ESCUELA DE POSTGRADO

UNIVERSIDAD SAN IGNACIO DE LOYOLA

UNIVERSIDAD SAN IGNACIO DE LOYOLA

ESTUDIO DE CASO

SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA: EXPERIENCIA DE CAPITALISMO POPULAR EN EL PERÚ

**JOSÉ A. GUTIÉRREZ DÁMAZO
JOHNNY D. KADENA HIRASHIKE
FERNANDO MOMIY HADA
GIOVANNI R. OLIVARES ESPINOZA**

**EXECUTIVE MBA
DÉCIMO PRIMERA PROMOCIÓN
2000 - I**

PARA ALCANZAR

LA EXCELENCIA

EN TIEMPO REAL

UNIVERSIDAD SAN IGNACIO DE LOYOLA

ESTUDIO DE CASO

SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA: EXPERIENCIA DEL CAPITALISMO POPULAR EN EL PERÚ

**JOSÉ A. GUTIÉRREZ DÁMAZO
JOHNNY D. KADENA HIRASHIKE
FERNANDO MOMIY HADA
GIOVANNI R. OLIVARES ESPINOZA**

**EXECUTIVE MBA
DÉCIMO PRIMERA PROMOCIÓN
2000-I**

**ESCUELA DE
POSTGRADO**
UNIVERSIDAD SAN IGNACIO DE LOYOLA

**SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA:
EXPERIENCIA DEL CAPITALISMO POPULAR EN
EL PERÚ**

RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio tiene como objeto describir y analizar el diseño, la ejecución y los efectos del Sistema de Participación Ciudadana en la Privatización. Se pretende extraer algunas lecciones que contribuyan al diseño de futuras privatizaciones en el Perú o en el extranjero.

En el diseño de la estrategia del sistema, se estableció que era conveniente que la población se acercara al proceso de privatización, se beneficiara de él, se familiarice con los instrumentos de una economía de mercado moderna, encuentre nuevas fuentes de ahorro e inversión y producido ello, hacer irreversible el proceso de privatización.

Participaciones del Estado en el capital social de Telefónica del Perú, Luz del Sur y el Banco Continental, se colocaron con singular éxito a través de Ofertas Globales de Acciones que incluían un tramo institucional (nacional e internacional) y un tramo minorista (Participación Ciudadana propiamente dicha).

Este proceso de capitalismo popular en el Perú, ejecutado entre 1996 y 1998, permitió que más de 450,000 peruanos accedan al accionariado de “empresas sólidas y rentables”. Sólo en el tramo minorista de las tres ofertas de acciones, se llegó a colocar en el mercado local S/. 1,027 millones entre los ciudadanos, y generó una demanda promedio de más de dos veces el volumen ofertado.

Asimismo, la oferta de acciones de Telefónica del Perú, fue calificada, en enero de 1997, por *Institutional Investor Magazine* como “*deal of the year*”, en el mercado de valores internacional. De otro lado, analistas del mercado han afirmado que el Sistema es utilizado como modelo y referente obligado en el resto de países de la región latinoamericana.

En cuanto a sus efectos, el Sistema, que tomó como base la experiencia del Reino Unido, España y Chile, generó un gran movimiento del mercado de valores nacional, introduciendo conceptos hasta ese momento desconocidos o no utilizados; dio el primer paso en la creación de un accionariado masivo a nivel nacional, permitió el crecimiento de la banca de inversión local y abrió las puertas a futuras emisiones para otras empresas tanto a nivel local como internacional.

Si embargo, el esfuerzo desplegado por los responsables de llevar adelante el proyecto, no encontró la respuesta acertada por parte de otras instituciones públicas y privadas que no aportaron para articular un objetivo común en el desarrollo del mercado de valores.

La falta de un marco regulatorio que proteja al inversionista minoritario y la escasa práctica de buen gobierno corporativo entre las empresas peruanas, sumadas a algunos errores de diseño, a la situación económica del país y a las sucesivas crisis económicas internacionales, han contribuido a que el éxito del Sistema haya sido pasajero y no se cumpla el objetivo de compartir los beneficios de la privatización de las empresas públicas con más peruanos.

En síntesis, las operaciones bajo análisis demuestran la existencia de una gran capacidad organizativa en el país, que incentivada de manera correcta, es capaz de lograr resultados sorprendentes; pero a la vez, queda la experiencia que sin el esfuerzo por parte de las entidades privadas por introducir transparencia en su gestión y sin una renuncia a su visión de rentabilidad a corto plazo por una visión de generar relaciones a mediano y largo plazo, no es posible conseguir los grandes objetivos que el país requiere

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	11
CAPÍTULO I.....	14
1. EL ENTORNO.....	14
1.1. El Perú de los noventa.....	14
1.2. La privatización en el Perú.....	16
1.3. Estrategia de privatización.....	19
CAPÍTULO II.....	21
2. EL SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA: ANTECEDENTES Y ESTRUCTURA DE LA OFERTA GLOBAL.....	21
2.1. Nacimiento del proyecto.....	21
2.2. El plan piloto: Cementos Norte Pacasmayo.....	24
2.3. La estrategia del Sistema de Participación Ciudadana.....	26
2.4. Los objetivos.....	30
2.5. El plan de privatización.....	30
2.6. La estructura.....	32
2.7. El diseño de la oferta global.....	35
2.8. Tramo institucional local.....	36
2.9. Tramo institucional internacional.....	38
2.10. Tramo minorista.....	41
CAPÍTULO III.....	42
3. EL SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA: CAPITALISMO POPULAR EN EL PERÚ.....	42

3.1. La estrategia de marketing.....	44
3.2. El producto.....	48
3.3. El precio.....	51
3.4. La red de colocación.....	52
3.5. La comunicación.....	57
3.6. Los resultados de las ofertas de acciones.....	63
3.7. La post venta.....	66
CAPÍTULO IV.....	69
4. EVALUACIÓN DEL SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA.....	69
4.1. Evaluación del Sistema de Participación Ciudadana, su diseño y estrategia dentro del esquema de privatización....	69
4.2. En el mercado de valores y financiero.....	79
4.3. En el entorno empresarial.....	82
4.4. El efecto en la imagen del país.....	87
4.5. Las crisis internacionales y la situación macroeconómica del país.....	89
4.6. Lecciones.....	90
 ÍNDICE DE CUADROS	
Cuadro 1.1: Monto de las transacciones en el proceso de privatización.....	18
Cuadro 1.2: Desarrollo de bases sólidas para la inversión.....	18
Cuadro 1.3: El proceso peruano de privatización.....	20
Cuadro 2.1: Plan piloto: ventas totales de acciones de Cementos	

Norte Pacasmayo.....	25
Cuadro 2.2: Estructura de los tramos ofertas globales de acciones.	33
Cuadro 3.1: Fases de las ofertas de acciones-Tramo minorista.....	43
Cuadro 3.2: Diseño del producto-Tramo minorista para cada una de las ofertas de acciones.....	48
Cuadro 3.3: Sindicato de colocación - Tramo minorista: oferta de acciones de Telefónica del Perú.....	54
Cuadro 3.4: Ejemplos de avisos de prensa de la oferta de acciones de Telefónica del Perú.....	59
Cuadro 3.5: Logotipo del Sistema de Participación Ciudadana.....	62
Cuadro 3.6: Resultados de las ofertas de acciones del sistema de Participación Ciudadana.....	65
Cuadro 3.7: Distribución geográfica de la demanda en las ofertas de acciones del Sistema de Participación Ciudadana.	65
Cuadro 4.1: Comparativo del número de accionistas incorporados al sistema y los que conservan acciones después de la OPA de Luz del Sur y OPI de Telefónica.....	86
Cuadro 4.2: Impacto de la crisis internacional y evolución del mercado de valores.....	90
ANEXOS.....	93
Anexo 1: Cuadros de cifras macro económicas. Inflación y Reservas Nacionales Netas. Período 1985-1991.....	94
Anexo 2: Resolución Suprema de creación del CEPRI de Participación Ciudadana.....	95
Anexo 3: Informe final de la oferta de acciones de Telefónica del Perú.....	96

Anexo 4: Comportamiento bursátil de la acción de Telefónica del Perú.....	104
Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana.....	105
Anexo 6: Número de accionistas que permanecen en las empresas Telefónica del Perú, Luz del Sur y Banco Continental (dic. 2000).....	120
Anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú.....	122
Anexo 8: Folleto informativo de oferta de acciones de Telefónica del Perú.....	127
Anexo 9: Proceso y costo de transacción de las acciones.....	131
BIBLIOGRAFÍA.....	132
REFERENCIAS ELECTRÓNICAS.....	139

INTRODUCCIÓN

En 1993, como parte de la estrategia de privatización en el Perú, la Comisión de Promoción de la Inversión Privada (COPRI), encargó a un equipo de consultores integrante de la Dirección Ejecutiva, la elaboración de un proyecto de capitalismo popular o accionariado difundido a aplicarse en algunas empresas que se encontraban en proceso de privatización.

A inicios del año siguiente, se presentó el proyecto preliminar y posteriormente se nombró un Comité Especial de Privatización (CEPRI), para que perfeccionara y llevara adelante el proceso. En él se establecieron como objetivos dotar de “rostro humano” a la privatización, compartir con la población los beneficios de la gestión eficiente de las empresas recientemente privatizadas; difundir el mercado de valores y hacer irreversible el proceso de privatización.

Para el logro de dichos objetivos se requería que las empresas cumplan con ciertos requisitos básicos como contar con operadores privados eficientes, con un nivel estable de rentabilidad y que pertenezcan a un sector de bajo riesgo. Siguiendo dichos lineamientos, entre noviembre de 1994 y junio 1995 se ejecutó un proyecto piloto con tres ofertas de acciones de Cementos Norte Pacasmayo, lanzando al mercado un producto con facilidades de pago e incentivos que permitieron atraer el interés de la población.

Posteriormente se llevó a cabo la oferta pública de acciones de Telefónica del Perú, la principal operación realizada en el Perú y una de las más

importantes de América Latina. Unos meses después se ejecutó la oferta de Luz del Sur y dos años más tarde, la del Banco Continental.

El presente estudio tiene como objeto describir y analizar el diseño, ejecución y efectos del Sistema de Participación Ciudadana en la Privatización. Se pretende extraer lecciones que contribuyan al diseño de futuras privatizaciones en el Perú o en el extranjero.

Para este efecto, en el capítulo I, se sintetiza el entorno en el que se encontraba el país, el proceso de reformas económicas y dentro de ella el proceso de privatización y su estrategia de venta: estratégica (fase 1) y ofertas globales (fase 2).

En el capítulo II, se exponen los antecedentes del Sistema de Participación Ciudadana y se perfila la estructura de la oferta global compuesta por los tramos institucional (nacional e internacional) y minorista (accionariado difundido o capitalismo popular propiamente dicho).

El capítulo III se describe el diseño del Sistema, la estrategia de marketing aplicada, el producto, el sindicato de colocación, la forma de fijación del precio, la comunicación utilizada y la post venta. Asimismo, se resumen los resultados obtenidos con cada una de las operaciones en materia de personas participantes, montos transados, promedio de solicitudes de compra de acciones y otros detalles.

La evaluación del Sistema, parte central del estudio, se encuentra en el capítulo IV, donde se abordan principalmente cuatro aspectos que están centrados en el análisis de: (i) el diseño y la estrategia del Sistema, (ii) el

efecto en el mercado financiero y de valores; (iii) la influencia en el entorno empresarial, y (iv) el impacto en la imagen del país. En la parte final de este capítulo se presentan algunas lecciones que nos dejan el análisis del caso.

Los anexos contienen informaciones complementarias como los resultados de la rentabilidad de las acciones ofertadas, el número de accionistas que permanecen con las acciones (a diciembre de 2000) y datos estadísticos que grafican las cifras entregadas en el cuerpo mismo del estudio.

Finalmente, en cuanto al estudio del presente caso, debemos precisar que han servido como fuente de investigación no sólo las referencias bibliográficas que se listan en la sección respectiva, sino también entrevistas con personas que experimentaron directamente la ejecución del Sistema. Además se ha podido tener acceso a variada información contenida en los archivos de la CEPRI de Participación Ciudadana.

CAPÍTULO I

1. El entorno

Para analizar el entorno realizaremos el contexto en el que se encontraba el Perú a inicios de los años 90.

1.1. El Perú de los noventa

A inicios de la década de los noventa el Perú se encontraba sumido en una de las más graves crisis económica de su vida republicana. La inflación acumulada de julio de 1985 a julio de 1990 alcanzaba una tasa de más de 2 millones por ciento. El producto bruto interno había decrecido en 7% en ese mismo periodo con lo que el PBI per cápita real llegó a 720 dólares, niveles que había tenido el Perú en 1960¹. Las reservas internacionales eran negativas, la presión tributaria era de 4 por ciento del PBI y los gastos en educación y salud habían caído en 15% en términos reales². A esto se sumaba el impacto creciente del fenómeno terrorista que se encargaba de destruir la propiedad privada y pública y ahuyentar las inversiones existentes y a cualquiera que tuviera intenciones de invertir en el país. La infraestructura nacional estaba prácticamente deteriorada. Sólo el 20% de la red vial nacional estaba en buen estado y el déficit energético equivalía a 26% de la demanda³.

En este contexto, en el primer lustro de los años noventa el Perú inició una etapa de profundas reformas estructurales. Así, con la

¹ BOLONA Carlos. *Experiencias para una economía al servicio de la gente*. Lima: Escuela Nueva, 2000. p.74

² Al respecto, ver Anexo 1: Cuadros de cifras macroeconómicas.

finalidad de reducir la inflación y estabilizar la economía se estableció una estricta disciplina fiscal y monetaria, se simplificó el régimen impositivo y se modernizó la administración tributaria; de un régimen de controles cambiarios se pasó a uno de cambio flexible y se eliminaron las restricciones al flujo de capitales externos. En materia laboral, se eliminaron las trabas a la libre contratación y se flexibilizaron las relaciones de trabajo. Se inició el fomento del ahorro interno a partir de la introducción del sistema privado de pensiones. En el mercado de bienes y servicios se propendió hacia la desregulación.

Como parte de las reformas se delimitaron las funciones del Estado a aspectos que requerían urgente atención: educación, salud, reconstrucción de la infraestructura básica y seguridad, tanto interna como externa, dejando que el sector privado se convierta en el impulsor del desarrollo. Con el crecimiento del sector privado y el encogimiento del sector público se buscaba generar eficiencia económica y prosperidad material a un menor costo⁴.

Así, el sector privado debía ser el generador de empleo productivo a través del crecimiento de la inversión y de la producción y de la mejora en la calidad, la cobertura de los servicios públicos y la competencia. Esto se traduciría finalmente en la generación de divisas e ingresos fiscales.

³ BOLONA Carlos. **Experiencias para una economía al servicio de la gente**. Lima: Escuela Nueva; 2000. p.75

⁴ COMISIÓN DE PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN PRIVADA. **PERÚ país en marcha**. Lima: COPRI, 1999. p. 17.

1.2. La privatización en el Perú

Basados en la misma convicción con la que se llevaron a cabo los procesos de privatización por el gobierno de Margaret Thatcher en la Inglaterra de inicios de los 80s⁵, esto es, que los políticos y servidores públicos son ineficientes como gerentes de empresas, se llegó a la conclusión que la mayoría, sino todas las empresas estatales debían ser expuestas a las reglas del mercado⁶. Con esto, al abandonar los gobiernos su participación como empresarios, se lograría expandir no sólo la oportunidad de elegir de los consumidores sino también la democracia misma.

Se entendió que el papel del Estado moderno en la economía debía ser subsidiario, participando como regulador y promotor de la inversión privada y no como productor de bienes y servicios, administrando empresas o controlando los precios. Por ello se consideró que un factor decisivo de la modernización del Estado era llevar a cabo un profundo programa de privatización de empresas estatales.

La privatización de las empresas públicas se constituyó en un pilar importante dentro de las reformas, puesto que aparte de los objetivos de caja fiscal, se lograba transferir el rol empresarial del Estado al sector privado, promoviendo inversiones que el Estado

⁵ MOORE, John. "British Privatization: taking capitalism to the people". En: **Harvard Business Review**. US (92):107, ago.,1992.

⁶ PALMER, George F., BAKER & MCKENZIE, CS. FIRST BOSTON. "The EIU global privatisation manual: A practical guide to the process and practitioners". En: **The Economist Intelligence Unit**. GB (5):6, 1994.

no se encontraba en capacidad de hacer, colocando al país en la vitrina del mercado financiero mundial y sobre todo, asegurando la provisión de mejores servicios para los consumidores y usuarios, en el caso de las empresas de servicios públicos y otros servicios finales.

De esta manera, se logró trasladar un porcentaje del capital y con ello el control y la administración de las empresas de servicios públicos y servicios financieros, entre otras importantes empresas, a operadores privados de gran prestigio buscando promover mayor eficiencia en la gestión y como consecuencia de esto, beneficiar a los usuarios con un mejor servicio.

La creciente presencia de la inversión privada durante el primer quinquenio de los 90 (ver cuadro 1.1), fue una respuesta a la confluencia de diversos factores tales como el proceso de estabilización de la economía, la reinserción en el sistema financiero internacional y el programa de reformas estructurales para la apertura y liberalización de la economía.

En ese período, el Perú tenía un clima favorable hacia la democracia y el desarrollo económico, el terrorismo había sido controlado y existía confianza en el Perú, lo cual se fue reflejando en los resultados del programa de privatizaciones. De este modo, la privatización no sólo significó la venta al sector privado de unidades empresariales, sino que fue parte de todo un proceso de reforma y reestructuración de los mercados que, al generar un

clima empresarial propicio, atrajo nuevas inversiones. Ver cuadro 1.2.

Cuadro 1.1: Monto de las transacciones en el proceso de privatización
(US\$ millones)

Rubro Año	Venta acciones /Activos	Concesiones	Activos menores /otros ingresos	Capitalizaciones	Total	Compromiso de Inversión
1991	2.6				2.6	
1992	207.5		1.4		208.9	706.00
1993	316.7	20.7	6.5		343.9	589.3
1994	2617.6		4.7	610.8	3233.1	2,050.00
1995	1,089.00	6.6	9.1	120.1	1224.8	70.1
1996	2281.8	344.2	2.7	40.00	2688.7	2,695.00
TOTAL	7214.6	505.6	38.7	897.3	8656.2	7,042.00

Fuente: COMISIÓN DE PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN PRIVADA. **Estadísticas**. Lima: COPRI, jul., 1999.
Elaboración propia

Cuadro 1.2: Desarrollo de bases sólidas para la inversión

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Información General**. Lima: CEPRI, 1999.
Elaboración propia

Si a esto le añadimos otros beneficios como su contribución al equilibrio fiscal, vía eliminación de las pérdidas de empresas estatales o el incremento de la tributación, la elevación de las reservas internacionales, el aumento fortalecimiento y modernización de la capacidad productiva, la generación de beneficios tangibles para el consumidor vía la ampliación de la cobertura y calidad de los servicios públicos a tarifas más competitivas, y el incremento del empleo productivo en el mediano plazo, vemos que se generó un círculo virtuoso que permitió establecer las condiciones propicias para un desarrollo sostenido en el mediano y largo plazo.

En resumen, como parte importante de las reformas estructurales del país, a fines de 1991 se inició en el Perú el proceso de privatización. Este proceso, que continúa hasta hoy, buscó fundamentalmente la transferencia de las empresas públicas al sector privado a fin de generar mayor eficiencia y eficacia en la producción y en la prestación de servicios, reservándose el Estado el rol de supervisor y regulador.

1.3. Estrategia de privatización

Como estrategia de transferencia se estableció que en empresas pertenecientes a sectores de bajo riesgo, la privatización se debía llevar a cabo en dos etapas. La primera, caracterizada por la venta a un operador privado estratégico de un porcentaje de acciones que le permita ejercer el control sobre la empresa.

La segunda etapa en la cual, luego que el operador privado estratégico haya demostrado eficiencia e invertido en la empresa para hacerla sólida y rentable, el porcentaje remanente del Estado es transferido al sector privado de manera difundida, a través de una oferta global. Ver cuadro 1.3.

Cuadro 1.3: El proceso peruano de privatización

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Información general.** Lima: CEPRI, 1999.

