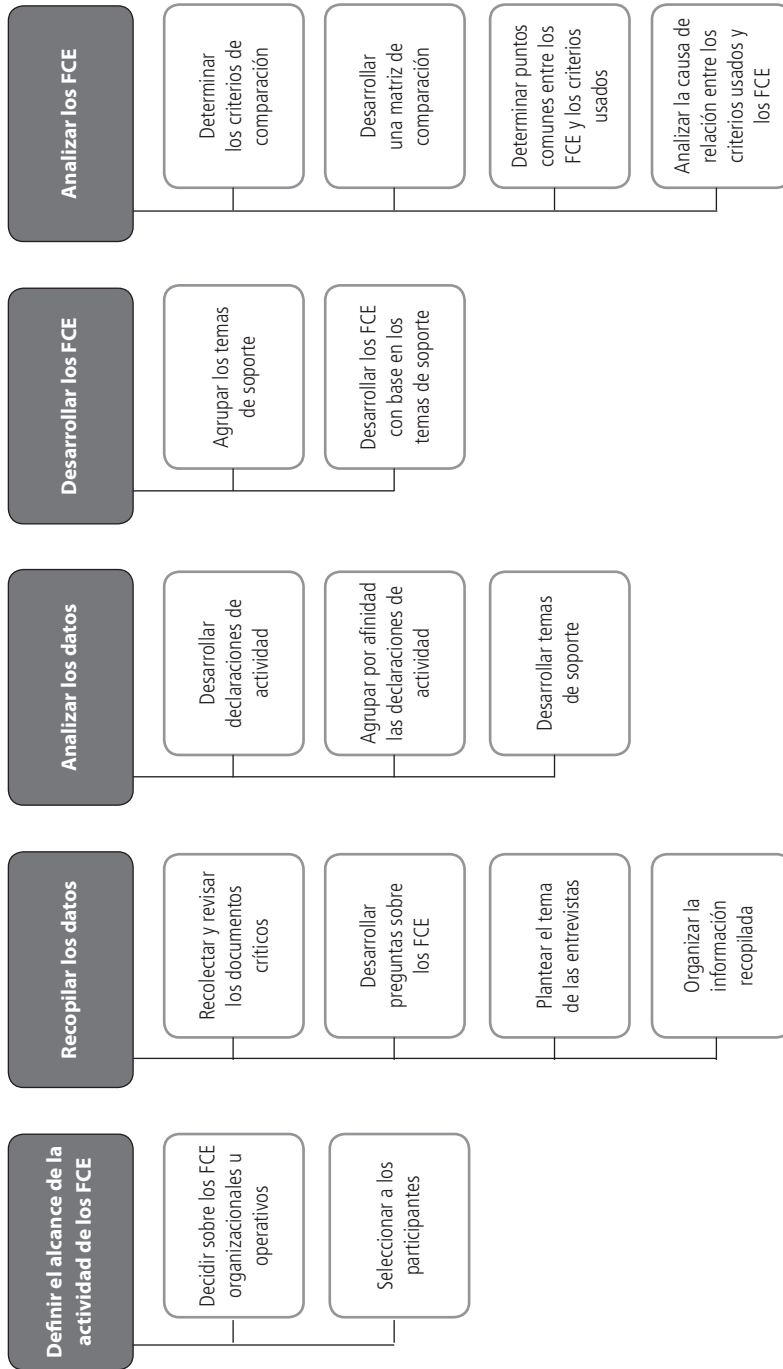


Figura 3.3. Metodología para determinar los factores críticos de éxito

Fuente: Caralli et al., 2004.
Elaboración propia.

4

Los casos de estudio: Copeinca, Credicorp, Hochschild y Buenaventura

En este capítulo se presentan los cuatro casos de estudio correspondientes a empresas peruanas que lograron emitir acciones en mercados bursátiles internacionales. Básicamente, en cada uno se describe y detalla lo relacionado con los siguientes puntos: una breve reseña de la empresa, la motivación corporativa o empresarial que la llevó a emitir acciones, el perfil del grupo de dirección corporativa, las principales características de la emisión y los resultados o beneficios obtenidos.

1. Corporación Pesquera Inca S. A. (Copeinca ASA)

Fundada en 1994, en el 2006 logró colocar acciones en la Bolsa de Valores de Oslo por un valor total de 100 millones de dólares. La operación se efectuó a través de una oferta privada dirigida a inversionistas institucionales, fondos de inversión y bancos europeos, especialmente noruegos. Asimismo, al año siguiente, volvió a realizar una emisión por 130 millones de dólares a través de otra oferta privada (Copeinca, 2012).

1.1. Motivaciones

Las principales motivaciones de Copeinca fueron el crecimiento y la adquisición de mayores cuotas pesqueras en un contexto de consolidación del sector; se tomó, así, la importante decisión de emitir acciones en la Bolsa

de Valores de Oslo. Al momento de ingresar en ella, el 29 de enero de 2007, Copeinca era la cuarta compañía productora de harina de pescado más grande en el Perú; año y medio después, se convertía en la segunda productora de harina de pescado más grande del país y la tercera en el mundo.

a) Coyuntura del sector pesquero peruano

En 1997, el fenómeno de El Niño tuvo grandes impactos socioeconómicos en el Perú, así como también en el resto de la Comunidad Andina. Ello se sumó a la salida de capitales como consecuencia de las crisis internacionales (crisis asiática y moratoria rusa) y a la existencia en el país de un sector pesquero muy apalancado. El sector financiero, por su parte, se vio afectado por una caída de liquidez y también por el *stock* de deuda con el que contaban las empresas pesqueras (Paredes, 2010).

El fenómeno de El Niño causó también una disminución de la biomasa de anchoveta, la cual generó un descenso de los volúmenes de captura y agravó más aún el problema; asimismo, demostró que había un exceso de flota pesquera y de capacidad instalada para el procesamiento. Como consecuencia, en 1999, el sector dedicado a la pesca de anchoveta se vio forzado a una reestructuración que llevó a cambios de propiedad en activos pesqueros y a un primer intento por parte del Estado de reducir el exceso de flota. Los dos intentos del gobierno que nunca llegaron a una conclusión se conocieron como Foprobi I y Foprobi II.

Los cambios regulatorios en el sector pesquero tuvieron un rol decisivo en la consolidación que este experimentó años después. Se establecieron regulaciones de carácter biológico, y gracias a ello se pasó de un marco regulatorio orientado a fomentar la inversión a uno focalizado en el cuidado de la biomasa, el control del exceso de capacidad de flota y de plantas (restricción de captura, prohibición de nuevas licencias y de autorizaciones para la operación de embarcaciones y plantas), y en la protección del ecosistema marino (Paredes & Gutiérrez, 2010).

De esta manera, la protección de la biomasa se efectuaba mediante cuatro instrumentos:

- Una cuota global de captura, la cual establecía un volumen máximo de esta para cada temporada de pesca.

- Temporadas de veda durante los periodos de reproducción de la especie.
- Establecimiento de zonas prohibidas o reservadas de pesca.
- Especificaciones sobre los métodos permitidos de extracción (Paredes, 2010).

Estas regulaciones tenían como motivación evitar la sobreexplotación de la anchoveta; sin embargo, el sistema de cuotas globales de captura ocasionó la denominada «carrera olímpica» por el pescado: dado un mercado abierto, sin asignación de derechos de propiedad, se desató entre las embarcaciones una competencia por tratar de capturar la mayor cantidad de pescado en el menor tiempo posible.

Este sistema de cuotas globales llevó a un sobredimensionamiento del sector: exceso de capacidad de bodega y de capacidad instalada (procesamiento) de las plantas, lo cual generó ineficiencias operativas y una estructura de costos con un alto componente fijo; las utilidades de la industria quedaron, de esta manera, mermadas.

La sobreinversión en flota y plantas incrementó el excesivo endeudamiento bancario en el que ya estaba inmerso el sector pesquero peruano.

Luego del reacomodo del sector, y en un contexto de limitada oferta y creciente demanda que llevó al incremento de los precios de la harina y del aceite de pescado —que alcanzaron máximos históricos—, en el 2006 empezó una ola de fusiones y adquisiciones sin precedentes. El reingreso del grupo Brescia, por ejemplo, que, a través de Tecnológica de Alimentos S.A. (Tasa), adquirió la empresa más importante del sector (Sipesa), y luego continuó comprando activos pesqueros. De esta manera, se dio un proceso de consolidación en la industria pesquera, que se caracterizó por una mayor concentración. A fines del 2009, el 70% de la producción nacional de harina y de aceite de pescado correspondía a las siete empresas pesqueras más grandes (Paredes, 2010).

Cabe señalar que, con la reforma del 2008, se dio un paso importante para reducir las ineficiencias ya descritas y aumentar la rentabilidad del sector. Así, en junio de ese mismo año, el Ministerio de la Producción

(Produce) emitió el D.L. 1084: Ley sobre Límites Máximos de Captura por Embarcación (LMCE), el cual entró en vigencia a partir de la primera temporada de pesca del 2009 en la región Centro-Norte. El nuevo marco regulatorio modificó el esquema de «acceso abierto» existente hasta ese entonces, en el cual se contaba con una cuota global anual de pesca. A partir del 2009 se tendría, además de la cuota global, derechos individuales de pesca asignados a cada embarcación (cuota individual). Esta reforma trajo una serie de beneficios, como el fin de las «carreras olímpicas» por el pescado, el aumento del número de días de pesca, una mayor eficiencia de la flota y el incremento de la calidad de la harina producida (Paredes, 2010).

b) En busca de la consolidación

Debido al proceso de consolidación de la industria pesquera, que empezó con la adquisición de Sipesa por parte de Tasa en el 2005, Copeinca se vio en la necesidad de crecer de manera rápida mediante financiamiento externo. Es así que empieza el proceso de captación de fondos. Desde antes del 2005, sin embargo, los accionistas de Copeinca ya analizaban una posible apertura accionaria, conscientes de que solo tres de cada diez empresas familiares sobreviven al retiro del fundador, y de que solo el 13% de organizaciones de este tipo se mantienen activas al llegar a la tercera generación (Copeinca, 2012). Por lo tanto, entre los años 2003 y 2004 tomaron medidas para evitar que el esfuerzo y los frutos logrados por la primera generación se diluyeran con el tiempo. Con este objetivo, se inició en el 2003 la implementación del buen gobierno corporativo, y se elaboraron protocolos familiares que garantizaran el óptimo desempeño de la empresa, y en los cuales se definían las funciones de los miembros de la familia como accionistas, directores y gerentes (Copeinca, 2004). Estos protocolos abarcaban los temas de sucesión, profesionalización de los cargos de la gerencia y del directorio, además de la inclusión de directores externos independientes y la creación de diferentes comités.

Así, en el 2004, con miras al buen gobierno corporativo y demostrando visión de futuro, los accionistas tomaron la decisión de iniciar un gran proceso de cambio en la conducción de la empresa: se incluyó en el directorio a dos profesionales ajenos a la familia, número que en marzo del 2005 se incrementó a tres. En la actualidad, tres de los siete directores de Copeinca son independientes, uno de los cuales es el vicepresidente de la Junta. Con

esta política se busca garantizar la objetividad y el pragmatismo necesarios para el desarrollo estratégico de la compañía.

Por otro lado, Copeinca obtuvo en el 2005 un préstamo por 31 millones de dólares otorgado por la Credit Suisse First Boston (CSFB), el cual permitió financiar la compra de Pesquera del Mar —que incluyó las plantas de Paita y Huarmey— por 22 millones de dólares, así como la adquisición de la planta de Casma por 4.5 millones de dólares; con ello, la capacidad de flota se amplió a 8,800 m³.

En el 2006, Pesquera Nardaí S. A., empresa de un solo propósito cuyos propietarios son Samuel y Luis Dyer (dos de los accionistas con mayor participación en Copeinca), adquirieron, por 29 millones de dólares, Jadran, propietaria de ocho embarcaciones, con una capacidad total aproximada de 2,350 m³, y de un centro logístico en Chimbote. Esta operación fue financiada con un préstamo por 9.8 millones de dólares de IIG Capital LLC —fondo de gestión alternativa (*hedge fund*) con sede en Nueva York—, con un *leaseback* con Interbank por 4.75 millones de dólares y un prepago de materia prima por 5 millones de dólares. La operación se llevó a cabo de esta forma debido a que los *covenants* del préstamo otorgado por Credit Suisse no permitían a la compañía contraer más deuda con el tamaño de patrimonio con el que contaba; esto limitaba, pues, la velocidad de su crecimiento.

En el 2005, y durante la búsqueda de capitales de origen internacional, surge la oportunidad de cotizar en la Bolsa de Valores de Oslo, decisión que se toma en noviembre del mismo año. Esta bolsa está altamente especializada en industria pesquera; tiene, por lo tanto, mayor conocimiento del sector, lo cual cobra importancia, ya que la percepción del riesgo de los inversionistas con respecto a la industria es bastante baja comparada con otras plazas. Esto facilitaría, en consecuencia, la colocación, dado el volumen de la emisión y permitiría, adicionalmente, financiarse a un futuro para sucesivas adquisiciones de pesqueras peruanas.

En el 2006, Wilfredo A. Cáceres, presidente del Directorio de Copeinca, al presentar la memoria anual, informó que:

Durante los años 2003 y 2004, los grupos familiares DC-Holding/Dyer Coriat y Acero-Holding/Dyer Osorio-Fernández, accionistas de COPEINCA,

tomaron una serie de medidas destinadas a fortalecer la empresa y alcanzar su desarrollo sostenido. La más importante de ellas fue la orientación hacia el gobierno corporativo. Hoy podemos sentirnos satisfechos de haberlo logrado y, gracias a la constancia en nuestro trabajo diario, celebramos el gran logro de listar en la bolsa de valores de Noruega.

Producto del gran esfuerzo que hemos desplegado como equipo humano, la implementación del gobierno corporativo continuó y, convencidos del proceso que habíamos iniciado —complementado con la búsqueda de un crecimiento no basado en deuda— tomamos la decisión, en noviembre de 2005, de incorporar accionistas externos a la familia, lo cual es siempre un reto complejo.

Hoy podemos decir que el proceso de profesionalización y la creación del gobierno corporativo nos sirvieron para decir: estamos preparados, vamos a intentarlo.

Y ese paso lo dimos en enero de 2005 con la banca de inversiones GLITNIR, de Islandia. Un proceso que consistió, inicialmente, en incorporar un inversionista por la vía de las negociaciones privadas. GLITNIR diagnosticó, llegó a un acuerdo de valor con COPEINCA y empezó un trabajo que derivó en la posibilidad de listar en Noruega. Para ello aprovechamos un momento óptimo tanto para el Perú como para el sector pesquero. La bolsa de Noruega, a su vez, buscaba inversionistas extranjeros y se dio la oportunidad de que COPEINCA estaba preparada a todo nivel. Así, gracias al fruto de la experiencia, pudimos lograr la operación con éxito en diciembre de 2006 (Copeinca, 2006: 14).

Cáceres define como «compleja» la incorporación de nuevas acciones, dado que en la emisión de estas existe una diversidad de integrantes que interactúan de diferentes maneras en las distintas emisiones que puedan efectuarse, y que, además dependen de factores externos no controlables por los especialistas. Debido a esto, si se quisiera replicar una emisión, es posible que no se obtengan los mismos resultados.

Otra de las complejidades era la decisión que había de tomar la familia de diluir la participación y el consiguiente riesgo que existía de perder el control. Sobre esta situación, se tuvo la oportunidad de conversar con un ejecutivo de Copeinca, quien indicó lo siguiente: «Para nosotros emitir acciones y que luego salga mal (se pierda el control) era solo cuestión de perder el empleo, para la familia Dyer era perder la empresa a la cual había dedicado gran parte de su vida» (Entrevista personal, 2012).

Una de las motivaciones de Copeinca era convertirse en la principal productora de harina de pescado del mundo. En aquel momento (año 2006), Tasa se mantenía como la empresa con la mayor flota para pesca de anchoveta, y también la de mayor producción de harina de pescado; asimismo, mantenía una mejor posición y se hallaba mejor preparada para un crecimiento vigoroso, dado que formaba parte del grupo Brescia, uno de los más grandes del Perú. En una entrevista concedida a la prensa, Samuel Dyer, gerente general de Copeinca, señaló lo siguiente:

Para ser la principal productora del mundo debes ser la primera de Perú y, para lograrlo, seguiremos buscando nuevas oportunidades de negocios. Hoy los valores de las compañías están muy altos y no vamos a comprar. Sólo lo haremos si creemos que se va a generar un alto valor para los accionistas. Por lo tanto, por el momento, creo que no haremos nada hasta que los precios se normalicen. Obviamente nuestro ideal es llegar a ser la número uno. No es una tarea fácil, pero es alcanzable y estamos trabajando para ello. Si seguimos a este ritmo, seguro que lo conseguiremos (*Día 1*, 2007).

En suma, de acuerdo con los temas tratados, las principales motivaciones de Copeinca fueron:

- Una industria pesquera peruana en etapa de consolidación.
- El requerimiento de capitales para un crecimiento altamente vigoroso y sin restricciones.
- Situación macroeconómica peruana bien vista por los inversionistas extranjeros.
- Un mercado de capitales noruego conocedor del negocio de pesca.

1.2. Perfil de la dirección

El equipo de la gerencia que participó en la emisión de acciones estuvo conformado por ejecutivos que habían recibido formación académica en países fuera de América Latina. Ello le dio a la emisión una visión internacional, que incentiva a las empresas a salir a otros mercados para poder crecer y consolidarse en las respectivas industrias donde se desempeñan.

Puede verse en el cuadro 4.1 que destaca en este equipo el gerente general, Samuel Dyer, administrador de negocios con una maestría en

Finanzas y Administración por la Universidad de Miami; desde que asumió el cargo, tuvo el claro enfoque de transformar a Copeinca en una organización empresarial con firmes bases de buen gobierno corporativo. Asimismo, Eduardo Castro Mendivil, es ingeniero civil con una maestría en Negocios por la Universidad de Texas, cuenta con una amplia experiencia en el área de Finanzas y es miembro de los directorios de varias empresas que cotizan en bolsa.

Cuadro 4.1. *Miembros del equipo gerencial de Copeinca*

Nombre	Edad	Cargo	Experiencia en la industria
Samuel Dyer Coriat	30	Gerente general	7 años
Eduardo Castro Mendivil	45	Gerente financiero	14 años
Giuliana Cavassa	36	Gerente legal	4 años
Mercedes Tang	40	Gerente de ventas	12 años
Pablo Trapunsky	40	Gerente de operaciones	13 años

Fuente: Copeinca, 2006.
Elaboración propia.

Por otra parte, en el cuadro 4.2 se puede observar a los miembros de la Junta de Directorio, conformado por cuatro ejecutivos de Oslo, cuatro que formaban parte del accionariado mayoritario y uno independiente.

Cuadro 4.2. *Miembros de la Junta de Directorio de Copeinca*

País	Nombre	Edad	Cargo
Perú	Wilfredo Cáceres Monroe	47	Presidente
Noruega (Oslo)	Christian Selmer	60	Vicepresidente
Noruega (Oslo)	Mimi Berdal	47	Director
Perú	Rosa Coriat Valera	54	Director
Perú	Luis Dyer Ampudia	60	Director
Perú	Piero Dyer Coriat	26	Director
Perú	Samuel Dyer Ampudia	52	Director
Noruega (Oslo)	Isabelle Lodding Gresvig	35	Director
Noruega (Oslo)	Synne Syrriast	34	Director

Fuente: Copeinca, 2006.
Elaboración propia.

Copeinca tenía expertos vinculados con el mercado de valores de Oslo dentro de la Junta de Directorio. Destaca su presidente, Christian Selmer, fundador y socio de Selmer S. A., un estudio de abogados en la capital noruega; la directora Mimi Berdal cuenta con una amplia experiencia en

consultoría legal en Oslo; Isabelle Lodding es gerenta de Producción en Aller Gruppen, mientras que el director Synne Syrrist se desempeña como consultor independiente de servicios financieros. Todos ellos fueron nombrados en el año en que se realizó la oferta privada de acciones.

Contar con directores provenientes del mercado de Oslo hizo que la Junta tuviese una mejor visión de lo que sería emitir en dicho mercado, ya que los directores aportaron sus conocimientos y experiencias, tanto en el ámbito legal como en el financiero, a través de los siguientes comités de Directorio:

- a) **Comité de Auditoría, Control, Riesgo y Finanzas.** Apoya al Directorio en los temas de finanzas, riesgos y auditoría, que incluyen el cumplimiento de responsabilidades relacionadas con la preparación de los estados financieros, el sistema de control interno, el proceso de auditoría interna y el monitoreo de provisiones, reglas y código de conducta.
- b) **Comité de Recursos Humanos, Ética, Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social.** En el 2005, Copeinca decidió desarrollar el negocio bajo un enfoque de desarrollo sostenible, respetando los derechos humanos y comprometiéndose con el bienestar de la sociedad a través de proyectos sostenibles. El informe de sostenibilidad del 2011 recibió certificación B+ por la Iniciativa de Reporte Global (GRI).
- c) **Comité de Nominaciones.** Tiene como funciones proponer candidatos a la Asamblea Corporativa y al Directorio, así como los honorarios que les serán pagados. La mayoría de sus miembros debe ser independiente del Directorio y de la Gerencia General.
- d) **Comité de Estrategia, Adquisiciones y Negocios Nuevos.** Asiste al Directorio en evaluar las posibilidades de realizar nuevas inversiones.
- e) **Comité de Gestión de Crisis.** Implementado en el 2011, su objetivo es guiar a la empresa cuando enfrenta situaciones de emergencia y/o crisis (incluido el riesgo reputacional), así como poner en práctica los protocolos asociados con las comunicaciones durante dichas circunstancias (Copeinca, 2011).

1.3. La emisión

En diciembre del 2006, Copeinca efectuó una emisión privada de acciones por 100 millones de dólares. Estas se cotizarían en la bolsa de Oslo en enero del 2007. Luego de una serie de adquisiciones que involucraron emisiones de nuevas acciones, en junio del 2007 se llevó a cabo una segunda colocación privada por 130 millones de dólares.

Principales características

Fueron emitidas 40'300,000 acciones ordinarias registradas con el número de identificación internacional (ISIN) 0010352412, bajo el *ticker* «COP», creadas sobre la base de las leyes noruegas, y con un valor a la par de 5 coronas noruegas. Todas las acciones son *pari passu*.

El principal propósito de la emisión es incrementar la liquidez de las acciones y hacerlas más atractivas para el mercado. Asimismo, el listado permitiría mejorar la capacidad de Copeinca para acceder al mercado internacional de capitales.

Respecto a los asuntos relacionados con la participación en empresas noruegas de capital abierto:

- No existen restricciones para que personas naturales noruegas o extranjeras residentes o ciudadanas puedan ser propietarias de una empresa de capital abierto en Noruega.
- Los accionistas pueden participar en persona o mediante *proxy*, de las juntas generales que se llevan a cabo todos los años antes del 30 de junio. Se requiere que el Directorio envíe una comunicación escrita con una anticipación de por lo menos dos semanas.

En lo que respecta a las decisiones, estas se aprueban por mayoría simple; algunas, sin embargo, requieren de al menos dos tercios del número de votos contados en la Junta General. Estas son:

- Autorizar un incremento o reducción en el capital de la compañía.
- Otorgar derechos preferenciales en emisiones de acciones.
- Aprobar una fusión o escisión.
- Realizar adendas a los artículos de asociación de la compañía.

La Ley de Sociedades Anónimas de Noruega contiene disposiciones para proteger a los accionistas minoritarios, y se puede inclusive solicitar a los tribunales una disolución de la sociedad, en caso de que el Directorio favorezca injustificadamente a ciertos accionistas o a terceros en detrimento de otros; aquellos que cuenten con más de un 5% de participación tienen derecho a exigir una Junta General extraordinaria para discutir asuntos específicos.

Asimismo, la ley noruega exige que cualquier persona jurídica o natural que compre más del 40% de los derechos de voto realice una oferta por la compra de las acciones restantes. El precio de la oferta debe ser al menos tan alto como el precio más alto pagado en los últimos 6 meses, o igual al precio de mercado si el precio más alto se fijó en el momento en el que se excedió el límite del 40% (*tag alone*); igualmente, ningún dividendo puede ser pagado respecto a un periodo específico si es que los estados financieros no fueron aprobados por la Junta General.

Los accionistas deberán establecer una cuenta de acciones con un agente de cuentas noruego. Los autorizados para desempeñar esta función son los bancos, el Banco de Noruega, brókers de títulos valores e instituciones de crédito permitidas. Luego, los agentes de cuentas procederán al ingreso en el VPS (registro de títulos centralizado de Noruega), donde todos los accionistas deben estar inscritos.

Con respecto a los impuestos relacionados, la percepción de dividendos es de 28% para personas que residen en Noruega y 25% para extranjeros (deducible de acuerdo con convenios tributarios entre países). Los accionistas corporativos no pagan impuestos.

Sobre los impuestos relacionados con la ganancia de capital, una vez que se concreta la venta, es también igual al 28% del precio al que se vendió menos el precio de compra y menos los costos de transacción, y 25% para extranjeros (deducible de acuerdo con convenios tributarios entre países). Los accionistas corporativos no pagan este impuesto.

Asimismo, es necesario pagar el 1.1% del valor listado en la bolsa de Oslo por concepto de impuesto a la riqueza; los accionistas corporativos no realizan ningún pago por este concepto. De esta manera, Copeinca estimó

que se gastaría un millón de dólares en gastos relacionados con el proceso de listado que se grafica en la figura 4.1, básicamente por concepto de impuesto al valor agregado (IVA) y por la contratación de asesores para cotizar en la Bolsa de Valores de Oslo (ver cuadro 4.3).

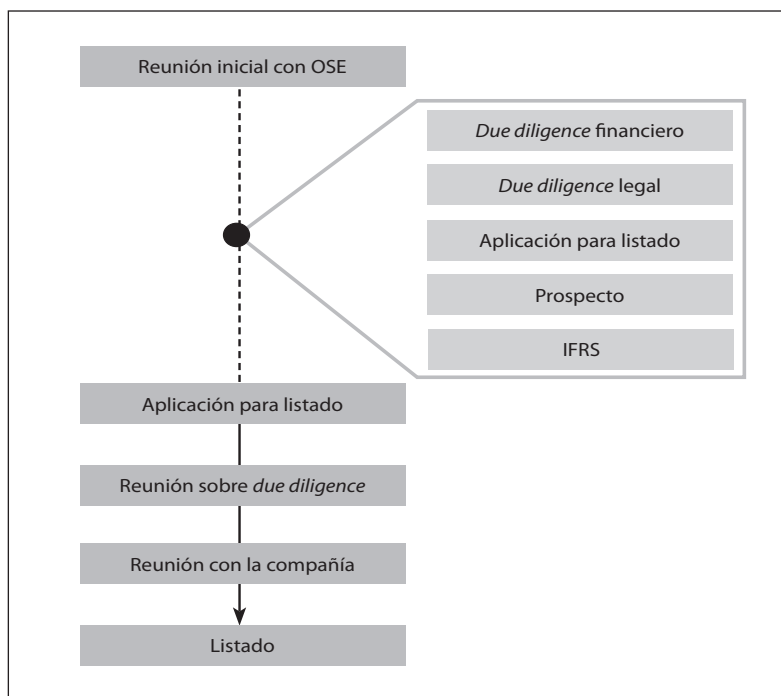


Figura 4.1. Proceso para listar en la Bolsa de Valores de Oslo (OSE)

Fuente: Copeinca, 2006.

Cuadro 4.3. Asesores para listar en la Bolsa de Valores de Oslo (OSE)

Asesores	Participación
Glitnir	Administrador en el proceso de listado
Thommessen	Coordinador legal global y asesor para el administrador
Price Waterhouse Coopers	Coordinador global de contabilidad
Ernst & Young	Coordinador global para el <i>due diligence</i>
Crux Communication	Coordinador de comunicación
Credit Suisse	Banco principal
West LB	Banco principal
Glitnir	Banco principal
Banco Continental	Banco principal

Fuente: Copeinca, 2006.
Elaboración propia.

1.4. Beneficios obtenidos

Con el propósito de cuantificar el beneficio obtenido por las empresas al haber emitido acciones, se han analizado dos escenarios en el caso de Copeinca ASA: en uno se asume que no hubo emisión de acciones, frente a la situación real de la empresa con respecto a la emisión, determinando en cada caso la cuota individual de pesca que estaría en capacidad de adquirir. La cuota actual de la empresa es del 10.7%, y con ella se ha venido desempeñando a lo largo de estos años; su expansión y crecimiento han conseguido generar un valor que le ha dado tal visibilidad, que la ha convertido en el objetivo de ofertas de adquisición hasta por 600 millones de dólares por el valor de su patrimonio.

