

XI Seminario Taller Investigación

Responsable: Raimundo Renaun Pacheco Mexzon

Miembros : No

Exposición : “ADRs y el Valor de la Empresa”

Exposición

“ADRs y el Valor de
la Empresa”

La globalización de la economía y la internacionalización de los mercados de capitales es hoy en día un fenómeno totalmente generalizado en el mundo, en el caso del mercado peruano no se escapa a esta realidad.

En este nuevo contexto existen en los Estados Unidos de Norte América, los Certificados Americanos de Depósito (American Depositary Receipts) o ADRs.

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

El ingreso al mercado de capitales americano, le permite a las empresas de los países extranjeros tener nuevas alternativas de financiamiento empresarial o de diversificación de su accionariado con lo cual amplían las fronteras de sus mercados de capitales.

La importancia que han tomado estos valores en el mercado bursátil, hace pensar que pueden ser una buena alternativa de financiamiento para las empresas de los países en vías de desarrollo dentro de los cuales se encuentra el Perú.

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

1. ¿Los ADRs que son instrumentos financieros importantes para las empresas de países extranjeros dentro del mercado norteamericano, son una fuente de financiamiento alternativo para las empresas peruanas?

2. ¿La emisión de ADRs del NIVEL III o del NIVEL IV bajo la Norma 144 A que aumentan el capital social, permitirían a las empresas tener una adecuada estructura de capital y maximizar su valor en el mercado?

3. ¿Los ADRs que aumentan el capital social de la empresa pueden generar capital de riesgo al país como inversión directa extranjera?

Para responderlas se desarrolló en el **CAPÍTULO I** “Marco de referencia” el marco teórico que incluye la conceptualización de los ADRs y el planteamiento de un modelo que maximiza el valor de la empresa determinando una adecuada estructura de capital.

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

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

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

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

Marco teórico

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

Desde 1927 en que el J.P. Morgan introdujo el American depositary receipt, el mercado de los ADRs ha crecido espectacularmente realizándose emisiones por encima de 2,200 empresas de más de 80 países del mundo y por montos que superan los 500,000 millones de dólares.

Actualmente están siendo utilizados por algunas empresas peruanas como por ejemplo la Compañía de minas Buenaventura, Southern Perú Coper Corporation, Telefónica, Credicorp, Ferreyros y Luz del Sur.

La importancia de los ADRs para las empresas peruanas radica en que se pueden constituir en una modalidad nueva de financiamiento. Además de participar nuestras empresas en el mercado de capitales norteamericano y mejorar su imagen corporativa, pueden crear valor a la empresa.

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

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

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

Para calcular el valor de la empresa en el mercado se tiene:

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

Donde:

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

VPN. = Valor presente neto

UT. ACU = Utilidades acumuladas

PLP = Pasivos de largo plazo

PCP = Pasivos de corto plazo

Pero se conoce que:

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

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

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

$$\mathbf{V.E = PATRIMONIO + DEUDA}$$

Donde:

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

PATRIMONIO = VPN + UT. ACU.

DEUDA = DLP + DCP

DLP = Deuda de largo plazo

DCP = Deuda de corto plazo

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

$$\text{Máx. V.E.} = k * \text{VE (PATRIMONIO)} + w * \text{VE (DEUDA)}$$

Donde:

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

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

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

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

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

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

3. FORMULACIÓN DE LAS HIPÓTESIS

HIPÓTESIS DE ENCUADRAMIENTO:

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

HIPÓTESIS ESPECÍFICAS:

La emisión de ADRs de NIVEL III o de NIVEL IV según la NORMA 144 A, permiten tener una adecuada estructura de capital que mejore el valor de la empresa en el mercado.

La emisión y colocación de ADRs que aumenten el capital social de la empresa generan el mayor valor que se quiere tener para la empresa respetando una adecuada estructura de capital.

CLASES O PROGRAMAS DE ADRs

Existen dos clases o tipos de programas:

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

a) Los programas auspiciados

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

b) Los programas no auspiciados

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

- Este tipo de programas origina una pérdida de control debido a que se negocian en el mercado extrabursatil llamado Over the Counter (OTC) donde se realizan las transacciones entre vendedores y compradores utilizando para ello mecanismos fuera de bolsa.
- Por lo general los precios de los ADRs de estos programas son manejados y publicados en la National Automated Quotation System (NASDAQ) cuya distribución están restringidas a Brokers o intermediarios más no al público en general.
- La SEC ha establecido una serie de requisitos para las empresas que tienen programas no auspiciados dificultando su aplicación. Esto ha ocasionado una disminución en el uso de estos valores y están con clara tendencia a su desaparición.