Elaboración propia

Esta segunda etapa le fue encargada al CEPRI de Participación Ciudadana que estructuró la Oferta Global de Acciones de las empresas Telefónica del Perú, Luz del Sur y Banco Continental mediante la aplicación de dos tramos: Institucional (local e internacional) y el Minorista o Sistema de Participación Ciudadana propiamente dicha, en la que centramos nuestra atención.

CAPÍTULO II

2. El Sistema de Participación Ciudadana: Antecedentes y estructura de la oferta global

2.1. Nacimiento del proyecto

La Resolución Suprema N° 371-94-PCM del 2 de septiembre de 1994, creó el Comité Especial de Participación Ciudadana al cual se le dio el encargo de transferir el porcentaje de acciones reservado por el Estado “de manera difundida mediante su oferta a través de los mercados de capitales, nacionales e internacionales, y a través de un programa de participación ciudadana que permita el acceso a la propiedad de tales acciones a vastos sectores de la población”⁷.

Completada la primera etapa de este proceso en algunas empresas, el gobierno del ex Presidente Fujimori consideró que resultaba oportuno continuar con la transferencia del remanente de acciones que en cada caso se había reservado el Estado de acuerdo a lo señalado en el párrafo anterior⁸.

El diseño peruano de accionariado difundido tomó como base la experiencia de capitalismo popular del Reino Unido⁹, la experiencia española transmitida por el Banco de Inversión

⁷ Ver Anexo 2: De la Resolución Suprema N° 371-94-PCM, del 2 de septiembre de 1994.

⁸ El presente documento ha tomado como base el diseño y estructura aplicado en la difusión masiva de la propiedad en la empresa Telefónica del Perú S.A. llevada a cabo por el Comité Especial de Privatización de Participación Ciudadana en el año 1,996.

Argentaria, quienes en Consorcio con Apoyo S.A. asesoraron al CEPRI en las ofertas públicas y, la influencia de las privatizaciones chilenas, especialmente en la aplicación del Plan Piloto del Sistema de Participación Ciudadana.

Los ingleses la denominaron “Popular Capitalism” y fue el componente más relevante de la privatización británica. Paul Groult¹⁰ señala que para el gobierno de Margaret Thatcher el objetivo fundamental era crear una cultura empresarial y de mercado entre la población. Agrega que el número de accionistas individuales tuvo un crecimiento bastante acelerado entre 1983 y 1991 pasando de 4 a 11 millones¹¹.

“Emprendida como un experimento radical, la privatización da tan buen resultado que se ha convertido en un proceso práctico mediante el cual una industria de propiedad estatal puede unirse al mercado libre con ganancias visibles, muchas veces espectaculares, para la industria, sus empleados, sus clientes y para los ciudadanos que la liberaron comprando acciones. Y lo que es más importante, la privatización se ha convertido en un proceso educativo mediante el cual las personas de un país pueden comprender las convicciones y valores fundamentales de la libre empresa”¹².

⁹ TOVAR, Javier. “Entrevista a Javier Tovar: Participación Ciudadana, síntoma de la credibilidad del Perú”. En: **THEMIS Revista de Derecho**. PE (33): 59-63, jul., 1996.

¹⁰ Profesor de Economía de la Universidad de Bristol.

¹¹ GROULT, Paul. “Popular Capitalism”. En: BISHOP, Matthew; KAY, John; MAYER, Colin. **Privatization & Economic Performance**. Londres: Oxford University Press, 1996. Cap. 15. p. 299-312.

¹² MOORE, John. “British Privatization: taking capitalism to the people”. En: **Harvard Business Review**. US (92):107-117, ago., 1992.

Con estas palabras, John Moore, Secretario de Finanzas del Tesoro durante diez años del gobierno conservador de Margaret Thatcher y responsable inicial del programa de privatización del Reino Unido, resalta la prioridad que se le dio a esta manera de difundir la propiedad de las empresas estatales¹³, con el fin de generar también una transformación en las actitudes del público.

Asimismo, a inicios de 1995 la experiencia del capitalismo popular ya estaba siendo aplicada en varias regiones del mundo. En España¹⁴, el Gobierno había emprendido una agresiva estrategia para difundir la propiedad¹⁵. “Los objetivos de las ofertas de acciones al público estaban dirigidos a atraer la inversión dentro del segmento minorista español alcanzando una amplia base que permita mayor penetración en el mercado; estabilidad, demanda latente y continuada de la acción y un aftermaket positivo. Asimismo, generar una opinión positiva hacia las empresas y conseguir que los “inversores retail” arrastren a los inversores institucionales nacionales y extranjeros¹⁶.

En Chile¹⁷ la estrategia de privatización de las empresas eléctricas tuvo como una de sus etapas la venta a “capitalistas populares”. El éxito de la colocación de acciones en este segmento garantizaba el

¹³ En el período 1984 – 1990, en el Reino Unido se aplicó el capitalismo popular a las siguientes empresas: British Telecom., British Gas, British Airways, BAA, Roll-Royce, Abey National y Water issues.

¹⁴ A inicios de 1995, en España se había aplicado el capitalismo popular en: Endesa, Repsol, Argentaria y Continente.

¹⁵ “España opta por el capitalismo popular” En: **El País** (ES): 1/04/1995; p. 24.

¹⁶ ARGENTARIA. **Estrategia para una venta masiva de acciones**. Madrid: s.e.,1995. Presentación en PP realizada por Argentaria al CEPRI.

¹⁷ CORFO. **La privatización de las empresas eléctricas en Chile**. Santiago de Chile: CORFO – Documento de Trabajo, 1991. Cap.B.

cumplimiento de uno de los objetivos de la privatización que fue reflejar transparencia e igualdad de oportunidades. No obstante alcanzarlo, requirió de una gran cobertura geográfica, elaboración de planes de compra desde montos muy pequeños y una campaña publicitaria tendiente a colocar la inversión como una alternativa al ahorro bancario.

2.2. El plan piloto: Cementos Norte Pacasmayo

Como una forma de medir la receptividad que tendría en la población un programa de colocación masiva de acciones en el Perú, la COPRI conformó un pequeño equipo de consultores que puso en práctica un plan piloto que se llevó a cabo en tres campañas entre los meses de noviembre de 1994 y julio de 1995.

Las acciones puestas en venta fueron de la empresa Cementos Norte Pacasmayo, que por sus características, cumplía con los requisitos para la aplicación del Sistema: estaba controlada por un operador privado eficiente, con un manejo empresarial respetuoso del accionariado minoritario, perteneciente a un sector estable y que había tenido excelentes resultados como producto del crecimiento de la economía.

La publicidad de venta de acciones se realizó a través de diarios de circulación nacional; de charlas en universidades, cámaras de comercio de provincia y promotores contratados por la COPRI; y, para la red de distribución, se contrató sólo al Banco Continental.

El impacto que causó el Plan Piloto fue muy grande, pues sólo con estos elementos de marketing se logró la incorporación al mercado de valores peruano alrededor de 18,319 inversionistas que invirtieron adquiriendo acciones por un valor que bordeó los 64 millones de nuevos soles. Ver cuadro 2.1.

**Cuadro 2.1: Plan piloto: ventas totales de acciones de Cementos Norte
Pacasmayo**

	Primera Campaña	Segunda Campaña	Tercera Campaña	Total
Total Contratos	3,577	3,681	11,061	18,319
Número de acciones (en miles)	4,825	3,025	5,270	13.120
Monto transado (en S/. MM)	24,125	15,125	27,140	63,390
Promedio de compra (en S/.)	6,744 (a)	4,108 (b)	2,453 (c)	

(a) Monto máximo de compra: S/. 10,000 (b) Monto máximo de compra: S/. 5,000 (c) Monto máximo de compra: S/. 3,090
Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Información general**. Lima: CEPRI, 1999.
Elaboración propia

El resultado obtenido contribuyó a generar una gran expectativa sobre las futuras privatizaciones bajo este esquema, sobre todo entre los líderes de opinión que se expresaron a favor de un programa de difusión del accionariado a gran escala¹⁸.

Es así como se decidió que el objetivo central del encargo sería la colocación de acciones entre el público peruano en general, con especial incidencia en las personas y grupos sociales que no

¹⁸ “Accionariado Difundido elevará niveles de vida: Juan Julio Wicht destaca nuevo mecanismo privatizador”. En: **El Peruano** (PE): 23/06/1994, p. 5.

habían participado anteriormente en el mercado valores, de tal forma que se amplíe la base nacional de accionistas, reforzando así el mercado de capitales peruano y distribuyendo los beneficios derivados del proceso de privatización¹⁹.

2.3. La estrategia del Sistema de Participación Ciudadana

En el diseño de esta estrategia, se estableció que era conveniente que la población se acercara al proceso de privatización, se beneficiara de él, se familiarice con los instrumentos de una economía de mercado moderna, encuentre nuevas fuentes de ahorro e inversión y producido ello, hacer irreversible el proceso de privatización²⁰.

Este objetivo central no podía ser aplicado en todas las empresas pues se consideró que si bien era bueno que el público en general participe de la propiedad de las empresas, éstas tenían que cumplir ciertos requisitos básicos que eran (i) contar con un operador privado eficiente, (ii) con un nivel estable de rentabilidad y (iii) que pertenezca a un sector de bajo riesgo²¹.

¹⁹ “Peruanos podrán comprar a plazos empresas estatales más rentables”. *En: Expreso* (PE): 24/06/1994; p. A19. / “Privatización y accionariado difundido” *En: Gestión* (PE): 24/06/1994. p.22.

²⁰ “Acciones para todos” *En: Semana Económica* (PE): 26/06/1994. p. 6.

²¹ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Plan de promoción de la inversión privada en las empresas Telefónica del Perú, Luz del Sur y Edelnor mediante el Sistema de Participación Ciudadana.** Lima: COPRI, 1996.

El operador privado eficiente (incorporado en la primera fase del proceso de privatización) debía garantizar para el accionista minoritario (que ingresa en la segunda fase), un manejo serio y transparente de la empresa, orientado a la satisfacción de los clientes, empleados, dueños y accionistas. Asimismo, se requería un nivel estable de rentabilidad para garantizar que el efecto demostración de las bondades de la privatización y la economía de mercado se traslade a la población²², no sólo con la mejora de los servicios sino también a través de la rentabilidad que ésta obtenía.

Finalmente, se requería que pertenezca a un sector de bajo riesgo de forma tal que no se sobreexponga al pequeño inversionista a fluctuaciones fuertes del mercado de valores, a la quiebra o liquidación de la empresa, eventos que lo decepcionarían de continuar participando del mercado de valores.

Por ello, conjuntamente con el objetivo central señalado se establecieron objetivos vinculados, tales como difundir una cultura financiera y de mercado, facilitar y profundizar el proceso de privatización, contribuir al desarrollo del mercado de capitales, ofrecer una nueva alternativa de ahorro-inversión y aportar a una mejor distribución de la riqueza²³.

Para conseguir estos objetivos, se requería de una operación a mayor escala, por lo que, entre los meses de septiembre y octubre de 1995 se llevaron a cabo investigaciones de mercado tanto

²² "Participación Ciudadana: Mecanismo de privatización permite difundir la cultura empresarial". Entrevista a Javier Tovar. *En: Business*. PE (5): 42, mar., 1995.

cualitativas como cuantitativas²⁴ que fueron reveladoras en cuanto a las preferencias del público objetivo, percepción de la situación general, condiciones bajo las cuales participarían, características que harían el producto atractivo, entre otros, los mismos que al ser confrontados con la situación económica del país, los niveles de ahorro de las familias y los niveles de ingreso permitieron calcular la demanda que se tendría, construir la estructura de la operación y realizar una asignación preliminar a cada tramo de la oferta.

Los resultados del estudio indicaron que el Sistema de Participación Ciudadana era conocido por el 28% de la población, como consecuencia del Plan Piloto al que se ha hecho referencia, mientras que el 78% de la población consideraba una buena idea la venta de acciones al público a través del Sistema. Sin embargo, existían algunas barreras para la compra de acciones como la falta de dinero, el desconocimiento para la adquisición de acciones y las malas experiencias financieras (casos CLAE y REFISA).

También se detectó una carencia de cultura financiera y bursátil; conceptos básicos como acciones, bolsa de valores, dividendos, eran ajenos al lenguaje del ciudadano común e invertir en bolsa era considerado sólo para algunas personas de elite²⁵.

²³ “Fujimori confirma Participación Ciudadana”. En: **Expreso** (PE): 22/06/1994, p. A5.

²⁴ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 6, Libro 6.

²⁵ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A. Plan de promoción de la inversión privada en las empresas Telefónica del Perú, Luz del Sur y Edelnor mediante el sistema de Participación Ciudadana presentado a la COPRI por el CEPRI Participación Ciudadana, noviembre – 1995.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 6, Libro 6.

A pesar del crecimiento del mercado de valores que se había dado a inicios de los años 90, el número de personas que estaban registradas en la Caja de Valores y Liquidaciones de la Bolsa de Valores de Lima – CAVALI, previo a la oferta de acciones de telefónica del Perú bordeaba solo 60,000²⁶.

A inicios de 1996, la difusión masiva del ahorro tuvo un gran impulso por las promociones lanzadas por los bancos, especialmente por la promoción del Super depósito del Banco Continental, lo cual fue una muestra de la existencia de capacidad de ahorro en la ciudadanía.

Por otro lado, existía un entorno negativo frente al proceso de privatización clásico, especialmente por la transferencia al sector privado de la Refinería La Pampilla S.A. (RELAPASA), que generó un movimiento en contra de todo el proceso²⁷.

²⁶ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe de venta de acciones de Cementos Norte Pacasmayo**. Lima: COPRI, 1995. p.20-25.

²⁷ APOYO COMUNICACIONES S.A. "Privatización: entre la imagen y la realidad". En su: **¿Porque seguir privatizando? La privatización y la inversión privada en el Perú**. Lima: APOYO Comunicaciones, 1999. Cap. 2. p. 23-24.

2.4. Los objetivos

En este entorno, los objetivos específicos del proceso²⁸ fueron alcanzar como mínimo 100 mil nuevos accionistas durante el primer año del proceso; potenciar la imagen y notoriedad del Sistema consiguiendo al menos 60% de recordación de la “marca” Sistema de Participación Ciudadana; aportar al desarrollo y difusión del mercado de valores acercándolo a la mayoría de la población; lograr una participación de ciudadanos de provincias de por lo menos 30% del total de compradores, teniendo en cuenta que el desconocimiento y la capacidad adquisitiva es menor; conseguir que un 50% de los compradores sean de montos menores de 5,000 nuevos soles, para de esta manera, mantener un promedio de compra bajo y ampliar la base de accionistas teniendo en cuenta lo limitada de la oferta; canalizar los ahorros de la población hacia mecanismos formales; con todo esto, profundizar el proceso de privatización contribuyendo a su consolidación.

2.5. El plan de privatización

Para llevar a cabo la estrategia diseñada, el Comité Especial y su equipo técnico prepararon, en coordinación con el Consorcio Asesor, el Plan de Promoción de la Inversión Privada (también llamado Plan de Privatización) que comprendió las acciones de las empresas Telefónica del Perú S.A., Luz del Sur S.A. y Edelnor S.A.

²⁸ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A. Lima: COPRI, 1996. Anexo 6, Libro 6.

El Consorcio Asesor Apoyo-Argentaria fue seleccionado mediante Concurso de Méritos por Invitación entre las firmas de asesoría local más prestigiosas y los Bancos de Inversión reconocidos internacionalmente²⁹. Los Consorcios que participaron en el concurso fueron Banco Wiese Ltda., N.M. Rothschild & Sons Limited y Dewe Rogerson Limited; Macroinvest S.A., Kleinwort Benson Limited; Interinvest S.A., Lazard Freres & Co. LL C, Santander Investment Bank Limited, Banco de Crédito del Perú, S.G. Warburg & Co. Limited y el Consorcio ganador Apoyo Argentaria. Las entidades locales debían buscar un socio internacional de tal forma que el resultado sea la mejor combinación del conocimiento del mercado local con operaciones de venta de acciones de manera difundida del mercado internacional. Las funciones primordiales del Consorcio Asesor fueron la estimación de la demanda en el mercado local, la proyección de la capacidad de absorción de la oferta masiva, la determinación de los saldos colocables vía ofertas convencionales, la elaboración de información de la oferta, la coordinación de acciones con las autoridades, la valorización y determinación del precio de salida, entre otras tareas.

²⁹ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 4, Libro 3.

Para la elaboración del Plan de Privatización se realizaron múltiples sesiones de trabajo en las que participaron miembros del Consorcio Asesor, del CEPRI y de COPRI para la revisión y discusión de los resultados de las encuestas, de los documentos preliminares del Plan, de los estudios de demanda y, en general, de las condiciones y características de la operación.

El Plan de Privatización identificó los pilares sobre los cuales se debía construir la operación. Estos pilares estaban representados por las instituciones que iban a tener una participación preponderante en la construcción de los mecanismos de distribución, en el control de las redes, en la conducción del proceso, en la logística, en la formación de precio y en la captación de demanda en cada uno de los mercados.

Dado que se iba a realizar la oferta en tres tramos, se seleccionaron instituciones coordinadoras para cada tramo. Así, se seleccionó un Coordinador Global Local, un Coordinador Global Internacional y un Director del Tramo Nacional Institucional.

2.6. La estructura

En función a la localización, se definió una estructura de difusión del mercado con dos Tramos, Nacional e Internacional. En este esquema, el Tramo Nacional tenía dos Sub-Tramos, uno Minorista y uno Institucional Nacional o Local, y el Tramo Internacional propiamente dicho.

De acuerdo a los tipos de inversionistas (Ver cuadro 2.2), la oferta se dividió en tramo convencional o institucional, que estuvo dirigido a los inversionistas institucionales o inversionistas individuales que ya participan en el mercado de valores y deseaban invertir montos mayores a los máximos establecidos para la oferta minorista; y el Tramo Minorista, que contemplaba la venta masiva de acciones con incentivos a los ciudadanos en general.

Cuadro 2.2: Estructura de los tramos ofertas globales de acciones

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Información general**. Lima: CEPRI, 1999.
Elaboración propia

Es este tramo minorista el que específicamente se refiere al Sistema de Participación Ciudadana. Esta última definición es la que utilizaremos para describir el proceso.

Como hemos señalado, la venta a los accionistas minoritarios era primordial, sin embargo, no era posible alcanzar de manera coherente los objetivos vinculados sin las ofertas convencionales³⁰.

Estos tramos, tanto locales como extranjeros, estuvieron dirigidos a inversionistas institucionales (fondos mutuos, fondos de inversión, administradoras de fondos de pensiones, entidades financieras, empresas en general) en tanto refuerzan el objetivo central del Sistema de Participación Ciudadana, al fortalecer la estructura accionaria de las empresas, completar la demanda existente en las ofertas de Participación Ciudadana, aportar la flexibilidad necesaria a las colocaciones para ajustar la oferta a la demanda al permitir traspasar acciones de un tramo a otro, dotar a las acciones de un buen mercado secundario que proporcione estabilidad y liquidez a la negociación de las acciones, y conseguir una buena referencia de precio de los inversionistas institucionales permitiendo establecer adecuadamente el valor de las acciones a colocar.

³⁰ Entrevista con el Coordinador Técnico del CEPRI de Participación Ciudadana: Sr. Jaime Shimabukuro Maeki.. En sede de la COPRI. 07/11/2001.

2.7. El diseño de la oferta global

Dentro del escenario descrito, el Sistema de Participación Ciudadana fue diseñado para ofrecer acciones de empresas privatizadas, administradas eficientemente, con comprobados indicadores de rentabilidad y solidez, que gocen de buena imagen pública y que estén inscritas en la Bolsa de Valores de Lima.

La realización de ofertas convencionales se adecua a los principios y prácticas internacionales aplicados para estos procesos, entre ellos la conformación de los Sindicatos de Colocación tanto para el Tramo Nacional Institucional como para el Tramo Internacional, y la adjudicación de las acciones utilizando preferentemente el mecanismo de asignación vía “construcción de libro de demanda” o book-building³¹.

Este Sindicato permite que las Entidades Colocadoras se integren en forma organizada en la consecución de un objetivo común, definiendo claramente el nivel de responsabilidad de cada institución, incentivándolas económicamente en función de la responsabilidad asumida. Esto propende hacia una homogeneidad en la oferta, establece el interlocutor único ante el Comité Especial y facilita la operatividad del proceso haciéndolo fluido y coordinado.