Debido a ello, cuando Copeinca empezó a cotizarse en la Bolsa de Valores de Oslo el 29 de enero de 2007, era la cuarta compañía productora de harina de pescado más grande en el Perú; año y medio después, Copeinca había pasado al segundo lugar y ocupaba el tercero en el mundo; este ascenso se sustentaba en los siguientes puntos (Copeinca, 2013):

- 10.5% de la capacidad de flota en el Perú.
- 14.5% de la capacidad de planta en el Perú.
- 2,000 empleados, 150 en las oficinas principales de Lima.
- 10 plantas de producción (1,288 m³/h).
- 64 embarcaciones (22,071m³).

Gracias a la emisión de acciones, Copeinca se posicionó como uno de los protagonistas en la consolidación de la industria pesquera; también es importante, sin embargo, indicar los riesgos que conlleva tomar esta decisión:

- Posible pérdida de control debido a la dilución de la participación.
- De no cumplirse lo prometido en cuanto a resultados, caería la reputación de la dirección, con la consiguiente pérdida de confianza por parte de los inversionistas y un impacto negativo en el valor de las acciones.

Adicionalmente, con la finalidad de exponer los riesgos y ventajas de la emisión, es importante mencionar la oferta pública de adquisición (OPA) que hizo China Fishery Group Limited (CFGL) a Copeinca por el

100% de las acciones, a un precio de 53.85 coronas noruegas por acción, lo que significa 541 millones de dólares por la totalidad de las acciones, a un tipo de cambio de 5.8227 coronas noruegas por dólar (277.5 millones de dólares con financiamiento propio; el resto, con apalancamiento); la oferta se produjo en febrero de 2013, y para llevar a cabo la transacción, habría sido necesario reunir, como mínimo, el 50.01% de las acciones.

Según lo señalado por el propio CFGL, el 41.5% de los accionistas manifestaron su interés en el momento del anuncio; sin embargo, Dyer Coriat Holding (32.65%) y Welheim Investments (5.96%), que eran los accionistas controlantes, decidieron analizar varias alternativas; en consecuencia, Ocean Harvest SL (13.88%) hubiera sido quien definiese la transacción.

Posteriormente, CFGL anunció evaluar la posibilidad de incrementar la oferta a 59.70 coronas noruegas por acción, es decir, un total de 600 millones de dólares en total, a un tipo de cambio de 5.8227 coronas noruegas por dólar. Esta oferta nunca se concretó, pues fue rechazada por la familia Dyer, dado que el monto estaba por debajo del valor real de la empresa, que, según se indica, se hallaría entre los 950 millones y 1,100 millones de dólares.

Después de un tiempo, el 11 de abril de 2013, se acordó la venta de acciones de Copeinca a Cermaq por 600 millones de dólares (59.70 coronas noruegas por acción); dicha transacción se realizará en dos tramos: el primero es la compra de las acciones de Dyer Coriat Holding y Welheim Investments; luego, se efectuará un incremento de capital por 11.7 millones de acciones, y con ello el número de acciones pasará de 58.5 millones a 70.2 millones, lo que colocará el valor total de las acciones de Copeinca en 720 millones de dólares. Con este fin, Cermaq adquirió el 1.5% de las acciones que estaban en manos de la subsidiaria, y el 13 de abril de 2013 Copeinca nombró director a Jon Hindar, como representante de Cermaq.

Estas acciones serán emitidas mediante colocación privada a nombre de Cermaq, de forma que esta empresa tendrá el 17.9%. Junto con las adquisiciones realizadas a Dyer Coriat Holding (27.2%), Welheim Investments (5%), a lo que ha de sumarse la propiedad de otros accionistas minoritarios, Cermaq pasaría a ser dueño del 50.7%.

La forma de pago será 40% en efectivo y 60% en acciones; de esta manera, la familia Dyer pasaría a ser dueña del, aproximadamente, 8% de Cermaq, lo que la convertiría en el segundo mayor accionista, después del Estado noruego. El monto ofertado por Cermaq fue de 59.7 coronas noruegas por acción versus las 53.85 coronas noruegas por acción ofertadas por CFGL; sin embargo, CFGL, como último recurso, igualó la oferta hecha por Cermaq, aunque la familia Dyer indica que la venta a Cermaq es irrevocable.

En vista de estas operaciones, es posible verificar el crecimiento obtenido en ventas y en el EBITDA, tal como se ve en el cuadro 4.4, con lo que se llega a un promedio geométrico de crecimiento —*compound annual growth rate* (CAGR)— de 23.2% en los últimos seis años, para una industria con crecimiento limitado por el sistema de cuotas (ver cuadro 4.5).

Cuadro 4.4. Resumen de la información financiera de Copeinca ASA

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Sales</i>	89,888	129,067	249,425	210,765	233,042	254,478	314,219
<i>Gross margin</i>	44,427	43,615	91,928	70,010	86,804	111,393	117,357
<i>EBITDA</i>	35,678	28,618	75,671	59,003	76,227	106,466	103,807
<i>EBIT</i>	21,373	12,075	13,289	7,925	-1,540	74,259	75,102
<i>Net income</i>	10,014	5,392	-3,450	-3,512	-6,493	47,769	49,597
<i>Total assets</i>	40,946	170,918	706,910	689,637	669,519	793,514	754,190
<i>Equity</i>	47,077	358,249	339,996	366,706	331,737	388,643	410,120
<i>Financial debt</i>	95,593	288,060	205,551	143,819	217,542	266,276	223,839
<i>Interests</i>	-10,242	-21,456	-21,049	-13,173	-22,955	-20,399	-18,511

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 4.5. Resumen de los ratios financieros de Copeinca ASA

Ratios financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Growth CAGR							
Sales		43.6%	66.6%	32.9%	26.9%	23.1%	23.2%
EBITDA		-19.8%	45.6%	18.3%	20.9%	24.4%	19.5%
Net income		-46.2%	0.0%	0.0%	0.0%	36.7%	30.6%
Growth YoY							
Sales		43.6%	93.3%	-15.5%	10.6%	9.2%	23.5%
EBITDA		-19.8%	164.4%	-22.0%	29.2%	39.7%	-2.5%
Net income		-46.2%	-164.0%	1.8%	84.9%	100.0%	3.8%
Profitability							
Gross margin	49.4%	33.8%	36.9%	33.2%	37.2%	43.8%	37.3%
EBITDA margin	39.7%	22.2%	30.3%	28.0%	32.7%	41.8%	33.0%
Net margin	11.1%	4.2%	-1.4%	-1.7%	-2.8%	18.8%	15.8%
ROA	52.2%	7.1%	1.9%	1.1%	-0.2%	9.4%	10.0%
ROE	21.3%	1.5%	-1.0%	-1.0%	-2.0%	12.3%	12.1%
Stock market							
# Shares outstanding	58,500	50,428	58,500	58,500	58,500	58,496	57,656
Earning per share (USD)	0.099	0.107	-0.059	-0.060	-0.111	0.819	0.860
Stock price average (USD)	6.35	8.93	1.22	8.04	9.57	5.60	7.37
PER ratio		83.41	-20.70	-134.05	-86.26	6.84	8.57
Other ratios							
Debt/EBITDA	2.68	10.07	2.72	2.44	2.85	2.50	2.16
EBITDA/Interest	3.48	1.33	3.59	4.48	3.32	5.22	5.61

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

Cabe mencionar que el ratio PER es negativo en el periodo 2008-2010, como producto de la revaluación de activos, lo cual incrementó el valor de la depreciación y trajo consigo una pérdida contable; sincerando el valor de los activos reales, sin embargo, este monto también puede ser deducido del valor del EBIT y el EBITDA, donde el diferencial entre ambos es precisamente la depreciación y amortización (partida de gastos por revaluación).

2. Credicorp Ltda.

Es el *holding* más importante del mercado financiero peruano. Brinda servicios en banca comercial y banca de inversión. Se constituyó en 1995, emitió acciones de intercambio para la toma de control y la consolidación de sus tres líneas de negocio en operación: Banco de Crédito del Perú (BCP),

Pacífico Peruano Suiza (PPS), Atlantic Security Holding Corporation (ASHC) y Prima AFP (Credicorp, 2011a) (véase anexo 4). En ese mismo año empezó a cotizar simultáneamente en las bolsas de valores de Lima y Nueva York (SEC-F20, 2012).

2.1. Motivaciones

En 1994, el Grupo de Dirección del conglomerado anticipó la necesidad de expansión y fueron evaluadas las distintas alternativas que los llevaría a concretar un nuevo objetivo de crecimiento. El sistema financiero no estaba en condiciones de proveer fondos suficientes, y el mercado de capitales peruano se mostraba limitado en su capacidad de transacción y flotación, lo que restringía las expectativas de crecimiento.

El Grupo de Dirección había determinado que, para seguir creciendo, era imprescindible la ampliación y la diversificación de inversionistas globales; para lograrlo, se requería alcanzar también un estándar de dirección global, lo que generaría la confianza del segmento de inversionistas que formaban parte del nuevo objetivo.

En ese contexto, se decide encaminar la consolidación del grupo económico y de la figura de la dirección en un afán de evidenciar su fortaleza y dirigir, bajo un adecuado control de gestión y gobierno corporativo debidamente establecido, el desempeño económico-financiero de todas las empresas que lo conforman. Por otro lado, se decidió que, para alcanzar el objetivo de atraer inversionistas globalizados, era imprescindible estar presente en una plaza que agrupara dicho segmento de inversionistas (distinta de la local). La elegida fue la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).

Finalmente, dichos objetivos estratégicos se materializaron a través de la constitución de Credicorp Ltda. en 1995, y de la oferta pública de intercambio efectiva en octubre de ese año, que está compuesta por las acciones comunes de la siguiente manera:

- El 90.1% del Banco de Crédito del Perú (BCP).
- El 98.2% de Atlantic Security Holding Corporation (ASHC).
- El 75.8% de Pacífico-Peruano Suiza (PPS) Compañía de Seguros y Reaseguros.

Cabe mencionar que, en marzo de 1996, Credicorp adquirió también, mediante oferta pública de intercambio, el 1.8% que restaban de las acciones de ASHC.

2.2. Perfil de la dirección

Dentro de las prácticas de dirección y de buen gobierno corporativo, Credicorp ha instituido diversos comités de directorio que aseguran la buena marcha del negocio, el control interno y el cumplimiento de todas las obligaciones del *holding*. Estos comités son los siguientes:

a) Comité Ejecutivo y de Administración de Riesgos

En el cuadro 4.6 se presenta a los ejecutivos que integran los dos principales comités del Directorio de Credicorp, cuyo giro de negocio es el financiero.

Cuadro 4.6. *Comité Ejecutivo y de Administración de Riesgos de Credicorp*

Miembros	Comité Ejecutivo	Comité de Gerencia de Riesgos
Dionisio Romero	Presidente	Director
Raimundo Morales	Director	Presidente
Fernando Fort	Director	
Reynaldo Llosa	Director	
Juan Carlos Verme	Director	
Benedicto Cigüeñas		Director

Fuente: Credicorp, 2011b.
Elaboración propia.

b) Comité de Auditoría

Su función es la de velar por la confiabilidad de la información financiera mediante elementos de control que validen el cumplimiento de las políticas establecidas por la organización.

Cuadro 4.7. *Comité de Auditoría de Credicorp*

Miembros	Cargo
Raimundo Morales	Presidente
Germán Suárez	Director
Juan Carlos Verme	Director

Fuente: Credicorp, 2011b.
Elaboración propia.

c) Comité de Buen Gobierno Corporativo

Su finalidad es velar por el cumplimiento de las políticas de gobierno, su adecuación, las mejoras correspondientes, así como buscar soluciones a los conflictos en los casos en los que sean incumplidas dichas políticas.

Cuadro 4.8. *Comité de Buen Gobierno Corporativo de Credicorp*

Miembros	Cargo
Dionisio Romero	Presidente
Felipe Ortiz de Zevallos	Director
Juan Carlos Verme	Director
Eduardo Hochschild	Director

Fuente: Credicorp, 2011b.
Elaboración propia.

d) Comité de Remuneraciones

Su función principal es la de revisar las compensaciones de los directivos y de la alta gerencia del grupo.

Cuadro 4.9. *Comité de Remuneraciones de Credicorp*

Miembros	Cargo
Dionisio Romero	Presidente
Raimundo Morales	Director
Reynaldo Llosa	Director
Walter Bayly	Director

Fuente: Credicorp, 2011b.
Elaboración propia.

e) Comité de Control Interno, Auditoría Interna y Cumplimiento

El ámbito de sus funciones se extiende a toda la corporación. Determina si la gestión y la conducción funcionan de acuerdo con los lineamientos y las políticas dictaminadas por la dirección. También, a través de sistemas de control de lavado de activos, se vela por el cumplimiento normativo y de los sistemas de denuncias en la protección de los estándares de conducta ética.

De esta manera, a través de los comités de directorio, la dirección plantea definir un marco de sostenibilidad basado en estándares internacionales y que sean de aplicación en todas y cada una de las subsidiarias de Credicorp.

Los principales lineamientos tomados por Credicorp corresponden a:

- La Bolsa de Valores de Nueva York.
- Basilea.
- The UK Corporate Governance Code.
- International Finance Corporation (IFC).
- Corporación Andina de Fomento (CAF).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD).

2.3. La emisión

Respecto al alcance de la oferta, se definió como opción que tanto el BCP como Pacífico Peruano Suiza (PPS) podrían realizar el intercambio de acciones en cualquiera de los mercados, sea en Lima o en Nueva York; su decisión dependería principalmente del impacto tributario dependiente del mercado. Esta oferta de intercambio se realizaría de la siguiente forma:

- El Banco de Crédito del Perú recibiría por cada acción común un total de 0.10401 acciones comunes de Credicorp Ltda.
- El Pacífico Peruano Suiza Compañía de Seguros y Reaseguros recibiría por cada acción común un total de 1.22494 acciones comunes de Credicorp Ltda.
- Atlantic Security Holding Corporation recibiría por cada acción común un total de 0.33708 acciones comunes emitidas por Credicorp Ltda.

a) Principales características

La oferta se realizaría en el Perú de acuerdo con la legislación del país, y se anunciaría por distintos medios de comunicación (boletines y diarios). Las empresas objetivas tramitarían con las respectivas sociedades agentes de bolsa (SAB) las cartas de aceptación.

Las SAB remitirían la documentación a la BVL, quienes la recibirían y custodiarían para su conteo final, momento en el que informarían a Nueva York si se habían cumplido las condiciones de intercambio (al menos el 55% de las acciones).

Las consecuencias tributarias que afectan el intercambio dependerán de la plaza donde este se realice. Para efectos de la ley peruana, el intercambio en el Perú se considera una operación bursátil y, por lo tanto, exonerada del impuesto a la renta; sin embargo, de efectuarse en Nueva York, se consideraría extrabursátil y, por tanto, afectaría al impuesto a la renta por las ganancias de capital.

b) Condiciones de la oferta de intercambio

- El número de acciones a obtener del BCP, de PPS y de Atlantic no debería ser inferior al 55% del total de acciones emitidas en cada caso.
- Para alcanzar el porcentaje indicado en el punto anterior, se podrá considerar la suma de las aceptaciones de la BVL y de la NYSE.

c) Costos relacionados

Los tenedores de los títulos solo pagarán las comisiones de las SAB encargadas de realizar el intercambio.

d) Agentes designados en la transacción

- Comisión de Confianza Local: Banco de Crédito del Perú.
- Intercambio Internacional: The Bank of New York.
- Local del agente de intercambio internacional: Banco de Crédito del Perú.
- Asesores: Morgan Stanley y J. P. Morgan.
- Agente colocador: Credibolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A.

e) Acciones de Credicorp

Fueron autorizadas un total de 75,000 acciones, de las cuales se emitieron 12,000 al inicio de la oferta, con un valor nominal de 5.00 dólares, y todas con derecho a voto. Al concluir la oferta, todas las acciones debían encontrarse suscritas y pagadas.

El derecho a voto en Junta de Accionistas sería ejercido a mano alzada o en silencio. Este último solo procedería si así lo hubiere solicitado el presidente de la Junta de Accionistas o accionistas que, de forma general, mantengan al menos un 10% de las acciones con derecho a voto, sea en la Junta o en total de acciones de Credicorp.

f) Limitaciones

No podría ser adquirido por los accionistas de forma individual más del 10% de las acciones en circulación de Credicorp, sino con previa aprobación del gobernador en Consejo, según regulación de las Islas Caimán, que se basa en el principio de protección al accionista minoritario.

g) Procedimiento de la oferta de intercambio

- Los tenedores de los títulos de intercambio deben entregar a la SAB designada la carta de aceptación de la oferta debidamente firmada.
- Dicha SAB la remite a la BVL, junto con un resumen de todas las aceptaciones recibidas.
- La SAB debe detallar, además, los traspasos realizados en acciones representadas por anotación en cuenta de Cavali. Todo se realiza dentro del plazo de la oferta.
- Si dichas acciones las representan físicamente títulos, el BCP daría custodia gratuita a tales certificados durante la oferta.

2.4. Beneficios obtenidos

La creación de Credicorp tuvo como objetivo la consolidación de la figura administrativa y de gestión. En ese sentido, el éxito de la emisión de las acciones de intercambio se evidenciará en la evolución positiva de los indicadores consolidados y del desempeño de cada una de las siguientes líneas de negocio (véase anexo 4) que conforman el *holding*:

- Negocio bancario.
- Negocio de seguros.
- Negocio de gestión de activos y de patrimonio.

De esta manera, al cierre del tercer trimestre (3T) del 2012, se reportaron resultados netos acumulados por 588.6 millones de dólares, que representaron un incremento del 13.2% respecto del resultado acumulado al mismo periodo del 2011.

El margen neto acumulado pasó de 54.7% a 49.8% (3T-2011 y 3T-2012, respectivamente). Tal descenso se explica por el incremento de provisiones netas, las cuales pasaron del 15.2% al 23.3% (incremento del 90.3% año a año).

Las empresas que conforman el *holding* financiero han participado de su patrimonio al 3T-2012 bajo la estructura que se muestra en el cuadro 4.10.

Credicorp tiene como principal fuente de captación de fondos los depósitos y obligaciones del público (fuente de bajo costo), los cuales, al 3T-2012, representaban el 65.4% del total pasivo y registraban un incremento del 22% en relación con el mismo mes del 2011. Otra fuente importante han sido los bonos y la deuda subordinada; estos han registrado un incremento del 23.3% en comparación con el mismo periodo del año anterior. En el cuadro 4.11 se resume la estructura de deuda del *holding* financiero.

Cuadro 4.10. Contribuciones a los resultados de Credicorp (en miles de dólares)

Empresas miembros	Trimestre			Variación		Acumulado a		Variación
	3T12	2T12	3T11	TaT	AaA	Setiembre 2012	Setiembre 2011	AaA
Banco de Crédito BCP	188,225	124,222	140,240	52%	34%	479,049	402,961	19%
BCB	5,274	5,484	5,404	-4%	-2%	16,178	13,799	17%
Edyficar	9,671	7,200	5,972	34%	62%	24,604	18,188	35%
Pacífico Grupo Asegurador	20,617	23,663	13,286	-13%	55%	49,103	53,668	-9%
Atlantic Security Bank	12,534	10,610	7,414	18%	69%	34,696	31,929	9%
Prima AFP	9,450	11,445	7,617	-17%	24%	30,060	23,543	28%
Credicorp Ltda.	-5,620	3,515	326	-260%	-1,824%	-4,603	207	-2,324%
Otros	2,326	-1,509	1,836	254%	27%	285	7,784	-96%
Utilidad neta atribuible a Credicorp	227,532	171,946	170,719	32%	33%	588,590	520,092	13%

Fuente: Credicorp, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 4.11. Estructura de pasivos de Credicorp (en miles de dólares)

Empresas miembros	Hacia			Variación	
	Setiembre 2012	Junio 2012	Setiembre 2011	TaT	AaA
Depósitos y obligaciones	22'047,452	21'037,643	18'066,891	5%	22%
Deudas a bancos y corresponsales	2'833'022	2'518,745	2'246,074	12%	26%
Aceptaciones bancarias	49,390	66,327	84,225	-26%	-41%
Deuda a reaseguradoras	65,184	69,782	59,056	-7%	10%
Bonos y deuda subordinada	4'680,730	4'239,957	3'797,410	10%	23%
Deuda total	29'675,778	27'932,454	24'253,656	6%	22%

Fuente: Credicorp, 2012.

Elaboración propia.

En relación con su patrimonio, el *holding* registra en el 3T-2012 un total de 94.38 millones de acciones, de las cuales 14.62 millones corresponden a acciones de tesorería (en propiedad de empresas subsidiarias), es decir, un capital neto de 79.76 millones de acciones sobre las cuales se ha obtenido una utilidad por acción de 7.38 dólares, lo que representa un incremento del 13.2% en relación con el mismo mes del año anterior.

La rentabilidad obtenida alcanzó el 21.6% sobre el patrimonio promedio, y de 2.3% sobre el activo promedio, tal como se muestra en el cuadro 4.12, donde, además, se presenta un resumen del patrimonio y de la rentabilidad.

Sobre la base y fundamento de los resultados financieros individuales y consolidados de Credicorp (ver cuadros 4.13 y 4.14), la calificación de riesgo actual es la más alta, siendo categorizada como de primera clase. Esta calificación es emitida por dos clasificadoras de riesgos locales, las cuales se muestran en el cuadro 4.15.

Cuadro 4.12. Estructura de patrimonio y rentabilidad de Credicorp (en miles de dólares)

Patrimonio	Hacia			Variación	
	Setiembre 2012	Junio 2012	Setiembre 2011	TaT	AaA
Capital	471,919	471,912	471,912	0%	0%
Acciones en tesorería	-74,630	-74,630	-74,877	0%	0%
Capital adicional	107,883	107,883	111,145	0%	-3%
Reservas	2,302,187	2,297,813	1,792,921	0%	28%
Ganancia no realizada	559,633	458,638	245,918	22%	128%
Resultados acumulados	640,671	413,519	545,760	55%	17%
Patrimonio neto	4'007,663	3'675,135	3'092,779	9%	30%
Rentabilidad	3T12	2T12	3T11	Setiembre 2012	Setiembre 2011
Utilidad neta por acción	2.85	2.16	2.14	7.38	6.52
ROA	2.5%	2.0%	2.3%	2.3%	2.4%
ROE	23.7%	19.2%	22.6%	21.6%	23.6%
Número de acciones (en millones)	79.76	79.76	79.76	79.76	79.76

Fuente: Credicorp, 2012.

Elaboración propia.

Cuadro 4.13. Clasificación de riesgo a Credicorp

Clasificadora	Clase	Categoría
Apoyo & Asociados	Acciones comunes	1a Clase.pe
Equilibrium Clasificadora de Riesgo	Acciones comunes	1a (pe)

Fuente: Apoyo & Asociados, 2012; Equilibrium Clasificadora de Riesgo, 2012.

Elaboración propia.

Cuadro 4.14. Resumen de la información financiera de Credicorp

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sales	782	1,066	1,383	1,313	1,448	1,838	2,310
Gross margin	499	634	821	892	1,058	1,306	1,617
EBIT	316	440	496	631	766	896	985
Net income	230	351	358	470	571	709	808
Total assets	12,882	17,706	20,821	22,014	28,413	30,916	40,797
Equity	1,534	1,815	1,796	2,503	2,874	3,376	4,365
Financial debt	2,338	4,361	4,900	3,647	5,316	6,091	7,667
Interests	283	432	562	421	391	532	694

Fuente: Credicorp, 2012.

Elaboración propia.

Cuadro 4.15. Resumen de los ratios financieros de Credicorp

Ratios financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Growth CAGR							
<i>Sales</i>	6.9%	8.9%	33.0%	18.9%	16.7%	18.6%	19.8%
<i>Net income</i>	14.7%	17.3%	24.8%	26.9%	25.5%	25.3%	23.3%
Growth YoY							
<i>Sales</i>	27.7%	36.3%	29.7%	-5.1%	10.3%	26.9%	25.7%
<i>Net income</i>	26.4%	52.6%	2.0%	31.3%	21.5%	24.2%	14.0%
Profitability							
<i>Gross margin</i>	63.7%	59.5%	59.4%	68.0%	73.0%	71.1%	70.0%
<i>Net margin</i>	29.4%	32.9%	25.9%	35.8%	39.4%	38.6%	35.0%
<i>ROA</i>	2.5%	2.5%	2.4%	2.9%	2.7%	2.9%	2.4%
<i>ROE</i>	15.0%	19.3%	19.9%	18.8%	19.9%	21.0%	18.5%
Stock market							
<i># Shares outstanding</i>	79.39	79.39	79.39	79.39	79.39	79.39	79.39
<i>Earning per share (USD)</i>	2.90	4.42	4.51	5.92	7.19	8.93	10.18
<i>Stock price average (USD)</i>	35.84	68.51	45.75	72.69	114.43	107.55	146.56
<i>PER ratio</i>	12.37	15.50	10.15	12.28	15.91	12.04	14.40

Fuente: Credicorp, 2012.

Elaboración propia.

3. Hochschild Mining PLC

El grupo Hochschild Mining es una compañía líder en metales preciosos, con un enfoque principal en la exploración, extracción, procesamiento y venta de plata y de oro. Es un grupo minero peruano cuya matriz se ubica en Londres. Hochschild tiene una experiencia de más de 45 años en la extracción de depósitos epitermales de metal precioso. En la actualidad, opera minas subterráneas, cinco ubicadas en el sur de Perú, una en Argentina y otra en México.

Su principal accionista es el empresario peruano Eduardo Hochschild Beeck. En el 2001, el grupo implementó una estrategia para expandirse internacionalmente. En el 2006, logró captar un capital de 515 millones de dólares al cotizar en la Bolsa de Valores de Londres, lo que la convirtió en la primera compañía latinoamericana en emitir acciones en dicha plaza bursátil. Esto le permitió desarrollar proyectos mineros en el Perú, México y Argentina (Hochschild Mining PLC, 2006).

La distribución de su accionariado al 31 de diciembre de 2011 se puede observar en el cuadro 4.16.

Cuadro 4.16. *Distribución del accionariado de Hochschild*

Accionistas	Número de acciones ordinarias	Porcentaje de derecho a voto (indirecta)	Porcentaje de derecho a voto (directa)
Eduardo Hochschild	182'415,206		54.0%
Vanguard Group Inc.	37'292,964		11.0%
Prudential PLC Group of Companies	22'277,961	0.18%	6.4%
Blackrock Global Funds	15'442,182		4.6%
Altima Global Special Situation Master Fund Limited	12'003,175	3.55%	

Fuente: Hochschild Mining PLC, 2012.
Elaboración propia.

3.1. Motivaciones

El grupo Hochschild Mining cuenta con una base de reservas de mineral de alta ley y mantiene un historial consistente de reposición de reservas. El objetivo de esta estrategia, focalizada en el desarrollo de las reservas, ha sido maximizar el flujo de caja de sus operaciones, más que prolongar la vida de sus minas operativas. No obstante, en el año de la emisión, el grupo ya tenía la intención de invertir para extender la vida de estas.

De esta manera, la estrategia del grupo Hochschild Mining es lograr el crecimiento manteniendo bajos costos de producción y maximizando el flujo de caja de sus operaciones, continuando con su enfoque en la producción de oro y de plata. Esto se ha ido materializando a través de la adquisición y explotación de reservas de mineral de alta ley, lo que sumado a su compromiso con la eficiencia operativa ha dado como resultado bajos costos y un alto flujo de efectivo.

Para ello, el grupo Hochschild tiene la intención de seguir esta estrategia de las siguientes formas:

a) Continuar maximizando el potencial de las operaciones existentes

El grupo Hochschild tratará de maximizar el potencial de las operaciones existentes mediante el logro de una mayor eficiencia y manteniendo sus rigurosos controles de costos, sin dejar de invertir en exploración e

instalaciones con el fin de prolongar la vida de la mina y aumentar la capacidad de la planta.

b) Crecimiento a través del desarrollo de su cartera de proyectos

El grupo Hochschild tiene la intención de impulsar el crecimiento y la diversificación geográfica mediante la utilización de su experiencia en minería subterránea en áreas remotas; con ello busca materializar a tiempo y dentro del presupuesto programado sus proyectos en marcha, así como desarrollar su extensa cartera de proyectos. Al momento de la emisión, el grupo tenía previsto incrementar su producción en aproximadamente 50 millones de onzas de plata para el 2011, provenientes de sus operaciones actuales y de sus proyectos en desarrollo.

c) La explotación de nichos de mercado y geográficos para buscar oportunidades de crecimiento

En busca de oportunidades de crecimiento adicionales, el grupo Hochschild tiene previsto aprovechar su experiencia operativa en minas subterráneas y la trayectoria en América Latina. El enfoque principal del grupo será en minas subterráneas de tamaño medio y de mineral de alto grado, en América Latina, que son (o pueden ser llegar a ser) de un tamaño y escala similares a sus operaciones actuales, con altos márgenes y potencial de crecimiento. Estas oportunidades pueden aprovecharse a través de las siguientes vías:

- Una mayor exploración.
- La adquisición de minas operativas adecuadas, proyectos de desarrollo o prospectos de sociedades propietarias de dichos activos.
- *Joint ventures* con empresas mineras que no tienen la capacidad para desarrollar y operar un activo en particular.