TIPOS DE PROGRAMAS AUSPICIADOS

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

PROGRAMA NIVEL I

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

VENTAJAS:

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

PROGRAMA NIVEL II

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

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

PROGRAMA NIVEL III

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

VENTAJAS:

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

PROGRAMA NIVEL IV

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

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

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

PARTES QUE INTERVIENEN EN LA EMISIÓN DE ADRs

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

- La empresa o sociedad que emite las acciones
- El banco depositario
- El banco custodio
- El banco de Inversión

- La empresa emisora es la empresa ubicada en un país distinto a los Estados Unidos de Norteamérica cuyas acciones emitidas respaldan a los ADRs que se emitirán y se negociarán en Estados Unidos. En este caso las acciones emitidas están representadas por los ADRs.
- El banco depositario es un banco con residencia en los Estados Unidos de Norteamérica y es el que emite los ADRs con el respaldo de las acciones emitidas por la empresa extranjera. Cuando se cancelan los ADRs, ordena la liberación de las acciones que están en el banco custodio del país de origen de la empresa emisora. Registra las transacciones de compra y venta de los ADRs y efectúa la repartición de los dividendos y los derechos ocasionados por las acciones liberadas.

- El banco custodio es un banco del país de origen de la empresa emisora que se encarga y responsabiliza de custodiar físicamente las acciones emitidas que respaldan a los ADRs. Sus funciones de administración de estas acciones y ser el nexo entre la empresa emisora y el banco depositario están contemplados en el contrato que suscribe con el banco depositario.
- El banco de inversión es la institución que lleva a cabo la colocación de las acciones emitidas por la empresa emisora que están representadas por los ADRs. Generalmente actúa como underwriter cuando suscribe la emisión. La colocación de estos valores en el mercado norteamericano se realizan a través de un proceso que lleva tiempo y dinero. Este proceso se conoce con el nombre de “Due Diligence” y es la fuente principal para elaborar el prospecto de colocación.

- En el año 2,001 la empresa mostraba de acuerdo a su balance general un activo total de 2,495 millones de soles con un patrimonio de 1,659 millones y un pasivo total de 836 millones. De esta manera la estructura de capital que presentaba era de 66 % de capital propio y 34 % de recursos de terceros. En el año 2,000 la estructura era de 62 % de capital propio y 38 % de terceros. En 1,999 la estructura era de 72 % de capital propio y 28 % de capital de terceros. Y en 1,998 el capital propio financiaba el 70 % y el 30 % con recursos de terceros.
- A continuación se presenta el resumen de los balances para el periodo 1,998 – 2,001. En el ANEXO N° 4 se muestran los resultados detallados de los Balances de los años 2,000 - 2,001.
La Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston tiene cinco plantas. La planta del RIMAC donde se produce la cerveza Cristal. La planta de ATE donde se producen las cervezas Cristal y Pilsen Callao. La planta del CALLAO donde se producen las cervezas Pilsen Callao, Cristal, Pilsen Trujillo, Malta Morena, Malta Polar y Champalé que es un espumante a base de malta. La planta de MOTUPE donde se produce cerveza Real, Cristal y Pilsen Callao.

Resumen histórico del Balance General

En miles de soles

	2001	2000	1999	1998
Activo corriente	475,171	473,222	739,462	607,125
Activo no corriente	2,037,979	1,917,982	1,618,248	1,834,445
Total Activos	2,495,150	2,391,204	2,357,716	2,441,570

Pasivo corriente	301,160	303,071	422,896	399,989
Pasivo no corriente	534,896	602,882	229,354	322,627
Total Pasivos	836,056	905,958	652,250	722,616
Patrimonio	1,659,094	1,485,246	1,705,460	1,718,954
Total Pasivos y Patrimonio	2,495,150	2,391,204	2,357,716	2,441,570

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

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

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

Resumen histórico de Ganancias y Perdidas

En miles de soles

RUBROS	AÑO 2001	AÑO 2000	AÑO 1999	AÑO 1998
Ventas netas	865,787	870,716	892,863	982,512
Otros ingresos	38,002	27,381	37,086	45,734
TOTAL INGRESOS	903,789	898,097	929,949	1,028,246
Costo de ventas	332,528	350,592	374,410	401,080
Unidad bruta	571,261	547,505	555,530	627,166
Gastos operacionales	312,570	325,213	365,605	381,089
Utilidad operativa	258,691	222,292	189,934	246,077
Otros ingresos y egresos	17,525	36,548	59,852	59,787
Utilidad entes de participación	191,166	185,744	249,786	186,290
Participaciones	22,581	20,468	21,251	19,091
Utilidad antes de impuestos	168,585	165,276	228,535	167,199
Impuesto a la renta	52,010	54,987	44,794	51,233
Utilidad neta	116,575	110,289	183,741	115,966

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

- Tomando como base la data histórica, se calculará el valor de la empresa, en dólares, considerando un escenario futuro de cinco años y las siguientes políticas:
 - Mantener el crecimiento de la utilidad antes de intereses y de impuestos.
 - Crecer las ventas de tal manera de llegar al nivel que se alcanzó en 1998 (Aprox. 273 millones de dólares).