³¹ En el book-building o proceso de construcción del libro de demanda, las órdenes, propuestas de compra u ofertas que contienen indicación sobre el número de acciones y el precio al cual se desean adquirir, son remitidas al book-runner o coordinador global de la oferta durante un plazo determinado. Todas las órdenes, cada una con el número de acciones y su correspondiente precio, son consolidadas conformando un listado de la demanda total. Una vez cerrado el libro se procede a la fijación del precio asignándose acciones sólo a aquellas ofertas que son iguales o superiores al precio final fijado.

Los participantes en el Sindicato Institucional -las Entidades Sindicadas- firman el contrato de Sindicación o “Contrato de Comisión de Confianza y Mandato con Representación para la Coordinación Global, Dirección, Supervisión y Colocación del Subtramo Nacional Institucional”³².

2.8. Tramo institucional local

El fortalecimiento del mercado de valores local fue otro de los objetivos de las ofertas, por lo que se requería que los inversionistas institucionales locales participen activamente adquiriendo acciones en la operación de forma tal que se dote de liquidez a las acciones en el mercado local³³.

En este contexto, la coordinación del Sindicato de Colocación Institucional Local, debía ser encargada a un Director, con liderazgo y con un equipo capaz de coordinar el Tramo tanto con el Sindicato de Colocación Local como con el Coordinador Global Nacional y el Coordinador Global Internacional. Para la selección del Director del Tramo se llevó a cabo un Concurso de Méritos por Invitación al cual fueron invitadas las principales sociedades agentes de bolsa locales. En la Oferta Pública de Venta de acciones de Telefónica del Perú la entidad seleccionada fue Wiese Sociedad Agente de Bolsa. Las otras entidades que participaron en el concurso fueron Argos S.A., Credibolsa SAB

³² CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 22, Libro 25.

³³ Entrevista con el Coordinador Técnico del CEPRI de Participación Ciudadana: Sr. Jaime Shimabukuro Maeki. En sede de la COPRI. 07/11/2001.

S.A., MGS y Asociados Sociedad Agente de Bolsa S.A. y Santander SAB. Para una descripción detallada del Concurso y revisión de las propuestas.

Para el Tramo Institucional Local, las acciones se vendieron al contado y en nuevos soles; el monto mínimo que podían adquirir los compradores fue de S/.20,001, sin monto máximo; el precio por acción sería equivalente al que se fije para el Tramo Internacional, al tipo de cambio promedio de compra y venta del día de fijación del precio. Al igual que en los otros tramos, el número de acciones asignadas inicialmente podía ser aumentado o reducido conforme a la demanda efectiva y las reglas de redistribución de acciones entre los tramos.

La Oferta Institucional comprendió tres etapas. La primera etapa fue la fase de venta en la cual se promovieron las ofertas y se recibieron órdenes de compra de acciones, teniendo a las Sociedades Agentes de Bolsa como intermediarias. Las órdenes de compra debían incluir el número de acciones y el precio al que se deseaba adquirir. Todas estas órdenes de compra eran ingresadas a la central de procesos que las consolidaba conformando un listado de toda la demanda de acciones, cada una con el número de acciones a un precio determinado (construcción del libro de demanda). Concluido el plazo para recibir órdenes de compra se cerraba el libro y se procedía a la fase de asignación. Dado que este proceso se hacía en forma simultánea al cierre del libro internacional, se asignaban acciones

sólo a aquellas propuestas de compra que eran iguales o superiores al precio final de la colocación. Finalmente se procedía a la fase de adjudicación que consistió en el cobro de la venta y el traslado de las acciones a las cuentas de cada comprador en la Caja de Valores y Liquidaciones de la Bolsa de Valores de Lima.

2.9. Tramo institucional internacional

El tramo internacional, como su nombre lo indica estuvo dirigido a principalmente a inversionistas institucionales internacionales localizados en Estados Unidos y Europa, los cuales adquirieron American Depositary Receipts (ADRs)³⁴.

La venta se realizó al contado, en dólares americanos y sin ningún tipo de incentivos.

Al igual que en el tramo institucional local se formaron sindicatos de colocadores que en este caso fueron dos: el sindicato norteamericano y el sindicato internacional. El sindicato norteamericano fue el encargado de asegurar la oferta y realizar la colocación en Estados Unidos y Canadá, el sindicato internacional fue el encargado de asegurar la oferta y realizar la colocación en países distintos al Perú, Estados Unidos o Canadá.

³⁴ De acuerdo al Diccionario Bursátil editado por la Editorial Universidad, ADR es el certificado norteamericano de depósitos en custodia. Es un recibo negociable emitido en forma de certificado representativo de títulos de una compañía extranjera. Se encuentran registrados en la Securities and Exchange Comisión (SEC) y otorgan al tenedor el derecho de cobrar dividendos y negociarlas en las Bolsas donde cotizan. Para el caso de Telefónica del Perú, un ADR equivalía a diez acciones de la Clase B de la empresa.

Al igual que para el Tramo Institucional Local, para la selección del Coordinador Global del Tramo Internacional se realizó un Concurso de méritos por invitación³⁵. En la oferta de Telefónica del Perú, ambos sindicatos tuvieron al Consorcio ganador Merrill Lynch y J.P. Morgan como Coordinadores Globales Internacionales. En el concurso en mención participaron los bancos de inversión más importantes del mundo. La lista estuvo conformada por Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomón Brothers, CS First Boston, JP Morgan, Lehman Brothers, Baring Securities, SG Warburg, James Capel, EBS, Smith Barney, Paribas Capital Markets y Kleinwort Benson Securities. Los Sindicatos son integrados por bancos de inversión de Estados Unidos y Europa.

Los participantes en el Sindicato Internacional firmaron un contrato de aseguramiento y colocación, por el cual se obligaron a cumplir con lo que a cada uno le compete en las actividades de aseguramiento y colocación³⁶.

Por el contrato de aseguramiento (“underwriting agreement”)³⁷, las entidades se comprometieron a cubrir con sus propios recursos la demanda generada por sus clientes que no fuese cubierta en el momento del pago. En el Tramo Internacional la

³⁵ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 9, Libro 9.

³⁶ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 26, Libros 29, 30, 31, 32 y 33.

³⁷ También llamado Agreement among underwriters. Según el Diccionario Bursátil editado por la Editorial Universidad, es el contrato entre los miembros de un consorcio de colocadores de emisiones mediante el cual se establecen los derechos y obligaciones de cada uno de ellos. En la práctica, luego de fijado el precio y establecida la asignación de ADRs., los underwriters suscriben el contrato de aseguramiento mediante el cual se comprometen a pagar el monto colocado aunque los iniciales demandantes no cumplan con su pago.

promoción de la oferta se llevó a cabo a través de dos instrumentos: el Prospecto Internacional³⁸ y el Road Show³⁹.

La demanda de los otros tramos de la oferta suele impactar fuertemente en los inversionistas internacionales al momento de decidir su inversión; es decir, si en el tramo institucional local o en el tramo minorista hay una gran demanda, esto atraerá al inversionista internacional.

La conformación del sindicato de colocadores formó parte de las funciones del Coordinador global del tramo. En tal sentido, la selección de las entidades integrantes del Sindicato se hace a propuesta del mencionado Coordinador Global, en función a las características y condiciones de la oferta.

³⁸ El Prospecto Internacional es el instrumento de venta imprescindible en las ofertas públicas internacionales. Este documento contiene información para el potencial inversionista respecto de la empresa emisora de las acciones, del accionista vendedor, de las características de la oferta, de los riesgos del país, y en general, sobre cualquier otro aspecto relevante para un inversionista al momento de decidir si adquiere o no las acciones materia de la oferta. Se presenta a los organismos reguladores de los mercados financieros en los cuales se realiza la oferta y se elabora conforme a la legislación vigente en tales plazas. Este documento de venta es elaborado conjuntamente entre la empresa, los bancos de inversión líderes de la colocación, los auditores, y los abogados locales e internacionales de la empresa, de los bancos de inversión y del accionista vendedor, e implica la realización de una exhaustiva auditoría legal y financiera de la empresa (Due Diligence), que es otra etapa importante de una oferta internacional.

³⁹ El Road Show o Gira Promocional es la forma como se realiza la publicidad en el mercado internacional. Los principales directivos de la empresa y encargados de la privatización viajan a realizar presentaciones ante grupos reducidos de potenciales inversionistas o reuniones particulares (one-to-ones) con los gerentes de inversión de los grandes fondos especializados de las principales plazas financieras donde se pretenda colocar las acciones. En ellas se exponen principalmente las perspectivas financieras de la empresa, los proyectos de inversión, el crecimiento futuro y los riesgos del país y la inversión.

2.10. Tramo minorista

Este es el tramo correspondiente al Sistema de Participación Ciudadana propiamente dicho, que será desarrollado en el siguiente capítulo, en el que veremos la estrategia de marketing, el diseño del producto, la definición del precio, la red de distribución y la comunicación utilizada.

CAPÍTULO III

3. El Sistema de Participación Ciudadana: Capitalismo popular en el Perú.

Teniendo en cuenta la poca capacidad adquisitiva de la población peruana y la percepción que se tenía sobre el “elitismo” del mercado bursátil, se buscaron algunos incentivos que “popularicen” el sistema para atraer al público objetivo que no estaban acostumbrado a esta clase de producto.

El procedimiento de compra para el tramo minorista se diseñó de manera sencilla; la persona que deseaba comprar acciones podía acercarse a cualquiera de las casi 900 oficinas de la red de colocadores a nivel nacional donde llenaba un formulario sencillo y abonaba el 10% del monto del paquete que deseaba adquirir (en el caso del Banco Continental se varió a 20%) dentro del plazo de inscripción de aproximadamente tres semanas. En el caso de las compras a plazos se contaba con un número definido de meses y en el caso de las compras al contado abonaba el saldo luego de la adjudicación de acciones dado que podría no recibir todo el monto demandado por efecto del prorrateo.

Luego de terminado el proceso de adjudicación, el accionista recibía un documento -carta de adjudicación- en la que se detallaba el número de acciones adjudicadas y el cronograma de pagos que debía cumplir.

La oferta de acciones en el tramo minorista tuvo tres etapas o fases (Ver cuadro 3.1). La primera fue la fase de venta que consistió en la promoción de la oferta por parte del Comité Especial y las Entidades Sindicadas y en la recepción de las solicitudes de compra con pago de la cuota inicial de los compradores.

Cuadro 3.1: Fases de las ofertas de acciones - Tramo minorista

Elaboración propia

La segunda, fue de adjudicación en la cual, luego de la centralización informática de todas las solicitudes de compra en la Central de Procesos contratada por el Comité Especial mediante Concurso de Méritos por Invitación⁴⁰, se realizaron las tareas de consolidación y verificación de la información de las solicitudes, control de montos máximos y mínimos, prorrateo⁴¹ y adjudicación de acciones a los compradores. Este fue en su momento un punto crítico en la organización de la operación satisfactoriamente superado.

⁴⁰ Graña y Montero Data S.A. (GMD S.A.) fue la empresa ganadora del Concurso. Se encargó del desarrollo y aplicación de los programas (software) de prorrateo y adjudicación de acciones, así como de proveer los equipos y servicios de soporte informático requeridos para el funcionamiento de la Central de Procesos y el desarrollo y manejo de las transmisiones informáticas entre la Central de Procesos, CAVALI, las entidades colocadoras y el CEPRI, asumiendo la responsabilidad completa e integral de todos los aspectos técnicos y operativos de la Central. Fueron invitados al Concurso entidades como IBM, COSAPI Data, Olivetti y AT&T. Respecto al Concurso de Méritos por Invitación, véase CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A. Lima: COPRI, 1996. Anexo 17, Libro 17.

⁴¹ Si bien el prorrateo era un concepto muy usado en las ofertas minoristas realizadas en otros países (España, Inglaterra), no era conocido en el Perú hasta la venta a través del Sistema de Participación Ciudadana. Este procedimiento se estableció con el fin de permitir que todos los inversionistas accedan a la compra de acciones en igualdad de condiciones y durante un tiempo prolongado, no beneficiando a aquellos que acudían primero a comprar las acciones (método de colas). El mecanismo consistía en la aplicación de un conjunto de parámetros para distribuir las acciones entre las distintas órdenes de compra con el objetivo de maximizar el número de compradores, favoreciendo relativamente las órdenes más pequeñas respecto de las más grandes. Esto se llevaba a cabo en el momento de la asignación de las órdenes de compra utilizando un sistema computarizado que asignaba en forma uniforme a todas las propuestas presentadas montos mínimos de manera progresiva hasta cierto límite y posteriormente, de manera proporcional al monto solicitado hasta agotar el número de acciones asignadas al Tramo.

En este proceso participó también como supervisor de la operación el Programa Nacional de Informática y Comunicaciones del PNUD Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo - PNIC⁴².

Finalmente, la fase de post venta consistió en la administración de la cobranza de los saldos y cuotas pendientes de pago, la custodia y desafectación proporcional de las acciones prendadas, la entrega de dividendos y acciones liberadas, la administración de los incentivos específicos de la oferta, y la atención y orientación a los compradores. Para llevar a cabo la parte operativa de este proceso, el reparto, la disponibilidad y la desafectación progresiva de acciones se basó en el sistema de anotación en cuenta⁴³.

3.1. La estrategia de marketing

Teniendo en cuenta los objetivos del Sistema de Participación Ciudadana y la importancia de este proceso dentro del conjunto de reformas emprendidas por el gobierno, la estrategia de marketing debía ser diseñada de tal forma que llegue a todos los sectores de la población.

⁴² Programa Nacional de Informática y Comunicaciones PNIC-PER/93/037 del PNUD tuvo como funciones generales asesorar al CEPRI en el campo de la informática, para preparar las bases del concurso, los términos de referencia, los requerimientos técnicos, y para realizar la evaluación técnica y económica de las propuestas del concurso para la Central de Procesos y, por otro lado, luego de seleccionada la empresa, supervisar las actividades que se deberían llevar a cabo antes, durante y después del proceso, tanto a la empresa que obtenga la buena pro en el concurso como a las entidades colocadoras, que iban a recibir y transmitir su información a la Central de Procesos, todo lo cual debería de ser compatible con los procesos que tendría que realizar CAVALI con la información.

Dadas las características de las funciones descritas se necesitaba contar con una entidad claramente independiente que sea percibida por el mercado y los compradores como neutral, de forma tal que la auditoria de los procesos informáticos de la operación, elemento clave para garantizar su transparencia, fuera realizada por un organismo no relacionado con los bancos participantes en la operación ni con las empresas que competían por la provisión de los servicios, programas y equipos en el mercado. Esta institución era el PNIC

⁴³ Por el mecanismo de anotación en cuenta los certificados físicos son desmaterializados y transformados en registros en la Caja de Valores y Liquidaciones – CAVALI, con el nombre, dirección y documento de identidad de cada accionista, a partir del cual puede realizar sus operaciones de compra y venta de acciones. Para la implementar este mecanismo, se instruyó a la Entidad Fiduciaria, COFIDE, para que suscriba un contrato de prestación de servicios con la Bolsa de Valores de Lima.

Contrariamente a los planes de marketing para el sector empresarial, que por naturaleza están dirigidos o segmentados hacia sectores que le pueden generar mayor rentabilidad, la estrategia del Sistema de Participación Ciudadana se basó en otorgar igualdad de oportunidades a todos los peruanos en la compra de acciones⁴⁴.

Una herramienta que fue determinante en el diseño del producto y sus incentivos, de la necesidad de conformación amplios canales de distribución, del establecimiento del monto mínimo de inversión, de las necesidades de información, del estilo comunicacional, entre otros aspectos importantes de la operación, fueron los resultados obtenidos en la investigación cuantitativa realizada por Apoyo Opinión y Mercado S.A.⁴⁵. Ésta tuvo como finalidad evaluar, de manera preliminar, la intención de compra de acciones de empresas ya privatizadas que se ofrezcan a través del Sistema de Participación Ciudadana.

El estudio se realizó en Lima Metropolitana y diez principales ciudades del interior del país, entre personas de ambos sexos de los niveles socioeconómicos B y C que tenían alguna forma de inversión o ahorro. El trabajo de campo se realizó entre el 27 de octubre y el 2 de noviembre de 1995.

⁴⁴ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A. Plan de marketing, noviembre 1995. Lima: COPRI, 1996. Anexo 6, Libro 6.

⁴⁵ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A. Encuesta denominada Evaluación de intención de compra. Sistema de Participación Ciudadana, noviembre 1995. Lima: COPRI, 1996. Anexo 6, Libro 7.

El estudio reveló que de estas personas la mitad, especialmente en el nivel B, tenían una cuenta de ahorros. Otras formas importantes de inversión, especialmente en el nivel C, eran la compra de mercadería o la inversión en negocios y la inversión en bienes inmuebles. Las juntas y panderos eran más frecuentes en el nivel C, en las mujeres y en personas entre 25 a 39 años.

Ante la explicación del diseño preliminar de las características del Sistema de Participación Ciudadana, un 13% especialmente varones y personas del nivel B, manifestaron que seguramente comprarían y un 64% que probablemente lo haría.

En cuanto a los requerimientos de información para decidir la compra estaba la explicación de cuánto se ganaría luego de un tiempo, la demostración de la rentabilidad de la empresa y que se presente como un sistema de ahorro para los hijos.

Por otro lado, fueron muy bien evaluados como incentivos el pago a plazos, el descuento y la adjudicación de una acción por cada diez que se conserven.

Con relación a la compra, la mayoría prefería al acceso telefónico a información y/o compra de acciones, que se deposite un 10% inicial y que se abra una cuenta corriente, sin gasto alguno para el comprador, a fin de ir cancelando las cuotas.

El sistema de pago preferido fue a plazos, con cuotas fijas mensuales, por un periodo entre seis y doce meses. En cuanto al

monto de las cuotas, éstas deberían de estar entre 50 y 100 nuevos soles para los que preferían un plazo de seis meses y 50 nuevos soles para los que manifiestan que quisieran pagar en doce meses. En el nivel B y entre los más interesados en comprar, se optaba por pagar cuotas de 200 soles durante seis meses.

Un porcentaje significativo, sobre todo en provincias y en el nivel socio económico C y en las mujeres de Lima, declaraba intenciones de invertir entre 300 y 500 soles. En el nivel B, entre los varones y entre quienes aseguraban que comprarían de todas maneras, había un mayor interés que en otros segmentos por comprar paquetes de 1,500 soles o más.

En general, la mayoría manifestó estar de acuerdo con la existencia de límites máximos y mínimos para paquetes, señalando que un mensaje de posibilidades para todos debería considerar un paquete mínimo de 300 soles y en el nivel B, se mencionó un monto máximo de 3,000 soles.

Finalmente, un aspecto importante a señalar es que los estudios indicaron que una gran mayoría manifestaba una tendencia a conservar las acciones por un año o más y que las venderían sólo si tuvieran una urgencia económica; por otro lado, sólo el 50% la vendería ante un alza del precio importante, y si el precio cayera, dos tercios la retendrían y seguirían observando qué sucede.

3.2. El producto

Teniendo en cuenta las oportunidades y barreras que se presentaban en el entorno, detectadas a través de las investigaciones de mercado, se diseñó un producto capaz de despertar el interés de la población por participar en un proceso hecho a la medida de todos. Ver cuadro 3.2.

Cuadro 3.2: Diseño del producto - Tramo minorista para cada una de las ofertas de acciones

	Telefónica	Luz del Sur	Bco.Continental
Monto mínimo y máximo de compra en nuevos soles	500 / 20,000	500 / 20,000	1,000 / 20,000
Cuota inicial	10%	10%	20%
Plazo de pago	18 meses	18 meses	6 meses
Tasa de interés	1% mensual	1% mensual	1% mensual
Dcto. sobre precio Institucional	10% a compra a plazos 5% a compra al contado	10% a compra a plazos 5% a compra al contado	5% compra a plazos o al contado
Bono de fidelidad	5% en acciones por permanencia hasta el mes 18	5% en acciones por permanencia hasta el mes 18	3% en efectivo para compras al contado por permanencia al sexto mes

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Información general.** Lima: CEPRI, 1999.