Por otro lado, el mercado financiero de Londres se ha convertido en la plaza principal para las empresas mineras líderes, pues brinda al emisor la posibilidad de acceder a capitales provenientes de todo el mundo y de mostrarse a inversionistas y analistas que tienen un buen conocimiento de los mercados de metales. Asimismo, la Bolsa de Valores de Londres exige altos estándares de gobierno corporativo.

De esta manera, emitir acciones en la Bolsa de Valores de Londres daría una mayor visibilidad a la empresa en los mercados internacionales, a la vez que permitiría captar el capital suficiente para poder materializar su estrategia de crecimiento basada en la diversificación.

Por tanto —según lo indicado en el prospecto informativo de la emisión—, el grupo tenía la intención de utilizar los ingresos netos de la oferta global, principalmente de la siguiente manera:

- Aproximadamente 140 millones de dólares para maximizar el potencial de las operaciones existentes.
- Aproximadamente 250 millones de dólares para lograr el crecimiento a través del desarrollo de su cartera de proyectos.
- Aproximadamente 40 millones de dólares para pagar la deuda existente.
- El resto de los ingresos netos se destinarían a la explotación de nichos geográficos y de mercado con el fin de buscar oportunidades de crecimiento adicionales, ya sea a través de una mayor exploración, *joint ventures* o adquisiciones estratégicas.

3.2. Perfil de la dirección

La cotización de sus acciones en la Bolsa de Valores de Londres a partir del 2006 reforzó en la empresa el compromiso de ofrecer altos estándares de buen gobierno corporativo. Confiaron en que la combinación de un sólido equipo de gestión y de directores independientes experimentados ofrecerían las mejores oportunidades de crecimiento y de dirección estratégica a la empresa.

De esta manera, la Junta Directiva considera que la participación de la compañía en un mercado de valores establecido conlleva una gran responsabilidad, la de gestionar la sociedad de manera transparente y apropiada para lograr el éxito del negocio.

Durante el 2011 se ha visto un avance continuo en el desarrollo y la evolución de la estructura del gobierno corporativo de la minera Hochschild.

En el cuadro 4.17 se muestra al equipo gerencial que participó en la emisión de acciones de Hochschild.

Cuadro 4.17. *Miembros de la Junta Directiva de Hochschild*

Nombre	Edad	Cargo
Eduardo Hochschild	42	Presidente
Roberto Dañino	61	Vicepresidente
Alberto Beek	60	Director ejecutivo
Sir Malcolm Field	69	Director
Jorge Born Jr.	44	Director
Nigel Moore	62	Director
Dionisio Romero	70	Director

Fuente: Hochschild Mining PLC, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 4.18. *Miembros de la Plana Gerencial de Hochschild*

Nombre	Edad	Cargo
Miguel Aramburu	43	Gerente general de la División Minera
Jorge Benavides	52	Gerente general de la División de Exploración y Geología
Ignacio Rosado	36	Gerente financiero
Eduardo Loret de Mola	51	Gerente de operaciones internacionales
Ricardo Arrarte	40	Gerente de operaciones en el Perú
Gonzalo Freyre	40	Gerente de operaciones en Argentina
Dionisio Romero	70	Director

Fuente: Hochschild Mining PLC, 2012.
Elaboración propia.

Asimismo, en el cuadro 4.18 se puede ver la conformación del Directorio en el 2006, año en que se efectuó la emisión de acciones. Los directores aportaron sus experiencias en esta operación financiera a través de los siguientes comités de Directorio:

a) Comité de Auditoría

Comité responsable de monitorear la integridad de los estados financieros de la compañía, la efectividad de los controles internos y de los sistemas de administración de riesgos, supervisar la función de auditoría interna y revisar su plan de trabajo anual, supervisar la relación con los auditores externos de la compañía y examinar la eficacia del trabajo realizado por estos.

b) Comité de Nominaciones

Su papel es identificar y proponer candidatos para la aprobación de la Junta Directiva, con el fin de cubrir vacantes y hacer recomendaciones a la Junta sobre la composición y balance de esta.

c) Comité de Remuneraciones

Las funciones de este comité son determinar y acordar con la Junta Directiva la política general de remuneraciones para los directores ejecutivos, los demás miembros de la alta dirección y el secretario de la sociedad, así como los paquetes específicos. En la determinación de dicha política, el comité tendrá en cuenta los factores necesarios para garantizar que los miembros de la alta dirección cuentan con incentivos adecuados para el logro de buenos resultados y ser recompensados de manera justa y responsable por sus contribuciones al éxito del grupo.

Se prepara el informe de remuneraciones, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Sociedades, (*Companies Act*) del 2006 y según los requisitos para cotizar establecidos por la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido (FSA).

d) Comité de Responsabilidad Social Corporativa (RSC)

El rol del Comité de RSC es supervisar y dar las recomendaciones necesarias a la Junta Directiva en relación con los temas de responsabilidad social que afectan a las operaciones de la compañía. Particularmente, se focaliza en el cumplimiento de las normas nacionales e internacionales destinadas a asegurar el establecimiento de sistemas eficaces de normas, procedimientos y prácticas en cada una de las operaciones de la empresa.

El Informe de Buen Gobierno Corporativo (estructura social, acuerdos de accionistas y disposiciones constitucionales de la compañía), junto con el Informe de Remuneraciones de los directores, establece cómo ha aplicado la compañía los principios fundamentales establecidos en el Código de Buen Gobierno Corporativo de Reino Unido.

e) Control Interno

La Junta Directiva tiene la responsabilidad general del sistema de control interno del grupo, que incluye la gestión de riesgos y la revisión de su eficacia. La revisión periódica de la efectividad de dichos controles se ha delegado al Comité de Auditoría. El objetivo del control interno es identificar y mitigar los riesgos del negocio con el fin de maximizar el valor para los accionistas y la protección de los activos de la compañía. Los controles son gestionados por el uso de procedimientos formales diseñados para identificar los riesgos operativos, financieros, ambientales y sociales, así como para brindar información relevante a la Junta Directiva que le permita proteger los activos de la sociedad.

3.3. La emisión

Se produjo en el mes de noviembre del 2006. Fue una oferta global a través de la cual el grupo se comprometía a emitir 77'250,000 acciones ordinarias, las cuales representarían el 25% del capital inscrito.

a) Alcance de la oferta

Se solicitó la admisión en la lista oficial de la FSA para todas las acciones ordinarias emitidas; que su emisión se encuentre en relación con la oferta global y la Bolsa de Valores de Londres, de modo que dichas acciones ordinarias sean admitidas a negociación en el mercado principal para valores listados de dicha bolsa.

La oferta global se realiza por medio de una oferta de acciones ordinarias a inversionistas institucionales cualificados de ciertos Estados miembros del Espacio Económico Europeo, del Reino Unido y algunos otros provenientes de fuera de Estados Unidos —al amparo de la Regulación S—, así como de inversionistas institucionales en Estados Unidos, que se rigen por la Norma 144-A u otra exención o transacción no sujeta a los requisitos de registro según lo establecido en la Ley de Valores de dicho país.

b) Condiciones de la oferta global

La compañía y los bancos colocadores de la oferta global (J.P. Morgan Cazenove Limited, Goldman Sachs International, J.P. Morgan Securities

Limited, Canaccord Adams Limited y Nomura International PLC) firmaron un contrato de *underwriting* en el cual los colocadores se comprometieron a suscribir la totalidad de las acciones comprendidas en la oferta global, sujeto al cumplimiento de las condiciones establecidas en dicho contrato.

Asimismo, J.P. Morgan Cazenove Limited, en su calidad de agente estabilizador, podrá sobreadjudicarse o suscribir acciones ordinarias hasta un máximo del 15% adicional del total comprendido en la oferta global. Por tanto, podrá adquirir un adicional de 11'587,500 acciones ordinarias —como se ve en el cuadro 4.19— al precio ofertado, de conformidad con la opción de estabilización incluida en el contrato de *underwriting* para cubrir las adjudicaciones en caso de que se hayan efectuado operaciones de estabilización².

Cuadro 4.19. *Condiciones de la oferta global de Hochschild*

Condiciones	Parámetros
Precio ofertado (por acción ordinaria)	350
Número de acciones ordinarias ofrecidas en la oferta global*	77'250,000
Número de acciones ordinarias a ser admitidas en la lista oficial de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido	307'350,226
Porcentaje de ampliación de capital sobre las acciones ordinarias admitidas	25%
Número máximo de acciones ordinarias en circulación después de la oferta global	11'587,500
Número de acciones ordinarias en circulación después de la oferta global	307'350,226
Capitalización de mercado de la compañía	£ 1,076 millones
Ingresos netos estimado de la oferta global**	£ 249 millones

Nota: * Se asume la no ejecución de la opción de estabilización.

** Ingresos netos después de deducir las comisiones del *underwriting* estimados de la oferta global, los cuales son de aproximadamente £ 21 millones.

Fuente: Hochschild Mining PLC, 2012.

Elaboración propia.

Además de la oferta global, la sociedad emitiría 100,226 acciones ordinarias al precio de oferta, en una colocación privada separada para ciertos

2. La sobreadjudicación implica que el sindicato de bancos colocador puede vender un número de acciones superior al volumen inicial de la oferta, con lo cual se genera una mayor demanda por la acción. La opción de estabilización, más conocida como opción *greenshoe*, permite cubrir la posición corta en la que se encuentra el sindicato de bancos colocador frente al mercado ejecutándola al precio inicial ofertado.

directores y empleados del grupo Hochschild Mining y de Cementos Pacasmayo en el Perú, México y Argentina.

c) Agentes designados en la operación

- Asesor financiero: Cazenove Limited.
- Patrocinadores y coordinadores globales: Cazenove Limited y Goldman Sachs International.
- Agente estabilizador: Cazenove Limited.
- Agente colocador principal: Canaccord Adams Limited.
- Agente colocador: Nomura International PLC.

3.4. Beneficios obtenidos

El listado exitoso en la Bolsa de Valores de Londres en noviembre del 2006 permitió captar un capital de 500 millones de dólares, aproximadamente, que permitió al grupo continuar la inversión focalizada en exploración, así como la reducción de su deuda financiera.

Asimismo, según lo indicado por Eduardo Hochschild (Hochschild Mining PLC, 2006), presidente ejecutivo del grupo, el listado de sus acciones en la bolsa de Londres aumentó la visibilidad del grupo dentro de la región, lo que le dio mayor acceso a oportunidades de adquisición y *joint ventures*. De esta manera, para el 2007, el grupo incrementó el presupuesto para exploraciones con el fin de mejorar sus reservas y la base de recursos. A finales del 2007, había alcanzado, según Hochschild, sus metas productivas y de expansión:

Our first full year as a publicly listed company was a transformational one. We met all our production and expansion targets, demonstrating our ability to execute our growth strategy and create long-term profitable growth for shareholders (Hochschild Mining PLC, 2007).

Según lo indicado en Hochschild Mining PLC (2007), las metas que se cumplieron en el 2007 fueron las siguientes:

- Producción de 25.7 millones de onzas de plata, en línea con las expectativas del mercado.
- Se inició la producción en tres nuevas minas: San José (Argentina), Moris (México) y Pallancata (Perú).
- Aumento de la capacidad en tres nuevas minas: Arcata, Ares y Selene.
- El promedio de vida de las minas, de 2.8 años en el momento de la emisión, aumentó a 3.9 años.

Por último, en los cuadros 4.20 y 4.21 se muestra un resumen de los principales indicadores financieros de Credicorp antes y después de la emisión; se observa un crecimiento en ventas CAGR de alrededor del 20% anual, con un ROE estable.

Cuadro 4.20. *Resumen de la información financiera de Hochschild*

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Sales</i>	211,246	305,021	433,779	539,741	752,322	987,662	817,952
<i>Gross margin</i>	135,699	198,937	193,104	253,525	397,794	583,371	397,627
<i>EBITDA</i>	107,617	147,606	142,292	249,869	397,731	563,403	384,791
<i>EBIT</i>	68,914	103,361	48,400	126,455	310,944	423,775	220,622
<i>Net income</i>	35,441	80,915	-13,514	121,340	216,665	272,338	126,866
<i>Total assets</i>	667,961	821,252	1'014,498	1'305,857	1'664,421	1'735,617	1'819,984
<i>Equity</i>	489,331	616,048	543,018	803,470	1'055,229	1'219,067	1'323,250
<i>Financial debt</i>	56,896	88,378	329,762	332,589	317,652	151,200	113,823
<i>Interests</i>	5,131	-17,669	23,625	18,612	16,198	16,642	10,900

Fuente: Hochschild Mining PLC, 2012.

Elaboración propia.

Cuadro 4.21. Resumen de los ratios financieros de Hochschild

Ratios financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Growth CAGR							
<i>Sales</i>	39.6%	42.0%	42.1%	37.4%	37.8%	36.7%	27.3%
<i>EBITDA</i>	151.9%	144.3%	126.2%	137.0%	141.2%	141.3%	127.3%
<i>Net income</i>	-17.4%	37.4%	-100.0%	29.7%	38.3%	36.1%	16.8%
Growth YoY							
<i>Sales</i>	39.6%	44.4%	42.2%	24.4%	39.4%	31.3%	-17.2%
<i>EBITDA</i>	51.9%	37.2%	-3.6%	75.6%	59.2%	41.7%	-31.7%
<i>Net income</i>	-17.4%	128.3%	-116.7%	-997.9%	78.6%	25.7%	-53.4%
Profitability							
<i>Gross margin</i>	64.2%	65.2%	44.5%	47.0%	52.9%	59.1%	48.6%
<i>EBITDA margin</i>	50.9%	48.4%	32.8%	46.3%	52.9%	57.0%	47.0%
<i>Net margin</i>	16.8%	26.5%	-3.1%	22.5%	28.8%	27.6%	15.5%
<i>ROA</i>	10.3%	12.6%	4.8%	9.7%	18.7%	24.4%	12.1%
<i>ROE</i>	7.2%	13.1%	-2.5%	15.1%	20.5%	22.3%	9.6%
Stock market							
<i># Shares outstanding</i>	242,900	307,350	307,350	314,043	338,085	338,022	338,022
<i>Earning per share (USD)</i>	0.19	0.27	0.08	0.31	0.46	0.5	0.19
<i>Stock price average (USD)</i>	4.04	4.33	1.10	3.42	6.40	3.86	4.85
<i>PER ratio</i>	41.65	31.84	20.14	17.83	21.72	11.98	41.47
Other ratios							
<i>Debt/EBITDA</i>	0.53	0.60	2.32	1.33	0.80	0.27	0.30
<i>EBITDA/Interest</i>	20.97	-8.35	6.02	13.43	24.55	33.85	35.30

Fuente: Hochschild Mining PLC, 2012.

Elaboración propia.

4. Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.

La Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. es una de las más importantes empresas mineras del Perú. Productora de metales preciosos y titular de derechos mineros, se dedica a la exploración, extracción, concentración, fundición y comercialización de minerales polimetálicos y metales. En 1996, Buenaventura colocó un programa de ADR en la Bolsa de Valores de Nueva York (Buenaventura, 1996).

4.1. Motivaciones

Desde sus inicios en 1953, la compañía desarrolló actividades en la industria minera, y durante sus primeros 25 años se concentró en el descubrimiento

y la explotación de minas de plata. A comienzos de los años ochenta, sin embargo, la empresa inició un programa de diversificación, con el fin de reducir su dependencia de la plata; desde entonces, implementó programas de adquisición, desarrollo y exploración que aumentaron su producción y reservas de oro y de otros metales. Es por ello que, para 1995, el oro, la plata y otros metales representaban el 66%, 29% y 5%, respectivamente, de la participación en la producción en sus subsidiarias consolidadas y en la minera Yanacocha (Buenaventura, 1996).

La estrategia de la compañía fue fortalecer su posición como una de las principales compañías mineras productoras de oro y plata del Perú, expandiendo sus reservas y producción mediante la implementación de un activo programa de exploración, participación en *joint ventures* e incrementando aún más los niveles de eficiencia y de capacidad de sus operaciones mineras (Buenaventura, 1996).

Es por ello que, bajo la estrategia antes descrita, en 1995 la compañía explotaba cuatro minas: Julcani, Uchucchacua, Orcopampa y Recuperada; mantenía intereses mayoritarios en dos compañías mineras, propietarias de las minas Ishihuinca y Shila, incluyendo una participación significativa en Yanacocha, la principal extractora de oro más grande de América del Sur.

Buenaventura ha logrado ampliar la producción de Julcani y desarrollar las operaciones mineras de Recuperada y Antapite en Huancavelica, Orcopampa en Arequipa, Uchucchacua en Oyón (Lima), así como Shila-Paula e Ishihuinca en Arequipa, la Zanja y Coimolache en Cajamarca, y hacer inversiones en las empresas relacionadas antes mencionadas (Yanacocha, Cerro Verde, El Brocal, Cedimin, Conenhua, Bisa) (Buenaventura, 1996).

En este contexto, Buenaventura inscribió en 1996 acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York, siendo la primera empresa minera latinoamericana en cotizar en la bolsa de valores más importante del mundo. Al ingresar en el mercado global de acciones, dicha emisión agregó valor para sus accionistas.

4.2. Perfil de la dirección

Dentro de las prácticas de dirección y de buen gobierno corporativo, Buenaventura ha creado diversos comités de directorio que aseguran la buena

marcha del negocio. A continuación, se describe a los miembros, propósitos y funciones de los siguientes comités:

a) Comité de Auditoría

Integrado por tres directores elegidos por el Consejo, de conformidad con el criterio establecido por la SEC y de acuerdo con la Ley Sarbanes-Oxley del 2002, e incorporado a la empresa como parte del principio de buen gobierno corporativo. Para que el juicio de sus directores no se vea comprometido, ninguno de ellos debe formar parte del Consejo.

El presidente del Comité de Auditoría será nombrado por la Junta, que lo designará experto financiero. Asimismo, los demás miembros (consejeros) deben ser profesionales calificados y tener experiencia en temas financieros.

El propósito u objetivo principal del Comité de Auditoría es asistir al Consejo en la revisión de los siguientes asuntos corporativos (Buenaventura, 2006):

- La adecuación y fiabilidad de los estados financieros de la compañía y del control interno.
- El cumplimiento de los requisitos legales y reglamentarios aplicables a la industria.
- El cumplimiento de las políticas de la compañía.
- La calificación y la independencia de los auditores externos.
- Controlar el desempeño del Departamento de la Sociedad de Auditoría Interna.

Las funciones del Comité de Auditoría son las siguientes:

- Supervisar el manejo de la gestión, para evaluar y gestionar los riesgos inherentes del negocio.
- Revisar anualmente las funciones y sus regulaciones para recomendar modificaciones a la Junta.
- El presidente de la Comisión de Auditoría se encarga de recibir y revisar todos los informes de auditoría interna que se le presenten. Si el presidente lo considera necesario, los podrá poner a discusión en la reunión plenaria del comité.

- Supervisar y dirigir proyectos especiales e investigaciones que se consideren necesarias para el adecuado desempeño de sus funciones.

b) Comité de Nombramientos y Buen Gobierno Corporativo

El Comité de Nominación y Buen Gobierno Corporativo estará compuesto por todos los miembros del Consejo. Su propósito es identificar a los posibles candidatos que se encuentren calificados para servir como directores de la compañía y recomendarlos para que sean evaluados y elegidos en la reunión anual de accionistas.

Las funciones y responsabilidades de este comité son:

- Revisar anualmente las funciones y el reglamento actual para, si fuera el caso, recomendar modificaciones a la Junta.
- Elaborar criterios para identificar, seleccionar y evaluar a los posibles candidatos que estén calificados para desempeñarse como consejeros. Los candidatos también deben tener buenas habilidades técnicas, altos estándares éticos, ser honestos, con principios morales y poseer un criterio empresarial sólido.
- Garantizar el pleno cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo de cada uno de los directivos y gerentes.
- Supervisar la evaluación del Comité de Compensaciones.
- El Comité de Compensaciones se reunirá no menos de dos veces al año o más, si el Consejo lo considera necesario para desempeñar adecuadamente sus funciones (Buenaventura, 2011).

c) Comité de Compensaciones

El Comité de Compensaciones estará integrado por tres o más directores elegidos por el Consejo, de conformidad con los criterios establecidos por la Bolsa de Valores de Nueva York.

Como se señala en Buenaventura (2011), este comité tiene por funciones lo siguiente:

- Revisar anualmente las funciones y el reglamento vigente con el fin de recomendar modificaciones a la Junta.
- Supervisar el cumplimiento de las políticas relacionadas con la retribución a los administradores de la compañía, así como a ciertos funcionarios, según corresponda. Asimismo, supervisar las políticas de remuneraciones de la alta dirección y bonos de incentivo.
- Evaluar anualmente el desempeño del gerente general.
- Aprobar los sueldos e indemnizaciones del personal directivo superior.
- Preparar un plan de sucesión para el cargo de gerente general. Esto se hará mediante la redacción de un informe, el cual será presentado a la Junta para su revisión. El Consejo de Administración, en sesión plenaria, evaluará las recomendaciones formuladas por el Comité de Compensaciones, con el fin de tener una lista de posibles candidatos para suceder al director general.

d) Comité de Divulgación

Los miembros de este comité son:

- Carlos Gálvez Pinillos, gerente de Finanzas y Administración
- César Vidal Cobián, gerente de Exploraciones
- Humberto Rodríguez, contralor general

El propósito u objetivo principal del Comité de Divulgación es asegurarse de que la compañía genere y exponga una información adecuada y oportuna en relación con sus operaciones, con los aspectos jurídicos y económico-financieros. El Comité de Divulgación también deberá asegurarse del momento oportuno en el que se divulgará la información que cumpla con los requisitos legales establecidos por las leyes y las regulaciones de la plaza bursátil donde se negocian las acciones de la compañía.

Como se señala en Buenaventura (2011), este comité tiene por funciones:

- Diseñar y establecer sistemas de control de la divulgación, así como otros procedimientos para garantizar que la información que la empresa está obligada a entregar a los inversores y a las entidades

reguladoras ha sido adecuada y oportunamente registrada, consolidada y comunicada por la Alta Dirección de la Junta. La fuente de esta información será proporcionada por la compañía de manera oficial.

- Revisar los estados financieros anuales y trimestrales, así como el formulario 20-F y comunicados de prensa antes de su publicación.
- Identificar los incidentes que deben ser reportados a los inversionistas y entidades que la regulan, a través de comunicados de prensa u otros medios.
- Para discutir, con la Alta Dirección, toda la información pertinente en relación con los procedimientos seguidos por esta comisión.
- Todas las decisiones adoptadas por esta comisión se harán constar, al menos trimestralmente, en el acta correspondiente, que deberá estar debidamente firmada por todos los miembros del comité.

4.3. La emisión

El 20 de marzo de 1996, los accionistas de Buenaventura autorizaron una modificación de los estatutos de la compañía para renombrar las acciones comunes en circulación como acciones serie A y crear las acciones serie B. Por consiguiente, el capital social autorizado de la compañía comprendía 98'995,000 acciones serie A, 24'748,750 acciones serie B y 20'075,000 acciones de trabajo (Buenaventura, 1996).

El 12 de abril de 1996, la compañía inició la oferta de las acciones serie B a los tenedores de las acciones serie A en virtud de una oferta de suscripción de 39 días. Algunos accionistas que colectivamente poseían aproximadamente el 62% de las acciones serie A (accionistas cedentes) acordaron ceder sus derechos preferentes a The Bank of New York (el depositario), como agente de los suscriptores.

El 14 de mayo de 1996 se llevó a cabo la inscripción de 5'900,000 ADR, que representaban un total de 11'800,000 acciones serie B, de las cuales 3'540,000 ADR (7'080,000 acciones serie B) fueron ofrecidas en Estados Unidos y 2'360,000 ADR (4'720,000 acciones serie B) fuera de dicho país y del Perú. Asimismo, en el mercado local, se pusieron a la venta 1'311,111

acciones serie B. La negociación de dichas acciones comenzó en la Bolsa de Valores de Nueva York el 15 de mayo de 1996.

El número de ADR y acciones comunes serie B de cada oferta estuvo sujeto a reasignación entre las ofertas estadounidense, internacional y peruana, según lo determinó el ING Baring, como coordinador global, sin limitación. Para la compra en el ejercicio de derechos, fue a un precio de compra de 16.25 dólares por ADR.

Buenaventura se presentó ante la SEC estadounidense mediante una Declaración de Registro del formulario F-1, de acuerdo con la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933. Como consecuencia, Buenaventura quedó obligada a presentar informes históricos y periódicos, así como a cumplir otros requisitos informativos de la Ley de Operaciones de Valores de la SEC. Por ello, Buenaventura proporcionará al depositario copias de todos los informes que deben ser presentados ante la SEC, incluyendo sus memorias en idioma inglés, con una breve descripción de sus operaciones y estados financieros consolidados anuales auditados.

Los tenedores de acciones serie B y, consecuentemente, los tenedores de ADR, no tendrán derecho a voto, salvo en los siguientes casos:

- Si está proponiendo un acuerdo que podría afectar los derechos de los accionistas de la serie B.
- Votaría junto con los tenedores de acciones serie A si es que la compañía dejara de pagar un dividendo preferencial a los tenedores de acciones de la serie B (Buenaventura, 1996).

4.4. Beneficios obtenidos

Antes de las ofertas, las acciones en circulación comprendían 98'995,000 acciones serie A y 16'060,000 acciones de trabajo. Después de la oferta y de la emisión de acciones, el número de acciones en circulación sería 143'818,750, y con la siguiente distribución:

- 98'995,000 acciones serie A.
- 24'748,750 acciones serie B.
- 20'075,000 acciones de trabajo.

Los fondos obtenidos se usarían de la siguiente manera:

- Hasta 25 millones de dólares para financiar algunas actividades de exploración en diversas zonas del Perú.
- Se emplearían 40 millones de dólares para el desarrollo de los proyectos Tantahuatay y Minas Conga.
- Se utilizarían 16 millones de dólares para financiar la compra de un interés minoritario de Cerro Verde.
- Se destinarían 20 millones de dólares a gastos de capital en las minas Julcani, Uchucchacua, Orcopampa y Recuperada.
- Por último, se utilizaría una parte para financiar la compra de acciones adicionales en Yanacocha y en otras inversiones mineras.

La participación porcentual del capital accionario en circulación que estaba en poder de Alberto Benavides de la Quintana y de algunos miembros de su familia se redujo de aproximadamente 36.4% a 26.8%; sin embargo, debido a que las acciones serie B tienen derechos limitados y sin voto, la influencia de la familia Benavides permanecerá invariable a través del derecho a voto en sus acciones serie A (Buenaventura, 1996).

Por último, en los cuadros 4.22 y 4.23 se presenta un resumen de los principales indicadores financieros de Buenaventura durante el periodo 2006-2012.

Cuadro 4.22. *Resumen de la información financiera de Buenaventura*

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Sales</i>	297,172	747,021	766,603	819,357	1,047,885	1,493,882	1,496,349
<i>Gross margin</i>	169,693	517,043	443,563	458,980	599,793	844,463	620,307
<i>EBIT</i>	429,942	435,056	171,958	733,540	872,424	1,172,067	885,384
<i>Net income</i>	428,057	371,150	203,328	656,608	727,373	960,478	742,790
<i>Total assets</i>	1,561,791	1,981,469	2,268,298	2,786,559	3,302,445	3,953,549	4,588,653
<i>Equity</i>	173,930	173,930	750,540	750,540	750,540	750,540	750,540
<i>Financial debt</i>	0	-229,105	-63,250	-79,452	-2,018	-105,072	-173,489

Fuente: Buenaventura, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 4.23. Resumen de los ratios financieros de Buenaventura

Ratios financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Growth CAGR							
<i>Sales</i>	4.5%	11.8%	11.1%	10.8%	11.8%	13.4%	12.6%
<i>EBITDA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Net income</i>	32.2%	28.0%	20.5%	28.7%	27.5%	27.7%	24.2%
Growth YoY							
<i>Sales</i>	44.6%	151.4%	2.6%	6.9%	27.9%	42.6%	0.2%
<i>EBITDA</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Net income</i>	48.4%	-13.3%	-45.2%	222.9%	10.8%	32.0%	-22.7%
Profitability							
<i>Gross margin</i>	57.1%	69.2%	57.9%	56.0%	57.2%	56.5%	41.5%
<i>EBITDA margin</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Net margin</i>	144.0%	49.7%	26.5%	80.1%	69.4%	64.3%	49.6%
<i>ROA</i>	27.5%	22.0%	7.6%	26.3%	26.4%	29.6%	19.3%
<i>ROE</i>	246.1%	213.4%	27.1%	87.5%	96.9%	128.0%	99.0%
Stock market							
<i># Shares outstanding</i>	254'442,328	254'442,328	254'442,328	254'442,328	254'442,328	254'442,328	254'232,571
<i>Earning per share (USD)</i>	1.68	1.08	0.60	2.33	2.61	3.38	2.69
<i>Stock price average (USD)</i>	28.06	56.60	19.92	33.47	48.96	38.34	35.95
<i>PER ratio</i>	16.70	52.41	33.20	14.36	18.76	11.34	13.36

Fuente: Buenaventura, 2012.
Elaboración propia.