PROYECCIONES DE LAS VENTAS EN MILES DE US\$

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

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

PROYECCIONES DEL COSTO DE VENTAS EN MILES DE US\$

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

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

**PROYECCIONES DE LOS GASTOS OPERATIVOS
EN MILES DE US\$**

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

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

**CRECIMIENTO DEL CAPITAL DE TRABAJO
EN MILES DE US\$**

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

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

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

Flujo de Caja Libre Proyectado

En miles de US\$

AÑOS	1	2	3	4	5
Ventas	252,463	257,512	262,662	267,916	273,274
Costo de Ventas	100,985	103,005	105,065	107,166	109,310
Gastos Operativos	38,374	39,142	39,925	40,723	41,538
Utilidad antes de intereses e Impuestos	113,103	115,365	117,673	120,026	122,427
Utilidad antes de intereses después de Impuestos (Tasa 30%)	79,172	80,756	82,371	84,018	85,699
(+) Depreciación	9,888	9,888	9,888	11,554	11,556
(-) Desembolso de capital por inversión	9,888	9,888	18,221	11,554	11,556
(-) Incremento K. trabajo	2,167	2,210	2,254	2,299	2,345
Flujo de Caja Libre	77,006	78,546	71,783	81,719	83,353

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

$$\text{WACC} = P / (P + D) * (Tl_r + B * \text{PRM}) + D / (P + D) * k_d (1 - T)$$

CÁLCULO DEL COSTO DEL CAPITAL PROPIO

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

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

Donde:

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

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

En consecuencia el costo del capital propio se estimó en:

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

$$T_{resp.} = 5.53 + 1.06 * (11.23 - 5.53)$$

$$T_{resp.} = 11.57 \%$$

CÁLCULO DEL COSTO DE LA DEUDA

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

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

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

$$P / (P+D) = 66 \%$$

$$D / (P+D) = 34 \%$$

$$T_{lr} = 5.53\%$$

$$B = 1.06$$

$$PRM = 5.70 \%$$

$$K_d = 3.15 \%$$

$$T = 30 \%$$

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

VALOR ACTUAL DEL FLUJO LIBRE

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

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

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

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

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

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

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

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

$$\mathbf{VAVC = 702,902 \text{ millones de dólares}}$$

Luego el valor de la empresa será:

$$VE = VA + VAVC$$

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

$$VE = 1,012 \text{ millones } 118 \text{ mil dólares}$$

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

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

GRÁFICO Nº 1 OPERATIVIDAD: ADR NIVEL I Y II

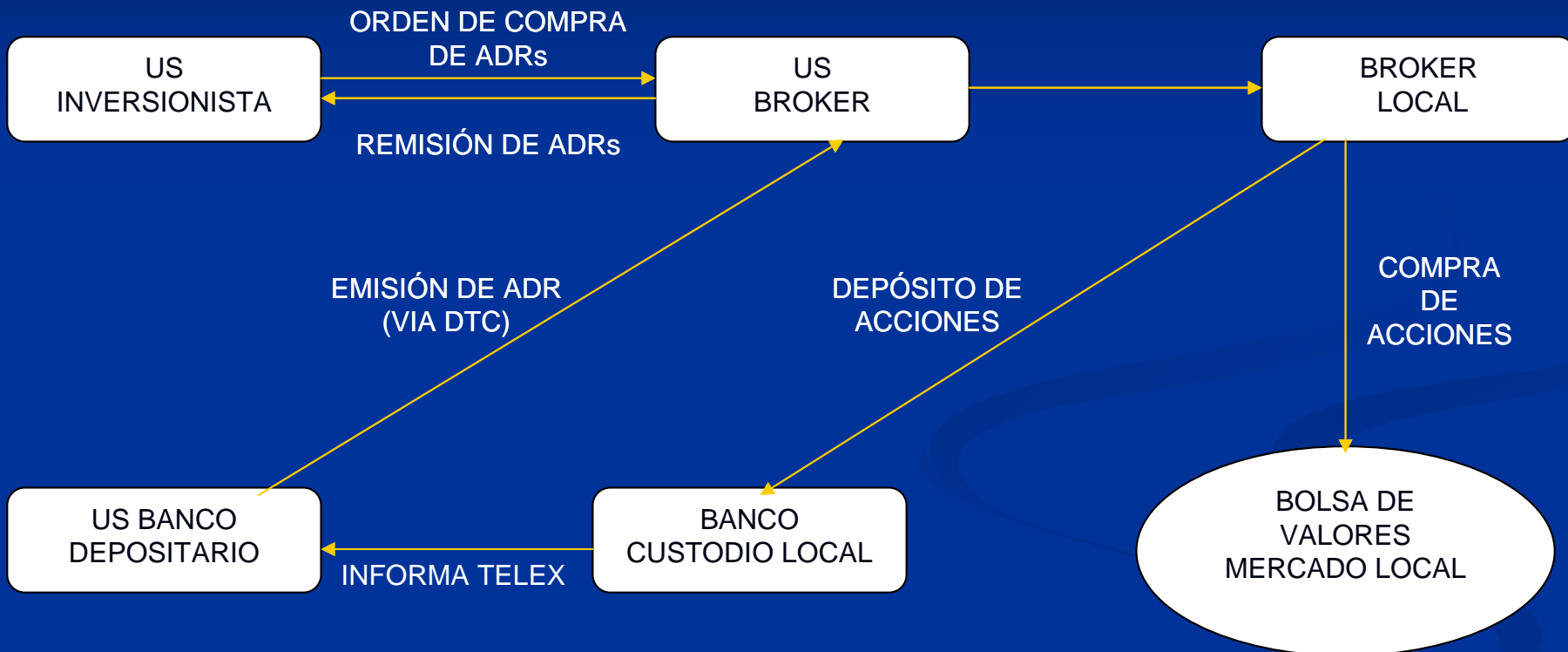


GRÁFICO Nº 2 PROCESO DE CANCELACIÓN DE LOS ADRs

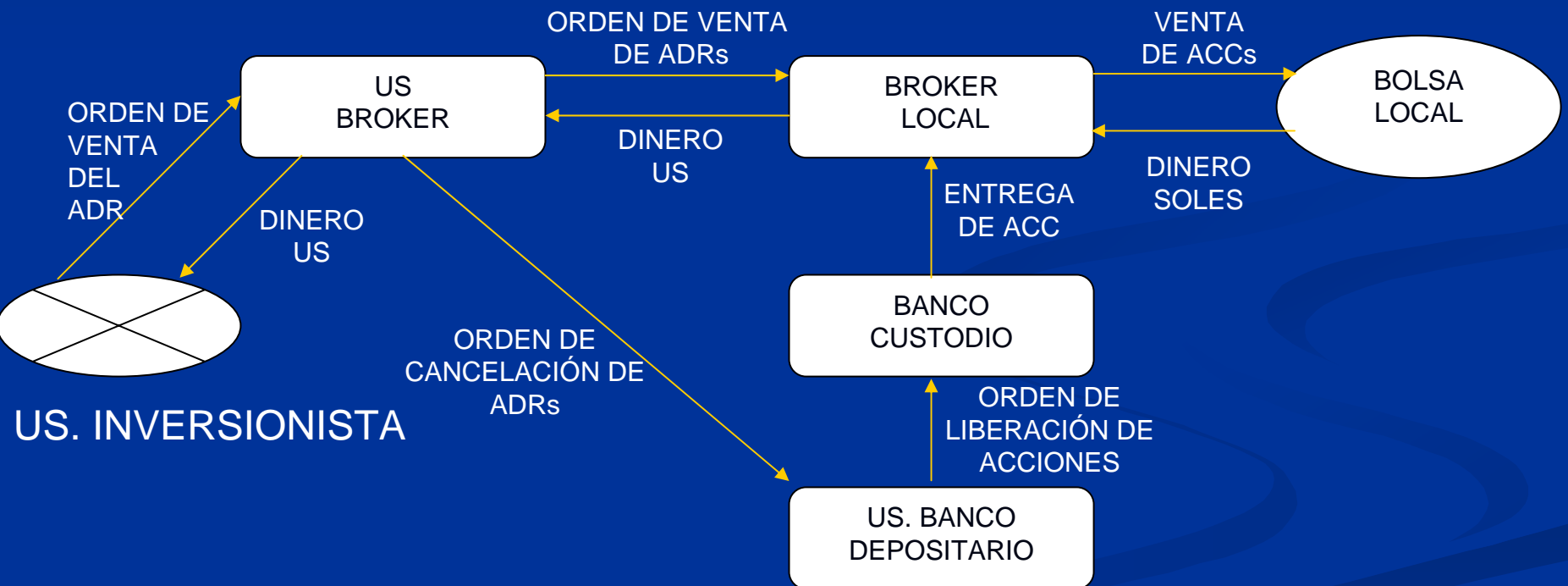
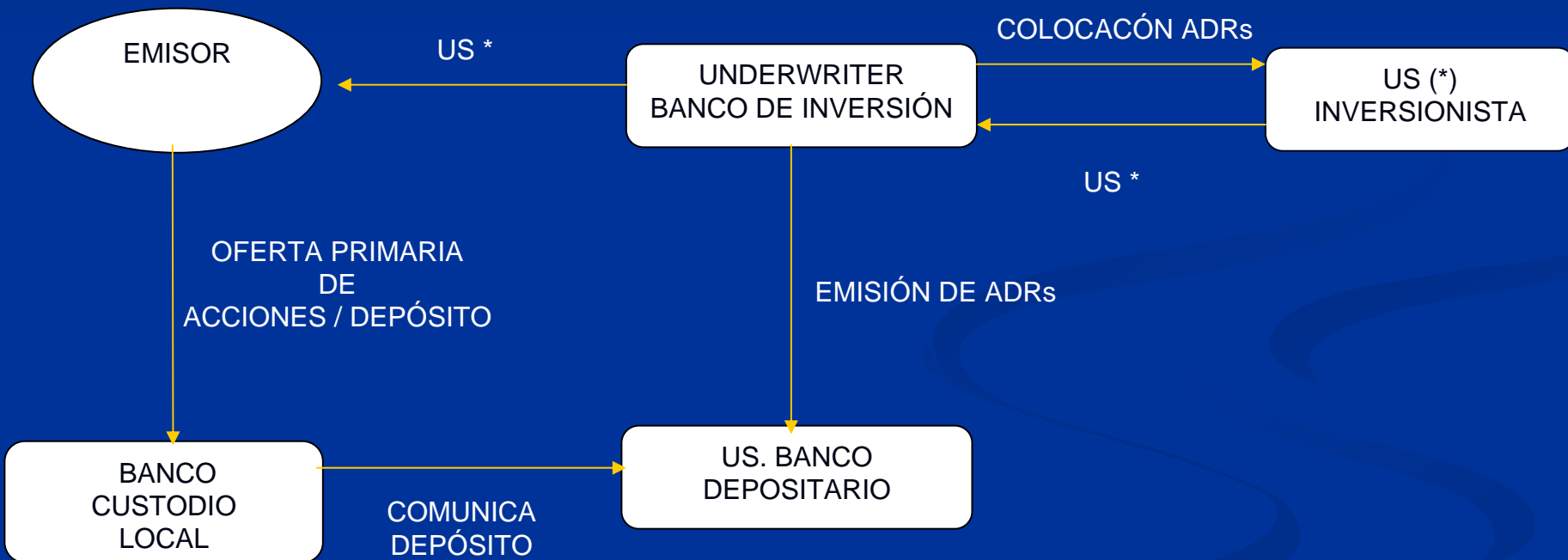


GRÁFICO N° 3 OPERATIVIDAD: ADR NIVEL III Y REGLA 144A



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

Fuentes de Información

1. CONASEV “Prospecto de emisión del Banco Wiese” 1994 “Estados Financieros Auditados. Backus”.
2. DIÉZ DE CASTRO Luís y MASCARREÑAS Juan “Ingeniería financiera: la gestión en los mercados financieros internacionales”.Edit. McGRAW-HILL. 1998. Págs 91-923.
3. FERNÁNDEZ Pablo “Valoración de empresas” Edit. Gestión 2000 S.A. 1999Capítulos 1, 14, 15, 16, 19 y 20.4.
4. GLOBAL Finance Magazine “JP Morgan Marks 75 th Anniversary of the ADR”june 2002. pág. 155.
5. GRUPO DE INVESTIGACIÓNALVARADO E, DELGADILLO W, GONZALEZ P, SUSANO J, UMASI S, YATACO L. Asesor: PACHECO R. ADRs “Nueva Fuente de Financiamiento para las empresas Peruanas” 1996.Curso investigaciones económicas II. Facultad de ciencias económicas UNMSM.
6. VAN HORNE James “Administración Financiera” Edit. Contabilidad Moderna Buenos Aires 1973Capítulo VII: Págs. 260 - 286Capítulo VIII: Págs. 300 - 3137.
7. <http://www.pla.net.py/cnv/orientando>
8. http://www.superval.gob.sv/html_general
9. <http://www.corfinsura.com/españolGlosarioGlosarioGlosario>