Elaboración propia

A este “producto” tuvieron acceso todos los ciudadanos peruanos y extranjeros residentes en el país que acreditaran su identidad con libreta electoral, militar o carné de extranjería y que deseaban invertir S/.20,000 como máximo.

Las ofertas públicas de acciones de las empresas Telefónica del Perú S.A. y Luz del Sur S.A. tuvieron las mismas características y gozaron de los mismos incentivos para el Tramo Minorista; sin embargo, para la Oferta Pública de acciones del Banco Continental a través del Sistema de Participación Ciudadana, que

se llevó a cabo en 1998, se modificaron los incentivos, acercando el producto a las condiciones del mercado de valores.

Así, se incrementó el pago de la cuota inicial a 20%, se redujo el plazo de pago a seis meses, el mínimo se incrementó a 1000 nuevos soles, se estableció el bono de fidelidad sólo para compras al contado y, finalmente, el descuento fue igual para las compras al contado que al crédito. Estas modificaciones evidenciaron la dirección del producto a un público objetivo de mayores recursos.

Se estableció un descuento en el precio de 10% para compras a plazos y 5% para compras al contado sobre el que resulte menor entre (i) el precio fijado para la Oferta Internacional o (ii) el precio de cierre de la Bolsa de Valores de Lima. En el caso de la Oferta de acciones del Banco Continental el descuento fue único de 5%, tanto para las compras al contado como al crédito.

Aquellos que adquirirían sus acciones a plazos, en las dos primeras Ofertas de Acciones pagaban una cuota inicial de 10% y el saldo en cuotas mensuales durante 18 meses (para el caso del Banco Continental las condiciones fueron 20% de inicial y 6 meses para pagar el saldo) con una tasa de interés compensatorio de 1% mensual por el financiamiento. Las acciones pendientes de pago quedaban prendadas, en garantía de pago de las cuotas.

En cuanto a los derechos económicos, se estableció que los dividendos en efectivo, los certificados de suscripción preferente

y/o cualquier otro derecho de índole económica sería de libre disponibilidad del comprador.

Como podemos ver, el descuento establecido en las dos primeras ofertas de acciones, fue mayor para aquellos que compraban a plazos que para los que adquirirían acciones al contado. Esto se hizo con el objeto de incentivar a los ciudadanos a ahorrar a plazos en un sistema formal, pues dentro del público objetivo lo hacían de manera informal en juntas y panderos. Además, se detectó que aquellos que tenían intención de comprar al contado tratarían de salir rápidamente de la acción, pues tenían cierta experiencia participando en el mercado de valores.

Asimismo, con este objetivo se estableció el incentivo de la entrega de un bono de fidelidad que estimulaba la conservación de las acciones adquiridas y el pago oportuno de las cuotas⁴⁶.

Por otro lado, con la finalidad de evitar que ante cualquier fluctuación en el mercado de capitales tanto local como internacional, los nuevos inversionistas dejen de pagar sus cuotas o sufran pérdidas en su primera experiencia en el Sistema de Participación Ciudadana y se desencanten de él, se estableció una cobertura contra la caída del precio⁴⁷.

⁴⁶ Éste consistió en la entrega, en forma gratuita, de una acción por cada 20 acciones adjudicadas y/o liberadas al cabo del decimoctavo mes, siempre y cuando los compradores hayan mantenido en su poder el íntegro de dichas acciones y se encuentren al día en sus pagos. Este incentivo se aplicó tanto a las compras al contado como a las compras a plazos.

⁴⁷ Esta consistió en que, en las compras a plazos no pre-pagadas, si al término del décimo séptimo mes, el precio promedio del mercado de la acción ajustado de los 15 días precedentes era menor al precio de venta por acción, se compensase al comprador

3.3. El precio

En cuanto al precio, esta fue otra característica singular del Sistema. Como ya hemos descrito, éste no se fijó de antemano sino que fue el mercado, a través de la oferta y demanda en los diversos tramos el que determinó cuánto iba a pagarse por cada acción. Para los accionistas minoritarios, el precio que quedaría establecido sería, como hemos señalado, el menor entre el precio de la Bolsa de Valores del día de fijación del precio o pricing⁴⁸ y el precio resultante para la oferta internacional. Sobre el menor entre ambos se aplica el descuento para las compras al contado y a plazos.

Esta característica complicó la comunicación al público que no estaba acostumbrado a comprar un producto sin precio. Para salvar esta barrera no se vendieron unidades de acciones sino “paquetes de acciones” en montos determinados que iban desde S/. 500 hasta S/. 20,000 con una cuota de 10% de inicial y el saldo en 18 cuotas mensuales. Así, quien quería comprar, por ejemplo 500 soles, pagaba 50 soles de inicial y 18 cuotas mensuales de aproximadamente S/. 30 (o un sol diario). Posteriormente, luego de fijado el precio, se dividía el monto

mediante la reducción de dicha diferencia de la última cuota pendiente, hasta por el monto de dicha cuota, siempre y cuando no haya vendido sus acciones y se encuentre al día en sus pagos.

⁴⁸ El pricing o fijación del precio se lleva a cabo con la información recogida en el libro de demanda. El día del pricing, el “book” se traduce en una recomendación por parte del Coordinador Global, de un precio, atendiendo a la demanda generada en cada uno de los tramos, a los precios recogidos en las órdenes u ofertas de los inversionistas y a las condiciones del mercado de capitales. Atendiendo a esta información también se asignan o reasignan acciones de un tramo a otro.

suscrito entre el precio y se obtenía el número de acciones que correspondía a cada inversionista.

Dado el gran interés que despertó el programa desde un inicio, y durante toda la fase de preparación, la cobertura informativa en los medios noticiosos fue inmensa, como no ha tenido otro programa de privatización en el país. Esto contribuyó también a generar expectativa tanto en la población como en los inversionistas institucionales.

3.4. La red de colocación

La Oferta de acciones en el Tramo Nacional Minorista requería la más amplia cobertura en la distribución, para que las personas que deseaban adquirir acciones lo hicieran sin ninguna dificultad. Para ello era necesario integrar a la banca comercial con todas sus sucursales y a las sociedades agentes de bolsa en una sola red de colocación a nivel nacional.

Para conformar esta Red de Colocación se requería establecer un esquema de organización coordinada de las entidades colocadoras, integradas en la consecución de un objetivo común, para lo cual se adoptó la práctica internacional de conformar un Sindicato de Colocación que definiría claramente el nivel de responsabilidad de cada institución, estimulado económicamente en función de las responsabilidades asumidas, consiguiéndose la homogeneidad en la venta de acciones.

Este sindicato de colocación debía estar liderado por un Coordinador Global Nacional, que sería el interlocutor único ante el Comité para efectos de la venta, facilitando la operatividad del proceso, haciéndolo más fluido y coordinado.

Este Coordinador Global fue seleccionado mediante Concurso de Méritos por Invitación entre los bancos comerciales en función a su cobertura geográfica, capacidad de colocación y compromiso en el diseño y ejecución de la operación⁴⁹.

La Red de Colocación conformó lo que sería el canal de distribución. Ésta estuvo constituida por prácticamente la totalidad de los bancos y sociedades agentes de bolsa del sistema financiero participando activamente con puntos de ventas en todo el territorio nacional en una actitud proactiva, cosa que en pocas oportunidades se ha podido lograr. Ver cuadro 3.3.

⁴⁹ El líder del Sindicato de Colocación para la Oferta de Telefónica del Perú fue el Banco de Crédito del Perú que obtuvo la buena pro en el concurso en referencia. Completaron la lista de invitados al concurso los bancos Continental, Interbank, Wiese y Latino. Producto de esto, el Banco de Crédito fue el Coordinador Global del Sindicato mientras que el resto de bancos a excepción del Latino se desempeñaron como directores del Tramo Minorista. Debajo de estos, como Entidades Colocadoras participaron la mayoría de bancos y SABs del sistema financiero. Para una descripción detallada del Concurso y revisión de las propuestas, véase CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexos 11 y 12, Libro 12.

Las entidades sindicadas firmaron un contrato de comisión de confianza y mandato con representación para la Coordinación Global, Dirección, Colocación y Administración de Post-venta con COFIDE⁵⁰, en su calidad de fiduciario⁵¹ de las acciones, por el cual se obligaron a cumplir con los compromisos previstos para cada una de ellas en el referido contrato.

Cuadro 3.3: Sindicato de colocación - Tramo minorista: Oferta de acciones de Telefónica del Perú

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA.
Información general. Lima: CEPRI, 1999.
 Elaboración propia

Esta Red de Colocación integrada por más de 50 colocadores que sumaron más de 900 puntos de venta permitió cubrir todo el territorio nacional acercando un producto reducido a un pequeño segmento de la población, al ciudadano común.

⁵⁰ CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 21, Libro 24.

⁵¹ La Corporación Financiera de Desarrollo – COFIDE fue la entidad elegida para desempeñar las labores de Entidad Fiduciaria. Para ello suscribió un Convenio de Fideicomiso con la COPRI. Su participación resultó muy importante en la Oferta Pública sobre todo en el Tramo Minorista pues cumplió, entre otras funciones, la de transferir las acciones y los fondos recaudados al Tesoro Público, ejecutar las garantías en favor del Estado y administrar los incentivos. Su principal actividad fue como supervisor de las Entidades Administradoras de post venta. Al estar claramente definido el objeto del fideicomiso, el dinero cobrado, la resolución de los contratos por falta de pago y la venta de las acciones era automática, evitando el retorno de las acciones a propiedad del Estado. Para una revisión de los términos y condiciones del Convenio de Fideicomiso, véase CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 20, Libro 20.

Tomando en cuenta a los funcionarios, ejecutivos de cuenta, cajeros y promotores, se tiene que más de 10,000 personas participarán en labores de promoción y ventas.

Como resultado al igual que en los Tramos Convencionales y haciendo un símil de su estructura para el Tramo Minorista el Sindicato de Colocación estuvo estructurado de tal forma que definía el nivel de responsabilidad de cada institución, estimulándolas económicamente en función de la responsabilidad asumida, consiguiendo homogeneidad en la venta de acciones y haciendo el proceso fluido y coordinado.

La retribución a las redes de colocación se dio a través de comisiones. Para incentivar la labor activa de los bancos y SABs hacia la venta, se diseñó una política de comisiones diferenciadas de acuerdo a las responsabilidades asumidas por cada participante dentro de la estructura del Sindicato de Colocación, utilizándose el interés de los bancos y SABs por lograr el liderazgo en el resultado final del monto total colocado y adjudicado, con lo que se logró la tensión necesaria en las redes de colocación para competir entre ellas de forma transparente y en igualdad de condiciones. Así, el Coordinador Global de cada tramo recibía un porcentaje de la comisión, los directores otro tanto y finalmente, el mayor porcentaje de la

comisión propuesta en el Concurso estuvo reservado para los colocadores⁵².

Cabe destacar que la labor de los principales colocadores, los Bancos Comerciales, estuvo también dirigida a formalizar los ahorros de la población, tratando de “bancarizar” a la mayor cantidad de personas que acudían a sus oficinas para efectuar la compra. En ese camino, se logró difundir la información al máximo posible ya que las entidades colocadoras se esforzaron por aplicar una estrategia muy ofensiva con su fuerza de ventas, a través de entrevistas “persona a persona” (o one to one”) y charlas corporativas, contribuyendo en gran medida con la comunicación directa. Esto tuvo a su vez un efecto multiplicador en la información “boca a boca” de la estrategia de comunicación.

Por otro lado se previó que, debido a la naturaleza del “producto” y su complejidad -por la escasa cultura financiera detectada en los estudios de mercado- era necesario incentivar a las entidades directoras para que luego de la venta, brinden un buen servicio a los accionistas que estarían vinculados a ellas durante los 18 meses que dura el período de financiamiento.

⁵² Para la Oferta de acciones de Telefónica del Perú, la comisión pagada fue de 3% del monto total de la colocación distribuida de la siguiente forma: Coordinar Global , 0.3%; Directores, 0.3%; Colocadores, 1.56% y una comisión de postventa equivalente a 0.84%. Esta comisión fue parte de la propuesta con la cual resultó seleccionado como Coordinador Global Minorista el Banco de Crédito. Al respecto véase, CEPRI DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: COPRI, 1996. Anexo 21, Libro 24.

Así, las entidades Administradoras de Post-venta -que fueron los mismos bancos directores- tenían el encargo de realizar las cobranzas, entrega de dividendos y suministrar información a los nuevos accionistas, por lo que se asignó una comisión de post venta.

Al estar motivadas, estas entidades se preocuparían de hacer seguimiento a los accionistas, orientarlos en el desempeño de la acción, sobre los resultados de la empresa, el cobro de dividendos, acciones liberadas y pago de cuotas mensuales. De esta forma, mientras más bajo sea el índice de morosidad, el monto percibido por este concepto era mayor.

3.5. La comunicación

Esta estrategia se preparó en coordinación con el Consorcio Asesor y fue ejecutada por las agencias seleccionadas mediante el Concurso de méritos por invitación para la selección de las Agencias de Comunicaciones (Publicidad y Relaciones Públicas) encargadas de la realización de las campañas de Promoción denominada “Estrategia de Comunicación y Creatividad para la Oferta Pública de acciones a través del Sistema de Participación Ciudadana”⁵³.

⁵³ Los ganadores del concurso de méritos fueron las Agencias Interandina Bates Worldwide para las campañas del Sistema de Participación Ciudadana y de Venta y la Agencia Publicistas Asociados/Taspsa para la campaña de imagen de la empresa (Corporativa). Además de las agencias mencionadas fueron invitadas a participar Publicidad Causa/Leo Burnett, Creativity/Young & Rubicam y Properú/Lintas Worldwide

Por lo novedoso que era la venta de acciones a la ciudadanía en general, el poco conocimiento del público sobre el mercado de valores y las restricciones detectadas en el público objetivo, se eligió para la realización de la campaña a aquellas agencias que mejor captaron lo que el Comité Especial quería transmitir: sobriedad en el mensaje, confianza en el sistema futuro, oportunidad para todos.

La campaña se dividió en tres fases (Ver cuadro 3.4). La primera, llamada Campaña del Sistema de Participación Ciudadana, fue la campaña educativa y de introducción del concepto del Sistema que debía tener un fuerte impacto y cobertura por ser el lanzamiento de un producto nuevo. También tenía como objetivo dar a conocer el esfuerzo e interés del Estado para dar acceso o ventajas a “todos” los ciudadanos, para que se conviertan en propietarios de empresas rentables y solventes.

La segunda fase se llamó campaña corporativa, con la cual se buscó promover la imagen de rentabilidad, eficiencia y solidez de la empresa cuyas acciones eran puestas en venta y finalmente, la tercera fase fue la campaña de venta propiamente dicha, cuyo objetivo principal era llamar a la acción generando sensación de escasez y oportunidad única en los ciudadanos.

Cuadro 3.4: Ejemplos de avisos de prensa de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

(En las tres fases de la estrategia de comunicación)

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Información general. Lima: CEPRI, 1999.

La campaña de comunicación fue centralizada⁵⁴, con diseño y ejecución bajo la supervisión del comité especial. A los bancos que integran la red de colocación no se les permitió hacer publicidad masiva en televisión y radio; esto evitó la guerra publicitaria entre las entidades colocadoras que generalmente ponen en desventaja abrumadora a las entidades más pequeñas por tener menores recursos. Por otro lado, el exceso publicitario tiende a saturar y confundir a la población generando

⁵⁴ El CEPRI de Participación Ciudadana y sus asesores coordinaron la campaña de comunicación en un trabajo conjunto con la agencia de publicidad y el Coordinador Global de la Oferta

fenómenos ya experimentados en nuestro país como las campañas políticas y el lanzamiento del sistema previsional.

Basados en estos resultados se establecieron los objetivos comunicacionales específicos, teniendo en cuenta la necesidad de difundir la cultura financiera y el mercado de valores en los niveles socio económicos B y C, dar a conocer las características del producto, difundir que la oportunidad es para todos, lograr cobertura de información en todo el territorio nacional y finalmente, generar sensación de escasez y oportunidad única de convertirse en accionista de empresas sólidas y rentables.⁵⁵

El posicionamiento buscado fue: *“A través del SPC puedo ser accionista de empresas sólidas y rentables invirtiendo con grandes facilidades”*

Para cada una de las fases del proceso de venta se utilizó un estilo y tono diferente. Así, en las campañas educativas y de venta, se recurrió a imágenes sencillas, directas y con personajes cotidianos, como un taxista, un contador, una ama de casa, un mecánico, buscando acercar el concepto del sistema al común de la población para hacerlo amigable, confiable y sencillo. Sin embargo, la diferencia entre estas dos fases fue el tono utilizado, ya que mientras que en la fase educativa era más pausado e

⁵⁵ El público objetivo al que estuvo dirigida la comunicación fueron todos los hombres y mujeres mayores de 25 años de edad, de NSE B y C con ingreso mínimo familiar de S/. 800. Es evidente que la campaña publicitaria tuvo que ser masiva para introducir el concepto de una manera rápida.

informativo, en la de venta fue más acelerado, persuasivo, llamando a la acción y generando urgencia.

A pesar que los mecanismos bursátiles son complicados, se trató de simplificarlos con un tono de comunicación cercano al ciudadano pero creíble, proyectando los mensajes a través de personajes cotidianos y sencillos, utilizando elementos emocionales y con toques de humor.

En la fase corporativa, se trató de reflejar la imagen de la empresa como moderna, con tecnología de punta, eficiente, rentable, por lo que los mensajes fueron directos. Se tuvo mucho cuidado en la producción, en las locaciones, en la apariencia de los modelos, en la música.

Se diseñó un logotipo que simboliza el sentido del Sistema, representando siluetas estilizadas de personas que están integradas por una bandera azul (Ver Cuadro 3.5). Con ello se quiso transmitir la identidad del ciudadano común con el Sistema y la igualdad que poseen todos al participar en él. El eje del mensaje del SPC fue “nuestra oportunidad ahora”.

Cuadro 3.5: Logotipo del Sistema de Participación Ciudadana.

Oferta de acciones

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA.
Información general. Lima: CEPRI, 1999.

De otro lado, como soportes comunicacionales de la campaña se estableció una red con líderes de opinión de diversas áreas y niveles socio económico, se realizaron charlas en universidades, colegios profesionales y cámaras de comercio.

Asimismo, con la finalidad de facilitar el acceso a información de parte del público se constituyó un centro de telemarketing que funcionó las 24 horas del día. En la primera etapa brindó información sobre el sistema, luego sobre las características de la empresa y finalmente sobre el proceso de venta. A través de este Centro se elaboró una base de datos de potenciales accionistas a quienes, de acuerdo al interés demostrado, se les enviaban folletos informativos. Para cerrar el circuito de venta,

dicha base de datos se distribuía equitativamente entre los agentes colocadores.

Como se ha dicho, el servicio estuvo disponible desde el inicio de la campaña, durante 24 horas al día, con 110 teleoperadores y 10 supervisores a cargo de 50 posiciones. La central también daba información sobre conceptos básicos del mercado de valores, la calidad de renta variable de la inversión, características de la empresa cuyas acciones se ponen en venta, entre otras informaciones.

3.6. Los resultados de las ofertas de acciones

Los resultados de las tres operaciones excedieron las expectativas iniciales del CEPRI y sus asesores. En el cuadro 3.6 puede observarse las cifras de cada una de las ofertas de acciones en cuanto a personas que participaron en el proceso como demandantes, el monto transado y los montos promedio solicitados y los finalmente adjudicados.

La primera oferta de acciones en julio de 1996, captó la mayor demanda de los ciudadanos debido principalmente a la promoción que recibió, las expectativas generadas, el conocimiento de la empresa y el monto de acciones ofertadas. Cuatro meses después, la oferta de acciones de Luz del Sur, también consiguió una importante demanda no obstante ser una empresa menos reconocida, contar con una promoción menor y sobre todo haberse realizado sólo unos meses después de la

controversia generada con el proceso de prorrateo para la adjudicación de acciones de la oferta de Telefónica del Perú.

La oferta del Banco Continental, en cambio, realizada a mediados de 1998, fue manejada con un perfil distinto. La participación estatal en el capital social del banco era modesta en comparación de las dos empresas anteriores, pero tuvo que superarse los primeros estragos de la recesión en el Perú y la crisis económica internacional.