5. Resumen de los casos de estudio

En el cuadro 4.24 se observa un resumen consolidado y comparativo de los requisitos y características de las cuatro emisiones de acciones hechas en mercados internacionales por cuatro empresas peruanas, sobre los cuales se desarrolla el presente trabajo. Estas empresas son Copeinca, Credicorp, Hochschild y Buenaventura.

Cuadro 4.24. Resumen de los cuatro casos de estudio

Empresas	Copeinca	Hochschild	Buenaventura	Credicorp
Acciones (en millones)/ Monto (en millones)	Oferta privada: 15.5/620 NOK (US\$ 100 millones aproximadamente). Listado en bolsa: 40.3 con valor de 5 NOK.	Oferta global (inversionistas institucionales): 77.25/£ 270 (US\$ 512 aproximadamente). 25% de la empresa. Precio: 350 peniques (£ 3.5).	Oferta peruana: 1'311,111 acciones de la serie B. Oferta en Estados Unidos: 3'540,000 que representan 7'080,000 acciones de la serie B. Oferta internacional: 2'360,000 que representan 4'720,000 acciones de la serie B, ofrecidas fuera de Estados Unidos y el Perú.	Autorizadas: 75,000 acciones. Emitidas: 12,000 acciones. Precio nominal: US\$ 5.00 por acción (todas con derecho a voto).
Estructuradores	Glitnir	J.P. Morgan Cazenove Limited and Global Sachs International.	Coordinador global: ING Barings. Estructurador: Banco de Crédito del Perú. Depositario: Bank of New York.	Banco de Crédito del Perú/ Credibolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A.
Uso de fondos	Adquisición de Jadran S.A. Pago de deuda asumida por Jadran S.A. Generar futuras iniciativas de compra.	Desarrollo de su cartera de proyectos. Repagar parte de su deuda de largo plazo.	Para financiar proyectos de exploración. Para financiar la participación de la compañía en los gastos de exploración de Sociedad Minera El Brocal. Para financiar la compra de un interés minoritario en Cerro Verde y financiar sus proyectos.	Intercambio de acciones con Banco de Crédito del Perú (BCP), Pacífico Peruano Suiza (PPS) y Atlantic Security Holding Corporation (ASHC) para la agrupación del <i>holding</i> .

<p>Participación después de la emisión</p> <p>Familia Dyer: 60.5%. FL Trading AS: 3.8%. Orkla ASA: 3.8%. First Mercantile Net Ventures Fund II Ltd: 3.7%. Samthejji/Sildravinnslan: 3.2%. South Winds AS: 2.2%. DnB NOR: 2%. Otros: 19.6%.</p> <p>Eduardo Hochschild mantenia el 69.94%, pues actualmente solo controla el 53.96%. Blackrock Investment Management Ltd. de Reino Unido mantiene el 7.36%.</p>	<p>Familia Benavides: 29.85%. CEDIMIN: 7.94%. Mercury Asset Management: 4.13%. Fidelity Management: 1.82%. Directorio: 22.05%. Capital internacional: 0.94%.</p> <p>Banco de Crédito del Perú: 90.1%. Pacífico Peruano Suiza: 98.2%. Atlantic Security Holding Corporation: 75.8%.</p>	<p>Perfil de la dirección</p> <p>Conformado por 9 directores, 5 de ellos independientes (4 de nacionalidad noruega). Se da importancia al desarrollo de estándares de Buen Gobierno Corporativo.</p> <p>Sólido equipo gerencial y de directores independientes y experimentados. Se da importancia al desarrollo de estándares de Buen Gobierno Corporativo.</p> <p>El Directorio es responsable por las decisiones de política y dirección general. Conformado por un mínimo de 7 miembros, elegido en una junta ordinaria o extraordinaria de accionistas. Los directores son elegidos por un plazo de dos años y pueden ser reelegidos en forma indefinida. En la primera reunión debe elegir entre sus miembros a un presidente y vicepresidente. Cada acción de la serie A otorga al titular el derecho a elegir en el Directorio.</p> <p>El equipo de dirección administra y controla la gestión mediante los siguientes comités de Directorio: Auditoría, Buen Gobierno Corporativo y Remuneraciones. El comité de Buen Gobierno Corporativo es esencial para la gestión de la información y transparencia ante los inversionistas. Se da importancia del control interno a través de las auditorías internas e implementación de sistemas de control y cumplimiento.</p>
--	---	---



Cuadro 4.24. Resumen de los cuatro casos de estudio (continuación)

Empresas y bolsa de valores	Copeinca	Hochschild	Buenaventura	Credicorp
	Oslo Stock Exchange (OSE)	London Stock Exchange (LSE)	New York Stock Exchange (NYSE)	New York Stock Exchange (NYSE)
	<p>La Bolsa de Valores de Londres está concentrada en servicios financieros y minería.</p> <p>Su mercado principal, el <i>premium</i>, cumple con las normas por encima de los estándares de la Unión Europea y del Reino Unido exigidas normalmente a las empresas comerciales de productos de alta calidad.</p> <p>También cumple con las normas estándar de la Unión Europea.</p> <p>1. Listado dentro de 8 semanas como mínimo.</p> <p>2. Es una bolsa con relevancia pesquera y acuícola.</p> <p>3. Al menos el 25% de acciones a listar deben estar en manos del público.</p> <p>Comisión de entrada: US\$ 54,500 en Oslo Børs, US\$ 163,700 en Oslo Axess. Comisión anual: entre US\$ 2,000 y 17,000.</p>	<p>La Bolsa de Valores de Nueva York se encuentra bajo la regulación de la Securities and Exchange Commission (SEC).</p> <p>1. Número de accionistas, con 100 o menos acciones: 5,000.</p> <p>2. Número de acciones en poder del público: 2.5 millones.</p> <p>3. Valor de mercado en poder del público debajo de los US\$ 100 millones.</p> <p>4. Compañías afiliadas estándar por valor de US\$ 60 millones.</p> <p>Las empresas que listan sobre la base de la IPO deben presentar información preformada que cumpla con los requisitos estándar.</p>	<p>La Bolsa de Valores de Nueva York se encuentra bajo la regulación de la Securities and Exchange Commission (SEC).</p> <p>1. Número de accionistas, con 100 o menos acciones: 5,000.</p> <p>2. Número de acciones en poder del público: 2.5 millones.</p> <p>3. Valor de mercado en poder del público debajo de los US\$ 100 millones.</p> <p>4. Compañías afiliadas estándar por valor de US\$ 60 millones.</p> <p>Las empresas que listan sobre la base de la IPO deben presentar información preformada que cumpla con los requisitos estándar.</p>	<p>La Bolsa de Valores de Nueva York se encuentra bajo la regulación de la Securities and Exchange Commission (SEC).</p> <p>1. Número de accionistas, con 100 o menos acciones: 5,000.</p> <p>2. Número de acciones en poder del público: 2.5 millones.</p> <p>3. Valor de mercado en poder del público debajo de los US\$ 100 millones.</p> <p>4. Compañías afiliadas estándar por valor de US\$ 60 millones.</p> <p>Las empresas que listan sobre la base de la IPO deben presentar información preformada que cumpla con los requisitos estándar.</p>
Características de la bolsa				

<p>Levantar aproximadamente US\$ 500 millones le permitió al grupo continuar la inversión focalizada en exploración, así como la reducción de su deuda financiera.</p> <p>Obtener fondos por US\$ 100 millones aproximadamente en la oferta privada le permitió a Copeinca concretar la compra de Jadran S.A.</p> <p>Acceso a un mercado de capitales para futuras emisiones y consecuentemente impulsar el crecimiento de Copeinca.</p>	<p>Se consolidó en la industria minera, siendo la principal empresa minera productora de oro y plata.</p> <p>Logró diversificar su producción de minerales hacia la producción de oro y cobre, mediante la participación en otras empresas mineras.</p> <p>Mejoró la eficiencia en sus procesos productivos.</p>	<p>La internacionalización del <i>holding</i> financiero con inversionistas globales, lo cual ha elevado su prestigio e incrementado el valor de la empresa con bajos niveles de riesgo.</p> <p>Actualmente, Credicorp posee el 100% del Atlantic Security Holding Corporation (ASHC), el 97.68% de Pacífico Peruano Suiza (PPS) y el 100% del grupo Crédito (84.92% del Banco de Crédito del Perú).</p>
<p>Beneficios obtenidos</p>		

Fuente: Copeinca, 2012; Credicorp, 2012; Hochschild Mining PLC, 2012; Buenaventura, 2012. Elaboración propia.

5

Factores críticos de éxito en la emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado internacional

Con la finalidad de determinar los factores críticos de éxito en las emisiones de acciones en mercados internacionales por empresas peruanas, se analizará en el presente capítulo toda la información recopilada, tanto de fuentes públicas como de reportes obtenidos por cuenta propia, entrevistas a directores y ejecutivos, así como opiniones de diversos expertos. Nos basamos en los cuatro casos de estudio vistos en el capítulo anterior y recurriremos a la metodología de Richard A. Caralli.

De cada una de las empresas analizadas se entrevistó a gerentes cuyas funciones se encuentran relacionadas con la emisión de acciones y su estrategia de desarrollo; de igual forma, fueron también entrevistados expertos que pudiesen brindar aportes sobre la base de su experiencia y conocimientos sobre el tema.

1. Definición del alcance

Se determinarán todas las organizaciones que, en los casos estudiados, participan en el proceso de emisión de acciones y en sus diferentes etapas: estructuración, emisión y colocación; dichas organizaciones se rigen bajo la normativa y la regulación de los mercados de capitales local y exterior, según sea el caso.

Si bien la participación de los grupos de inversionistas es necesaria para el resultado final, estos no han sido considerados como entidades participantes. Ello se debe a que se trata de grupos de interés receptores de información y cuya decisión final de inversión es consecuencia de todas las etapas previas de la emisión, en las cuales no han tenido participación activa.

En el cuadro 5.1 se presenta la matriz de instituciones participantes que han sido determinadas en el estudio.

Las entidades reguladoras comunes a todos los casos son la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y el correspondiente organismo regulador local, dependiendo de la plaza bursátil a la que se destina la emisión.

La participación del resto de instituciones se define según la necesidad de análisis y consultoría que exista para llevar a cabo los procesos de emisión de acciones de las diferentes empresas. La elección va estar definida por el objetivo con el cual se efectúa la emisión y la plaza de destino.

2. Recopilación de datos

Siguiendo con la metodología de estudio, se han recopilado y analizado los datos, informes, memorias y prospectos de las empresas, provenientes de sus propios sitios web, de entidades reguladoras, de clasificadoras de riesgo, de estudios diversos, así como de entrevistas a gerentes, directivos y expertos. Se ha buscado determinar los objetivos estratégicos de las empresas, así como los lineamientos generales y las pautas tomadas en cuenta como parte de la decisión de emitir acciones; esta lleva a dar el importante paso de compartir la propiedad de la empresa e internacionalizarse con la finalidad de lograr la expansión y desarrollo de los proyectos más importantes, lo cual genera un mayor valor para los accionistas y la compañía.

Como resultado de este análisis, se han elaborado tres matrices de consolidación y análisis de la información documentada:

- Matriz de documentación de empresas.

Cuadro 5.1. Matriz de las instituciones participantes en cada caso de estudio

Instituciones involucradas	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Entidades reguladoras	<ol style="list-style-type: none"> Superintendencia del Mercado de Valores (SMV, ex Conasev). Kredittilsynet (<i>the banking, insurance and securities commission</i>). 	<ol style="list-style-type: none"> Superintendencia del Mercado de Valores (SMV, ex Conasev). Security Exchange Commission (SEC). 	<ol style="list-style-type: none"> Superintendencia del Mercado de Valores (SMV, ex Conasev). Financial Services Authority. 	<ol style="list-style-type: none"> Superintendencia del Mercado de Valores (SMV, ex Conasev). Security Exchange Commission (SEC).
Bolsa de valores	<ol style="list-style-type: none"> Bolsa de Valores de Lima (BVL). Oslo Stock Exchange (OSE). 	<ol style="list-style-type: none"> Bolsa de Valores de Lima (BVL). New York Stock Exchange (NYSE). 	<ol style="list-style-type: none"> Bolsa de Valores de Lima (BVL). London Stock Exchange (LSE). 	<ol style="list-style-type: none"> Bolsa de Valores de Lima (BVL). New York Stock Exchange (NYSE).
Estructuradores	<ol style="list-style-type: none"> Glitnir. 	<ol style="list-style-type: none"> Banco de Crédito del Perú. 	<ol style="list-style-type: none"> J.P. Morgan Cazenove/J.P. Morgan Securities Limited. Goldman Sachs International. 	<ol style="list-style-type: none"> Banco de Crédito del Perú.
Colocadores	<ol style="list-style-type: none"> Glitnir. Crux Kommunikasjon. Credit Suisse. 	<ol style="list-style-type: none"> Baring Brothers Limited. Bank of New York. 	<ol style="list-style-type: none"> J.P. Morgan Cazenove/J.P. Morgan Securities Limited. Goldman Sachs International. Canaccord Adams Limited. Nomura International PLC. 	<ol style="list-style-type: none"> Credibolsa SAB.
Consultores externos	<ol style="list-style-type: none"> Corporación Andina de Fomento (CAF). IIAG Consulting Firm. Acuerdo Comunicación Efectiva SAC. 			<ol style="list-style-type: none"> J.P. Morgan. Morgan Stanley.
Auditores independientes	<ol style="list-style-type: none"> Price Waterhouse Coopers. Ernst & Young. 	<ol style="list-style-type: none"> Price Waterhouse Coopers. Binder Dijker Otte & Co (BDO). 	<ol style="list-style-type: none"> Ernst & Young LLP. 	<ol style="list-style-type: none"> Medina, Zaldívar, Paredes y Asociados SCR Ltda. (Ernst & Young).
Asesores legales	<ol style="list-style-type: none"> Thommessen Law Firm 		<ol style="list-style-type: none"> Linklaters. Freshfields Bruckhaus Deringer. 	

Fuente: Copeinca, 2012; Credicorp, 2012; Hochschild Mining PLC, 2012; Buenaventura, 2012. Elaboración propia.

- Matriz de documentación de informes.
- Matriz de documentación de entrevistas.

En los cuadros 5.2, 5.3 y 5.4 se presenta la información analizada de estas tres matrices.

En el cuadro 5.2 se aprecia que lo más representativo y común en los casos de estudio es la intención de crecimiento, desarrollo y expansión.

Copeinca se centra en su crecimiento y participación vía un sistema de cuotas, principalmente, en aceite y harina de pescado, para lo cual centraron sus esfuerzos en potenciar sus activos productivos.

Buenaventura intenta crecer y potenciar sus actividades existentes mediante alianzas estratégicas e inversión permanente en el sector minero-metalúrgico y diversificando sus fuentes de financiamiento.

Hochschild Mining presenta un objetivo con tendencia a la exploración y al desarrollo del potencial minero con el fin de minimizar los costos mediante economías de escala, lo cual agrega valor a los accionistas con alta rentabilidad.

Credicorp Ltda. ha definido su potencial de crecimiento en la consolidación del *holding* con una amplitud de servicios correspondientes a su sector, con presencia global y estabilidad financiera, propiciando, a su vez, el desarrollo de la economía y apostando por diversos sectores productivos y de servicios en el país.

En el cuadro 5.3, se observa que los prospectos de emisión, las memorias anuales, así como los informes de clasificación de riesgo, proveen para el análisis información de carácter financiero desde el punto de vista histórico, de la evolución de sus principales indicadores antes y después de la emisión; asimismo, nos muestran el perfil del riesgo financiero asumido por la empresa y el de los potenciales riesgos, como los que representan el giro del negocio, del sector y el riesgo-país.

La diferencia entre todos los documentos responde a un carácter de temporalidad en cuanto a la información, ya que mientras una parte de ellos

Cuadro 5.2. Matriz de documentación de empresas

Información estratégica	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Misión	<p>Producir y vender harina y aceite de pescado con eficiencia, calidad y responsabilidad.</p>	<p>Llevar a cabo operaciones minero-metalúrgicas de manera segura y eficiente aplicando altos estándares de la industria.</p> <p>Promover el crecimiento y desarrollo orgánico a través de las exploraciones y la investigación metalúrgica.</p> <p>Propiciar la asociación con empresas afines de primer nivel en el mundo.</p> <p>Adquirir y desarrollar activos mineros y diversificar nuestra producción hacia otros metales o minerales industriales.</p>	<p>Compañía minera de metales preciosos enfocada en operaciones subterráneas, principalmente en las Américas, que trabaja con excelencia, responsabilidad social y con los más altos estándares de seguridad y cuidado del ambiente, logrando alta rentabilidad, crecimiento sostenido y creando valor para los accionistas.</p>	<p>Promover eficientemente productos y servicios que satisfagan las necesidades de nuestros clientes, promoviendo la inclusión financiera y la satisfacción de nuestros grupos de interés.</p>
Visión	<p>Ser el líder mundial en la producción de harina y aceite de pescado.</p>	<p>Buenaventura es una empresa minero-metalúrgica globalmente competitiva. Somos líderes en términos de seguridad y generación de oportunidades para el desarrollo de nuestro equipo humano, así como en rentabilidad y creación de valor para los accionistas.</p>	<p>Ser líder en el mercado en la rentabilidad para los accionistas, buen ambiente laboral y seguridad.</p>	<p>Ser el grupo financiero más valorado en los mercados en los que operamos, basado en una cultura enfocada en el crecimiento sostenido.</p>
Objetivo estratégico	<p>Copeinca se aboca en producir aceite concentrado y purificado, y harina de pescado altamente digestivo. Para ello, se estima una inversión de US\$ 60 millones.</p> <p>Se espera en el caso de los concentrados un crecimiento significativo en cuota de mercado, superior a un 30%.</p> <p>Las inversiones en aceite concentrado purificado y harina de pescado impulsarán el EBITDA los próximos cinco años (<i>Gestión</i>, 2013).</p>	<p>Tiene como objetivo principal la expansión de sus actividades y es por este motivo que reinvierte gran parte de sus utilidades, creando oportunidades de trabajo.</p> <p>Cree que debe crecer y desarrollarse para estar en condiciones de participar, asociada con capitales privados o estatales, nacionales o extranjeros, en empresas de mayor envergadura.</p>	<p>Activos principales: optimizar la vida útil de las principales minas, incrementar la productividad y controlar los costos.</p> <p>Exploración: mayor porcentaje del presupuesto para las actividades de exploración, maximizar las economías de escala focalizando oportunidades y tener una cartera de proyectos estratégicos.</p> <p>Desarrollo corporativo: focalizarse en proyectos que se encuentren en la fase inicial y que tengan un alto potencial geológico.</p>	<p>Consolidación del grupo económico e internacionalización de la empresa mediante su exposición en mercados especializados.</p>
Fuente web	<p>www.copeinca.com</p>	<p>www.buenaventura.com</p>	<p>www.hochschildmining.com</p>	<p>www.credicorpnet.com www.viabcp.com</p>

Elaboración propia.

Cuadro 5.3. *Matriz de documentación de informes sobre los factores críticos de éxito (FCE)*

Documentos	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura
Prospecto de emisión	1. La reorganización fue completada el 11 de enero de 2007, Copeinca ASA creada en noviembre del 2006 en Noruega, se convirtió en dueña de Copeinca Internacional S.L. de España que al mismo tiempo es propietaria del 99.99% de las acciones de Corporación Pesquera Inca S.A. en el Perú.	Evolución financiera e histórica de la compañía: Buenaventura es una sociedad anónima abierta constituida en 1953. Se dedica a la exploración, extracción, concentración, fundición y comercialización de minerales polimetálicos y metales.
	2. El Perú es el más grande productor y exportador de harina y aceite de pescado del mundo, que en el 2005 representó el 35% de la exportación mundial. Copeinca es uno de los más grandes productores de harina y aceite de pescado del país, su flota representa el 5.6% de la capacidad de flota para pesca de anchoveta del Perú.	1. Sus ventas netas para 1998 era de S/. 200.89 millones; creciendo para 1999 a S/. 348.78 millones; obteniendo una utilidad neta de S/. 106.21 y S/. 158.97 millones para 1998 y 1999, respectivamente.
	3. La mayor parte de la producción de Copeinca es exportada, el principal destino es China que representa el 33% de sus ingresos.	2. Adecuada estructura de deuda y prelación de obligaciones.
	4. El crecimiento del margen bruto en el periodo 2003-2006 fue de 27.2% a 43.7%.	3. Adecuada estructura de capital, patrimonio neto y reparto de dividendos.
	5. La economía peruana ha sido una de las de más rápido crecimiento del mundo, con inflación controlada.	4. Crecimiento en el valor de la empresa, proyectos en cartera y precio de las acciones.
	6. El gobierno del presidente Alan García continuó con las políticas internacionales sin limitaciones a la inversión extranjera, pues las inversiones extranjeras fueron tratadas de la misma forma que las nacionales.	En 1988 se construyó la planta hidroeléctrica de Huancarama de 2,600 kW, en Orcopampa, Arequipa. En 1992 se constituyó Minera Yanacocha S.A., con la participación de Buenaventura, Newmont y BRGM.
	7. La gerencia de la compañía ha sido transformada en los últimos años trayendo individuos altamente capaces y reformando su política corporativa.	En 1995 vende parte de su participación en la empresa Minera Iscaycruz S.A. a Glencor.
	8. Copeinca cuenta con las certificaciones BASC y GMP13.	En 1996 se da la inscripción de Buenaventura en la Bolsa de Valores de Nueva York y la colocación del programa de acciones ADR.
	9. No había nuevas licencias para nuevas plantas o flota, por lo que si una empresa decidía expandirse debería comprar la planta o flota de otra compañía.	Posteriormente aumentó la participación de Buenaventura en Yanacocha.
	10. En el 2006, el Ministerio de la Producción redujo el TAC de 7.5 a 5 millones de toneladas.	Asimismo, adquirió el 100% de CEDIMIN.
	11. El patrimonio sobre la deuda financiera más capital antes de la emisión fue de 30.4%, y la deuda financiera sobre el EBITDA fue de 4.5 a setiembre del 2006.	

Hochschild Mining PLC**Credicorp Ltda.**

Evolución financiera e histórica de la compañía:

1. Crecimiento, ventas y generación de recursos: los ingresos fueron de US\$ 151.3 millones y el EBITDA fue de US\$ 70.8 millones en el 2005, la generación de caja neta de actividades de operación fue de US\$ 11,431 millones.
2. Adecuada estructura de deuda y prelación de obligaciones.
3. Adecuada estructura de capital, patrimonio neto y reparto de dividendos.
4. Crecimiento en el valor de la empresa, proyectos en cartera y precio de las acciones: tres minas en operación (Ares, Arcata y Selene), ubicadas en Arequipa, Perú. Cuenta también con una cartera de proyectos en el resto del Perú, México, Argentina y Canadá.
5. Sector y participación de mercado: es una compañía líder en metales preciosos, con un enfoque principal en la exploración, extracción, procesamiento y venta de plata y oro. Es el cuarto productor primario de plata a nivel mundial y produce una cantidad significativa de oro.
6. Riesgos identificados: están relacionados con la naturaleza del sector minero, es decir, sobre asuntos medioambientales, accidentes industriales, formaciones geológicas inesperadas, proyectos ubicados en zonas arqueológicas o de alto riesgo sísmico, etc.

El desempeño financiero del grupo es altamente dependiente del precio de la plata y el oro. Como todo negocio minero, necesita de un significativo gasto de capital, no se puede asegurar el mantenimiento de los niveles de producción planeados o generar el suficiente flujo de caja. Los incrementos en los costos de producción también podrían afectar la rentabilidad.

Evolución financiera e histórica de la compañía (datos según el prospecto de 1995):

1. Crecimiento, ventas y generación de recursos en las tres líneas de negocio de Credicorp: Banco de Crédito del Perú (BCP), Pacífico Peruano Suiza (PPS), Atlantic Security Holding Corporation (ASHC).
2. Adecuada estructura de deuda y prelación de obligaciones (81% de los pasivos son depósitos y obligaciones con el público).
3. Adecuada estructura de capital, patrimonio neto y reparto de dividendos (sin dividendos preformados, la utilidad neta representa el 10% del patrimonio preformado).
4. Valor de la empresa, proyectos en cartera y precio de las acciones (activos por US\$ 4,047 millones y precio por acción propuesto al inicio por US\$ 5 por cada acción).
5. Riesgos identificados: no pago de dividendos, sin mercado de activo para las acciones, catástrofes, mayor competencia, terrorismo, regulación, etcétera.



Cuadro 5.3. *Matriz de documentación de informes sobre los factores críticos de éxito (FCE) (continuación)*

Documentos	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura
Memoria anual	<ol style="list-style-type: none"> 1. El crecimiento del PBI fue de 8% en el 2006, el superávit en la balanza fiscal fue de US\$ 8,600 millones de US\$ 23,500 millones, la inflación fue de 1.14%, el EMBI+ estuvo en 131 puntos. 2. El crecimiento de las exportaciones del sector pesca fue de 8.37%, ascendiendo a US\$ 1,600 millones en el 2006. 3. La industria harinera se vio favorecida por los precios internacionales, que tuvo un incremento de 47.9%. 4. Ventas estables pero de poco crecimiento en el periodo 2003-2006. El EBITDA alcanzó US\$ 36 millones o el 19.6% de las ventas en el 2006. Las ventas crecieron 5% y el EBITDA 125% desde el año 2004. 5. El incremento del margen en los últimos 4 años hasta septiembre del 2006 llegó a 43.7%. 6. Enfoque en el buen gobierno corporativo y responsabilidad social. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. El valor de la producción de Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. en el ejercicio 2012 fue de US\$ 1,020.2 millones en comparación con los US\$ 1,204.8 millones del ejercicio 2011. 2. El metal que en valor constituyó el mayor porcentaje de la producción de Buenaventura en el 2012 fue el oro, con 46.21%, seguido de la plata con 34.18%, luego viene el cobre con 11.11%, el zinc con 5.19% y el plomo con 3.31%. 3. La utilidad neta en el 2012 descendió a US\$ 684.7 millones, en comparación con los US\$ 858.9 millones del ejercicio 2011. Esta disminución se debió principalmente al incremento de los costos de venta y de exploración en las unidades de operación y áreas no operativas en relación con los costos del 2011. 4. Las cuentas del capital social y acciones de inversión al 31 de diciembre de 2012 ascendieron a US\$ 750.5 millones (el importe neto fue de US\$ 62.6 millones de acciones en tesorería) y US\$ 1.4 millones (el importe neto fue de US\$ 0.8 millones de acciones de tesorería), respectivamente, y la reserva legal fue de US\$ 162.7 millones. Las utilidades acumuladas ascendieron a US\$ 2,566.8 millones. 5. El programa de los ADR en la NYSE alcanzó un volumen de negociación de 236.3 millones de ADS durante el 2012 (respecto a los 323.1 millones de ADS).
Evolución de acciones	<ol style="list-style-type: none"> 1. Al cierre del 2012 el ROE fue de 12.09%, el precio de la acción llegó a 41 NOK (US\$ 7.37), con un PER de 8.6. 2. El precio de la acción llegó a 62 NOK el 8 de abril de 2013. 3. La capitalización de mercado fue de 3'627,000 NOK. 4. El 8 de abril de 2013, el P/E ratio llegó a 12.52 NOK a un precio de 62 NOK por acción. 	<p>Sobre el valor y riesgo de la empresa:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Rendimiento de acciones: el precio de cierre al 2012 fue de US\$ 35.95. 2. Capitalización de mercado: US\$ 6,140 millones. 3. PEG ratio: 1.32. 4. Valor de la empresa (según Yahoo! Finance): US\$ 6,200 millones.

Hochschild Mining PLC**Credicorp Ltda.**

Desempeños y logros obtenidos:

1. Crecimiento y participación de mercado, ventas, datos coyunturales e información propia del sector para el año 2012: los ingresos fueron de US\$ 818 millones y el EBITDA ajustado fue de US\$ 385 millones. Un ritmo de producción básico y estable se alcanzó con la meta de producción del 2012. En el 2013 se presupuestó US\$ 77 millones para la exploración, las cuales comprendían 28 proyectos en cuatro países de América.
2. Estructura de deuda, apalancamiento, evolución del grado de propiedad y costo asociado al endeudamiento: alcanzó el 27% en el 2012.
3. Estructura de capital, rentabilidad, capitalización de resultados y distribución de dividendos: alcanzó el 73% de patrimonio, comprende el 12% de capital social, 30% de la prima de emisión y 54% de las utilidades retenidas. El EPS fue de US\$ 0.19, lo que dio un dividendo por acción de US\$ 0.06 en el 2012.
4. Valor de la empresa, crecimiento en activos productivos, ejecución y rendimiento de proyectos: la capitalización de mercado fue de US\$ 1,800 millones, con US\$ 1,819 millones de activos totales, que comprenden activos en etapa de exploración y evaluación por US\$ 396.56 millones.

Desempeños y logros obtenidos según la memoria anual del 2011 y el tercer reporte trimestral del 2012:

1. Crecimiento y participación de mercado, ventas, datos coyunturales e información propia del sector: el negocio bancario es el más importante de Credicorp, con una participación de 81.4% al tercer trimestre del 2012.
2. Estructura de deuda, apalancamiento, evolución del grado de propiedad y costo asociado al endeudamiento: el 74% de los pasivos son depósitos y obligaciones con el público.
3. Estructura de capital, rentabilidad, capitalización de resultados y distribución de dividendos: los resultados netos acumulados son el 16% del patrimonio.
4. Valor de la empresa, crecimiento en activos productivos, ejecución y rendimiento de proyectos: US\$ 9,100 millones en activos totales.
5. Gobierno corporativo y adecuado *expertis* del equipo de dirección.

Sobre el valor y riesgo de la empresa:

1. Rendimiento de acciones: el precio de cierre al 2012 fue de £ 484.60.
2. Capitalización de mercado: £ 910.9 millones.
3. PEG ratio: 0.61.
4. Valor de la empresa (según Yahoo! Finance): £ 902 millones.

Sobre el valor y riesgo de la empresa:

1. Rendimiento de acciones: el precio de cierre al 2012 fue de US\$ 146.56 (precio inicial fue de US\$ 6.66).
2. Capitalización de mercado: US\$ 12,860 millones.
3. PEG ratio: 0.97.
4. Valor de la empresa: US\$ 16,040 millones.

Cuadro 5.4. *Matriz de documentación de entrevistas*

Empresa	Entrevistado	Factores críticos de éxito	Influencia
Copeinca ASA	Samuel Dyer Coriat Presidente del Directorio	<ol style="list-style-type: none"> 1. Gobierno corporativo. 2. Profesionalización de los cargos gerenciales y directores, así como de un directorio independiente. 3. Una industria atractiva en un país emergente y estable. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Implicó los siguientes cambios: <ul style="list-style-type: none"> - Elaboración de protocolos familiares. - Profesionalización de los cargos gerenciales. - Directorio independiente. - Diferenciación clara en los roles de los accionistas directores y gerentes. - Creación de diversos comités que aseguran la eficiencia. 2. Decisión clave fue ceder el control para crear valor. 3. Una empresa familiar peruana es capaz de convocar a inversionistas de los mercados de capitales internacionales y tener éxito a nivel mundial. 4. El Perú es el primer productor de harina y aceite de pescado. Además, existe una creciente demanda y oferta limitada de los productos de Copeinca.
	Enrique Oliveros Socio de Ernst & Young (experto)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Historia de la empresa. 2. Reputación de la Dirección. 3. Banca de inversión. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La historia de la empresa tiene que ver con el análisis del desempeño, su mercado y el sector en el que se desenvuelve, las proyecciones de la economía, las inversiones de la empresa y su proyección en el tiempo. 2. La reputación de la dirección involucra todos los eventos y gestión positiva del equipo de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones de dirección. 3. La banca de inversión, principalmente elegible por su prestigio, presta su asesoría para las emisiones en función del uso de los fondos a captarse.
	Raimundo Kirsten Salinas CEO de Oben Holding Group (experto)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Simplicidad en los trámites de emisión. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La simplicidad en los requerimientos para listar en la Bolsa de Valores de Oslo tenía una gran ventaja por encima de otras plazas, incluso se inicia con una oferta privada que les permite salir al mercado de forma más dinámica y en el menor tiempo posible.

Empresa	Entrevistado	Factores críticos de éxito	Influencia
<p>Compañía de Minas Buenaventura</p>	<p>Carlos Gálvez Gerente de finanzas</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Reputación de 45 años de la empresa. 2. El ordenamiento y reinserción de la economía peruana abrió el mercado de capitales internacional. 3. Manejo exitoso en Yanacocha, Cerro Verde y en otros portafolios de nuevos proyectos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La empresa está dedicada a la industria extractiva y actividades conexas. En este campo su principal preocupación es explotar en forma racional los recursos mineros del que dispone. Cree que debe crecer y desarrollarse para estar en condiciones de participar, asociada con capitales privados o estatales, nacionales o extranjeros, en empresas de mayor envergadura. Se encuentra entre las diez principales productoras de oro del mundo y es una de las empresas mineras más importantes y prestigiosas del país. 2. A inicios de los años noventa, en el Perú se dio nuevas reglas de juego en los mercados y se abrió la economía, los cuales generaron acceso al mercado de capitales, se dio la liberalización del tipo de cambio, el acceso de inversión extranjera mediante reformas que garantizaban la estabilidad jurídica y la flexibilización del mercado laboral. 3. Minera Yanacocha S.R.L. (Yanacocha) es la principal productora de oro del país y una de las más importantes a nivel mundial. Las concesiones en donde opera se encuentran dentro del cinturón aurífero del norte del Perú (Cajamarca). Sus operaciones consisten en la explotación de tres minas activas a tajo abierto: Cerro Yanacocha, La Quinua y Chaquicocha. Asimismo, tenían un portafolio de nuevos proyectos que generaron interés en los inversionistas extranjeros.
	<p>Enrique Oliveros Socio de Ernst & Young (experto)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Historia de la empresa. 2. Reputación de la Dirección. 3. Banca de inversión. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La historia de la empresa tiene que ver con el análisis del desempeño, su mercado y el sector en el que se desenvuelve, las proyecciones de la economía, las inversiones de la empresa y su proyección en el tiempo. 2. La reputación de la dirección involucra todos los eventos y gestión positiva del equipo de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones. 3. La banca de inversión, principalmente elegible por su prestigio, presta su asesoría para las emisiones en función del uso de los fondos a captarse (sin expansión específica).



Cuadro 5.4. *Matriz de documentación de entrevistas (continuación)*

Empresa	Entrevistado	Factores críticos de éxito	Influencia
Hochschild Mining PLC	José Jiménez Gerente corporativo de finanzas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Divulgación de la información y gobierno corporativo. 2. Historia de la empresa. 3. Credibilidad. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La divulgación de la información y el gobierno corporativo implican la profesionalización de la empresa para el cumplimiento de hacer reportes según las normas regulatorias de la plaza elegida. Londres mantiene menores requisitos de tramitación para el listado y reporte de información. Se requiere la implementación continúa de los estándares de buen gobierno corporativo. 2. La historia de la empresa y fortalezas involucran el éxito en los proyectos realizados, así como de los resultados positivos obtenidos en el tiempo. Es una de las empresas líderes en la producción de metales preciosos en el mundo y la cuarta productora mundial de plata, con bajos costos efectivos y fuertes retornos del capital invertido. Tiene un probado historial de crecimiento productivo y de restitución de reservas y experiencia en minería subterránea en América Latina. Sus principales proyectos están en México, Mina Moris y San Felipe en etapa inicial, Argentina y el Perú con las minas San José y Pallancata, respectivamente, y en etapa avanzada. 3. Credibilidad en el cumplimiento de los objetivos planteados: maximizar el potencial de las operaciones existentes (US\$ 140 millones), crecimiento a través del desarrollo de su cartera de proyectos (US\$ 250 millones), repago de la deuda (US\$ 40 millones) y buscar oportunidades de crecimiento adicionales a través de una mayor exploración, <i>joint ventures</i> o adquisiciones estratégicas.
	<p>Enrique Oliveros Socio de Ernst & Young (experto)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Historia de la empresa. 2. Reputación de la Dirección. 3. Banca de inversión. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La historia de la empresa tiene que ver con el análisis del desempeño, su mercado y el sector en el que se desenvuelve, las proyecciones de la economía, las inversiones de la empresa y su proyección en el tiempo. Hochschild Mining Group, antes de la emisión, tenía más de 40 años de experiencia en la exploración, evaluación y extracción de metales preciosos, plata y oro. Es el cuarto productor mundial de plata, con varios proyectos en diferentes etapas de desarrollo en América Latina. 2. La reputación de la dirección involucra todos los eventos y gestión positiva del equipo de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones. Eduardo Hochschild, ingeniero mecánico y físico, es el presidente del Directorio y presidente ejecutivo desde el 2006. Tras la muerte de su padre Luis Hochschild (fundador del grupo Hochschild) inició una serie de reformas con miras a su internacionalización, lo que incluyó la profesionalización del Directorio, una plana gerencial joven, el listado de las acciones en la Bolsa de Valores de Londres y la apertura de operaciones mineras en Argentina y México. 3. La banca de inversión, principalmente elegible por su prestigio, presta su asesoría para las emisiones en función del uso de los fondos a captarse. En este caso se eligió a J.P. Morgan Cazenove Limited y Goldman Sachs International, líderes en la banca de inversión en el Reino Unido. 	

Empresa	Entrevistado	Factores críticos de éxito	Influencia
	Aída Kieffmann Gerente de relaciones con inversionistas	<ol style="list-style-type: none"> Divulgación de la información a terceros, inversionistas y reguladores. Equipo de trabajo técnico, operativo, legal y de gestión de la información. Exposición del <i>holding</i> a nivel internacional. 	<ol style="list-style-type: none"> La apertura de la información tiene como principales participantes a: <ol style="list-style-type: none"> El Directorio, que debe decidir y aprobar el tipo y calidad de la información a reportar a terceros y a entidades regulatorias, tanto locales como del exterior. Los accionistas, que requieren de la transparencia como potencial de inversión y riesgo medible en el tiempo. El equipo de trabajo técnico involucra: <ol style="list-style-type: none"> La adecuación de políticas contables acordes con las prácticas estándar según el mercado de referencia. La adecuación de las normas legales principalmente provistas por el regulador del país y bajo cuyas normas gira parte del análisis de inversión. El desarrollo y análisis permanente requiere de recursos materiales y capital humano en constante trabajo de análisis y monitoreo de indicadores. La exposición del <i>holding</i> implica: <ol style="list-style-type: none"> Diversificación de las fuentes de fondeo. Prestigio y visibilidad del <i>holding</i> ante inversionistas especializados y globalizados. Consolidación de la imagen corporativa al presentar diversas líneas de negocio de carácter financiero y con presencia mundial.
	Mario Ferrari Gerente de secretaría general		
Credicorp Ltda.	Raimundo Kirsten Salinas CEO de Oben Holding Group (experto)	<ol style="list-style-type: none"> Creación del mercado secundario. Planeamiento tributario. 	<ol style="list-style-type: none"> La creación de un mercado secundario mejorará la liquidez de la acción y transabilidad para que los inversionistas internacionales estén dispuestos a adquirirla y a conocer a la empresa que se desempeña en un país emergente con potencial de desarrollo. El planeamiento tributario reduce las cargas impositivas por la salida e ingreso de dividendos, para ello, el <i>holding</i> se encuentra domiciliado en el país de más baja o nula imposición fiscal.
	Enrique Oliveros Socio de Ernst & Young (experto)	<ol style="list-style-type: none"> Historia de la empresa. Reputación de la Dirección. Banca de asesoría. 	<ol style="list-style-type: none"> La historia de la empresa tiene que ver con el análisis del desempeño, su mercado y el sector en el que se desenvuelve, las proyecciones de la economía, las inversiones de la empresa y su proyección en el tiempo. La mayor empresa consolidada fue el Banco de Crédito del Perú, que entre 1993-1994 creció 22% en colocaciones, 19% en ingresos y 36% en su utilidad financiera. La reputación de la dirección involucra todos los eventos y gestión positiva del equipo de dirección, la trayectoria del accionariado y los perfiles de riesgo en la toma de decisiones. El presidente del Directorio Dionisio Romero, economista de Brown University y MBA de la Stanford University goza de un elevado prestigio y es reconocido en el medio local como un gran empresario. La banca de asesoría, principalmente elegible por su prestigio, presta su asesoría para las emisiones en función del uso de los fondos a captarse. En este caso se eligió a J.P. Morgan y Morgan Stanley, bancos de inversión que gozaban de especial prestigio y renombre en 1995, lo cual la han mantenido hasta la actualidad.

describe la historia como un apoyo a la confianza en la inversión a futuro (prospecto), otra nos detalla la evolución y los resultados a la fecha en que se toman las decisiones, así como las directrices de la gerencia (memorias); el resto, finalmente, describe si dichos resultados y decisiones han sido tomadas, teniendo en cuenta los intereses de la empresa así como los de los accionistas; en estos casos, se trata de buscar medidas para mitigar los riesgos potenciales; de igual forma, describe si las decisiones y dirección del negocio se encuentran correctamente encaminadas, y sin exponerse al deterioro financiero en desmedro de los grupos de interés e inversionistas (clasificación de riesgo).

La evolución de las acciones es una medida representativa del valor que asigna el mercado sobre la base del comportamiento que en este tiene la empresa y de su desempeño financiero.

Se puede ver en el cuadro 5.4 que, sobre este tipo de alternativa de financiamiento mediante acciones, las opiniones de los ejecutivos directamente involucrados en los procesos de emisión, así como las de los expertos y conocedores del mercado son similares en lo que se refiere al manejo de la información, algo que es de gran interés para las empresas, ya que esta no solo se divulga entre los reguladores locales, sino también entre los reguladores del exterior e inversionistas de las distintas plazas bursátiles.

El principal factor crítico de éxito de Copeinca ASA, según las entrevistas, fue la decisión de ceder propiedad de la compañía y elevar el nivel de profesionalismo de todo el equipo de dirección y apoyo en general.

El principal factor crítico de éxito de Buenaventura, de acuerdo con los entrevistados, fue el ordenamiento del Perú, así como la reputación, el prestigio y la trayectoria logrados a lo largo de 45 años de desempeño exitoso en el sector minero.

Hochschild Mining, por su parte, tuvo como principal factor crítico de éxito, según las opiniones vertidas en las entrevistas, que se haya elevado el profesionalismo del equipo directivo y gerencial, así como la transparencia de información y credibilidad de los objetivos planteados.

Los principales factores críticos de éxito de Credicorp Ltda., sostienen los entrevistados, fueron, además de la divulgación de información, la formación de un equipo técnico preparado para analizar y reportar adecuadamente, en tiempo y forma, a todos los grupos de interés. El hecho de informar bajo distintas regulaciones trajo consigo el desarrollo y la adecuación de la política contable según las prácticas de Estados Unidos; de igual forma, se desarrolló un equipo técnico legal capaz de interpretar las leyes bursátiles de la NYSE y se tuvo que formar un equipo permanente de análisis y reporte que brindase apoyo a las distintas unidades de dirección del *holding*.

3. Análisis y derivación de los factores críticos de éxito (FCE)

Como siguiente paso en el desarrollo del presente estudio, y luego de analizar la información contenida en las matrices anteriores, se ha procedido a derivar de ellas los principales FCE, los cuales han sido agrupados por su tipo de contenido en cada grupo de información analizada (organizaciones, documentos y entrevistas).

Se ha determinado la existencia de cinco tipos de información en lo que respecta a la emisión de acciones:

a) Desarrollo del sector

En este punto se puede identificar todo lo relacionado con el potencial del sector como factor relevante en los objetivos estratégicos de las empresas que contribuyen a su desarrollo.

b) Mercado y posicionamiento

Se puede identificar a la competencia como impulso y motivación de desarrollo, así como la participación de mercado de las empresas, en concordancia con sus planes estratégicos y objetivos futuros.

c) Responsabilidad social

En este punto toma relevancia toda acción que las empresas realizan y que contribuyen al cuidado del medio ambiente, la reputación y la imagen de la

empresa en general, así como el desarrollo de la sociedad, en cuanto grupos de interés, y el impulso a la inversión privada que genera puestos de trabajo.

d) Contingencias

En este punto se resumen todos los factores cuyo carácter de temporalidad e incertidumbre cobran relevancia al generar posibles contingentes de carácter legal, tributario y/o social.

e) Gerencia del negocio

Se pueden identificar los factores relacionados con la gestión y dirección de las empresas que, asumiendo la menor cantidad de riesgos y generando el mayor valor para los accionistas, han hecho posible el logro de los objetivos y estrategias planteados.

En el cuadro 5.5, que muestra la matriz de FCE y el desarrollo del sector, se puede identificar como factor común los sólidos fundamentos de la economía peruana derivados de una mayor apertura a los mercados internacionales durante los últimos 20 años.

En el cuadro 5.6, que muestra la matriz de FCE en relación con el mercado y posicionamiento, se ha identificado como factor crítico común de los casos estudiados la trayectoria y el liderazgo dentro de sectores atractivos, con proyectos tangibles de desarrollo que aseguran su crecimiento y la expansión del negocio.

En el cuadro 5.7, que muestra la matriz de FCE y responsabilidad social, es posible identificar como factor común la buena reputación de la compañía, lo que asegura la marcha operativa, la implementación de proyectos y la mejora de resultados a largo plazo.

En la matriz de FCE que se muestra en el cuadro 5.8, se observa que el factor contingente común está determinado, en este caso, por la administración y planificación integral de los riesgos inherentes al negocio.

En la matriz de FCE que se muestra en el cuadro 5.9, se observa que el factor común en lo que se refiere a la gerencia del negocio está determinado

Cuadro 5.5. Matriz de declaraciones tipo de FCE sobre el desarrollo del sector

Desarrollo económico del país y sector	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Organizaciones	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sector en proceso de consolidación (fusiones y adquisiciones empresariales). 2. Restricciones para la extracción de pescado y para la producción de aceite y harina. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Crecimiento sostenido, generando valor para los accionistas, así como, mantener el interés de los inversionistas nacionales y extranjeros. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Crecimiento sostenido y medido de la compañía. 2. Menores riesgos financieros asociados a los servicios ofrecidos. La diversificación del grupo de inversionistas crea estabilidad y seguridad en el desempeño, así como la captación de clientes globales. 	
Documentos	<ol style="list-style-type: none"> 1. El Perú es una de las pocas economías con el alto índice de crecimiento del mundo. 2. China es su principal comprador de la producción de harina de pescado peruana. 3. Los precios internacionales de la harina de pescado cuentan con un alto índice de crecimiento. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. La economía peruana atraviesa su periodo de mayor crecimiento y desarrollo. 2. Los precios internacionales de los metales como el oro cuentan con un alto índice de crecimiento. 3. Cuenta con proyectos de exploración en el mismo Yanacocha, así como en las minas Conga. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Los niveles de producción muestran una evolución, así como una mejora de la productividad e ingresos. 2. Los proyectos en cartera ya cuentan con un presupuesto para su exploración. 3. Su estrategia de adquisiciones consiste en ubicar concesiones con un potencial geológico y en estadio temprano. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Claro crecimiento económico y evolución de los ingresos en las últimas décadas, con tres líneas de negocio que lideran el mercado de servicios financieros. 2. Los costos de financiamiento y fondeo son acordes al riesgo y magnitud de la compañía. También surge la necesidad de internacionalizarse para obtener capitales globales. 3. Mantiene la obligación de emitir un reporte para cumplir con el marco regulatorio local, por lo que reportar al regulador externo implicaba adecuarse a la forma de presentación.
Entrevistas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobre la industria atractiva en un país emergente y estable. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobre el mayor orden y desarrollo del mercado peruano, lo cual incentiva a la inversión extranjera. 		<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobre el marco legal aplicable a las emisiones de acciones y las limitaciones de la bolsa limeña que no impulsan el crecimiento de las empresas. 2. Sobre el adecuado planeamiento tributario y de aplicaciones impositivas a los dividendos.

Cuadro 5.6. *Matriz de declaraciones tipo de FCE sobre el mercado y posicionamiento*

Mercado y posicionamiento	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Organizaciones	<ol style="list-style-type: none"> 1. Es uno de los más grandes productores de harina de pescado del Perú, y el que más exporta en el mundo. 2. La empresa fue reorganizada con la implementación del buen gobierno corporativo, responsabilidad social y sistemas de gestión. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Es una de las principales productoras de oro del mundo y una de las empresas mineras más importantes y prestigiosas del Perú. 2. No solo se dedica exclusivamente a la explotación de oro, sino también a la de minerales como plata, zinc, plomo y cobre. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Genera alta rentabilidad y valor para los accionistas, producto del crecimiento sostenido con responsabilidad social. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Satisfacción de los grupos de interés (clientes e inversionistas). 2. Cuenta con riesgos financieros saludables y adecuados a los niveles de deuda, así como del <i>seniority</i> de la misma.
Documentos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Crecimiento del margen bruto en los últimos cinco años. 2. La gerencia de la compañía fue transformada en los últimos años. 3. Ventas con baja volatilidad histórica de los precios y con producción asegurada por el sistema de cuotas. 	<p>Opera siete unidades mineras ubicadas en el Perú (Uchucchacua, Orcopampa, Poracota, Antapite, Ishihuina, Julcani y Recuperada) y mantiene inversiones en cuatro compañías mineras entre las que destacan: El Brocal, Yanacocha y Cerro Verde.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Es una de las empresas líderes en producción de metales preciosos a nivel mundial, siendo el cuarto productor mundial de plata. 2. Amplia experiencia en el desarrollo de la minería subterránea en América Latina. 3. Probado historial de crecimiento productivo y de restitución de reservas. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Participación de mercado y principales competidores. 2. Grupos económicos de interés y consolidación en el sector.
Entrevistas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobre el gobierno corporativo. 2. Sobre la profesionalización de los cargos gerenciales y directores, así como de un directorio independiente. 	<p>Sobre la estrategia de mantener su posición de liderazgo en la producción mundial de oro a través de la mejora e implementación de nuevos procesos, además de la exploración de nuevos yacimientos.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobre los fondos para financiar proyectos en desarrollo (Argentina, México y Perú) y el repago de deuda. 2. Sobre la comparación de indicadores con aproximadamente 20 empresas del rubro. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobre los grupos económicos consolidados de gran prestigio. 2. Sobre las alternativas de financiamiento y fondeo de capital para el desarrollo de proyectos.

Cuadro 5.7. Matriz de declaraciones tipo de FCE sobre el desarrollo sostenible y la responsabilidad social

Desarrollo sostenible y responsabilidad social	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Organizaciones	<ol style="list-style-type: none"> Llevar a cabo actividades que generen competitividad a largo plazo, desarrollando habilidades para la sociedad y minimizando los impactos negativos para el ambiente. Construir sentimientos y creencias positivas de los grupos de interés hacia la empresa, mediante la creación y protección del valor compartido. 	<ol style="list-style-type: none"> Impulsar actividades complementarias en otros sectores, creando bienestar en las poblaciones del entorno, contribuyendo a elevar su nivel de vida. 	<ol style="list-style-type: none"> Altos niveles de responsabilidad social y de estándares de seguridad y cuidado del medio ambiente. 	<ol style="list-style-type: none"> Mejorar la calidad de vida de los clientes. Contribuir con el adecuado desempeño de la economía con riesgos saludables.
Documentos	<ol style="list-style-type: none"> Enfoque en responsabilidad social. Responsabilidad social como parte de la sostenibilidad a largo plazo de la empresa. 	<ol style="list-style-type: none"> Responsabilidades sociales y ambientales. Puesta en marcha de proyectos e iniciativas en los campos sociales y ambientales. 	<ol style="list-style-type: none"> Se estableció un comité de Salud, Seguridad, Medio Ambiente y Relaciones con las Comunidades. El grupo mantiene seguros contra varios de los riesgos identificados. El Directorio considera fundamental el compromiso a largo plazo con las comunidades aledañas a los proyectos y con otros grupos de interés, como numerosos proyectos con las comunidades. 	<ol style="list-style-type: none"> Impulso y crecimiento de producción. Crecimiento y desarrollo de la inversión en distintos sectores. Adecuados niveles de riesgo que precautelen los intereses de los clientes y grupos de interés.
Entrevistas	<ol style="list-style-type: none"> Sobre la creación de comités de responsabilidad social. 	<ol style="list-style-type: none"> Sobre la implementación del SHEB (Safety, Health & Environment Buenaventura). Sobre el componente ambiental basado en el Sistema de Gestión Ambiental ISO 14001. Sobre la seguridad basado en el sistema NOSA. También cuenta con ISO 9001 y OHAS 18001. 	<ol style="list-style-type: none"> Sobre la gran importancia de los temas de seguridad, salud y la relación con las comunidades, donde se invierte tiempo y dinero en este aspecto, ya que afecta directamente a los proyectos en desarrollo. 	<ol style="list-style-type: none"> Sobre el crecimiento de fuentes de financiación con elementos globales que reducen el riesgo de clientes e inversionistas.

Cuadro 5.8. *Matriz de declaraciones tipo de FCE sobre contingencias*

Contingencias	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Organizaciones	N.d.	<ol style="list-style-type: none"> Planes de contingencias que establecen lineamientos de acción y planes de respuesta ante emergencias e imprevistos. 	<ol style="list-style-type: none"> Mayor porcentaje del presupuesto para las actividades de exploración, lo que incluye un porcentaje reservado para contingencias. 	<ol style="list-style-type: none"> Manejo eficiente de los recursos de terceros. Cartera de colocaciones llevan un adecuado análisis de riesgo acorde con los estándares internacionales (Basilea I y II).
Documentos	<ol style="list-style-type: none"> Fenómenos del Niño y la Niña generan escasez. Se han estructurado préstamos de tal forma que cuando ocurra el fenómeno no se realicen pagos del principal. Apertura de plantas en el sur del Perú por una posibilidad de que exista movimientos de la biomasa por los fenómenos indicados. Para asegurar la biomasa, el Gobierno Central ha implementado el sistema de cuotas. 	<ol style="list-style-type: none"> Simulacros en forma periódica, con el fin de mantener al personal preparado y alerta ante cualquier situación de emergencia. 	<ol style="list-style-type: none"> El grupo está expuesto a potenciales pasivos ambientales, lo que obliga a provisionar los riesgos relacionados. Contingencias tributarias y legales. 	<ol style="list-style-type: none"> Adecuado manejo y mitigación de contingentes (legales, tributarias, laborales, etcétera). Niveles de provisiones mínimos según requerimientos de capital regulatorio (según la Superintendencia de Banca y Seguros).
Entrevistas	<ol style="list-style-type: none"> Sobre la posibilidad de pérdida de control que es compensada con el mayor valor del patrimonio generado durante años (estrategia). 	<ol style="list-style-type: none"> Sobre los problemas en el proceso de emisión por precios y riesgo de mercado, los cuales son aprobados por decisión de la Junta de Accionistas. 	<ol style="list-style-type: none"> Sobre la alta exposición a variaciones de mercado coberturado con contratos y mayores reservas de minerales. 	<ol style="list-style-type: none"> Sobre el planeamiento tributario, la interpretación y el manejo de las normas legales vigentes. Sobre la política de dividendos en adecuación con la normativa fiscal.