Otro factor relevante fue que a medida que la población iba aprendiendo de las características de las ofertas, el monto solicitado de compra (monto promedio demandado) iba elevándose como efecto del aprendizaje del sistema de adjudicación de acciones, dado que lo finalmente adjudicado dependía de la demanda generada, para lo cual se aplicaba un proceso de prorrateo. Por ello, puede notarse que el monto promedio demandado fue subiendo. En el caso de la tercera oferta también influyó que subiera el monto mínimo de compra de S/.500 a S/.1000.

En el caso del monto promedio de compra, puede notarse que el de la segunda oferta es menor dado que tuvo un proceso de prorrateo más drástico, ante una demanda relativa más grande en relación a la oferta disponible.

Cuadro 3.6: Resultados de las ofertas de acciones del Sistema de Participación Ciudadana

	Telefónica del Perú	Luz del Sur	Banco Continental	Total
No. de Clientes (en miles)	262,00	149,40	44,30	455,70
Monto transado (millones S/.)	683,10	249,60	94,80	1.027,50
No. de acciones (en millones)	151,50	89,00	58,70	
Monto promedio demandado (S/.)	281,40	41,20	5.038,00	
Monto promedio compra (S/.)	2.607,00	1.671,00	2.141,00	

Fuente: Informes finales de las ofertas de acciones de Telefónica del Perú, de Luz del Sur y del Banco Continental. Lima: COPRI, 1999.

Elaboración propia

En cuanto a la distribución geográfica de la demanda, (ver cuadro 3.7) las tres ofertas de acciones presentan un comportamiento similar. Aproximadamente el 60% de los participantes compraron acciones en los puntos de venta de Lima y el resto en provincias.

Cuadro 3.7: Distribución geográfica de la demanda en las ofertas de acciones del Sistema de Participación Ciudadana

	Telefónica del Perú	Luz del Sur	Banco Continental	Total
Lima	154,60	95,60	27,10	277,30
Provincias	107,40	53,80	17,20	178,40

Fuente: Informes finales de las ofertas de acciones de Telefónica del Perú, de Luz del Sur y del Banco Continental. Lima: COPRI, 1999.

Elaboración propia

3.7. La post venta

Finalmente, dado que se tenía conciencia de la necesidad de acompañar al nuevo accionista por lo menos durante los meses fijados para el pago de las cuotas, se establecieron una serie de medidas que conformaron la estrategia de post-venta.

Lo que se trataba era de unir el objetivo de venta de acciones con el de crear una cultura financiera y difundir el mercado de valores. Se consideró que la adquisición de acciones de una empresa determinada por el ciudadano era considerada vital para el Sistema pues luego de dicha compra el nuevo accionista ingresa al mercado de valores teniendo como referente la acción que ha adquirido y la empresa que dicha acción representa. Sin embargo, luego de lograr que los ciudadanos ingresen al sistema, éste se debía fortalecer. Para ello los ciudadanos deberían tener acceso a canales regulares de comunicación de manera que reciban información correcta y oportuna sobre los temas relevantes que le interesan en su condición de accionista.

Así, las entidades administradoras de post-venta que como se ha dicho fueron los mismos bancos que participaron como Directores del Subtramo Nacional Minorista se encargarían de informar sobre la cantidad de acciones finalmente adjudicadas; brindar el servicio de custodia de acciones debiendo transferir a cada uno de los compradores los dividendos, acciones liberadas y cualquier otro derecho de índole económica que les corresponda

o pudiera corresponder en el futuro; asignar una línea telefónica destinada única y específicamente a atender cualquier tipo de solicitudes, reclamos y/o incidencias que presenten los compradores durante todo el periodo de postventa; y resolver, con la mayor diligencia posible, cualquier reclamo que pudiera presentar alguno de los compradores en relación al proceso de adquisición de acciones.

Con el mismo fin, el Centro de Telemarketing⁵⁶ continuó brindando información durante esta etapa y se coordinó para introducir en las computadoras instaladas en red, la base de datos de todas aquellas personas que habían adquirido acciones y el monto que habían adquirido luego del proceso de prorratio. Esto se hizo con la finalidad de que cualquier persona, con una sola llamada, pudieran obtener información sobre el monto asignado finalmente, en qué banco debía hacer sus pagos y solicitar información sobre su compra.

Cuando hacia fines de 1996 se produjo una fuerte caída en la Bolsa de Valores de Lima que afectó las acciones ofertadas a través del sistema, se llevó a cabo una campaña de recuperación de accionistas con el fin de disminuir la morosidad.

⁵⁶ Esta Central, dado el éxito obtenido en la Campaña de Telefónica del Perú y ante la inminencia de otra oferta como fue la campaña del Sistema de Participación Ciudadana en la empresa Luz del Sur S.A., continuó funcionando y brindando información.

Otros importantes instrumentos utilizados para dar información a los nuevos accionistas fueron el envío del Boletín del Accionista, de Estados de Cuenta Integrados y de Cartas de Aviso de Resolución de Contrato. A través del Boletín se mantuvo informado al accionista de los hechos más saltantes del mercado de valores en general y de la acción que había adquirido en particular.

Los Estados de Cuenta le permitían conocer la cantidad de acciones que había cancelado, y las acciones que todavía estaban pendientes de pago y que, por lo tanto, estaban prendadas a favor del Estado. El encargado de la emisión de dichos Estados de Cuenta fue CAVALI. En cuanto a las Cartas de Aviso, estas se emitían con la finalidad de disminuir la morosidad y advertir a los nuevos accionistas sobre la posibilidad de perder la oportunidad de seguir obteniendo los beneficios del sistema.

Lamentablemente, todos estos elementos de apoyo al accionista minoritario fueron eliminándose con el tiempo, debido básicamente a los costos que estos implicaban y al desinterés de los bancos administradores de post venta y las sociedades agentes de bolsa por atender a los clientes pequeños.

CAPÍTULO IV

4. Evaluación del Sistema de Participación Ciudadana

Corresponde ahora evaluar el impacto del sistema con la finalidad de extraer lecciones que contribuyan al diseño de futuras operaciones de privatización en el Perú o en el extranjero.

Es preciso resaltar que el sistema **¿Por qué... es utilizado como modelo y como un referente obligado en el resto de países de la región latinoamericana?**⁵⁷.

Para ello hemos dividido la evaluación en cuatro aspectos respecto de los cuales el proceso tuvo repercusiones importantes: (i) el diseño y la estrategia, (ii) en el mercado financiero y de valores, (iii) en el entorno empresarial y (iv) en la imagen del país. Como último punto, hemos incluido una breve evaluación sobre (v) el impacto de las crisis internacionales y la situación macroeconómica del país, debido a que estos fenómenos fueron determinantes sobre los precios y la rentabilidad de las acciones transferidas a través del sistema.

4.1. Evaluación del Sistema de Participación Ciudadana, su diseño y estrategia dentro del esquema de privatización

La evaluación del sistema se realizará en base al análisis de los siguientes factores:

⁵⁷ ÁLVAREZ RODRICH, Augusto. *¿Por qué seguir privatizando? La privatización y la inversión privada en el Perú*. Lima: Apoyo Comunicaciones S.A. 1999. p. 37.

a. Sobre expectativa

El entorno generado por el CEPRI de Participación Ciudadana, los líderes de opinión y la prensa, crearon una sobre expectativa respecto a los efectos esperados del sistema. Se afirmaba que la aplicación de este esquema de privatización constituía una medida que a mediano plazo elevaría el nivel de vida de la población pues distribuiría los ingresos de las empresas en forma más equitativa y beneficiaría a un mayor número de personas^{58 59}. Asimismo, se consideraba que el Sistema iba a fomentar el ahorro interno, pues, como señaló Carlos Montoya⁶⁰, “... los países no crecen basados sólo en el aporte de los capitales externos, sino principalmente por aquellos generados al interior de cada uno...” de ellos; y, finalmente, que contribuiría al mayor desarrollo del mercado de capitales local⁶¹.

Estas sobre expectativas contribuyeron a la amplia cobertura periodística que tuvo el sistema y que, conjuntamente con la campaña publicitaria masiva, empujaron a la ciudadanía a una compra más emotiva e impulsiva, que con la racionalidad que exige una inversión. Todo esto, sumado al fácil acceso al Sistema, al monto mínimo fijado para las principales ofertas (500 nuevos soles en Telefónica del Perú y Luz del Sur), a las sucesivas crisis internacionales que afectaron el mercado de

⁵⁸ “Accionariado difundido elevará niveles de vida”. Entrevista a Juan Julio Witch. *En: El Peruano* (PE): 23/06/1994. p. 5.

⁵⁹ TOVAR, Javier. “Entrevista a Javier Tovar, Participación Ciudadana, síntoma de la credibilidad”. *En: THEMIS Revista de Derecho*. PE (33): 59-63, Jul. 1996.

⁶⁰ Entonces Presidente del Banco de Inversión Flemings Latin Pacific y Ex Director Ejecutivo de la COPRI.

⁶¹ “Mecanismo de participación ciudadana impulsará el ahorro interno”. Entrevista a Susana de la Puente. *En: Gestión* (PE): 31/01/1996. p. 21.

valores, y a las demás situaciones que se explicarán a continuación, dieron como resultado mayor insatisfacción respecto de los resultados del sistema.

b. Liquidez

La estructura de la oferta con un tramo institucional local tenía como objetivo el desarrollo de un mercado futuro para la acción, con un adecuado nivel de liquidez, de modo tal que permitiera a los accionistas minoritarios transferir sus acciones en el momento que lo consideren conveniente, sin el riesgo de recibir un menor precio por la falta de demanda de las acciones. Como señaló el Presidente del CEPRI de Participación Ciudadana, “... resulta entonces fundamental para el minorista que su acción actúe en un mercado líquido y en un mercado grande, que no es otra cosa que la conjunción de muchos vendedores y muchos compradores para que esa acción tenga salida, tenga valor”⁶².

Por otro lado, el tramo internacional contribuyó a una adecuada formación de precio ya que el monto total de la oferta no hubiera podido ser absorbido por el mercado local⁶³.

En la oferta de Telefónica del Perú, los resultados luego de concluido el periodo de construcción del libro de demanda - book-building- revelaron que la sobre demanda de acciones a

⁶² Al respecto ver nota 59.

⁶³ “Peru’s Telefónica Concludes \$ 1.1 Billion Global Offering” En: **Wall Street Journal** (US): 02/07/1996. p.15.

nivel internacional había sido de cinco a uno⁶⁴, es decir, alrededor de cinco mil millones de dólares, lo que garantizó un comportamiento de la acción adecuado con posterioridad a la venta⁶⁵.

Efectivamente, el objetivo de lograr un mercado líquido se consiguió con las ofertas de acciones; sin embargo, posteriormente operaciones en el mercado de valores -la Oferta Pública de Adquisición de acciones de Luz del Sur y la Oferta Pública de Intercambio llevada a cabo por Telefónica-, determinaron que dichas acciones perdieran liquidez, afectando su valor.

Como resultado de esto, aquellos accionistas que por desconocimiento de las consecuencias de su decisión (de no participar en las referidas ofertas públicas), o por que nunca se enteraron que esas ofertas se llevaron a cabo, se vieron seriamente perjudicados.

c. La importancia del inversionista institucional

Otra garantía para los accionistas minoritarios en este tipo de operaciones es la participación de los inversionistas institucionales. Éstos, al ser expertos calificados en el mercado de valores, realizan periódicamente análisis de la situación de

⁶⁴ “Gobierno vendería 1% más de acciones de Telefónica”. En: **El Comercio** (PE): 03/07/1996. p. 1.

⁶⁵ El primer día de negociación de las acciones de la Telefónica en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) fue considerado un éxito. El ADR registró un incremento de 15%, cerrando la rueda con una cotización de US\$ 23.625. “Gobierno vendería 1% más de acciones de Telefónica”. En: **El Comercio** (PE): 03/07/1996. p. 1.

la empresa y dan señales y recomendaciones sobre el precio⁶⁶ lo cual garantiza niveles mínimos de transparencia.

Asimismo, los inversionistas institucionales se constituyen en el contrapeso al accionista mayoritario o estratégico, asumiendo, a través de representantes en el directorio, la labor de supervisión independiente de la administración y del buen uso de la información⁶⁷ que conduce a la empresa hacia un buen gobierno corporativo⁶⁸.

Un país donde se han mostrado los efectos positivos de la participación de los inversionistas institucionales en el gobierno corporativo es Chile, donde la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones en el mercado accionario ha jugado un papel preponderante. Así, como señala Augusto Iglesias-Palau⁶⁹, la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones “... 1) Ha aumentado el número de directores independientes. 2) Los costos de monitoreo han disminuido como consecuencia del mejoramiento de la calidad de la información que se entrega al público. 3) Las empresas donde las AFP han invertido están

⁶⁶ Al respecto ver nota 52.

⁶⁷ ISKANDER, Magdi R.; CHAMLOU, Nadereh. **Corporate Governance: A Frame for Implementation**. Washington, D.C.: The World Bank, 2000. p. 39.

⁶⁸ Gonzalo Castañeda señala que el Gobierno Corporativo de una empresa determina la manera en que los beneficios y riesgos del negocio se distribuyen, con la intención de reducir metas conflictivas y motivar los mejores esfuerzos de los diferentes *stakeholders*. Así, un buen gobierno corporativo debe ser capaz de incrementar el tamaño de la torta a ser distribuida, tomando en consideración la motivación que empuja los intereses individuales. Diferentes tareas se involucran en el gobierno corporativo de una empresa: (i) La formación del directorio y la especificación de sus funciones; (ii) las reglas de juego para grandes inversiones; (iii) la implementación de un sistema de pagos para los trabajadores y gerentes; (iv) el grado de integración con los proveedores; (v) los mecanismos para controlar la gerencia; (vi) la selección de una estructura financiera. CASTAÑEDA RAMOS, Gonzalo. “Governance of large corporations in Mexico and productivity implications”. En: **Revista Abante**. CL 3(1): 57-89, oct., 1999-abr., 2000.

⁶⁹ IGLESIAS-PALAU, Augusto. “Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile”. En: **Revista Abante**. CL 3(1): 109-141, oct., 1999-abr., 2000. p.15.

bajo la atenta mirada del público. 4) Las juntas de accionistas han cobrado importancia. 5) También ha mejorado la protección al tenedor de bonos...”. En el Perú, la capitalización de los fondos de pensiones y los límites impuestos a sus inversiones no les permitieron jugar el papel que le correspondía como inversionistas institucionales.

d. Masificación y cobertura geográfica vs. Costos de transacción

La aplicación del Sistema dotaría a la privatización, ampliamente rechazada por la población, del “rostro humano”⁷⁰ que requería para consolidarse, puesto que ponía la privatización “al alcance de todos”^{71 72}. A partir de ello, se desarrollaría una cultura empresarial en los diversos segmentos de nuestro país generando a su vez un “modelo de ahorro alternativo”⁷³.

La primera parte de este objetivo, de “masificar” la propiedad, se logró efectivamente, con un producto que fue de acceso a grandes sectores de la población, dado a conocer a través de agresivas campañas de comunicación que alentaron a personas de niveles socioeconómicos bajos a ingresar al sistema.

⁷⁰ “Cholos serán accionistas de empresas privatizadas”. En: Ojo (PE): 18/06/1994. p. 2.

⁷¹ “Empresas estatales al alcance de todos”. En: Expreso (PE): 20/06/1994. p. 1.

⁷² “Empresas públicas al alcance de todos”. En: Ojo (PE): 23/06/1994. p. 4.

⁷³ “Accionariado difundido para venta de empresas”. En: Onda (PE): 22/06/1994. p. 2.

Como resultado se obtuvo que el 70% del número de solicitudes de compra registradas se concentró en paquetes menores de 2,000 nuevos soles, de los cuales el 31% solicitó paquetes de 500 nuevos soles y otro porcentaje similar paquetes de 1,000 nuevos soles⁷⁴, evidenciando un alto grado de atomización.

Con ese mismo objetivo se diseñó el canal de distribución –red de colocación-, el cual estuvo basado en la conformación de un sindicato nacional que permitió llegar a todos los departamentos del país. Como señala Augusto Álvarez Rodrich, “fue la primera vez en el país que se aplica el sistema de sindicación en la banca, por el cual todos los bancos trabajaron juntos en una misma operación, conformando una amplia red que permitió que ciudadanos de los niveles socioeconómicos B y C – la mayoría de los cuales participó por primera vez en el mercado de valores – adquiera acciones”⁷⁵. Producto de esta red de colocación, la participación de compradores de provincias ascendió a cerca del 40%.

Estos logros del sistema -masificación y amplia cobertura- si bien en un primer momento fueron considerados como éxitos sin precedentes, no fue así para aquellos que adquirieron

⁷⁴ Ver Anexo 3: Informe Final de la Oferta de acciones de Telefónica del Perú.

⁷⁵ Al respecto ver nota 57.

acciones ya que, contrariamente al ingreso al Sistema que tuvo un diseño sencillo y sin costo⁷⁶, la salida fue costosa y lenta.

Así, cuando un accionista quiere vender sus acciones debe acudir a los bancos administradores de post venta, quienes a su vez están obligados a encargar la venta a una sociedad agente de bolsa –que usualmente es su sociedad agente vinculada-, únicos autorizados a intermediar valores, lo cual encarece la transacción y la vuelve lenta⁷⁷, tardando en promedio siete días.

Asimismo, mientras una transacción a través de una sociedad agente de bolsa implica costos de intermediación –en un rango entre 0.25% y 1%, dependiendo del monto transado-, las ventas a través de los bancos tienen un costo promedio de 35 nuevos soles ó 1% del monto vendido⁷⁸.

Estos costos, al ser aplicados a los paquetes que mayoritariamente fueron adquiridos por la población, determinan una reducción sustancial de la rentabilidad⁷⁹, cuando esta existe o un incremento en la pérdida.

Una modificación en la regulación que permitiera a los bancos ser intermediarios en la venta de acciones del sistema, tal como participaron en la tramitación de solicitudes de compra, sin

⁷⁶ “CONASEV exonera de contribuciones a Participación Ciudadana”. *En: Expreso* (PE): 30/05/1996, p. A27.

⁷⁷ Las reglas del mercado de valores prescriben que una operación de venta de acciones cualquiera debe ser liquidada (cancelada) tres días después de realizada.

⁷⁸ Al respecto, ver anexo 9: Proceso y costo de transacción.

⁷⁹ Respecto de la Rentabilidad, ver Anexo 5: Rentabilidad de las acciones de Participación Ciudadana.

tener que transferir las órdenes a su sociedad agente de bolsa, reduciría fuertemente los costos de transacción.

e. El prorrateo

Un aspecto que dañó la imagen del sistema fue el prorrateo que se realizó luego de la oferta de Telefónica, pues así como los medios habían contribuido a publicitar la oferta, también informaron ampliamente sobre el impacto negativo de este tema.

Tal como estaba previsto en las condiciones de la oferta, “... si la demanda supera la oferta de acciones disponible, se realizará un prorrateo que repartirá las acciones entre todos...”⁸⁰. La demanda superó con creces la oferta de acciones asignada inicialmente al tramo minorista. Así, “el total de solicitudes ascendió a 323 millones de dólares, ..., de los cuales se asignó menos del 50% (US\$ 147 millones)...”⁸¹.

Esto hubiera sido fácilmente superado si el gobierno ampliaba la asignación de acciones al tramo minorista con el porcentaje de acciones que el Estado se había reservado (aproximadamente 5%). Como esto no sucedió, arreciaron las críticas.

Se manifestaron líderes de opinión de todos los sectores. Manuel d’Ornellas lo graficó en su columna: “Todos los

⁸⁰ Extraído del **Folleto de promoción de la oferta de acciones de Telefónica del Perú a través del Sistema de Participación Ciudadana**. Publicado por Comité Especial de Participación Ciudadana. Año 1996. Ver anexo 8.

periódicos... todos los comentaristas..... todas las entidades gremiales.... todos o casi todos los principales banqueros... se han pronunciado en contra del recorte de acciones”⁸².

Se acusó de falta de transparencia sustentada en que el prorratio “... no había tenido la difusión que las circunstancias ameritaban”⁸³, se publicaron titulares como “234 Mil piden explicaciones al gobierno”⁸⁴ o artículos como el de Juan Paredes Castro que desde El Comercio editorializaba sobre “El alto precio de la confianza pública”⁸⁵.