Cuadro 5.9. *Matriz de declaraciones tipo de FCE sobre la gerencia del negocio*

Gerencia del negocio	Copeinca ASA	Compañía de Minas Buenaventura	Hochschild Mining PLC	Credicorp Ltda.
Organizaciones	<ol style="list-style-type: none"> 1. Redefinición del crecimiento hacia productos altamente concentrados y digestivos para el incremento del EBITDA. 2. Adquisición de empresas del mismo sector como parte fundamental del crecimiento de la compañía. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Se posiciona entre los primeros productores de oro y plata a nivel mundial. 2. Participación en empresas del sector como Yanacocha, la principal productora de oro en América Latina. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Optimizar la vida útil de las principales minas, incrementar la productividad y controlar los costos. 2. Crecimiento a través del desarrollo de su cartera de proyectos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bajo nivel de riesgo asociado a las inversiones del <i>holding</i>. 2. Crecimiento de la compañía con participación de mercado (buena imagen y credibilidad del grupo consolidado).
Documentos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Financiamiento de las adquisiciones a través de la emisión de acciones. 2. Elección de una plaza con conocimiento del sector pesquero para el listado y emisión de las acciones. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Financiamiento a través de la emisión de acciones y en la participación en proyectos de gran envergadura. 2. Capacitación de sus principales directivos en la emisión de acciones, tanto local como en el extranjero. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Identificación de proyectos en el Perú y en otros países de América Latina (Argentina) que generen altos márgenes y flujos de caja, es decir, la excelencia operativa. 2. Altos estándares de gobierno corporativo: designación de directores independientes, establecimientos de comités como el de auditoría, remuneraciones, nominaciones, y de asuntos de salud, seguridad, medio ambiente y relación con las comunidades. 3. Elección de la plaza bursátil. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Manejo de deuda y fuentes de financiamiento, interés en mejorar el fondeo vía internacional. 2. Inversiones y proyectos en cartera, adquisiciones nuevas como el BCP de Bolivia, Edyficar, etcétera. 3. Evolución de los indicadores y valor de la compañía en el tiempo.
Entrevistas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Con el objetivo de crear valor, los accionistas aceptaron diluir su accionariado, compartiendo riesgos y beneficios de la compañía. 2. Una estrategia centrada y clara: <ul style="list-style-type: none"> - Empresa enfocada en producir harina y aceite de pescado. - Demostración de crecimiento a lo largo de los años. - Oportunidad de participación en la consolidación de la industria. - Habilidad para una rápida toma de decisiones. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Visión de internacionalización de su Directorio. 2. Combinación de experiencia y juventud del equipo gerencial y directivo, manteniendo siempre la debida capacitación en la apertura en otros mercados. 3. Accionistas dispuestos a reducir su participación por el crecimiento de la empresa y para generar mayor valor de sus acciones. 4. Cumplir con todas las normas legales y de mercado, tanto local como en el mercado internacional. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Visión de internacionalización. 2. Combinación de experiencia y juventud del equipo gerencial con una mayor profesionalización. 3. Claridad al transmitir los objetivos que se intentan alcanzar con la emisión y el consecuente cumplimiento de los mismos. 4. Cambios internos necesarios para cumplir con los altos estándares de los mercados internacionales. 5. Rol primordial del buen gobierno corporativo. 6. Elección de la plaza bursátil. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Divulgación de la información oportuna a grupos de interés. 2. Equipo técnico y desarrollo de procesos internos acordes con normas regulatorias. 3. Elección de la plaza bursátil con miras a elevar el prestigio del <i>holding</i>. 4. Elección de la banca de inversión y de los principales asesores.

Cuadro 5.10. *Matriz de los factores críticos de éxito*

Tipología	Desarrollo económico del país y sector	Mercado y posicionamiento	Desarrollo sostenible y responsabilidad social	Contingencias	Gerencia del negocio
Factores críticos de éxito	<p>1. Sólidos fundamentos de la economía peruana derivados de una mayor apertura a los mercados internacionales durante los últimos 20 años.</p> <p>2. Creación de nuevas normas y leyes, realizando una reorganización de las instituciones del Estado, generando confianza en los inversionistas, tanto locales como extranjeros.</p> <p>3. Sectores en los que se desarrollaban las empresas en crecimiento y en consolidación.</p> <p>4. El mercado de valores con conocimientos del sector en que opera la compañía.</p>	<p>1. Trayectoria y liderazgo dentro de sectores atractivos, con proyectos tangibles de desarrollo que aseguren su crecimiento y expansión del negocio.</p> <p>2. Crecimiento sostenido histórico que demuestra la capacidad de gestión de la gerencia, lo cual genera confianza a los inversionistas.</p>	<p>1. Reputación que asegure la marcha operativa, la implementación de proyectos y la mejora de resultados a largo plazo de la compañía.</p> <p>2. Responsabilidad social como desarrollo sostenible, para generar confianza de los inversionistas y que de esta forma los futuros proyectos sean concretados.</p>	<p>1. Administración y planificación integral de los riesgos inherentes al negocio.</p> <p>2. Implementación de estándares internacionales como medida de prevención de riesgos.</p> <p>3. Simulacros periódicos para enfrentar contingencias eventuales, tanto internos como externos.</p>	<p>1. Posición de liderazgo de sus principales agentes gerenciales, que se atrevieron a realizar emisiones en mercados internacionales con el objetivo de crear valor para su empresa.</p> <p>2. Profesionalización de la compañía con elevados estándares de transparencia en la información.</p> <p>3. Creación de nuevas normas y estructuras dentro de cada una de las empresas como el buen gobierno corporativo para poder poner en práctica la internacionalización.</p>

por el grado de profesionalización de los empleados y ejecutivos de la compañía, así como por los elevados estándares de transparencia en la información que se mantienen.

Finalmente, a partir del análisis de los cinco tipos de información, se ha podido hacer un resumen y obtener similitudes, con el fin de sacar conclusiones acerca de los FCE en las emisiones de acciones realizadas en los mercados internacionales por las cuatro empresas estudiadas. Se pueden observar en el cuadro 5.10.

4. Aplicación práctica y cuantificación de la generación de valor en las empresas que deciden emitir acciones en mercados internacionales

Se ha tomado como ejemplo el caso de Copeinca, con el propósito de cuantificar el beneficio obtenido por la empresa tras haber emitido acciones en una plaza bursátil internacional. De esta manera, se han analizado dos escenarios: uno en el que se asume que no existió una emisión de acciones y otro, en el cual la empresa Copeinca sí realizó una emisión, es decir, la situación real.

4.1. Situación financiera actual

Para modelar el presente escenario, se hizo previamente un análisis profundo de los estados financieros históricos de Copeinca, vale decir, del estado de ganancias y pérdidas (ver cuadro 5.11) y del balance general (ver cuadro 5.12), así como de los análisis vertical (ver cuadro 5.13) y horizontal (ver cuadro 5.14), y del estado de ganancias y pérdidas en el periodo comprendido entre los años 2006-2012.

Cuadro 5.11. Estado de ganancias y pérdidas de Copeinca ASA

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sales	89,888	129,067	249,425	210,765	233,042	254,478	314,219
COGS	(45,461)	(85,452)	(157,497)	(144,615)	(151,037)	(143,085)	(196,862)
Gross profit	44,427	43,615	91,928	70,010	86,804	111,393	117,357
Selling expenses	(5,331)	(9,628)	(22,330)	(13,658)	(9,971)	(12,596)	(17,271)
Administrative expenses	(14,983)	(20,303)	(17,756)	(16,399)	(12,311)	(13,780)	(13,863)
Other income	4,073	4,405	8,621	9,692	12,017	5,362	1,844
Other expenses	(6,813)	(6,014)	(47,174)	(31,750)	(73,280)	(16,120)	(12,965)
Operating profit	21,373	12,075	13,289	6,431	(1,540)	74,259	75,102
Finance income	476	2,729	1,473	1,428	502	608	2,586
Finance costs	(10,718)	(24,185)	(22,522)	(14,601)	(23,457)	(21,007)	(21,097)
Exchange difference, net	4,803	15,096	(2,336)	10,057	7,370	10,375	14,764
Profit before income taxes	15,934	5,715	(10,096)	3,315	(17,125)	64,235	71,355
Income tax expense	(5,920)	(323)	6,646	(3,060)	10,632	(16,466)	(21,758)
Profit for the year	10,014	5,392	(3,450)	255	(6,493)	47,769	49,597
EBITDA	35,678	28,618	75,671	59,003	76,227	106,466	103,807

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 5.12. *Balance general de Copeinca ASA*

Balance	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Non current assets							
Cost	125,853	360,581	345,783	359,630	351,157	390,301	417,196
Depreciation	(25,731)	(48,266)	(84,088)	(115,253)	(113,204)	(131,776)	(140,470)
Property, plant and equipment	100,122	312,315	261,695	244,377	237,953	258,525	276,726
Fishing licenses	34,997	199,168	189,592	205,938	213,964	222,936	235,705
Goodwill	7,225	144,504	131,919	132,738	138,996	144,824	153,119
Other intangible assets	3,918	3,652	1,971	1,845	1,317	792	980
Current assets							
Inventories	17,266	73,204	41,840	40,009	15,528	63,886	19,686
Trade receivables	14,235	28,434	18,507	29,225	7,732	24,103	15,037
Other account receivable	8,370	22,403	13,647	12,672	19,828	17,958	13,847
Held-to-maturity investments	-	29,610	24,790	-	-	-	-
Cash and cash equivalents	1,075	17,267	22,949	12,478	34,201	60,490	39,090
Total assets	187,208	830,557	706,910	679,282	669,519	793,514	754,190
Equity							
Share capital	28,050	55,717	55,717	55,717	55,717	55,589	55,004
Share premium	-	304,990	304,990	304,990	286,462	285,648	282,358
Stock options	-	-	-	-	-	-	-
Other reserves	1,844	1,844	5,644	-	-	-	5,145
Cumulative translation adjustment	3,694	(30,649)	(49,684)	(19,727)	(10,442)	1,069	16,824
Retained earnings	13,489	26,242	23,224	37,345	-	46,337	50,789
Non-controlling interest	-	105	105	91	-	-	-
Total equity	47,077	358,249	339,996	378,416	331,737	388,643	410,120
Non-current liabilities							
Long-term borrowings	52,634	183,134	143,141	105,580	201,500	218,488	201,919
Deferred income tax	28,522	137,244	113,964	95,425	86,038	82,270	86,006
Other account payable	-	14,989	13,386	15,338	9,858	6,057	6,921
Current liabilities							
Bank loans a short term debt	20,539	58,570	21,631	-	1,010	25,355	-
Trade accounts payable	7,512	12,288	22,297	29,786	17,142	15,907	10,181
Other accounts payable	5,852	12,852	9,516	8,957	7,202	21,141	17,123
Current income tax payable	2,652	6,875	2,200	7,541	-	13,220	-
Current portion of long term borrowing	22,420	46,356	40,779	38,239	15,032	22,433	21,920
Total liabilities	140,131	472,308	366,914	300,866	337,782	404,871	344,070
Total equity and liabilities	187,208	830,557	706,910	679,282	669,519	793,514	754,190

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 5.13. *Análisis vertical del estado de ganancias y pérdidas de Copeinca ASA*

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Average
Sales	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
COGS	-50.6%	-66.2%	-63.1%	-71.2%	-64.8%	-56.2%	-62.7%	-62.1%
Gross profit	49.4%	33.8%	36.9%	28.8%	35.2%	43.8%	37.3%	37.9%
Selling expenses	-5.9%	-7.5%	-9.0%	-6.7%	-4.3%	-4.9%	-5.5%	-6.3%
Administrative expenses	-16.7%	-15.7%	-7.1%	-8.1%	-5.3%	-5.4%	-4.4%	-9.0%
Other income	4.5%	3.4%	3.5%	4.8%	5.2%	2.1%	0.6%	3.4%
Other expenses	-7.6%	-4.7%	-18.9%	-15.6%	-31.4%	-6.3%	-4.1%	-12.7%
Operating profit	23.8%	9.4%	5.3%	3.2%	-0.7%	29.2%	23.9%	13.4%
Finance income	0.5%	2.1%	0.6%	0.7%	0.2%	0.2%	0.8%	0.7%
Finance costs	-11.9%	-18.7%	-9.0%	-7.2%	-10.1%	-8.3%	-6.7%	-10.3%
Exchange difference, net	5.3%	11.7%	-0.9%	5.0%	3.2%	4.1%	4.7%	4.7%
Profit before income taxes	17.7%	4.4%	-4.0%	1.6%	-7.3%	25.2%	22.7%	8.6%
Income tax expense	-6.6%	-0.3%	2.7%	-1.5%	4.6%	-6.5%	-6.9%	-2.1%
Profit for the year	11.1%	4.2%	-1.4%	0.1%	-2.8%	18.8%	15.8%	6.5%

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 5.14. *Análisis horizontal del estado de ganancias y pérdidas de Copeinca ASA*

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sales	109.2%	143.6%	193.3%	81.5%	114.7%	109.2%	123.5%
COGS	80.2%	188.0%	184.3%	91.8%	104.4%	94.7%	137.6%
Gross profit	173.4%	98.2%	210.8%	63.7%	140.1%	135.8%	105.4%
Selling expenses	67.0%	180.6%	231.9%	61.2%	73.0%	126.3%	137.1%
Administrative expenses	159.5%	135.5%	87.5%	92.4%	75.1%	111.9%	100.6%
Other income	69.8%	108.2%	195.7%	112.4%	124.0%	44.6%	34.4%
Other expenses	312.2%	88.3%	784.4%	67.3%	230.8%	22.0%	80.4%
Operating profit	179.3%	56.5%	110.1%	48.4%	23.9%	4,822.0%	101.1%
Finance income	82.2%	573.3%	54.0%	96.9%	35.2%	121.1%	425.3%
Finance costs	196.7%	225.6%	93.1%	64.8%	160.7%	89.6%	100.4%
Exchange difference, net	147.0%	314.3%	15.5%	430.5%	73.3%	140.8%	142.3%
Profit before income taxes	421.6%	35.9%	176.7%	32.8%	516.6%	375.1%	111.1%
Income tax expense	213.1%	5.5%	2,057.6%	46.0%	347.5%	154.9%	132.1%
Profit for the year	1,000.4%	53.8%	64.0%	7.4%	2,546.3%	735.7%	103.8%

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

También se tomaron en cuenta los siguientes ratios financieros, que se presentan en el cuadro 5.15.

Cuadro 5.15. *Ratios financieros de Copeinca ASA*

Ratios financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Debt	95,593	288,060	205,551	143,819	217,542	266,276	223,839
Equity	47,077	358,249	339,996	378,416	331,737	388,643	410,120
Asset	142,670	646,309	545,547	522,235	549,279	654,919	633,959
% Debt	67.0%	44.6%	37.7%	27.5%	39.6%	40.7%	35.3%
% Equity	33.0%	55.4%	62.3%	72.5%	60.4%	59.3%	64.7%
Inventory (days)	137	308	96	100	37	161	36
AR (days)	57	79	27	52	12	34	17
AP (days)	59	52	51	74	41	40	19
Net cash cycle	134	336	71	77	8	155	35
Cash (% sales)	1.2%	13.4%	9.2%	6.1%	14.7%	23.8%	12.4%
Cash days	4.6	44.8	33.0	21.1	49.9	100.3	50.4
EBITDA	35,678	28,618	75,671	59,003	76,227	106,466	103,807
Depreciation	14,305	16,543	62,382	52,572	77,767	32,207	28,705

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

4.2. Escenario alternativo

El objetivo de mostrar el presente escenario es observar la situación económica y financiera que tendría Copeinca de no haber emitido y cotizado acciones en la Bolsa de Valores de Oslo, y, de esta manera, mostrar el beneficio que sí se obtuvo por haber efectuado la emisión.

Para ello, se proyectó identificando la máxima deuda que podría contraer según la estructura de capital del último año (que ya se encuentra con un alto grado de apalancamiento) y qué participación de cuota hubiera podido adquirir con este volumen de endeudamiento; en otras palabras, cuánto de cuota hubiera podido adquirir y, por lo tanto, cuánto hubiera sido el crecimiento económico-financiero de Copeinca con utilidades retenidas y obtención de deuda.

En los cuadros 5.16 y 5.17 se presentan el estado de ganancias y pérdidas, así como el balance general, respectivamente, del escenario alternativo para Copeinca, es decir, de la situación económico-financiera sin que se haya producido la emisión internacional de acciones.

Cuadro 5.16. Estado de ganancias y pérdidas del escenario alternativo para Copeinca ASA

Datos (en millones de dólares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sales	89,888	129,067	165,340	135,248	158,535	174,091	218,745
COGS	(45,461)	(80,169)	(102,699)	(84,008)	(98,473)	(108,135)	(135,871)
Gross profit	44,427	48,898	62,641	51,240	60,063	65,956	82,874
Selling expenses	(5,331)	(8,074)	(10,343)	(8,461)	(9,918)	(10,891)	(13,684)
Administrative expenses	(14,983)	(12,189)	(12,189)	(13,120)	(12,499)	(12,603)	(12,741)
Other income	4,073	4,429	5,674	4,641	5,440	5,974	7,507
Other expenses	(6,813)	(16,352)	(20,948)	(17,135)	(20,085)	(22,056)	(27,714)
Operating profit	21,373	16,713	24,835	17,165	23,001	26,381	36,242
Finance income	476	683	876	716	840	922	1,158
Finance costs	(10,718)	(12,443)	(13,818)	(14,239)	(15,234)	(16,485)	(18,652)
Exchange difference, net	4,803	-	-	-	-	-	-
Profit before income taxes	15,934	4,953	11,893	3,642	8,606	10,818	18,748
Income tax expense	(5,920)	(1,840)	(4,418)	(1,353)	(3,198)	(4,019)	(6,966)
Profit for the year	10,014	3,113	7,474	2,289	5,409	6,799	11,783
Depreciation	14,305	9,000	10,023	11,046	12,069	13,092	14,115
EBITDA	35,678	25,713	34,858	28,211	35,070	39,473	50,357

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 5.17. Balance general del escenario alternativo para Copeinca ASA

Balance	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Non current assets							
Cost	125,853	140,158	154,463	168,768	183,073	197,378	211,683
Cumulative depreciation	(25,731)	(34,731)	(44,754)	(55,800)	(67,869)	(80,961)	(95,076)
Property, plant and equipment	100,122	105,427	109,709	112,968	115,204	116,417	116,607
Fishing licenses	34,997	42,283	45,314	60,904	64,997	77,883	94,811
Goodwill	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225
Other intangible assets	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918
Current assets							
Inventories	17,266	27,612	31,740	22,992	23,468	25,771	32,381
Trade receivables	14,235	20,440	26,184	21,418	25,106	27,570	34,641
Other account receivable	8,370	12,018	15,396	12,594	14,762	16,211	20,369
Cash and cash equivalents	1,075	5,248	8,770	9,233	12,761	13,941	17,247
Total assets	187,208	224,171	248,256	251,252	267,441	288,936	327,200
Equity							
Share capital	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050
Other reserves	1,844	2,155	2,903	3,132	3,672	4,352	5,531
Cumulative translation adjustment	3,694	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	13,489	16,290	23,017	25,077	29,945	36,064	46,669
Total equity	47,077	46,496	53,970	56,259	61,668	68,467	80,249
Non-current liabilities							
Long-term borrowings	52,634	94,413	109,589	114,237	125,220	139,026	162,952
Deferred income tax	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522
Current liabilities							
Bank loans a short term debt	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539
Trade accounts payable	7,512	11,782	13,216	9,275	9,072	9,962	12,518
Other accounts payable	5,852	-	-	-	-	-	-
Current income tax payable	2,652	-	-	-	-	-	-
Current portion of long term borrowing	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420
Total liabilities	140,131	177,675	194,286	194,993	205,774	220,469	246,950
Total equity and liabilities	187,208	224,171	248,256	251,252	267,441	288,936	327,200

Fuente: Copeinca, 2012.
Elaboración propia.

4.3. Análisis de los resultados

Luego de haber realizado el análisis financiero y económico de la situación real, así como la estimación del escenario ficticio alternativo, se procede a comparar ambos resultados.

En la figura 5.1, se puede ver que la participación de Copeinca, producida la emisión de acciones, permitió obtener una mayor participación de cuota.

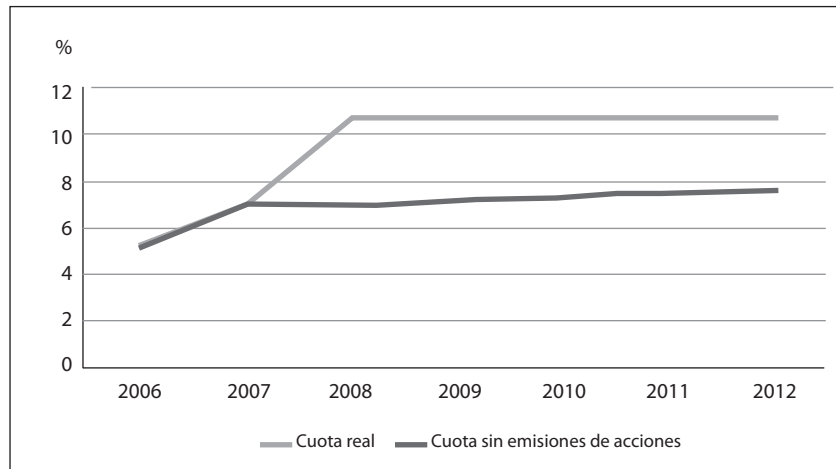


Figura 5.1. Cuota proyectada del escenario alternativo versus el real (en %)

Elaboración propia.

En la figura 5.2, es posible observar que, al emitir acciones, Copeinca logró un mayor crecimiento en ventas que el que hubiera obtenido sin haberlo hecho.

En la figura 5.3, se observa la evolución del flujo de caja operativo (CFO), ya que la compra de cuota de pesca genera inversiones de gran tamaño (ver figura 5.4), por lo que el flujo libre de caja es negativo en muchos años. Se entiende pues, que la rentabilidad de estas inversiones tiene un horizonte de largo plazo.

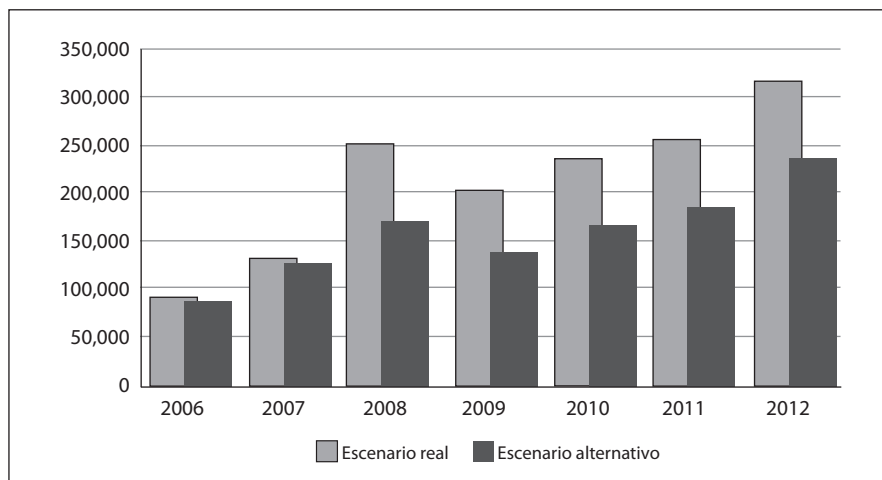


Figura 5.2. Ventas del escenario alternativo versus el real (en miles de dólares)

Elaboración propia.

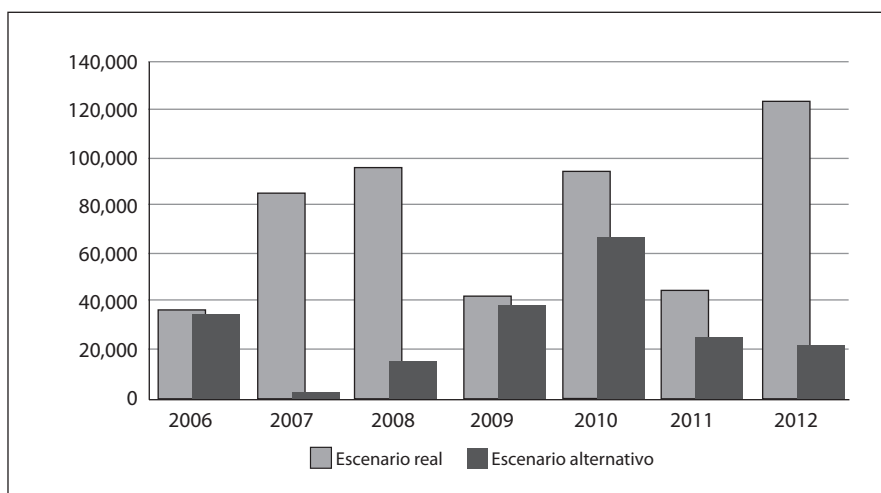


Figura 5.3. Flujo de caja operativo del escenario alternativo versus el real (en miles de dólares)

Elaboración propia.

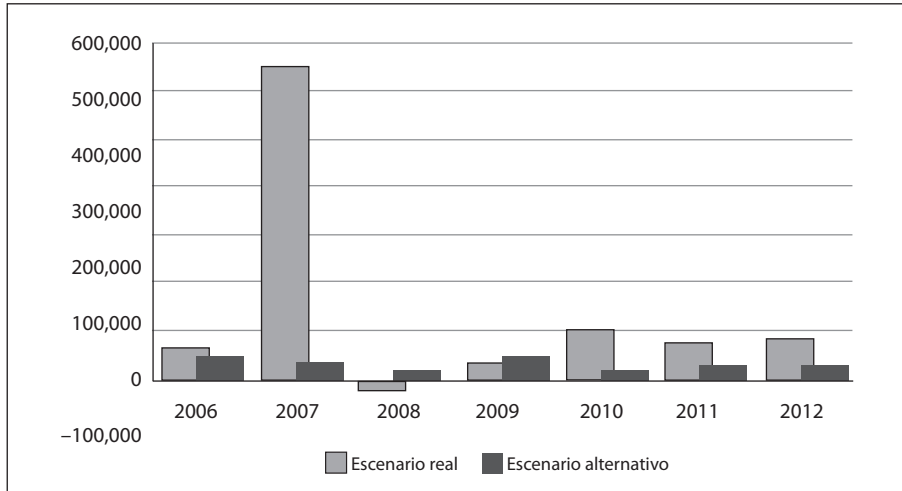


Figura 5.4. Inversiones proyectadas en el escenario alternativo versus el real (en miles de dólares)

Elaboración propia.

Luego de haber analizado la posible evolución de la empresa en comparación con la real desde el momento de la emisión de acciones hasta el cierre del 2012, y habiendo estimado la cuota individual real y proyectada (en el escenario ficticio de no haberse producido emisión de acciones), es posible proyectar la situación financiera a futuro. Para ello se ha considerado un periodo de diez años.

Los principales supuestos para las proyecciones que se presentan son las siguientes:

- La inversión en activos fijos equivale a la depreciación registrada el año anterior al inicio de la proyección. El año base en el escenario real sería el 2012; y para el escenario alternativo, el 2006.
- Al no existir inversión en licencias de pesca, las cuotas individuales se mantienen constantes en ambos escenarios: para el escenario real, en 10.7%, y para el alternativo se fija en 7.4%.
- Los precios de venta (*fishmeal commodity*) se incrementan en 6.9% sobre la base de la variación registrada entre el 2011 y 2012 (Indexmundi, 2012).

- La biomasa se incrementa 1.8% en promedio anual, calculados sobre los cambios registrados en el periodo 2003-2013, tomando en consideración que la cuota global corresponde aproximadamente al 35% de dicha biomasa (Imarpe, 2012).
- No existe el pago de dividendos. Estos son retenidos y mantenidos como disponible para posibles contingencias.
- La tasa de descuento utilizada (WACC) es de 8.30% y 7.88% para el escenario real y alternativo, respectivamente.
- La tasa libre de riesgo es de 4.08%, tomada del rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, es decir, el promedio histórico desde enero de 1999 hasta abril del 2013 (Yahoo! Finance, 2013).
- La prima de riesgo de mercado de 1.96% es tomada del promedio histórico que comprende desde enero de 1999 hasta abril del 2013 (Damodaran, 2012; Yahoo! Finance, 2013). La prima de riesgo es un reflejo de las diferencias de rendimiento obtenidas por el mercado (riesgo de mercado) en relación con la tasa libre de riesgo a lo largo del tiempo; es decir, nos indica el rendimiento adicional que se debe exigir a una inversión, independientemente del sector en el que esta se desarrolla.
- El beta desapalancado de 0.76 correspondiente al sector procesamiento de alimentos, y se produce en vista de que la actividad comercial de la empresa es la venta de productos de consumo indirecto.
- La relación deuda/capital es de 0.72 (promedio del periodo 2006-2012) y 2.03 (solo para el año 2006), datos para los escenarios real y alternativo, respectivamente.
- El riesgo-país es de 3.42%, tomado del promedio histórico que abarca desde enero de 1999 hasta abril del 2013 (BCRP, 2013). El EMBI Perú refleja el riesgo de la economía peruana en una fecha determinada para inversiones del exterior; en otras palabras, la tasa mínima para un inversionista extranjero debería ser la tasa libre de riesgo *spot* más el EMBI Perú. Todas las empresas tienen igual exposición al riesgo-país.

- El costo ponderado de la deuda es de 9%, según el registro de auditoría al 2012.
- La tasa de crecimiento a perpetuidad se ha fijado de manera conservadora en 3.5% y 0.5% anual (el escenario alternativo es menor por estar limitado a la deuda).

Sobre la base de estos supuestos para realizar una proyección económico-financiera de Copeinca, en los cuadros 5.18, 5.19 y 5.20 se presentan su balance general, el estado de ganancias y pérdidas, y el flujo de caja proyectados, respectivamente, para los diez años siguientes.

Asimismo, con base en los supuestos mencionados, también se hace una proyección económico-financiera de Copeinca para el escenario alternativo; en los cuadros 5.21, 5.22 y 5.23 se presentan un balance general, un estado de ganancias y pérdidas, y el flujo de caja proyectados, respectivamente, para el periodo 2013-2022.

Por último, se ha efectuado una valoración económica de Copeinca asumiendo su crecimiento del EBITDA como consecuencia de las futuras adquisiciones. La tasa para el descuento de los flujos de caja se obtuvo mediante la metodología del WACC. Para el costo del capital (K_E), se utilizó la metodología del modelo CAPM ajustada por el índice EMBI con los datos financieros que se muestran en el cuadro 5.24.

Se puede ver en el cuadro 5.24 que el valor del patrimonio en el escenario real es de 725.2 millones de dólares. Dicho valor es razonable teniendo como base de comparación la oferta pública de adquisición recientemente emitida por la empresa noruega Cermaq, que equivale a un valor del patrimonio de 612 millones de dólares (Cermaq tomó posesión del 50.7% de Copeinca).

Asimismo, se observa que, si bien el valor de Copeinca en múltiplos del EBITDA es mayor en el escenario alternativo, este refleja un menor rendimiento del negocio alcanzado, al crecer solo con deuda, y cuya relación de valor en función de lo invertido por cada 100 pbs de cuota en el escenario alternativo es de apenas 920 millones de dólares frente a los 999 millones de dólares del escenario real.

Cuadro 5.18. Balance general proyectado para Copeinca ASA

Balance	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Non current assets										
Cost	445,901	474,606	503,311	532,016	560,721	589,426	618,131	646,836	675,541	704,246
Depreciation	(160,470)	(181,846)	(204,598)	(228,727)	(254,231)	(281,111)	(309,368)	(339,001)	(370,009)	(402,394)
Property, plant and equipment	285,431	292,760	298,713	303,289	306,490	308,315	308,763	307,835	305,532	301,852
Fishing licenses	242,776	250,059	257,561	265,288	273,247	281,444	289,887	298,584	307,542	316,768
Goodwill	153,119	153,119	153,119	153,119	153,119	153,119	153,119	153,119	153,119	153,119
Other intangible assets	980	980	980	980	980	980	980	980	980	980
Current assets										
Inventories	21,244	36,587	54,479	59,301	64,549	70,261	76,479	83,248	90,615	98,635
Trade receivables	16,368	19,813	23,741	25,842	28,129	30,618	33,328	36,277	39,488	42,982
Other account receivable	22,770	24,413	26,168	28,043	30,044	32,181	34,460	36,890	39,481	42,241
Cash and cash equivalents	36,208	60,192	92,682	152,946	226,849	316,067	422,418	561,945	722,981	908,144
Total assets	778,896	837,924	907,443	988,808	1,083,407	1,192,985	1,319,434	1,478,879	1,659,737	1,864,721
Equity										
Share capital	55,004	55,004	55,004	55,004	55,004	55,004	55,004	55,004	55,004	55,004
Share premium	282,358	282,358	282,358	282,358	282,358	282,358	282,358	282,358	282,358	282,358
Stock options										
Other reserves	5,145	5,145	5,145	5,145	5,145	5,145	5,145	5,145	5,145	5,145
Retained earnings	83,319	131,715	186,077	246,734	313,870	387,814	468,804	579,238	700,284	832,878
Non-controlling interest	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total equity	425,826	474,222	528,584	589,241	656,377	730,321	811,311	921,745	1,042,791	1,175,385
Non-current liabilities										
Long-term borrowings	201,919	201,919	201,919	201,919	201,919	201,919	201,919	201,919	201,919	201,919
Deferred income tax	86,006	86,006	86,006	86,006	86,006	86,006	86,006	86,006	86,006	86,006
Other account payable	10,048	10,937	11,905	12,958	14,105	15,353	16,712	18,191	19,801	21,553
Current liabilities										
Bank loans a short term debt	2,888	9,950	21,221	37,699	60,559	91,181	131,185	174,258	227,607	292,962
Trade accounts payable	11,082	12,063	13,130	14,292	15,557	16,934	18,433	20,064	21,840	23,773
Other accounts payable	19,208	20,907	22,758	24,772	26,964	29,351	31,948	34,775	37,853	41,203
Current portion of long term borrowing	21,920	21,920	21,920	21,920	21,920	21,920	21,920	21,920	21,920	21,920
Total liabilities	353,070	363,702	378,859	399,566	427,030	462,664	508,123	557,134	616,946	689,336
Total equity and liabilities	778,896	837,924	907,443	988,808	1,083,407	1,192,985	1,319,434	1,478,879	1,659,737	1,864,721

Elaboración propia.

Cuadro 5.19. Estado de ganancias y pérdidas proyectado para Copeinca ASA

Datos (en millones de dólares)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	342,027	372,297	405,245	441,110	480,148	522,641	568,895	619,243	674,046	733,699
COGS	(212,447)	(231,249)	(251,714)	(273,991)	(298,239)	(324,634)	(353,364)	(384,637)	(418,677)	(455,730)
Gross profit	129,580	141,048	153,531	167,119	181,909	198,008	215,531	234,606	255,369	277,969
Selling expenses	(21,397)	(23,290)	(25,351)	(27,595)	(30,037)	(32,695)	(35,589)	(38,739)	(42,167)	(45,899)
Administrative expenses	(13,318)	(13,654)	(13,612)	(13,528)	(13,598)	(13,579)	(13,568)	(13,582)	(13,576)	(13,575)
Other income	11,737	12,776	13,907	15,137	16,477	17,935	19,523	21,250	23,131	25,178
Other expenses	(43,333)	(47,168)	(51,342)	(55,886)	(60,832)	(66,215)	(72,076)	(78,454)	(85,398)	(92,955)
Operating profit	63,270	69,713	77,133	85,247	93,919	103,453	113,821	125,082	137,359	150,718
Finance income	2,548	2,773	3,019	3,286	3,577	3,893	4,238	4,613	5,021	5,466
Finance costs	(35,138)	(20,405)	(21,041)	(22,055)	(23,538)	(25,596)	(28,352)	-	-	-
Exchange difference, net	16,120	17,547	19,099	20,790	22,630	24,632	26,812	29,185	31,768	34,580
Profit before income taxes	46,801	69,627	78,210	87,268	96,587	106,383	116,520	158,880	174,149	190,763
Income tax expense	(14,271)	(21,231)	(23,848)	(26,610)	(29,452)	(32,439)	(35,530)	(48,447)	(53,102)	(58,169)
Profit for the year	32,530	48,396	54,362	60,658	67,135	73,944	80,990	110,434	121,046	132,595
Depreciation	28,705	28,705	28,705	28,705	28,705	28,705	28,705	28,705	28,705	28,705
EBITDA	52,530	69,772	77,114	84,786	92,640	100,825	109,247	140,066	152,055	164,979

Elaboración propia.

Cuadro 5.20. Flujo de caja proyectado para Copeinca ASA

Cash flow (en millones de dólares)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	342,027	372,297	405,245	441,110	480,148	522,641	568,895	619,243	674,046	733,699
(+) Cost	(212,447)	(231,249)	(251,714)	(273,991)	(298,239)	(324,634)	(353,364)	(384,637)	(418,677)	(455,730)
(+) SG&A	(78,047)	(84,112)	(90,305)	(97,009)	(104,467)	(112,490)	(121,233)	(130,774)	(141,141)	(152,429)
(+) Other income	11,737	12,776	13,907	15,137	16,477	17,935	19,523	21,250	23,131	25,178
(=) Operating profit	63,270	69,713	77,133	85,247	93,919	103,453	113,821	125,082	137,359	150,718
(+) Depreciation & Amortization	20,000	21,376	22,752	24,128	25,504	26,880	28,257	29,633	31,009	32,385
(=) EBITDA	83,270	91,089	99,885	109,376	119,424	130,334	142,078	154,715	168,368	183,103
(+) Taxes	(14,271)	(21,231)	(23,848)	(26,610)	(29,452)	(32,439)	(35,530)	(48,447)	(53,102)	(58,169)
(+) Δ Working Capital	(5,700)	(16,861)	(19,689)	(4,568)	(4,933)	(5,327)	(5,752)	(6,211)	(6,706)	(7,239)
Cash flow from operations	63,300	52,996	56,348	78,198	85,039	92,568	100,796	100,057	108,560	117,695
(+) Invesments	(35,776)	(35,988)	(36,207)	(36,432)	(36,664)	(36,902)	(37,148)	(37,402)	(37,663)	(37,931)
Cash flow from investment	(35,776)	(35,988)	(36,207)	(36,432)	(36,664)	(36,902)	(37,148)	(37,402)	(37,663)	(37,931)
Free cash flow to the firm	27,523	17,008	20,141	41,766	48,375	55,665	63,648	62,655	70,897	79,763

Elaboración propia.

Cuadro 5.21. Balance general proyectado en el escenario alternativo para Copeinca ASA

Balance	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Non current assets										
Cost	225,988	240,293	254,598	268,903	283,208	297,513	311,818	326,123	340,428	354,733
Cumulative depreciation	(110,214)	(126,374)	(143,558)	(161,765)	(180,995)	(201,248)	(222,523)	(244,822)	(268,144)	(292,489)
Property, plant and equipment	115,774	113,919	111,040	107,138	102,213	96,265	89,295	81,301	72,284	62,244
Fishing licenses	94,811	94,811	94,811	94,811	94,811	94,811	94,811	94,811	94,811	94,811
Goodwill	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225	7,225
Other intangible assets	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918	3,918
Current assets										
Inventories	35,247	38,366	41,762	45,458	49,481	53,860	58,626	63,815	69,463	75,610
Trade receivables	37,707	41,044	44,677	48,630	52,934	57,619	62,718	68,269	74,311	80,887
Other account receivable	22,171	24,133	26,269	28,594	31,125	33,879	36,878	40,141	43,694	47,561
Cash and cash equivalents	18,708	20,307	22,046	23,937	25,998	28,240	30,680	33,337	36,228	39,559
Total assets	335,562	343,724	351,748	359,712	367,705	375,818	384,151	392,817	401,934	505,816
Equity										
Share capital	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050	28,050
Other reserves	5,610	5,610	5,610	5,610	5,610	5,610	5,610	5,610	5,610	5,610
Retained earnings	60,203	75,699	93,260	113,094	135,381	160,343	188,221	219,268	253,767	292,024
Total equity	93,863	109,359	126,920	146,754	169,041	194,003	221,881	252,928	287,427	325,684
Non-current liabilities										
Long-term borrowings	156,592	148,052	137,203	123,904	108,055	89,513	68,126	43,739	16,174	79,423
Deferred income tax	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522	28,522
Current liabilities										
Bank loans a short term debt	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539	20,539
Trade accounts payable	13,625	14,831	16,144	17,572	19,128	20,820	22,663	24,669	26,852	29,228
Current portion of long term borrowing	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420	22,420
Total liabilities	241,699	234,365	224,828	212,958	198,664	181,814	162,270	139,889	114,507	180,132
Total equity and liabilities	335,562	343,724	351,748	359,712	367,705	375,818	384,151	392,817	401,934	505,816

Elaboración propia.

Cuadro 5.22. Estado de ganancias y pérdidas proyectado en el escenario alternativo para Copeinca ASA

Datos (en millones de dólares)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	238,104	259,177	282,114	307,081	334,258	363,840	396,039	431,089	469,241	510,769
COGS	(147,896)	(160,985)	(175,232)	(190,740)	(207,621)	(225,995)	(245,996)	(267,767)	(291,464)	(317,259)
Gross profit	90,208	98,192	106,882	116,341	126,637	137,844	150,043	163,322	177,776	193,510
Selling expenses	(14,895)	(16,214)	(17,648)	(19,210)	(20,910)	(22,761)	(24,775)	(26,968)	(29,355)	(31,953)
Administrative expenses	(12,614)	(12,652)	(12,669)	(12,645)	(12,655)	(12,656)	(12,652)	(12,655)	(12,655)	(12,654)
Other income	8,171	8,894	9,681	10,538	11,471	12,486	13,591	14,793	16,103	17,528
Other expenses	(30,166)	(32,836)	(35,742)	(38,905)	(42,348)	(46,096)	(50,176)	(54,616)	(59,450)	(64,711)
Operating profit	40,703	45,384	50,503	56,118	62,193	68,816	76,031	83,877	92,420	101,720
Finance income	1,261	1,372	1,494	1,626	1,770	1,927	2,097	2,283	2,485	2,705
Finance costs	(20,302)	(22,099)	(24,055)	(26,184)	(28,501)	(31,024)	(33,769)	(36,758)	(40,011)	(43,552)
Profit before income taxes	21,662	24,657	27,942	31,560	35,462	39,719	44,359	49,402	54,894	60,873
Income tax expense	(8,048)	(9,161)	(10,381)	(11,726)	(13,175)	(14,757)	(16,481)	(18,354)	(20,395)	(22,616)
Profit for the year	13,614	15,496	17,561	19,834	22,287	24,962	27,878	31,047	34,499	38,256
Depreciation	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115
EBITDA	54,818	59,498	64,618	70,233	76,308	82,931	90,145	97,991	106,535	115,834

Elaboración propia.

Cuadro 5.23. Flujo de caja proyectado en el escenario alternativo para Copeinca ASA

Cash flow (en millones de dólares)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	238,104	259,177	282,114	307,081	334,258	363,840	396,039	431,089	469,241	510,769
(+) Cost	(147,896)	(160,985)	(175,232)	(190,740)	(207,621)	(225,995)	(245,996)	(267,767)	(291,464)	(317,259)
(+) SG&A	(57,676)	(61,702)	(66,060)	(70,761)	(75,914)	(81,514)	(87,604)	(94,239)	(101,459)	(109,318)
(+) Other income	8,171	8,894	9,681	10,538	11,471	12,486	13,591	14,793	16,103	17,528
(=) Operating profit	40,703	45,384	50,503	56,118	62,193	68,816	76,031	83,877	92,420	101,720
(+) Depreciation & Amortization	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115	14,115
(=) EBITDA	54,818	59,498	64,618	70,233	76,308	82,931	90,145	97,991	106,535	115,834
(+) Taxes	(8,048)	(9,161)	(10,381)	(11,726)	(13,175)	(14,757)	(16,481)	(18,354)	(20,395)	(22,616)
(+) Δ Working Capital	(6,626)	(7,213)	(7,851)	(8,546)	(9,302)	(10,126)	(11,022)	(11,997)	(13,059)	(14,214)
Cash flow from operations	40,144	43,125	46,386	49,961	53,830	58,048	62,643	67,640	73,081	79,004
(+) Property, plant and equipment	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)
Cash flow from investment	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)	(14,305)
Free cash flow to the firm	25,839	28,820	32,081	35,656	39,525	43,743	48,338	53,335	58,776	64,699

Elaboración propia.

Cuadro 5.24. *Tasas de descuento y valor de la empresa Copeinca ASA*

Parámetros del WACC	Valor real	Valor en el escenario alternativo	Observaciones
Risk free rate	4.08%	4.08%	T-bonds a 10 años a abril 2013 (Yahoo! Finance, 2013)
Beta unleverage	0.76	0.76	Food processing (Damodaran, 2012)
Risk premium	1.96%	1.96%	Promedio 1999-2013 (Damodaran, 2012; BCRP, 2013)
D/C	0.72	2.03	Según los estados financieros
Beta leverage	1.14	1.83	Tasa de impuesto a la renta: 30%
EMBI	3.42%	3.42%	EMBI a abril de 2013 (BCRP, 2013)
K_E	9.73%	11.09%	
K_D	9.00%	9.00%	
WACC	8.30%	7.88%	
Valor de la empresa (en millones de dólares)	1'069,239	685,552	1.56 veces
Valor del patrimonio (en millones de dólares)	725,169	438,602	1.65 veces
EV/EBITDA	10.30	13.61	
EV/Cuota (100 pbs)	999	920	1.09 veces

Fuente: BCRP, 2013; Damodaran, 2012.
Elaboración propia.

4.4. Conclusiones del análisis de valor

En este caso práctico, se ha podido apreciar cómo el hecho de emitir acciones en una plaza bursátil internacional ha viabilizado la generación de valor al permitir un crecimiento más rápido, aumentando el valor de la empresa y de su patrimonio en 1.56 y 1.165 veces, respectivamente.

Dicho resultado es consecuencia principalmente del hecho de que en el escenario alternativo solo se puede crecer en cuotas individuales de pesca mediante deuda. Dicha herramienta está sujeta a un límite en función de su patrimonio, que solo se fortalece vía retención de utilidades; se limita así su verdadero potencial.

La relación entre beneficio y costo que puede derivarse del valor de la empresa por cada unidad de inversión efectuada es un indicador claro de

la generación de valor obtenida por una emisión de acciones. La inversión actual por cada 100 pbs de cuota de pesca es de aproximadamente 100 millones de dólares, con lo que la emisión de acciones brinda un beneficio adicional de 1.09 veces respecto del escenario de crecimiento solo con deuda.

Tal como se ha mencionado en el análisis de los factores críticos de éxito, no solo las fortalezas de una empresa vinculadas con su entorno, industria, competidores y regulación del país son los factores que dichas empresas deben tomar en cuenta para fortalecerse y mantenerse en el tiempo, sino que también la gerencia del negocio debe tener el perfil adecuado para saber identificar el mejor escenario donde se combinen todos los factores analizados y agregar el punto decisivo para conseguir el éxito a futuro, es decir, la decisión de emitir y ceder propiedad para seguir creciendo.

Conclusiones, recomendaciones y lecciones aprendidas en la investigación

Tras ser analizados cada uno de los cuatro casos de empresas peruanas y definidos los factores críticos de éxito (FCE), se ha podido llegar a las siguientes conclusiones relacionadas con los motivos y la decisión de emitir acciones en mercados internacionales:

- 1) Los objetivos individuales en las emisiones de acciones difieren en cuanto a magnitud, uso y destino de los fondos; las empresas pueden tener distintas necesidades, como las de impulsar proyectos importantes de crecimiento, necesidades de consolidación y presencia corporativa, expansión en el mercado y en el sector en el que se desempeñan, así como de mantener e impulsar la marcha del negocio generando estructuras adecuadas de deuda y capital, entre otras necesidades.

Finalmente, es posible identificar como interés común el deseo y la necesidad de internacionalizarse y de lograr presencia en mercados globalizados, con inversionistas especializados, y sujetos a los más altos estándares de control, transparencia y calidad de información como un medio de potenciar el crecimiento sustentable y la expansión económica-financiera en el tiempo, lo que asegura la consecución de los planes estratégicos de las empresas.

- 2) Las empresas deben mantener una visión clara de sus objetivos y prepararse a nivel técnico para afrontar las distintas exigencias de las

plazas bursátiles y de los inversionistas especializados; en ese sentido se hace necesario desarrollar diversos organismos internos de control y de mejora continua de las operaciones externas e internas, con el fin de propiciar el orden y la alta profesionalización de todo el equipo de dirección, así como de las distintas unidades de apoyo que poseen las empresas.

Dicha profesionalización se ve materializada a través de la implementación de las buenas prácticas de gobierno corporativo, tales como comités de directorio, control y auditoría cuyo alcance sea a todo nivel. Esta labor no debe considerarse como única, de corto plazo y de fácil adecuación, sino que, por el contrario, debe convertirse en un trabajo permanente de mantenimiento en el tiempo impulsando la figura del control interno, con un elevado nivel técnico y adecuado resguardo de los intereses de cada *stakeholder*.

- 3) El orden de la economía peruana tiene un peso significativo en el buen desempeño de cada sector como una vía que potencia el crecimiento y que brinda la confianza necesaria para el ingreso de capitales. Las empresas que emitieron acciones lo han hecho en un contexto propicio y de regulación interna del país que, en términos generales, han mejorado la exposición de empresas peruanas como objetivo de inversión, mostrando, de esta manera, sólidos fundamentos, como el crecimiento del PBI, que desde 1994 y hasta el 2013 se ha incrementado en una tasa promedio anual del 7.55% (8.91% desde el 2003), y donde la inflación promedio anual en el periodo 2003-2013 ha sido del 2.92% (es decir, dentro del rango meta de inflación propuesto por el BCRP).

Consecuentemente con el orden interno del país, las distintas instituciones del Estado peruano deben ser sólidas y correctamente encaminadas, de tal forma que se dé un adecuado cumplimiento a las normativas vigentes.

- 4) Durante su marcha operativa, toda empresa afronta riesgos de distintos matices y con las características propias de cada sector económico en el cual se desempeñan; tales riesgos pueden tratarse desde el impacto ambiental de los proyectos, fenómenos y desastres naturales, hasta los que surgen en los mercados financieros por inadecuadas prácticas de inversión, entre otros.

Los planes de prevención y manejo de contingencias deben concordar con los objetivos estratégicos, asegurando o mitigando el menor impacto en las operaciones, resultados y valor de las empresas. Para ello, es necesaria la implementación de una amplia y correcta política de administración de riesgos que identifique, estime, mida, mitigue y controle los potenciales riesgos propios de cada sector, industria y país. La capacidad de las empresas de responder de forma rápida a estos riesgos evidencia sus fortalezas de prevención, lo cual finalmente brinda confianza a sus *stakeholders*.

Bibliografía

- ADEB (Arntzen de Besche-Oslo Stock Exchange). (2013). Recuperado de <http://www.adeb.no/en/expertise/stock-exchange-and-securities-law/>
- Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. (2012, junio). Informes de clasificación de riesgo. Recuperado de <http://www.aai.com.pe/>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2012). Glosario de términos económicos. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario.html>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2013). *Reporte de estabilidad financiera y estadísticas*. Diciembre. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>
- Baltic International Bank. (2012). Descripción de instrumentos financieros y riesgo inherente. Recuperado de <http://www.bib.lv/en/deposits-and-investments/brokerage-services/stocks>
- Barrachina, E. (2011). *Derecho del mercado de valores*. Madrid, España: Difusión Jurídica y Temas de Actualidad, S.A.
- Bodie, Z. & Merton, R. (2011). *Finanzas*. México D.F., México: Prentice Hall Hispanoamericana.
- Buenaventura. (1996). *Prospecto de Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.*

- Buenaventura. (2006). *Memoria anual 2006 de Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.* Recuperado de http://www.buenaventura.com/doc/annual_report/memoria2006.pdf
- Buenaventura. (2011). *Memoria anual 2011.* Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/eeff/B20003/20120326194201/MEB200032011AIA01.PDF>
- Buenaventura. (2012). *Memoria anual 2012.* Recuperado de http://extapps.mz-ir.com/rao/Buenaventura/2012/es/archivos/Memoria_Anual_2012.pdf
- BVL (Bolsa de Valores de Lima). (2012). *Estado financiero consolidado al tercer trimestre, Credicorp Ltda.* Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_financiera73250_BAP.html
- Caralli, R. A., Stevens, J. F., Willke, B. J., & Wilson, W. R. (2004). *The critical succes factor method: Establishing a foundation for enterprise security management.* Pittsburgh, PA: Carnegie Mellon University, Software Engineering Institute.
- Citicorp Ltda. (2013). Citibank del Perú S.A. Recuperado de <https://www.citibank.com.pe/peru/lape/institucional.htm>
- Conasev (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores). (1994). Resolución Conasev N° 358-93-EF/94.
- Credicorp. (2011a). *Reporte anual 2011 Credicorp Ltda.* Recuperado de <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97944&p=irol-overview>
- Credicorp. (2011b). *Credicorp Ltd., gobierno corporativo 2011.* Recuperado de <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97944&p=irol-overview>
- Credicorp. (2012). *Reporte anual 2012 Credicorp.* Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/B60051/20130228090901/MEMORIA32CREDICORP32CONASEV322012.PDF>
- Cuervo, A., Rodríguez, L., & Parejo, J. A. (2010). *Manuel del sistema financiero español.* Madrid, España: Ariel Economía.
- Copeinca. (2004). *Memoria anual 2004 de Corporación Pesquera Inca S.A.* Recuperado de http://204.200.208.28/images/upload/paginaweb/archivo/Memoria_COPEINCA-2004.pdf?PHPSESSID=fa45fd78ded5a8e04bfd81ea961b2f2f
- Copeinca. (2006). *Memoria anual 2006 de Corporación Pesquera Inca S.A.* Recuperado de http://204.200.208.28/images/upload/paginaweb/archivo/Memoria_Bilingue_2006.pdf?PHPSESSID=49bae555711304dc7f75b3e49eace93d

- Copeinca. (2008). *Memoria anual 2008 de Copeinca*. Recuperado de <http://204.200.208.28/images/upload/paginaweb/archivo/MEMCOPESP2008F%2024.08.09.pdf?PHPSESSID=fa45fd78ded5a8e04bfd81ea961b2f2f>
- Copeinca. (2011). *Memoria anual 2011 de Copeinca*. Recuperado de <http://204.200.208.28/images/upload/paginaweb/archivo/MEMCOP2011ESP.pdf?PHPSESSID=fa45fd78ded5a8e04bfd81ea961b2f2f>
- Copeinca. (2012). *Annualreport2012:Copeinca*. Recuperado de http://204.200.208.28/images/upload/paginaweb/archivo/Memoria_Anual_Copeinca_2012.pdf?PHPSESSID=fa45fd78ded5a8e04bfd81ea961b2f2f
- Damodaran, A. (2012). *Customixed geometric risk premium estimator*. Damodaran On-Line. Recuperado de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- Daniel, D. R. (1961). Management information crisis. *Harvard Business Review*, 39(5), 111-121.
- Desai, M. (2004). Cross-border listing and depository receipts. *Harvard Business School*, 9, 204-222.
- Día 1. (2007, 25 de enero). Entrevista a Samuel Dyer, gerente general de Copeinca. Suplemento del diario *El Comercio*.
- Edufinet. (2012). Educación Financiera en la Red. Recuperado de <http://www.edufinet.com>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2012, junio). Informe de clasificación de riesgo. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/>
- Gestión. (2010, 27 de octubre). Entrevista a Roque Benavides Ganoza.
- Gestión. (2012, 4 de octubre). Entrevista a Juan Carlos Vallejo.
- Gestión. (2013, 12 de marzo). Copeinca: el valor de la compañía se ubica en US\$ 1,100 millones. Recuperado de <http://gestion.pe/empresas/copeinca-valor-compania-se-ubica-us-1100-millones-2061231>
- Gitman, L. J. (2007). *Principios de administración financiera*. 11ª ed. México D.F., México: Pearson Educación.
- Hochschild Mining PLC. (2006). *Prospectus global offer* [Prospecto informativo de oferta global]. Recuperado de http://www.hochschildmining.com/resources/314/Hochschild_Prospectus_FINAL.pdf

- Hochschild Mining PLC. (2007). *Annual report and accounts 2006*. Recuperado de <http://www.hochschildmining.com/en/investors/results?year=2007>
- Hochschild Mining PLC. (2010). *Analyst roundtable presentation*. Recuperado de <http://www.hochschildmining.com/en/investors/results?year=2010>
- Hochschild Mining PLC. (2012). *Annual report and accounts 2011*. Recuperado de <http://www.hochschildmining.com/en/investors/results?year=2012>
- Hochschild Mining PLC. (2013). *Full year results 2012*. Recuperado de <http://www.hochschildmining.com/en/investors/results?year=2013>
- Imarpe (Instituto del Mar del Perú). (2012). *Proyecciones de pesca de anchoveta en la región Norte-Centro (Temporada: noviembre 2012-enero 2013)*. Recuperado de <http://www.imarpe.pe>
- Indexmundi. (2012). *Fishmeal monthly price-US dollars per metric ton*. Recuperado de: <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=fish-meal&months=180>
- Kuemmerle, W. (2004, April 29). A note on depositary receipts. *Harvard Business School*.
- LSE (London Stock Exchange). (2009). *Hochschild Mining: Tapping resources for expansion*. Recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/case/hochschild-mining.pdf>
- LSE (London Stock Exchange). (2012). *A practical guide to listing*. Recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/float/practical-guide-to-listing.pdf>
- LSE (London Stock Exchange). (2013). *Admission and disclosure standards*. Recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/brochures/admission-and-disclosure-standards.pdf>
- López Álvarez, A. L. (2008). Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos. *Mercatoria*, 7(2), 1-85. Recuperado de <http://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3627233.pdf>
- Manrique P., O. (2012, 9 de diciembre). Banca aconseja a empresas estirar plazos con proveedores. *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/noticia/1358588/banca-aconseja-empresas-estirar-plazos-proveedores>