Todo esto ocurrió a pesar que más del 80% no se había visto afectado por el recorte⁸⁶. Esta decisión –de no ampliar inmediatamente el porcentaje de acciones asignado al tramo minorista-, se adoptó incluso contra la opinión del equipo técnico pues “el CEPRI fue siempre defensor de ampliar la demanda local”⁸⁷.

No obstante la gran presión de la opinión pública, tuvieron que pasar once días para que el ex presidente Alberto Fujimori⁸⁸ anunciara que se destinaría 3% de las acciones que permanecían en propiedad del Estado⁸⁹, para ser distribuido en

⁸¹ “Gobierno habría decidido no vender nada del 5% que mantiene en Telefónica”. En: Gestión (PE): 05/07/1996. p. 8.

⁸² “La Torre de Marfil”. En: Expreso (PE): 05/07/1996. p. 2A.

⁸³ “Faltó transparencia en participación ciudadana en Telefónica”. En: Gestión (PE): 03/07/1996. p. 3.

⁸⁴ “234 Mil piden explicaciones al Gobierno”. En: La República (PE): 03/07/1996. p.1.

⁸⁵ “El alto precio de la confianza pública” En: El Comercio (PE): 06/07/1996. p. 11.

⁸⁶ “Participación discutida”. En: Diario “El Sol” (PE): 03/07/1996. p. 1.

⁸⁷ “Javier Tovar pidió respetar 100% de colocación local”. En: Expreso (PE): 04/07/1996. p. A22.

⁸⁸ “Fujimori: Estado vendería 3% de acciones en Telefónica”. En: Gestión (PE): 12/07/1996. p. 1.

⁸⁹ “Gobierno decidió vender 3% más de acciones de Telefónica”. En: El Comercio (PE): 12/07/1996. p. 1.

el Tramo Minorista. Con ello se cubrió la demanda insatisfecha de los ciudadanos⁹⁰.

La gran lección de estos sucesos es que una decisión tan importante, que debía ser tomada en forma rápida y con criterios estrictamente técnicos, estuvo en manos del presidente, convirtiéndose en una decisión política tomada en forma tardía.

f. Método de organización

En cuanto a la organización, las ofertas fueron llevadas a cabo bajo el concepto de *outsourcing*, siguiendo la recomendación de los bancos de inversión obtenida en experiencias anteriores de privatización⁹¹, evitando la contratación de personal propio o la adquisición de bienes. Por ello se conformó un equipo pequeño de consultores encargados de controlar, supervisar y coordinar las actividades y se contrató mediante concurso de méritos por invitación todo aquello que se requería para realizar la oferta.

4.2. En el mercado de valores y financiero

En este mercado existen variables importantes que analizar, como por ejemplo:

a. Promoción en la creación de la banca de inversión local

⁹⁰ “Restituyen acciones a peruanos” *En*: Diario “El Sol” (PE): 12/07/1996. p. 1.

⁹¹ PALMER, George F., BAKER & MCKENZIE, CS FIRST BOSTON. *The EIU global privatisation manual: A practical guide to the process and practitioners*. Londres: The Economist Intelligence Unit. 1994. p.16.

El primer efecto a destacar en el mercado de valores es que se promovió la creación de una banca de inversión local profesional, en un esfuerzo calificado como “extraordinario e impensable y que nadie hubiera creído que había capacidad para hacerlo”⁹²; este desarrollo permitió que aquellos equipos que participaron en los concursos organizados por el CEPRI así como en las sucesivas Ofertas Públicas de Venta, posteriormente hayan estado en capacidad de realizar emisiones de bonos, ofertas públicas de adquisición, la oferta pública de intercambio de Telefónica S.A., entre otras actividades en el mercado de valores. Asimismo, con las ofertas se promovió el uso de herramientas poco difundidas en el mercado local como el *underwriting*, o el método de fijación de precios como el *book-building*.

⁹² “El otro resultado: Entrevista a Miguel Palomino” En: **El Comercio** (PE); 04/02/1996, p. E2

b. Contribución a la formalización del ahorro

El Sistema de Participación Ciudadana también permitió canalizar el ahorro interno hacia instrumentos formales. El programa permitió “bancarizar” alrededor del 50,000 pequeños inversionistas abrieron una cuenta de ahorros⁹³; así también, gran cantidad de personas tuvieron acceso por primera vez a un crédito formal. Por ello, el gran incentivo para los bancos, además de las comisiones de ventas, fue la posibilidad de generar negocios colaterales con los accionistas.

c. Masificación del mercado de valores

A través del sistema se incorporaron al mercado de valores más de 400 mil nuevos inversionistas, con lo que se sentaron las bases para su desarrollo futuro; sin embargo, una serie de factores, algunos de los cuales hemos señalado anteriormente, no impulsaron el mercado hacia el objetivo deseado.

Entre los factores que contribuyeron al fracaso del Sistema podemos señalar (i) la calidad de los inversionistas y su actitud generalizada, al asumir una actitud pasiva y desinteresada en vez de una participación activa en la búsqueda de informarse sobre su inversión; (ii) el desinterés de los bancos administradores de post venta y las sociedades agentes de bolsa por promover esa base de accionistas con otros productos, oportunidades de negocios o mayor información; (iii) la actitud también pasiva en vez de promotora de la

⁹³ Al respecto, ver anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú.

CONASEV, por informar y proteger a los accionistas minoritarios, así, se reguló de igual forma las empresas con dos mil accionistas que aquellas donde habían 50 mil o 100 mil; (iv) la actitud lejana de la empresa hacia las prácticas de un buen gobierno corporativo; y (v) la convicción inicial de los conductores del sistema de que el mercado generaría sus propios canales de información, y su incapacidad posterior - principalmente por carencia de recursos- para articular un esfuerzo por motivar a los actores del mercado de valores y no permitir que esa base accionistas se pierda.

4.3. En el entorno empresarial

Si bien Telefónica realizó intentos para brindar información directa a los pequeños accionistas a través de la distribución de Boletines del Accionista, esfuerzo similar al que el CEPRI realizara inicialmente, las empresas no mostraron mayor interés en aplicar un buen gobierno corporativo.

Como hemos visto⁹⁴, un buen gobierno corporativo exige mucho más que eso. Como señalan Lefort y Walker “el gobierno corporativo se refiere a los mecanismos a través de los cuales los proveedores de recursos para la empresa obtienen a cambio su recompensa” y los principales proveedores de recursos son los accionistas, pues los clientes de la empresa deben naturalmente recibir un buen servicio como recompensa. Siguiendo a los

⁹⁴ Al respecto, ver p. 73 sobre “La importancia del inversionista institucional”.

mismos autores, no existe un sistema de gobierno corporativo aplicable a todos los países, por lo que cada sistema debe ser creado a la luz de su historia y nivel de desarrollo de cada uno.

Los aspectos íntimamente relacionados con gobierno corporativo y que requieren clara regulación y sobre los cuales la empresa debe entregar información son los derechos de control; tipos de relaciones de agencia entre los directores y gerentes, el accionista de control y los accionistas minoritarios; la estructura de capital y las fuentes de financiamiento; esquemas de incentivos para la gerencia; políticas de recompra de acciones; comportamiento de los inversionistas e institucionales en general, entre otros⁹⁵. El adecuado acceso de información sobre estos puntos contribuye al desarrollo de un buen gobierno corporativo.

La carencia de un buen gobierno corporativo se hizo evidente cuando, por decisiones de política empresarial, las mismas empresas contribuyeron a la pérdida de liquidez de las acciones.

Si bien cumplieron con las reglas establecidas por la CONASEV respecto de la información que se debe dar y la forma ésta debe ser comunicada al mercado de valores, no fueron más allá, es decir, no consideraron que como accionistas mayoritarios de empresas donde el accionariado era masivo y poco especializado, las ofertas debían ser ampliamente difundidas, a través de medios de comunicación masiva, dando a conocer las condiciones de sus

⁹⁵ LEFORT, Fernando; WALKER, Eduardo. Corporate governance: Challenges for Latin America. Chile: Studies in business management. En: *Revista Abante*. CL 3(1): 99-111, oct. 1999-abr. 2000.

operaciones y los riesgos y consecuencias de no participar en las mismas.

En el caso de Luz del Sur, la firma Peruvian Opportunity Company, vinculada al grupo de control de la empresa, llevó a cabo en setiembre de 1999 una Oferta Pública de Adquisición – OPA, destinada a adquirir las acciones de Luz del Sur.

Si bien las normas del mercado de valores sobre este tipo de ofertas garantizan que los accionistas minoritarios reciban el mismo precio que aquellos que transfieren el control, el medio para que los pequeños accionistas se informen sobre la existencia de la oferta debiera ser lo más amplia posible, especialmente en empresas donde se ha aplicado el sistema, estableciendo la obligatoriedad para el oferente de informar a través de medios masivos que garanticen la oportunidad de vender sus acciones, así como de cubrir los costos que corresponderían al minoritario que se adhiere a la oferta.

Esta asimetría de información en perjuicio de los pequeños accionistas trajo como efecto que miles de ellos se hayan quedado con sus acciones, las que han perdido liquidez y precio en el mercado⁹⁶.

En el caso de Telefónica del Perú, en mayo de 2000 el accionista estratégico Telefónica Internacional S.A.- TISA, propietaria del

90% de las acciones de Telefónica Perú Holding, que a su vez era propietaria del 38.89% de las acciones representativas del capital social de Telefónica del Perú, y adicionalmente de 5.03% de esta última, lanzó al mercado local una oferta pública de intercambio ADRs de Telefónica por acciones de Telefónica del Perú, con la advertencia que “las acciones y ADS de Telefónica del Perú no entregados en la Oferta de Intercambio podría ser menos líquido que el mercado previo a esta Oferta de Intercambio”⁹⁷.

Efectivamente, luego de la Oferta de Intercambio, las acciones de Telefónica del Perú han perdido liquidez y han sufrido una fuerte caída en el precio⁹⁸, perjudicando a miles de accionistas minoritarios que, al igual que en Luz del Sur, no tuvieron oportunidad de entrar al intercambio o vender sus acciones. Ver cuadro 4.1.

⁹⁶ Al respecto, ver anexo 6: Número de accionistas que se permanecían a 12/2000 como accionistas de Luz del Sur, Telefónica del Perú y Banco Continental.

⁹⁷ **Prospecto de la oferta de intercambio de acciones de Telefónica del Perú por ADRs de Telefónica S.A.** Lima: Continental Bolsa SAB, may, 2000. p. II – 3.

⁹⁸ Al respecto, ver anexo 4: Comportamiento bursátil de la acción de Telefónica del Perú.

Cuadro 4.1: Comparativo del número de accionistas incorporados al sistema y los que conservan acciones después de la OPA de Luz del Sur y OPI de Telefónica.

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. Boletín informativo. Lima: BVL, 2002. p.15.
Elaboración propia

Como señalan Iskander y Chamlou⁹⁹, en los países en desarrollo es la aplicación de un modelo de gobierno corporativo lo que permite el crecimiento del mercado de capitales; estos modelos implican el establecimiento de mercados competitivos, la mejora en la divulgación de información financiera y no financiera, la supervisión eficiente del sistema bancario, el incremento de la efectividad de la regulación del mercado de valores, el fortalecimiento de la capacidad de las instituciones y las personas para supervisar el manejo de la empresa y el fortalecimiento institucional en general.

⁹⁹ ISKANDER, Magdi R.; CHAMLOU, Nadereh. *Corporate governance: A frame for implementation*. Washington, D.C.: The World Bank, 2000. p. 47-49.

En el Perú, el marco regulatorio no garantizaba para los accionistas la aplicación de un buen gobierno corporativo, por lo que se requería “poner en práctica un conjunto de normas y mecanismos, que podríamos llamar de mercado, y que servirían para que el pequeño inversionista tenga una idea bastante clara de lo que pasa en su empresa”¹⁰⁰, aunque el buen gobierno corporativo no parte solamente de la regulación sino, por encima de ello, de la propia administración de la empresa.

4.4. El efecto en la imagen del país

Cuando el CEPRI decidió realizar la transferencia de acciones de Telefónica del Perú a través de una Oferta Global, los países latinoamericanos eran vistos con entera desconfianza por los inversionistas institucionales, sobre todo luego de la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994, en lo que se denominó el “efecto tequila”¹⁰¹. El éxito logrado con la venta internacional¹⁰² causó un gran impacto, pues era la oferta más grande de acciones de Latinoamérica desde junio de 1993 y la más grande de toda la historia del Perú¹⁰³.

La consecuencia más importante de dicha colocación internacional fue que reabrió las puertas de los mercados financieros internacionales no sólo al Perú, sino también a otras colocaciones de países americanos, constituyéndose en un

¹⁰⁰ Al respecto ver nota 59.

¹⁰¹ Al respecto ver nota 63.

¹⁰² “Operación en la Bolsa de Valores de Nueva York fue un éxito”. *En: La República* (PE): 03/07/1996. p.1.

benchmark para el sentir de los inversionistas hacia los mercados latinos.

Debido a este efecto, se consiguió el objetivo propuesto por los banqueros de inversión internacionales¹⁰⁴ -que participaron en el concurso para la selección del Coordinador Global Internacional de la Oferta-¹⁰⁵, de vender la imagen del país.

Esto influyó en la percepción sobre la viabilidad a mediano y largo plazo del Perú como lugar para invertir, pues en los road shows no bastan con informar sobre las perspectivas de la empresa, sino también sobre las condiciones del país de destino de la inversión.

Para la oferta de Telefónica, un road show de tres semanas comprendió 88 reuniones de promoción, en 29 ciudades distintas de los Estados Unidos de América y algunos países de Europa¹⁰⁶.

El impacto logrado con la colocación internacional de Telefónica del Perú fue tan grande que la oferta fue calificada por Institutional Investor Magazine como “deal of the year” en el mercado de valores internacional.

¹⁰³ LACHANSKI, Jennifer; BENSMAN, Miriam; MCGOLDRICK, Beth. En: **Institutional Investor Magazine**. [en línea] US (2): 1-50, jul., 1999. [citado 15 diciembre 2001]. Disponible en: <http://www.iiplatinum.com/archives/1997010107179.htm>

¹⁰⁴ “Diez bancos promoverán la venta internacional de Telefónica” En: **Gestión** (PE): 26/05/1996.

¹⁰⁵ “Acciones de Telefónica del Perú venderán imagen del país”. En: **El Mundo** (PE): 04/01/1996. Negocios p.1.

¹⁰⁶ LACHANSKI, Jennifer; BENSMAN, Miriam; MCGOLDRICK, Beth. En: **Institutional Investor Magazine**. [en línea] US (2): 1-50, jul., 1999. [citado 15 diciembre 2001]. Disponible en: <http://www.iiplatinum.com/archives/1997010107179.htm>.

4.5. Las crisis internacionales y la situación macroeconómica del país

Con posterioridad a la venta de acciones a través del sistema, se suscitaron dos fenómenos que influyeron directamente en el desempeño económico del precio de las acciones como fueron las crisis globales y la evolución de la situación macroeconómica del país. Estos dos fenómenos constituyeron variables del entorno que no era posible controlar dentro del modelo diseñado, pero que resultaron determinantes para la rentabilidad de los accionistas que adquirieron acciones a través del sistema.

Los dos fenómenos están vinculados a nivel macroeconómico y sus efectos se reflejan en la bolsa de valores, pues el mercado es un espejo de las perspectivas económicas del país y de las empresas que operan dentro de él.

El cuadro que se presenta a continuación se muestra que las crisis internacionales y el fenómeno de El Niño, determinaron que la Bolsa de Valores de Lima, en octubre de 1998, llegue al nivel más bajo del período 1997-2000.

Durante el año 1999, hubo cierta recuperación de los indicadores bursátiles, básicamente impulsado por el desmesurado crecimiento de los precios de las acciones de empresas tecnológicas y de internet, (ver cuadro 4.2.), que se evidenciaron en un crecimiento del índice NASDAQ. Esto inicialmente motivó

el crecimiento general de los precios de las acciones y a su vez de los indicadores de otros mercados de valores, pero posteriormente determinó un flujo negativo de capitales que, ante las sucesivas crisis en países emergentes y las crecientes expectativas sobre las acciones vinculadas a la tecnología, arrastraron los capitales hacia ese mercado.

Cuadro 4.2: Impacto de la crisis internacional y evolución del mercado de valores

Fuente: "Evolución del mercado de valores". En: **The Finance Yahoo**. [en línea] New York: s.n., 2001. [citado 20 diciembre 2001] Microsoft HTML. Disponible en: <http://Finance.yahoo.com/>

4.6. Lecciones

El Sistema de Participación Ciudadana tuvo importantes efectos en el diseño y la estrategia, en el mercado financiero y de valores, en el entorno empresarial y en la imagen del país, como:

- a. El entorno generado por el CEPRI de Participación Ciudadana, los líderes de opinión y la prensa crearon una sobre expectativa respecto a los efectos esperados del sistema, lo que finalmente jugó en contra del mismo.

- b. El objetivo de lograr un mercado líquido se consiguió con las ofertas de acciones; sin embargo, la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) de Luz del Sur y la Oferta Pública de Intercambio de Acciones (OPI) de Telefónica, determinaron que dichas acciones perdieran su liquidez, perjudicando a los inversionistas minoritarios menos informados.
- c. La participación de los inversionistas institucionales garantiza niveles mínimos de transparencia y constituyen el contrapeso al accionista mayoritario, al asumir la labor de supervisión independiente de la administración y del buen uso de la información, elementos que conducen a la empresa hacia un buen gobierno corporativo.
- d. La masificación y la amplia cobertura si bien fueron considerados como éxitos sin precedentes, no fue así para aquellos que adquirieron acciones en el tramo minorista ya que, contrariamente al ingreso al sistema que tuvo un diseño sencillo y sin costo, la salida fue costosa y lenta.
- e. En general, las decisiones claves para el proceso de privatización deben responder a criterios estrictamente técnicos y no deben dejarse en manos de políticos.
- f. En la medida de lo posible, un proceso de privatización masiva debe organizarse bajo el concepto de outsourcing, con

base en un equipo pequeño de consultores encargados de controlar, supervisar y coordinar las actividades.

- g. Se promovió la creación de una banca de inversión local, con capacidad profesional para realizar todo tipo de operaciones en el mercado de valores.
- h. El sistema permitió canalizar el ahorro interno hacia instrumentos formales.
- i. A través del sistema se incorporaron al mercado de valores más de 400 mil nuevos inversionistas, con lo que se sentaron las bases para su desarrollo futuro; sin embargo, las crisis internacionales, el entorno macroeconómico, la falta de un marco regulatorio adecuado y la carencia de un buen gobierno corporativo, no impulsaron el mercado hacia el objetivo deseado.
- j. La venta de acciones en una oferta global contribuyó en vender la imagen del país. Esto influyó en la percepción sobre la viabilidad a mediano y largo plazo del Perú como lugar para invertir.

ANEXOS

Anexo 1: Cuadros de cifras macro económicas: Inflación y Reservas
Nacionales Netas. Período 1985-1991
Inflación (1985 – 1991)

Fuente: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ. Boletín mensual. PE (12): 25-30, jun., 1991

Reservas Internacionales Netas del BCRP (1985 – 1991)
(En millones de US\$)

Fuente: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ. Boletín Mensual. PE (12): 25-30, jun., 1991.