- Martín Mato, M. A. (2010). *Mercado de capitales: una perspectiva global*. Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.
- Mendiola, A., Chara, J., Jara, N., Pérez, M., Suazo, J., Valenzuela, H., & Aguirre, C. (2011). *Estrategia de generación de valor en una empresa de distribución eléctrica*. Serie Gerencia para el Desarrollo N° 24. Lima: Universidad ESAN.
- Murillo, M. (2009). *¿Qué son los factores críticos del éxito y como se vinculan con el BSC?* San José, Costa Rica: Deinsa. Recuperado de http://www.deinsa.com/cmi/documentos/Los_factores_criticos_del_exito.pdf
- NYSE. (2012). New York Stock Exchange. Recuperado de <https://nyse.nyx.com>
- NYSE Euronext. (2013). Recuperado de <https://www.nyx.com>
- Oslo Bors. (2012). A practical guide to listing. Recuperado de <http://www.oslobors.no>
- Pacheco Mexzon, R. (2008). *ADR's y el valor de la empresa*. Tesis para obtener el grado de Magíster en Economía. Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Paredes, C. E. (2010). *Reformando el sector de la anchoveta peruana. Progreso reciente y desafíos futuros*. Cuaderno de Investigación N° 10, Junio. Lima: Instituto del Perú, USMP.
- Paredes, C. E., & Gutiérrez, M. E. (2008). *La industria anchovetera peruana: costos y beneficios. Un análisis de su evolución reciente y de los retos para el futuro*. Lima: Instituto del Perú, USMP.
- Produce (Ministerio de la Producción). (2008). Decreto Legislativo N°. 1084: Ley sobre límites máximos de captura por embarcación.
- Rockart, J. F. (1979). Chief executives define their own data needs. *Harvard Business Review*, 57(2), 81-93.
- Romero Martínez, P. (2003). ADR's: Cómo invertir en Estados Unidos comprando valores españoles. *Saberes, Revista de Estudios Jurídicos, Económicos y Sociales* 1, 1-10. Recuperado de <http://www.uax.es/publicacion/adrs-como-invertir-en-estados-unidos-comprando-valores-espanoles.pdf>
- SEC (U.S. Securities Exchange Commission). (2010). *Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act*. Recuperado de <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

- SEC (U.S. Securities Exchange Commission). (2012). *Investor bulletin: American Depositary Receipts*.
- SEC-F20. (2012). *EDGAR: Company filings*. U.S. Securities and Exchange Commission and Form 20-F/A, 2002, 2011. Recuperado de <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>
- SMV (Superintendencia de Mercado de Valores). (1993). *Prospecto de oferta pública de intercambio de Credicorp Ltda.*
- Westreicher, G. (2013, 4 de marzo). Entrevista a Luis Felipe Arizmendi: la BVL podría subir entre 12% y 18% durante el 2013. *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/mercados/luis-felipe-arizmendi-bvl-podria-rendir-entre-12-y-18-durante-2013-2060426>
- Williams, D. G. (2005). *Accounting and auditing enforcement release No. 2193*. U.S. Securities Exchange Commission. Recuperado de <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19108.htm>
- Yacsahuache Pasapera, H. (2006). Mecanismo de funcionamiento de los ADR (American Depositary Receipts) en el mercado financiero norteamericano. *Quipukamayoc*, 13(25), 47-51.
- Yahoo! Finance. (2013). Recuperado de <http://finance.yahoo.com/q?s=BVN>

Anexos

- 1. Alternativas de financiamiento bancario**
- 2. La Ley del Mercado de Valores de 1934**
- 3. Los tipos de American Depositary Receipts (ADR)**
- 4. Las líneas de negocio de Credicorp Ltda.**

Alternativas de financiamiento bancario

1. Por su carácter de exigibilidad pueden ser de diferentes plazos

a) De corto plazo

- *Sobregiro bancario*: las empresas giran sobre su cuenta por importes mayores a los saldos disponibles previa aprobación del banco, por lo cual este le cobrará a la empresa un interés por dicho financiamiento que usualmente es más elevado que el resto de alternativas de financiamiento.
- *Crédito para capital de trabajo*: operación de carácter temporal que tiene por finalidad consolidar el flujo y la solvencia de las empresas como una vía de optimización de sus operaciones, las cuales no tienen que verse interrumpidas ni retrasadas.
- *Operación de descuento*: los bancos aplicarán una tasa de descuento al importe nominal del título de crédito por el plazo comprendido entre la fecha de operación de descuento y la fecha de vencimiento de dicho título.

b) De largo plazo

- *Bonos*: títulos por los cuales el emisor (la empresa) se encuentra obligado al pago de intereses en un periodo y frecuencia determinados. Aquellos que no superan los 5 años son considerados de corto plazo, de 6 a 15 años se consideran de mediano plazo y los que superan los 15 años se consideran de largo plazo.
- *Arrendamiento financiero*: un arrendador (institución financiera) cede al arrendatario (la empresa) un activo determinado por un plazo y cuota periódica pactada. Por lo general, al finalizar el plazo del contrato, el arrendatario tendrá la posibilidad de adquirir el activo a un valor conocido como la opción de compra.
- *Créditos hipotecarios*: un bien inmueble sirve como colateral de un préstamo para cubrir la posible caída en *default* del deudor. En este tipo de créditos el inmueble tiene mayor prelación que el resto de deudas.

2. Por el origen de su naturaleza

a) Financiamiento interno

- *Resultados acumulados* (utilidades no distribuidas): consecuencia de la actividad propia del negocio y que no han sido distribuidos como dividendos.
- *Desinversiones*: se obtiene un flujo mediante la venta de activos. Por lo general, las desinversiones restan la capacidad productiva a la compañía.

b) Financiamiento externo

- *Financiamiento bancario*: los bancos otorgan préstamos a las empresas para lo cual se suscriben contratos y se firman títulos no negociables. El prestatario tiene la obligación de pago del capital más un importe por intereses compensatorios pactados entre el banco y la empresa.
- *Mercado de capitales*: los gobiernos así como las empresas públicas y privadas emiten valores para inversiones, ya sean de renta fija o de renta variable, tanto en el corto plazo como en el largo plazo.
- *Otros financiamientos* (extrabursátiles): se negocian fuera de la rueda de bolsa habitual, tanto para compra como para venta de activos financieros entre inversionistas calificados.

3. Por principales problemáticas

Los principales problemas que enfrentan las empresas peruanas para el acceso a las distintas fuentes de financiamiento se detallan a continuación, constantemente las empresas recurren al sistema bancario:

a) Generación de recursos

Las empresas deben evidenciar una generación de recursos monetarios que les permitan hacer frente a sus obligaciones de corto y largo plazo. El ciclo de caja como resultado de una adecuada gestión en la rotación de activos y pasivos se evidencia a través del análisis del flujo de caja de la compañía.

Según Alejandro Gómez Saba, presidente de la Asociación Peruana de Finanzas (APEF):

Las empresas tienen que estar atentas a que el inventario no se deteriore, y lo que no se vende se debe rematar, descontar o castigar. Tienen que ser más eficientes en el manejo de sus inventarios y de sus cuentas por cobrar. Esa es la clave. La solvencia de una compañía depende principalmente de esta última.

b) Dolarización

Los mercados se encuentran dolarizados por lo que las empresas pueden estar más expuestas al riesgo cambiario. De igual forma, las entidades financieras requieren de mayor capital regulatorio, lo que finalmente genera contracciones del crédito y que dificultan las vías de acceso al financiamiento para las empresas.

El grado de dolarización de los créditos a empresas a setiembre del 2012 fue de 53.8% (lo que representa un incremento de préstamos en dólares del 17.6% entre el periodo setiembre 2011-setiembre 2012 concentrado en los créditos corporativos con crecimiento de 19.3% y los créditos de la gran empresa con 12.5% de crecimiento en el mismo periodo indicado), este incremento se encuentra explicado por la apreciación del nuevo sol, así como por el incremento de la liquidez en moneda extranjera.

Cuadro 1. *Deuda por tipo de empresa y por monedas con el sistema financiero (en millones de nuevos soles)*

Tipo de empresa y moneda	Periodos				Sep-12 / Sep-11	
	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Sep-12	Flujo	Var %
Total deuda de la empresa	91,765	96,664	98,189	106,321	14,555	15.9
Moneda nacional	43,179	45,791	46,021	49,165	5,986	13.9
Moneda extranjera	48,587	50,873	52,168	57,156	8,569	17.6
% de dolarización	52.90%	52.60%	53.10%	53.80%		
Empresas corporativas	23,404	24,548	24,561	25,817	2,413	10.3
Moneda nacional	9,105	9,282	8,857	8,762	-343	-3.8
Moneda extranjera	14,299	15,266	15,704	17,055	2,756	19.3
% de dolarización	61.10%	62.20%	63.90%	66.10%		
Grandes empresas	21,329	21,634	21,632	23,810	2,481	11.6
Moneda nacional	5,695	6,112	6,054	6,218	523	9.2
Moneda extranjera	15,634	15,522	15,578	17,592	1,958	12.5
% de dolarización	73.30%	71.70%	72.00%	66.10%		
Medianas empresas	22,543	24,345	25,091	27,674	5,131	22.8
Moneda nacional	7,646	8,112	8,118	9,232	1,586	20.7
Moneda extranjera	14,897	16,233	16,973	18,442	3,545	23.8
% de dolarización	73.30%	66.70%	67.60%	66.60%		
Pequeñas empresas	16,362	17,556	18,287	19,256	3,894	23.8
Moneda nacional	13,165	14,240	14,967	15,713	3,548	27.0
Moneda extranjera	3,197	3,316	3,320	3,543	346	10.8
% de dolarización	19.50%	18.90%	18.20%	17.50%		
Microempresas	8,128	8,581	8,617	8,764	635	7.8
Moneda nacional	7,567	8,045	8,025	8,239	671	8.9
Moneda extranjera	561	536	592	525	-36	-6.4
% de dolarización	6.90%	6.20%	6.90%	6.00%		

Fuente: BCRP, 2013.

4. Influencia del sector de la economía y el acceso al crédito

El sector económico donde se desempeña la empresa tiene incidencia en su capacidad de acceder a créditos en función del dinamismo y perspectivas que muestren en la economía de un país, así como su impacto en la sociedad.

Sobre el acceso al crédito, las facilidades de las empresas financieras para otorgar créditos tienen gran impacto en el desarrollo de las empresas y su economía, por lo que ajustes a las políticas de crédito y riesgo de las entidades financieras delimitarán parte de la capacidad a las empresas de acceder a financiamientos, en vista de que algunas empresas no podrán cumplir ciertos requerimientos bancarios que son parte de sus políticas para el otorgamiento de préstamos.

En los últimos 12 meses los préstamos crecieron 18.5% (entre marzo y setiembre del 2012) versus 15.9% registrado en el semestre anterior. Las empresas han obtenido 5.1% más de financiamientos concentrado entre las empresas grandes, medianas y pequeñas.

Cabe mencionar que estos indicadores son un reflejo del comportamiento de la economía en materia de producción y gastos, así mismo nos indica que más empresas están en capacidad de acceder a créditos en el sistema financiero peruano, sin embargo, se debe tener en consideración y cuidado los auges crediticios que pueden volver insostenible el nivel de deuda de las empresas.

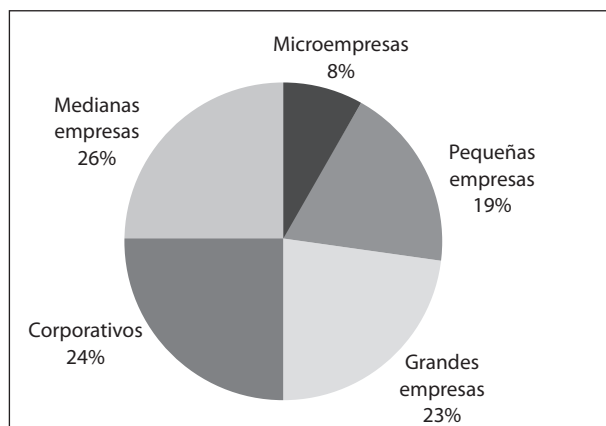


Figura 1. Estructura de créditos a empresas no financieras por tipo de colocaciones

Fuente: BCRP, 2012.

Podemos ver de la figura 1 que el 47% de las colocaciones del sistema financiero están dirigidas a corporaciones y grandes empresas.

La figura 2 muestra los periodos del *boom* crediticio, se aprecia los auge bastante marcados entre el cuarto trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009, así como durante el segundo trimestre del 2011.

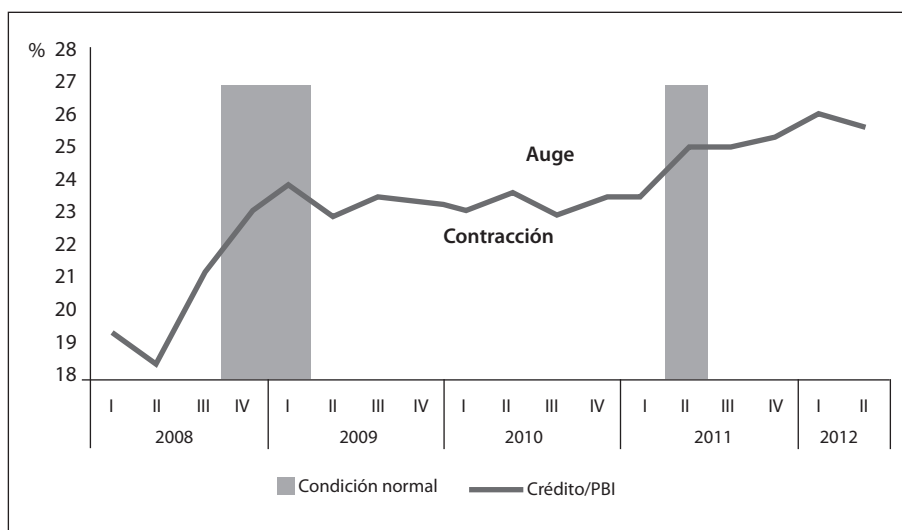


Figura 2. Determinación de periodos del *boom* crediticio

Fuente: BCRP, 2013.

Nota. Se aplicó la metodología de Lahura, E., Chang, G. y Salazar, O. (2013). *Identificación de episodios de auge crediticio: una propuesta metodológica con fundamentos económicos*. Documentos de Trabajo N° 2013-11. Lima: BCRP.

La Ley del Mercado de Valores de 1934

1. El ADR de nivel I

En este caso, la empresa emisora no necesita estar registrada en alguna bolsa de valores de Estados Unidos, sin embargo, tiene la obligación de suministrar a la SEC toda la información y documentación contable requerida por las instituciones reguladoras de su país. Adicionalmente, debe presentar el contrato firmado con el banco estadounidense que actuará como depositario.

Los requisitos que exige son:

- Aprobación por parte de la SEC de la solicitud de excepción contenida en el Acta 12g3-2(b) a la Ley de Valores de 1934 (conocido como el Acta de Seguridad de Cambio de 1934), para que el emisor presente solamente la información obligatoria requerida en su país de origen.
- Realización del acuerdo de depósito entre el emisor y el banco depositario.
- Completar el formato F-6 de la SEC para registrar los ADR para emisores privados extranjeros de conformidad con las normas establecidas en la Ley de Valores de 1934. Este formato exige información mínima en relación con el depositario y con los términos del contrato, tales como: número de acciones, monto, procedimientos de cobro, de dividendos, comisiones a cubrir por los tenedores de los ADR, derechos de suscripción, entre otros.
- Contar con un bróker en el mercado estadounidense.

2. El ADR de nivel II

En este nivel, también se realiza sobre las acciones que se encuentran en circulación en el país de origen, sin embargo, a diferencia del nivel anterior, las acciones deben registrarse en la bolsa de valores elegida, lo cual permite al emisor que sus valores lleguen a un mayor número de inversionistas.

La información que el emisor debe presentar es más detallada que en el nivel anterior e implica conciliar sus estados financieros con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (US GAAP) en Estados Unidos.

Los requisitos que exige son:

- Completar y presentar el formato F-20 de la SEC, el cual brinda los detalles de la emisión e información de la compañía: negocios, situación financiera, directores, ejecutivos y principales accionistas, e información de los mercados en los cuales cotizan sus valores. Asimismo, debe presentar los estados financieros auditados de los dos últimos ejercicios pero preparados de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos.
- Realización del acuerdo de depósito entre el emisor y el banco depositario.
- Completar el formato F-6 para la correspondiente inscripción en bolsa.
- Completar los requerimientos de la SEC para la negociación y liquidación de los ADR.
- Preparar los certificados y solicitar el código de estos valores.

3. El ADR de nivel III

Este nivel permite al emisor levantar capital en el mercado estadounidense, para lo cual se realiza una oferta pública de ADR. En este caso, los ADR como las acciones deben ser inscritos en bolsa.

Los requisitos que exige son:

- Completar y presentar el formulario F-1 de la SEC cuando el objetivo de la emisión sea la captación de capital. En caso de que el objetivo de la emisión sea la adquisición de alguna compañía se debe completar y presentar el formulario F-4.
- Preparar y presentar el formulario F-20 para la aprobación de la SEC.
- Realización del acuerdo de depósito entre el emisor y el banco depositario.
- Presentar solicitud de registro en bolsa y conseguir la aprobación.
- Presentar la información solicitada en el formato F-6.

4. La Regla 144-A

El objetivo es respaldar la emisión primaria de acciones con el fin de lograr un incremento de capital. La diferencia con el nivel III es que la colocación de estos valores va dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales calificados (*qualified institutional buyer, QIB*).

La información financiera requerida por la SEC no tiene el mismo nivel de rigor que para los programas de nivel III.

Los requisitos que exige son:

- Presentar la solicitud de excepción bajo la regla 12g, 3-2(b) de la norma 144-A. Esta regla está resumida en 5 condiciones básicas.
- Realización del acuerdo de depósito entre el emisor y el banco depositario.

Los tipos de American Depositary Receipts (ADR)

Entre los ADR se pueden distinguir cuatro tipos, según la clase de programa con el que son auspiciados, los cuales se clasifican en los siguientes niveles.

1. Nivel I

Es el programa más simple y el menos costoso para que una empresa no estadounidense transe sus acciones en los mercados de Estados Unidos. Este nivel no permite que la empresa levante nuevo capital, se realiza sobre acciones que ya se encuentran en circulación en el país de origen de la empresa emisora. Al igual que el programa no auspiciado, este nivel solo se transa a través del mercado extrabursátil (OTC), sin embargo, a diferencia del programa no auspiciado, en este caso la empresa se encuentra participando activamente en el programa. Se puede señalar que este nivel tiene como principal propósito que las empresas extranjeras sean conocidas en el mercado estadounidense. Se deben registrar en la SEC completando el formato F-6 y la empresa debe solicitar a la SEC la exención 12g3-2(b), la cual le permitirá solo remitir aquella información que está obligada a remitir en su país de origen.

De esta manera, se pueden señalar las siguientes ventajas para el emisor:

- La empresa emisora mantiene el control del programa al ser ella quien elige al banco depositario.
- La empresa se hace más conocida en los mercados internacionales.
- Es el programa con menores costes de emisión y mantenimiento.
- El nivel de información que la empresa está obligada a remitir es mucho menor en comparación con los otros programas.

Entre las desventajas se encuentran las siguientes:

- Las acciones no son inscritas en bolsas estadounidenses.
- Los instrumentos son transados en mercados *over the counter*, que resultan ser de baja liquidez.
- No hay un incremento de capital.

2. Nivel II

Al igual que el nivel I, no permite levantar nuevo capital, se realiza sobre acciones ya emitidas en el país de origen de la empresa, pero pueden ser listadas en una de las bolsas de valores reconocidas en Estados Unidos (NYSE, Nasdaq, o AMEX). Es más costoso debido a que listar en una bolsa estadounidense implica mayor requerimiento de información sobre la empresa emisora. Se debe llenar adicionalmente el formato F-6 y el formulario F-20 que incluye reportes anuales. Asimismo, la empresa debe conciliar sus estados financieros con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos.

De esta manera, se pueden señalar las siguientes ventajas para el emisor:

- Los valores se negocian en una bolsa estadounidense, accediendo a un mercado mucho más líquido.
- Aumenta el prestigio de la empresa emisora al negociar valores de mayor liquidez.
- Generan un mayor interés por parte del inversionista por la transparencia que supone.

Entre las desventajas se encuentran las siguientes:

- Requiere de información más detallada sobre la compañía.
- Se requiere conciliar los estados financieros de la empresa con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos.
- El costo es más elevado y requiere de mayor tiempo de implementación. No permite levantar capital.

3. Nivel III

Es el nivel más alto y permite a las empresas emisoras levantar nuevo capital a través de una oferta pública en una bolsa de valores de Estados Unidos. La empresa emisora debe adherirse a las reglas y regulaciones que son aplicables a las empresas estadounidenses. Se emiten acciones bajo la forma de ADR, lo cual permite obtener capitales del mercado estadounidense. Se deben completar, adicionalmente al formato F-20, el formulario F-1, en el momento de la emisión, el cual contiene las razones principales de la empresa emisora para levantar capital en el mercado estadounidense, factores de riesgo, entre otros. Al igual que el nivel II, los estados contables deben conciliarse con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos.

De esta manera, se pueden señalar las siguientes ventajas para el emisor:

- Permite levantar capital al realizar una emisión y colocación de acciones, permitiendo financiar proyectos de inversión de la empresa emisora.
- Mejora la habilidad para obtener capital en el futuro si la acción mantiene un buen desempeño en el mercado.
- Genera una mayor confianza e interés al inversionista, en vista de que la empresa emisora debe cumplir con todas las reglas y obligaciones de las empresas constituidas en Estados Unidos.
- La normativa y los requerimientos de información de los mercados en donde cotiza la acción genera un mayor volumen de información sobre la empresa emisora, generando un mayor análisis por parte del mercado, lo que conlleva a que la acción no permanezca subvalorada o sobrevalorada por amplios periodos de tiempo, es decir, la formación de precios es más eficiente.

Entre las desventajas se encuentran las siguientes:

- Se exige un mayor detalle de información a presentar a la SEC.
- Genera mayores costos relacionados con la preparación y presentación de los reportes financieros.
- Sujeción a las leyes de valores de Estados Unidos, las cuales incluyen un mayor riesgo de responsabilidades civiles y penales.
- Riesgo de que aumente la volatilidad del precio de las acciones influenciada no solo por la percepción de los inversionistas de este nuevo mercado, sino también por cambios en las condiciones económicas en dicho mercado.

4. Nivel IV: Regla 144-A

Al igual que el nivel III, permite a la empresa emisora levantar capital, sin embargo, la colocación se encuentra bajo la norma 144-A. Según esta regla, la colocación de estos valores debe realizarse en exclusividad a los inversionistas institucionales (*qualified institutional buyers, QIB*). Al ser una colocación privada dirigida a estos inversionistas, la SEC impone menos requerimientos de registro y de reporte, por tanto, no requiere el mismo nivel de información que requiere el nivel III.

Es así que emitir los ADR bajo esta regla puede ser una manera más rápida y simple de acceder al mercado estadounidense en comparación con el nivel III.

Se pueden señalar las siguientes ventajas para el emisor:

- Se puede levantar capital.
- El requerimiento de información es mucho menor que en comparación con el nivel III.
- La implementación tiene un menor costo que los programas de nivel II y III.

Entre las desventajas se encuentran las siguientes:

- La negociación de los valores debe ser realizada directamente a los QIB, lo que da acceso a un mercado menos líquido.
- Solo se pueden vender al público no institucional después de dos años de su colocación.

Las líneas de negocio de Credicorp Ltda.

1. Negocio bancario

Participa en este negocio principalmente a través del Banco de Crédito del Perú (BCP), el *holding* ha obtenido buenos resultados sobre la base de una adecuada gestión y estrategia.

Al cierre del primer semestre del 2012 la contribución de la utilidad neta dentro de Credicorp fue de 81.4%, lo que representó un 19% de incremento versus el mismo periodo del año anterior (US\$ 479 millones al tercer trimestre del 2012).

También registró 15.9% menos de provisiones respecto del trimestre anterior, lo que evidencia una mejora en la gestión y adecuado nivel de cartera atrasada.

Las colocaciones brutas crecieron un 14.6% los últimos 12 meses (versus el tercer trimestre del 2011) y 2.7% respecto del segundo trimestre del 2012.

Por otro lado, el Banco de Crédito de Bolivia (BCB) y Edyficar han contribuido en los resultados de Credicorp con US\$ 16 millones y US\$ 25 millones, respectivamente (cifras acumuladas al tercer trimestre del 2012), BCB creció 17% mientras que Edyficar creció un 35% en relación con el mismo periodo del 2011.

2. Negocio de seguros

Participa a través de Pacífico Grupo Asegurador (PGA), pese a lo difícil de la coyuntura mundial en lo que respecta a seguros, tanto por los siniestros naturales como por problemas financieros que se han venido dando en los mercados de capitales en todo el mundo.

Terminando el tercer trimestre del 2012, el desempeño ha sido bastante positivo en lo que respecta a las primas netas, registrando tasas de crecimiento de 25% trimestre a trimestre y 54.6% año a año.

La participación del resultado de PGA dentro de Credicorp fue de 8.3%, lo que representó una caída del 9% respecto del mismo periodo del año anterior (US\$ 49 millones acumulados al tercer trimestre del 2012).

En esta línea se tiene un importante desarrollo en el rubro de salud EPS, no solo por la estabilidad financiera del Perú, sino también por la nueva ley dada en el 2011 sobre aseguramiento universal en salud. Pues solo en ese año fueron invertidos alrededor de US\$ 120 millones, potenciando su red de prestación de servicios de salud en Lima, Arequipa y Trujillo.

3. Negocio de gestión de activos y de patrimonio

Su participación a través de Credifondo dentro del mercado de fondos mutuos ha sido del 40.9% y del 27.3% en fondos administrados y cantidad de partícipes, respectivamente. En general, el mercado de fondos mutuos en el Perú ha crecido 22.7% respecto del mismo periodo del año anterior (7.4% trimestre a trimestre).

A través del Atlantic Security Bank (ASB), que brindan servicios a banca y administración de patrimonios, obtuvieron una utilidad neta acumulada al tercer trimestre del 2012 de US\$ 34.7 millones, lo que representó una participación de los resultados de Credicorp del 5.9%, que a su vez significa un incremento del 9% año a año (en relación con el mismo periodo del año anterior) y un incremento del 18% respecto del trimestre anterior.

Por otra parte, Prima AFP obtuvo resultados netos acumulados al tercer trimestre del 2012 por US\$ 30 millones, monto que fue 28% mayor al mismo periodo del año anterior (17% menor al segundo trimestre del 2012). La participación de la utilidad neta de Prima AFP dentro de Credicorp fue de 5.1% en el acumulado al tercer trimestre del 2012. La AFP además participó del proceso de reforma del sistema privado de pensiones, siendo ganadora al presentar la comisión más baja (1.6%) sobre la remuneración, por lo que todos los nuevos afiliados durante el cuarto trimestre del año se incorporarían automáticamente a Prima AFP.

Sobre los autores

Alfredo MENDIOLA CABRERA amendio@esan.edu.pe

Ph. D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería. Actualmente es profesor asociado del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentos, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

Carlos AGUIRRE GAMARRA caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Magíster en Finanzas por esta misma universidad. Economista con estudios de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones, y Administración Bancaria. Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios y en asesorías en reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, procesos de compra-venta de empresas, y aplicación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Ha elaborado y expuesto planes de reestructuración patrimonial en Indecopi y ha liderado la implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión y/o de tableros de control estratégico (BSC).

Giancarlo BENDEZÚ ORBEZO giancarlobendezu@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN e ingeniero industrial por la Universidad Nacional Federico Villarreal. Amplia experiencia en administración y control de riesgos, planificación estratégica, planeamiento

económico-financiero, control de gestión y participación en proyectos de desarrollo metodológico, así como de control financiero en empresas transnacionales de los sectores bancario, financiero e industrial. Actualmente se desempeña como jefe de Finanzas en Oben Holding Group.

Ana BERROSPI CAMPOS

aberrospic@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y economista por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Amplia experiencia en el mercado de valores y de capitales, en desarrollo e implementación de sistemas para la utilización de instrumentos financieros, así como de control financiero en el mercado de capitales. Actualmente se desempeña como analista financiero en la división de Mercado de Capitales del Banco Internacional del Perú (Interbank).

Desirée CÓRDOVA SÁENZ

desicor@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y bachiller en Economía por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Experiencia en el sector bancario y en el mercado de valores. Actualmente se desempeña como analista en la Intendencia General de Riesgos de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Paul NUÑEZ DEL PRADO ZORA CARVAJAL

panupra2000@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN e ingeniero industrial por la Universidad de Lima, con especialización de posgrado en Gestión de Inversiones. Cuenta con amplia experiencia en empresas del sector comercial en el área financiera, específicamente en el de evaluación de proyectos, planificación estratégica-financiera, control de gestión y gestión de tesorería. Ha liderado el desarrollo e implementación de procesos para áreas financieras de diversas empresas, incluyendo herramientas de sistemas como SAP Finanzas. Asimismo, ha participado en una operación de financiamiento a nivel internacional.

Impreso por
Cecosami Prerensa e Impresión Digital S. A.
en marzo del 2014
Calle Los Plateros 142, Ate
Lima, Perú
Teléfono 625-3535
ventas@cecosami.com
www.cecosami.com