Anexo 2: Resolución Suprema de creación del CEPRI de Participación Ciudadana

Lima, domingo 4 de setiembre de 1994 **NORMAS LEGALES** **El Peruano** Pág. 125717

Constituyen Comité Especial encargado del proceso de promoción de la inversión privada en los casos en que el Estado se reserve un porcentaje de las acciones de las empresas transferidas al sector privado

RESOLUCION SUPREMA N° 371-94-PCM

Lima, 2 de setiembre de 1994

CONSIDERANDO:

Que, de conformidad con la modalidad aprobada para llevar adelante el proceso de promoción de la inversión privada en algunas empresas del Estado, el amparo de lo dispuesto en el Decreto Legislativo N° 674, el Estado está transfiriendo al sector privado un paquete accionario que permita al adquiriente ejercer el control de la empresa de que se trate, pero se está reservando un determinado porcentaje del número total de acciones para transferirse posteriormente también al sector privado, aunque de manera difundida mediante su oferta a través de los mercados de capitales, nacionales e internacionales, y a través de un programa de participación ciudadana que permita el acceso a la propiedad de tales acciones a vastos sectores de la población;

Que, ya se ha completado la primera parte de este proceso en los casos de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones del Perú S.A. - ENTEL PERU, la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima - Norte S.A. - EDELNOR y en la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima - Sur S.A. - EDELSUR, por lo que resulta necesario continuar con el proceso de transferencia del remanente de las acciones que en cada caso se ha reservado el Estado, de acuerdo a lo señalado en el párrafo anterior, dentro de los alcances del Decreto Legislativo N° 674;

Que, los Comités Especiales de las empresas incluídas en los alcances del primer párrafo anterior, sólo reciben el encargo de llevar adelante el proceso de promoción de la inversión privada en tales empresas en su primera etapa;

Que, en vista de lo anterior, la Comisión de Promoción de la Inversión Privada - COPRI, ha propuesto a los integrantes del Comité Especial para que se encargue de completar el proceso de promoción de la inversión privada en los casos de aquellas empresas en que el Estado se reserve un determinado porcentaje de acciones para ser transferido al sector privado de manera difundida a través de los mercados de capitales, nacionales e internacionales, y a través del programa de participación ciudadana, y ha acordado que de aceptarse su propuesta, sean los integrantes de este Comité Especial los que, desde ya, se encarguen de este proceso en los casos de las acciones remanentes para el Estado en ENTEL PERU, EDELNOR S.A. Y EDELSUR S.A.;

De conformidad con el Decreto Legislativo N° 674; y con el Decreto Legislativo N° 650; y, Estando a lo acordado;

SE RESUELVE:

Artículo 1°.- Constituir el Comité Especial que llevará adelante el proceso de promoción de la inversión privada en los casos en que el Estado se reserve un determinado porcentaje de las acciones de una empresa del Estado ya transferida al sector privado, con objeto de ser colocado de manera difundida con posterioridad, de acuerdo a lo señalado en la parte considerativa de esta Resolución Suprema, el cual estará integrado por las siguientes personas:

- Don Javier Tovar Gil, quien lo presidirá
- Don Richard Cabello Ludeña
- Don Jorge Melo-Vega Castro
- Don Jorge Namisato Namisato

Artículo 2°.- Ratificar el Acuerdo adoptado por la Comisión de Promoción de la Inversión Privada - COPRI, conforme al cual se encarga al Comité Especial a que se refiere el artículo anterior la continuación del proceso de promoción de la inversión privada a que se refiere el Decreto Legislativo N° 674 en el accionariado que mantiene el Estado en la Empresa Nacional de Telecomunicaciones del Perú S.A. - ENTEL PERU, la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima - Norte S.A. - EDELNOR y en la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima - Sur S.A. - EDELSUR.

Artículo 3°.- La presente Resolución Suprema será refrendada por el Presidente del Consejo de Ministros, por el Ministro de Energía y Minas y por el Ministro de Transportes, Comunicaciones, Vivienda y Construcción:

Regístrese, comuníquese y publíquese.

Rúbrica del Ing. Alberto Fujimori
Presidente Constitucional de la República

EFRAIN GOLDENBERG SCHREIBER
Presidente del Consejo de Ministros

DANIEL HOKAMA TOKASHIKI
Ministro de Energía y Minas

DANTE CORDOVA BLANCO
Ministro de Transportes, Comunicaciones,
Vivienda y Construcción

Fuente: "Resolución Suprema No. 371-94-PCM del 2 de septiembre de 1994". En: Diario Oficial El Peruano. (PE): 04/09/1994. p. 125717.

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

El presente documento recoge algunos cuadros del Informe Final, elaborado por el Consorcio Apoyo-Argentaria, que contiene los resultados estadísticos de la operación de venta de acciones de Telefónica del Perú a través del Sistema de Participación Ciudadana.

En los dos primeros cuadros, correspondientes al tamaño de la oferta, se aprecia que la oferta inicial de acciones fue de 552,9 millones de acciones equivalente al 23,6% del capital social de la empresa. Debido a la sobre demanda generada tanto en el tramo minorista (2,3 veces lo ofertado) como en el internacional (5 veces lo ofertado), se tuvo que ampliar la oferta a 623,1 millones de acciones equivalente al 26,6% del capital social.

a. Tramo minorista

En el tramo minorista se duplicó la oferta colocándose finalmente 151 millones de acciones por un valor de S/. 683,1 millones (US\$ 279,9 millones) siendo el precio de adquisición para los minoristas de S/. 4,51 soles (10% menos que el de los institucionales local e internacional).

Por otro lado, en el tercer cuadro, se aprecia que el 93% de las compras fueron a plazos mientras que el 7% fue al contado.

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

En el cuarto cuadro se presenta los resultados del proceso de prorrateo. Se aprecia que a los paquetes menores de S/. 2.000 se les adjudicó el total de lo solicitado. A los otros paquetes de mayor monto se les fue recortando el monto de adjudicación tal como es mostrado en la tabla respectiva.

En el quinto cuadro, referido a los paquetes de compra, se aprecia que los paquetes más solicitados fueron los de S/. 500 y 1000 (cada uno con más de 80.000 solicitudes de compra) que en conjunto representan el 60% del total de solicitudes.

En el sexto cuadro se aprecia que el 63% de las solicitudes provinieron de Lima (alrededor de S/. 500 millones) y el 37% restantes de provincias (S/. 50 millones en Arequipa y S/. 40 millones en La Libertad).

b. Tramo institucional local

Respecto al tramo institucional se adjudicó aproximadamente S/. 100 millones. Entre los principales demandantes institucionales tenemos a las AFPs, personas extranjeras y personas naturales (en este grupo se consideran a aquellas personas que compraron más de S/. 20.000).

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

c. Tramo internacional

Finalmente, el octavo cuadro muestra que la demanda internacional estuvo constituido por 75% del lado americano y 25 del resto del mundo. Cabe mencionar que de los 154,5 MM de ADS se adjudicaron 36,3 MM en EEUU; y de los 51,7 MM de ADS del resto del mundo se adjudicaron 9,7 MM de ADS.

Cuadro 1: Visión general – Tamaño de la oferta 1

<div> <div> Visión General Tamaño de la Oferta </div> </div>								
Tramo	Oferta Total N° de acciones	% S. Oferta	% S. Capital	Demanda N° de acciones	Sobresuscto s. veces	Oferta Finalizada N° de acciones	% S. Oferta	% S. Capital
México	76,711,000	15.55%	5.28%	175,182,938	2.30%	151,464,381	24.31%	6.48%
Resto América Local	24,976,148	5.00%	1.87%	19,958,895	0.80%	19,958,895	3.20%	0.80%
Total Plant	101,687,148	20.55%	7.15%	195,141,833	1.90%	171,423,276	27.51%	7.28%
EEUU	292,188,000	58.52%	12.48%	1,456,676,518	5.80%	598,725,000	56.25%	16.99%
Internacional	97,400,000	19.83%	4.17%	475,812,878	4.90%	97,400,000	15.67%	4.17%
Total Internacional	389,588,000	78.37%	16.65%	1,932,489,396	5.80%	696,125,000	71.92%	19.16%
Total Oferta	691,275,148	100.00%	23.80%	2,127,631,229	6.30%	867,548,276	100.00%	26.44%
Clasificación	96,421,000	13.81%	2.50%					
Demanda de Intelectual	3,815,758	0.55%	0.08%			3,815,758	0.44%	0.08%
Total Oferta Plant	592,804,148	85.78%	23.40%			623,733,534	71.88%	26.40%

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefonía del Perú y otras por ADRs de Telefonía S.A. Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 20.

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Cuadro 2: Visión General – Tamaño de la Oferta 2

Ítem	Oferta Inicial			Oferta Final		
	Nº de acciones	(S/. 1)	(S/. 2)	Nº de acciones	(S/. 1)	(S/. 2)
Admisión:	76,315,000	344,880,650	841,057,643	151,464,305	683,104,086	276,060,602
Institucional Local	24,026,148	134,880,008	51,180,329	19,000,005	99,849,776	40,922,089
Total Perú	181,240,148	469,660,658	892,237,972	171,384,400	782,953,862	326,982,691
OCILU	257,800,000	1,463,421,000	599,762,705	350,425,000	1,736,130,250	786,725,342
Internacional	97,400,000	487,974,000	899,589,344	97,400,000	487,974,000	159,589,345
Total Internacional	309,200,000	1,951,395,000	999,352,049	447,825,000	2,224,104,250	946,314,687
Total Oferta	490,440,148	2,421,055,658	991,590,021	619,209,400	3,007,058,062	1,273,297,378
Comisión	58,425,000	297,369,250	119,942,898			
Costo de fiducia	3,285,230	19,116,938	7,834,798	3,285,230	19,116,937	7,834,798
Total Oferta Final		552,801,988	2,732,381,966		623,126,139	3,046,174,969

(1) Precio institucional (precio) en S/. 4.58
 Precio institucional en S/. 5.08
 (2) Tipo de cambio US\$ 2.44

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A. Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 20.

Cuadro 3: Tramo minorista – Prorrrateo a plazo

Tramo minorista			Prorrrateo a plazo
Monto Solicitado (S/.)	Monto Adjudicado (S/.)	% Adjudicado / Solicitado	
500	499.80	100.00%	
600	599.76	100.00%	
700	699.72	100.00%	
800	799.68	100.00%	
900	899.64	100.00%	
1,000	999.60	100.00%	
2,000	1,999.20	100.00%	
3,000	2,998.80	100.00%	
4,000	3,998.40	100.00%	
5,000	4,998.00	100.00%	
6,000	5,997.60	100.00%	
7,000	6,997.20	100.00%	
8,000	7,996.80	100.00%	
9,000	8,996.40	100.00%	
10,000	9,996.00	100.00%	
12,000	11,995.20	100.00%	
14,000	13,994.40	100.00%	
16,000	15,993.60	100.00%	
18,000	17,992.80	100.00%	
20,000	19,992.00	100.00%	

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A. Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 21.

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Cuadro 4: Compras a plazo y al contado

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A. Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 22.

Cuadro 5: Paquetes de compra

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A. Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 23.

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Cuadro 6: Tramo Minorista – Distribución geográfica de la demanda

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. **Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A.** Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 24.

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Cuadro 7: Tramo internacional – La oferta internacional fue sobre demandada en 5.3 veces

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A. Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 25.

continúa...

Anexo 3: Informe final de oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Cuadro 8: Tramo institucional local – Tipo de inversor

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. **Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A.** Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 26.

Anexo 4: Comportamiento Bursátil de la acción de Telefónica del Perú

Fuente: TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A. **Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A.** Lima: Continental Bolsa SAB. May., 2001. p. 25.

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

Todo inversionista que invierte en bolsa de valores, mediante la compra de acciones de una empresa, sabe que el monto invertido crecerá en la medida que:

- a. La empresa genere utilidades y los distribuya a sus accionistas ya sea a través de entrega de dividendos (dinero en efectivo por cada acción) o entrega de acciones liberadas (como consecuencia de reinversión de las utilidades obtenidas, y que es proporcional a la cantidad de acciones que se posea).
- b. El precio de la acción se incremente en la bolsa ya sea mediante mayor transacción de la acción (volúmenes negociados), mayor interés de los inversionistas institucionales por el papel, expectativas positivas sobre el futuro desempeño de la empresa, etc.

En las siguientes líneas se presentará el cálculo de la rentabilidad para las acciones vendidas a través del plan piloto (acciones de Cementos Norte Pacasmayo) y las vendidas a través del Sistema de Participación Ciudadana (Telefónica, Luz del Sur y Banco Continental).

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

a. El caso de Cementos Norte Pacasmayo

Para las dos primeras campañas efectuadas en noviembre y diciembre de 1994, la acción se vendió a un precio de S/.5,00 mientras que en la tercera campaña efectuada en junio de 1995 se vendió a un precio de S/. 5,15.

Desde esa fecha la empresa ha otorgado los siguientes beneficios:

**Cuadro 1: Beneficios entregados por
Cementos Norte Pacasmayo S.A.A.
(Periodo 1996-2001)**

CEMENTO NORTE PACASMAYO				
Dividendos en efectivo			Acciones liberadas	
Fecha	S/. Por acción	En US\$ x acción	Fecha	%
05/02/1996	0.18600	0.079	31/08/1995	17.48%
01/07/1996	0.09000	0.037	05/09/1996	16.58%
03/04/1997	0.18000	0.067	17/03/1997	30.56%
08/08/1997	0.07000	0.026	08/08/1997	9.08%
12/11/1997	0.10000	0.037	02/01/1998	3.79%
17/03/1998	0.15000	0.053	09/08/1999	137.96%
21/05/1999	0.05150	0.015		
18/10/1999	0.04560	0.013		
15/03/2000	0.09557	0.028		
12/07/2000	0.09557	0.027		
16/03/2001	0.18617	0.053		

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. Vademécum Bursátil 2001. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 16.

continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Como se aprecia, esta empresa ha repartido tanto dividendos, como acciones liberadas. Esta entrega de acciones liberadas ha significado que la persona que compró estas acciones posea en la actualidad más de cuatro veces la cantidad de acciones que compró originalmente. Por ejemplo, si una persona compró 100 acciones a la fecha tienen 476 acciones.

Por otro lado, la persona también ha estado recibiendo dinero en efectivo debido a los dividendos entregados por la empresa. A efectos de que el cálculo no se distorsione por efecto de la inflación, se han expresado en dólares los dividendos en sus respectivas fechas.

Considerando estos dos beneficios recibidos (dividendos y acciones liberadas) y el precio en dólares de compra de la acción, se ha determinado “un precio corregido” el cual es comparado con el precio vigente de la acción que también debe estar expresado en dólares.

Tenemos entonces:

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Cuadro 2: Rentabilidad de la acción de Cementos Norte Pacasmayo

	(1)		(2)	
	Buy price	Precio Corregido*	Market price	Rentabil.
	US\$ per share	US\$ per share	US\$ per share	(2) / (1)
CNP I (Nov.94)	2,273	0.243	0.29	19.6
CNP II (Dic.94)	2,336	0.256	0.29	13.6
CNP III (Jun.95)	2,289	0.247	0.29	17.7

NOTA: Corregido por dividendos y acciones liberadas entregados, precio de cierre al 28/12/2001, T.C S/. 3.44

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Informe de venta de acciones de Cementos Norte Pacasmayo. Lima: CEPRI, 1995.

Elaboración propia

Esta rentabilidad le correspondería a la persona que vendió sus acciones el 28/12/2001. Sin embargo, otras personas han vendido sus acciones en otras fechas por lo que han tenido rentabilidades diferentes.

El precio de la acción ha tenido un comportamiento variable tal como se muestra en el siguiente cuadro:

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Cuadro 3: Desempeño del precio de la acción de Cementos Norte Pacasmayo						
Cifras en nuevos soles						
COTIZACIONES						
Años	Nro. Operaciones	Apertura	Cierre	Máxima	Mínima	Promedio
1997 (*)						
1998 (*)						
1999	2,718	1.85	2.17	2.42	1.75	2.19
2000	2,567	2.17	1.13	2.22	1.11	1.59
2001		1.13	1.00	1.15	1.00	

(*) No se pone datos a los años 97 y 98 porque debido a la entrega de acciones liberadas los precios están desfasados.
Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 25.

b. El caso de Telefónica del Perú

Es necesario mencionar que el análisis de rentabilidad de esta acción, se ve afectado en julio del 2,000, fecha en que se realizó la Oferta Pública de Intercambio de Telefónica del Perú por acciones de Telefónica (empresa matriz española), luego de la cual prácticamente se liquidó la acción de Telefónica del Perú, pues tanto los inversionistas institucionales locales, como los internacionales y más de la mitad de los minoristas participaron en esta operación de intercambio.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Los inversionistas minoritarios adquirieron la acción de Telefónica del Perú, a través del Sistema de Participación Ciudadana, a un precio de S/. 4,51 o US\$ 1,84 por acción.

La entrega de dividendos que ha efectuado la empresa se muestra en el cuadro siguiente:

Cuadro 4: Beneficios entregados por Telefónica del Perú S.A.A.

TELEFONICA DEL PERÚ		
Dividendos en efectivo		
Fecha	S/. Por acción	S/. Por acción
25/07/1996	0.0860	0.0351
15/11/1996	0.0600	0.0232
12/06/1997	0.1140	0.0429
04/11/1997	0.0600	0.0221
30/06/1998	0.1496	0.0514
03/03/1999	0.0400	0.0121
15/10/1999	0.0993	0.0260
26/01/2000	0.0400	0.0115
16/06/2000	0.1069	0.0307

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p.26.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Es decir, la empresa ha repartido en total US\$ 0,26 por acción bajo el concepto de dividendos.

El “precio corregido” para esta acción es de \$1,54 resultante de restarle al monto invertido en la compra de acciones, el total de dividendos y dividir este resultado entre el número de acciones (incluyendo en este último el número de acciones provenientes del bono de fidelidad).

Respecto a la rentabilidad, se pueden diferenciar tres situaciones; en el caso en que el inversionista minorista participó en el intercambio y luego vendió sus acciones tuvo como resultado que pudo recuperar el dinero que invirtió, en el caso en que el inversionista participó en el intercambio y mantiene sus acciones, el cálculo de la rentabilidad se muestra con la denominación de TEF del cuadro siguiente; finalmente, los inversionistas que no participaron en el intercambio, han sufrido las consecuencias de quedarse con una acción ilíquida, con un precio muy reducido.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Cuadro 5: Rentabilidad de la acción de Telefónica del Perú S.A.A.

	(1)		(2)	
	Precio Compra US\$ por acción	Precio Corregido US\$ por acción	Precio Bolsa US\$ por acción	Rentabil. (2) / (1)
TELEFONICA (Jun.96)**	1,848	1.54 (*)	1.57 (a)	1.80%
TELEFONICA (Jul.200)**		63.84 (**)	40.20 (b)	-37.00%
TELEFONICA ***		1.54	0.26	83.40%

Corregido por dividendos entregados y bono de fidelidad.

** Se obtiene de expresar el precio corregido en términos de TEF según ratio 290:7.

*** Acción liquida luego de la OPI.

(a) El precio de mercado se obtiene considerando la oferta de intercambio de 290 TdP por 7 TEF siendo el precio de cada TEF de US \$ 65 al momento del intercambio.

(b) Precios de cierre al 28/12/2002 T.C S/. 3.44

Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Luz del Sur S.A.** Lima: CEPRI, 1996. p.

Respecto al comportamiento del precio de la acción el siguiente cuadro nos describe su evolución:

Cuadro 6: Desempeño del precio de la acción de Telefónica del Perú S.A.A.

COMPORTAMIENTO BURSÁTIL						
Cifras en nuevos soles						
Nro.		COTIZACIONES				
Años	Operaciones	Apertura	Cierre	Máxima	Mínima	Promedio
1997	3,432	4.86	6.05	7.25	4.86	6.13
1998	1,719	6.17	3.95	6.41	3.40	5.49
1999	1,658	3.97	4.56	5.36	3.60	4.60
2000	930	4.50	2.30	7.21	2.30	5.84

Nota: Luego de la OPI efectuada en julio del 2000, la acción continúa negociando pero a volúmenes infinitos y a precios muy bajos (pérdida de liquidez).

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. **Vademécum Bursátil 2001**. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 27.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Durante el primer trimestre del 2000, cuando la matriz española anunció el canje de acciones, el precio de la acción subió considerablemente incluso llegando a S/. 7,21. Durante este trimestre, se registró el mayor volumen de negociación, y del cual participaron diversos inversionistas minoristas. Al ser Telefónica una empresa global cuyas acciones se cotizan en los principales mercados del mundo, el precio de esta acción refleja los acontecimientos que se producen a nivel mundial (crisis de mercado de valores, perspectivas negativas del sector tecnológico, etc).

c. El caso Luz del Sur

Los inversionistas minoritarios adquirieron la acción de esta empresa en noviembre de 1996, a través del SPC, a un precio de S/. 2,79 o US\$ 1,07 por acción. La entrega de dividendos que ha efectuado la empresa se muestra en el cuadro siguiente:

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Cuadro 7: Beneficios entregados por Luz del Sur S.A.A.

LUZ DEL SUR		
Dividendos en efectivo		
Fecha	S/. Por acción	S/. Por acción
07/04/1997	0.11530	0.0435
07/10/1997	0.05800	0.0217
15/04/1998	0.12800	0.0454
04/08/1998	7.00000	0.0236
04/12/1998	0.13520	0.0431
30/04/1999	0.11386	0.0341
20/12/1999	0.17980	0.0517
27/04/2000	0.08850	0.0254
12/07/2000	0.08500	0.0245
19/09/2000	0.08500	0.0244
28/12/2000	0.12300	0.0351
10/04/2001	0.07400	0.0210
17/05/2001	0.09000	0.0258
09/08/2001	0.08000	0.0231

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. **Vademécum Bursátil 2001**. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 28.

Como se aprecia, la empresa ha repartido en total US\$ 0,4425 por acción bajo el concepto de dividendos.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Al descontar a la inversión realizada, este monto obtenido por dividendos, y luego dividiéndolo entre el número de acciones (incluido el aumento de acciones por concepto de bono de fidelidad) se obtiene el "precio corregido" el cual es igual a US\$ 0,6 por acción.

La rentabilidad para esta acción se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 8: Rentabilidad de la acción de Luz del Sur S.A.A.

	(1)	(2)		
	Precio Compra	Precio Corregido	Precio Bolsa	Rentabil.
	US\$ por acción	US\$ por acción	US\$ por acción	(2) / (1)
LUZ DEL SUR (Nov.96)	1,077	0.59	0.57	-2.90%

* Corregido por dividendo entregados y bono de fidelidad, precios de cierre al 28/12/2001, T.C S/. 3.44
Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 29.
Elaboración propia

Respecto al comportamiento del precio de la acción el siguiente cuadro nos describe su evolución:

continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Se aprecia que la cotización de la acción sólo mostró rendimientos positivos durante el año 1997, de allí en adelante el precio de la acción ha ido disminuyendo progresivamente. Sin embargo, lo atractivo de la empresa es que es una de las firmas más dividendos reparte, lo cual representa ingresos en efectivo para los poseedores de esta acción.

d. El caso Banco Continental

Los inversionistas minoritarios adquirieron la acción de esta empresa en julio de 1998, a un precio de S/. 1,615 o US\$ 0,553 por acción.

La entrega de dividendos que ha efectuado la empresa se muestra en el cuadro siguiente:

Cuadro 9: Beneficios entregados por el Banco Continental

BANCO CONTINENTAL				
Dividendos en efectivo			Acciones liberadas	
Fecha	S/. Por acción	En US\$x acción	Fecha	%
15/04/1999	0.07412	0.02246	04/06/1999	12.18%
25/04/2000	0.01048	0.00304	15/06/2000	10.73%
			11/06/2001	1.35%

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 30.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Cuadro 10: Desempeño del precio de la acción de Luz del Sur S.A.A.

COMPORTAMIENTO BURSÁTIL						
Cifras en nuevos soles						
COTIZACIONES						
Años	Nro. Operaciones	Apertura	Cierre	Máxima	Mínima	Promedio
1997	16565	3.14	3.15	3.45	2.86	3.40
1998	10894	3.16	2.03	3.23	2.00	2.59
1999	2,248	2.66	2.50	2.85	2.45	2.72
2000	4,459	2.50	2.03	2.40	1.78	2.18
2001		2.04	1.97			

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 31

Como se aprecia, esta empresa ha repartido tanto dividendos como acciones liberadas. A las personas que compraron, por ejemplo, 100 acciones a la fecha tienen 125 acciones como consecuencia de los porcentajes de acciones liberadas que se han ido otorgando.

Por otro lado, la persona también ha estado recibiendo dinero en efectivo debido a los dividendos entregados por la empresa. A efectos de que el cálculo no se distorsione por efecto de la inflación, se han expresado en dólares los dividendos en sus respectivas fechas.

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Considerando estos dos beneficios recibidos (dividendos y acciones liberadas) y el precio en dólares de compra de la acción, se ha determinado “un precio corregido” el cual es comparado con el precio vigente de la acción (28 de diciembre de 2001) que también debe estar expresado en dólares.

Tenemos entonces:

Cuadro 11: Rentabilidad de la acción del Banco Continental

	Precio Compra	Precio Corregido	Precio Bolsa	Rentabil.
	US\$ por acción	US\$ por acción	US\$ por acción	(2) / (1)
CONTINENTAL (Jul.98)	0.553	0.420	0.400	-5.70%

* Corregido por dividendos y acciones liberadas entregados, precios de cierre al 28/12/02, T.C S/. 3.44
Fuente: COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en el Banco Continental.** Lima: CEPRI, 1999. p.
Elaboración propia

Respecto al comportamiento del precio de la acción el siguiente cuadro nos describe su evolución:

Continúa...

Anexo 5: Rentabilidad de las acciones del Sistema de Participación Ciudadana

...viene

Cuadro 12: Desempeño del precio de la acción del Banco Continental

COMPORTAMIENTO BURSÁTIL						
Cifras en nuevos soles						
COTIZACIONES						
Años	Nro. Operaciones	Apertura	Cierre	Máxima	Mínima	Promedio
1997	1,483	3.14	3.15	3.45	2.86	3.40
1998	2,360	3.15	1.7	3.35	1.33	1.77
1999	4,996	1.70	2.11	2.30	1.46	1.97
2000	2,810	2.06	1.81	2.23	1.50	1.86
2001		2.22	1.36			

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 33.

Durante el año 2000, la acción tuvo un desempeño positivo. En este periodo es que muchos inversionistas minoristas aprovecharon la oportunidad y vendieron sus acciones.

Cabe mencionar que el cálculo de las rentabilidades es nominal. Para aproximarse más a la realidad debería considerarse todas las fechas, y de esta manera se consideraría el valor del dinero en el tiempo.

Elaboración propia

Anexo 6: Número de accionistas que permanecen en las empresas Telefónica del Perú, Luz del Sur y Banco Continental (dic. 2000)

La reserva bursátil no permite hacer un seguimiento a los accionistas que ingresaron al sistema, el siguiente cuadro nos da una idea aproximada de lo ocurrido respecto al número de inversionistas que existen actualmente en la Bolsa de Valores de Lima:

Cuadro 1: Número de accionistas por empresa privatizada

Empresa	(1)		(2)
	Fecha realización del SPC	Cantidad accionistas incorporados vía SPC	Cantidad accionistas a Diciembre de 2000
Cementos Norte Pacasmayo	Año 94-95	18,319.00	13,410.00
Telefónica del Perú	Jun-96	262,018.00	100,556.00
luz del Sur	Nov-96	149,354.00	76,122.00
Banco Continental	Jul-98	44,279.00	22,881.00

Fuente: BOLSA DE VALORES DE LIMA. *Vademécum Bursátil 2001*. PE (7): 1-85, ene., 2001. p. 34.
Elaboración propia

En el caso de Telefónica del Perú, a pesar que hubo una oferta pública de intercambio en junio del 2000 a través de la cual Telefónica (la matriz internacional) canjeaba sus acciones por las de Telefónica del Perú, hubo 100.000 personas que no se plegaron a este intercambio.

En el caso de Luz del Sur, en septiembre de 1999, un nuevo accionista (la empresa Peruvian Opportunity Company) efectuó una oferta pública de adquisición de acciones.

Continúa...

**Anexo 6: Número de accionistas que permanecen en las empresas
Telefónica del Perú, Luz del Sur y Banco Continental (dic. 2000)**

...viene

Después de esta oferta quedan en la empresa poco más de 76.000 accionistas minoritarios de los aproximadamente 150.000 que se incorporaron bajo SPC.

En el caso del Banco Continental, a pesar que no se ha presentado alguna operación similar a la de Telefónica y Luz del Sur, se aprecia cierta actividad bursátil por parte del inversionista minoritario. Así, la mitad de los que adquirieron acciones a través del sistema, ya las vendieron. Se presume que existe una relación con que esta oferta, por las condiciones que se establecieron para el tramo minorista, captó personas con conocimiento del mercado de valores.

Anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

El documento recoge algunos cuadros del estudio de investigación realizado por el Consorcio Apoyo-Argentaria, respecto del impacto en la opinión pública lograda por la venta de acciones de Telefónica del Perú a través del Sistema de Participación Ciudadana.

Opinión pública sobre SPC

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 10.

Principales razones por las que no compró acciones de TELEFÓNICA

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p.11.

continúa...

Anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Aprobación de la continuación del SPC

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 12.

¿Podría usted indicarme si está de acuerdo o en desacuerdo con las siguientes afirmaciones sobre el Sistema de Participación Ciudadana?			
	De acuerdo %	En desacuerdo %	No precisa %
La acción de Telefónica del Perú es bien cotizada	89	4	7
Ha sido un gran éxito	89	6	5
Compraré las próximas acciones que ofrezca el SPC, pero antes debo conocer la empresa de la que se ofrecen las acciones	87	6	7
Las personas que compraron acciones están haciendo un gran negocio	83	7	10
Compraré las próximas acciones que ofrezca el SPC, independientemente de la empresa que sea	41	45	14

Base ponderada : Total de entrevistados (496)
Total : 100% horizontal

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 13.

continúa...

Anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Uso de la cuenta corriente en la venta de las acciones de Telefónica del Perú

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 14.

Intención de compra

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 15.

continúa...

Anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Evaluación de la gestión del Banco

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 16.

Evaluación de la modalidad de compra al contado de las acciones de Telefónica del Perú

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 17.

continúa...

Anexo 7: Evaluación de la opinión pública luego de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

Principales razones para comprar acciones en Telefónica del Perú

Fuente: ARGENTARIA. Estrategia para una venta masiva de acciones. Madrid: s.e.,1995. p. 18.

**Anexo 8: Folleto Informativo de la oferta de acciones de
Telefónica del Perú**

PONGA SU FUTURO EN ACCION
**OFERTA
DE ACCIONES
DE TELEFONICA
DEL PERU**

Acuda a los bancos o
sociedades agentes de bolsa
autorizados y compre
Acciones de
**Telefónica
del Perú**

**10%
de Descuento**

1X20
1 acción gratis por cada 20

**Participación
Ciudadana**

INFORMES:
Lima 242-2222
Provincias 800-4-2020
(los llamados desde
provincias son gratuitos)

**NUESTRA
OPORTUNIDAD
AHORA**

Fuente: CEPRI PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Carátula del Folleto informativo. Lima: CEPRI, 1999.

continúa...

Anexo 8: Folleto Informativo de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

PARTICIPACION CIUDADANA PONE A LA VENTA ACCIONES DE TELEFONICA DEL PERU

El Sistema de Participación Ciudadana pone a la venta acciones de Telefónica del Perú, para que los beneficios de la privatización lleguen a todos los peruanos. Ahora usted también puede ser accionista de esta sólida empresa con atractivas ventajas y grandes facilidades.

Acuda a su banco o Sociedad Agente de Bolsa autorizados con su Libreta Electoral. ¡No deje pasar esta oportunidad!

INVIERTA EN TELEFONICA DEL PERU Y SEA ACCIONISTA DE UNA EMPRESA EN CONTINUO CRECIMIENTO

Telefónica del Perú está realizando un gran esfuerzo para incrementar el número de teléfonos entre la población. Entre 1996 y el año 2000 invertirá más de 2,000 millones de dólares en modernas redes de comunicación.

El incremento en líneas telefónicas supone también un incremento en los ingresos de operación de la empresa, los que han pasado de 1,631 millones de soles en 1994 a 2,393 millones a fines de 1995. Un crecimiento del 46,7%.

Fuente: CEPRI PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Carátula del Folleto informativo. Lima: CEPRI, 1999.

continúa...

Anexo 8: Folleto Informativo de la oferta de acciones de
Telefónica del Perú

...viene

COMPRA AHORA Y BENEFICIESE DE ESTAS GRANDES VENTAJAS

10%
de Descuento

Si usted elige la compra a plazos, las acciones de Telefónica del Perú le costarán un 10% menos del precio que se fijará al final de esta oferta.

1x20
1 acción gratis por cada 20

Si usted conserva sus acciones durante 18 meses, recibirá una acción gratis por cada 20 que adquirió.

COBERTURA DE INVERSION

Si luego de 18 meses el valor de las acciones es menor al que usted pagó, el saldo a su favor le será descontado hasta por el valor de la última cuota.

CON MENOS DE 30 SOLES MENSUALES TODOS PODREMOS SER ACCIONISTAS DE TELEFONICA DEL PERU. UNA EMPRESA SOLIDA Y RENTABLE

Usted podrá comprar paquetes de acciones desde S/500 hasta S/20,000, pagando una cuota inicial del 10%. El saldo podrá cancelarlo en 18 cuotas mensuales, o si prefiere, al contado. ¡Una oportunidad única de efectuar una sólida inversión!

S/. 500	S/. 600	S/. 700	S/. 800	S/. 900	S/. 1,000	S/. 2,000	S/. 3,000	S/. 4,000	S/. 5,000	S/. 6,000	S/. 7,000	S/. 8,000	S/. 9,000	S/. 10,000	S/. 12,000	S/. 14,000	S/. 16,000	S/. 18,000	S/. 20,000
50	60	70	80	90	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000
27.44	32.93	38.42	43.91	49.40	54.88	109.77	164.65	219.54	274.42	329.30	384.19	439.07	493.95	548.84	658.61	768.37	878.14	987.91	1,097.68

Fuente: CEPRI PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Carátula del Folleto informativo. Lima: CEPRI, 1999.

continúa...

Anexo 8: Folleto Informativo de la oferta de acciones de Telefónica del Perú

...viene

10 RAZONES PARA COMPRAR ACCIONES DE TELEFONICA DEL PERU

- 1 Un descuento del 10% sobre el precio que se fije al término de esta oferta, si compra a plazos. O del 5% si compra al contado.
- 2 Una acción gratis por cada 20, siempre que las conserve al menos durante 18 meses.
- 3 Una cobertura de inversión en caso de que elija la compra a plazos hasta por el valor de su última cuota.
- 4 La posibilidad de elegir la forma de pago que más se adapte a sus necesidades:
- Pago a plazos: Con una mínima inicial del 10% y el resto en 18 cuotas mensuales.
- Pago al contado: Con una mínima inicial del 10% y el resto al finalizar esta oferta.
- 5 La posibilidad de ordenar al banco el pago de las cuotas mensuales directamente de su cuenta. Así no tendrá necesidad de desplazarse mensualmente.
- 6 Usted invierte en una compañía solvente y rentable. Telefónica del Perú es la empresa peruana que más utilidades obtuvo en 1995.
- 7 Es una inversión en una compañía que forma parte del Grupo Telefónica Internacional, una de las 10 compañías de telecomunicaciones más importantes del mundo y el grupo de telecomunicaciones más grande de Latinoamérica.
- 8 Comprar es muy sencillo. Solo tiene que acudir a los bancos y sociedades agentes de bolsa autorizados, mostrar su Libreta Electoral y pagar la cuota inicial.
- 9 Todo el que solicite acciones, recibirá acciones. Si la demanda supera la oferta de acciones disponible, se realizará un prorrateo que repartirá las acciones entre todos. Este reparto se realizará por tramos, empezando por los inferiores.
- 10 La rentabilidad de las acciones se da en función de las utilidades obtenidas por la compañía y la valorización de sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima.

**NO DEJE PASAR ESTA OPORTUNIDAD DE SER ACCIONISTA DE TELEFONICA DEL PERU.
¡COMPRA HOY MISMO SUS ACCIONES!**

Fuente: CEPRI PARTICIPACIÓN CIUDADANA. Carátula del Folleto informativo.
Lima: CEPRI, 1999.

Anexo 9: Proceso y costo de transacción de las acciones

Elaboración propia

BIBLIOGRAFÍA

“Accionariado difundido elevará niveles de vida: Juan Julio Wicht destaca nuevo mecanismo privatizador” En: Diario Oficial “**El Peruano**” (PE) 23/06/1994. p. 5.

“Accionariado difundido para venta de empresas”. En: **Onda** (PE): 22/06/1994. p. 2.

“Acciones para todos” En: **Semana económica** (PE): 26/06/1994. p. 6.

ALVAREZ RODRICH, Augusto. **¿Por qué seguir privatizando? La privatización y la inversión privada en el Perú**. Lima: Apoyo Comunicaciones S.A., 1999.

---. **Principios de empresas estatales y privatización**. Lima: Universidad del Pacífico, 1999.

ARGENTARIA. **“Estrategia para una venta masiva de acciones”**. Madrid: s.e., 1995.

BOLOÑA, Carlos. **Experiencias para una economía al servicio de la gente**. Lima: Escuela Nueva, 2000.

“Caso Telefónica: Defensor del Pueblo pedirá explicaciones”. En: **Gestión** (PE): 03/07/1996. p. 1.

CASTAÑEDA RAMOS, Gonzalo. “Governance of large corporations in Mexico and productivity implications”. En: **Revista Abante**. CL 3(1): 57-89, oct., 1999-abr., 2000.

COMITÉ ESPECIAL DE PRIVATIZACIÓN DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Informe de venta de acciones de Cementos Norte Pacasmayo**. Lima: CEPRI, 1995.

---. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en el Banco Continental**. Lima: CEPRI, 1999.

---. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Luz del Sur S.A.** Lima: CEPRI, 1996.

---. **Informe final: libro blanco de la oferta pública de acciones de propiedad del Estado en Telefónica del Perú S.A.** Lima: CEPRI, 1996.

“Cholos serán accionistas de empresas privatizadas”. En: **Ojo** (PE): 18/06/1994. p. 2.

COMISIÓN DE PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN PRIVADA. **Perú país en marcha**. Lima: COPRI, jul., 1999.

CONASEV. **Documento de investigación No. 1: American Depositary Receipts – ADR**. Lima: CONASEV, feb., 1995.

“CONFIEP critica recorte de 50% en venta local de Telefónica” En: **Gestión** (PE): 04/07/1996. p. 1.

CORFO. **La Privatización de las empresas eléctricas en Chile**. Santiago: CORFO, 1991. Documento de trabajo.

“234 mil piden explicaciones al Gobierno”. En: **La República** (PE): 03/07/1996. p. 1.

“El alto precio de la confianza pública” En: **El Comercio** (PE): 06/07/1996. p. 11.

“Empresas estatales al alcance de todos”. En: **Expreso** (PE): 20/06/1994. p. 1.

“Empresas públicas al alcance de todos”. En: **Ojo** (PE): 23/06/1994. p.4.

“España opta por el capitalismo popular” En: **El País** (ES): 1/04/1995. p. 24.

“Faltó transparencia en participación ciudadana en Telefónica”. En: **Gestión** (PE): 03/07/1996. p. 3.

“Fujimori confirma participación ciudadana”. En: **Expreso** (PE): 22/06/1994. p. A5.

“Fujimori: Estado vendería 3% de acciones en Telefónica”. En: **Gestión** (PE): 12/07/1996. p. 1.

GALAL, Ahmed; SHIRLEY, Mary. **Does privatization deliver?**. Washington, D.C.: The International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank, 1994.

“Gobierno decidió vender 3% más de acciones de Telefónica”. En: **El Comercio** (PE): 12/07/1996. p. 1.

“Gobierno vendería 1% más de acciones de Telefónica”. En: **El Comercio** (PE): 03/07/1996. p. 1.

GROUT, Paul. “Popular capitalism”. En: BISHOP, Matthew; KAY, John; MAYER, Colin. **Privatization & Economic Performance**. Oxford: Oxford University Press, 1996.

IGLESIAS-PALAU, Augusto. “Pension reform and corporate governance: impact in Chile”. En: **Revista Abante**. CL 3(1): 109-141, oct. 1999-abr. 2000.

ISKANDER, Magdi R.; CHAMLOU, Nadereh. **Corporate governance: A frame for implementation**. Washington, D.C.: The World Bank, 2000.

LEFORT, Fernando; WALKER, Eduardo. Corporate governance: Challenges for Latin America. Chile: studies in business management”. En: **Revista Abante**. CL 2(2): 99-111, oct., 1999 - abr., 2000.

LÓPEZ DE PUGA, Ana; ORIOLO, María Inés. **Diccionario bursátil inglés – castellano**. Buenos Aires: Editorial Universidad, 1997.

“Mecanismo de participación ciudadana impulsará el ahorro interno”
Entrevista a Carlos Motoya. En: **Gestión** (PE): 31/01/1996. p. 21.

“Mecanismo de participación ciudadana impulsará el ahorro interno”.
Entrevista a Susana de la Puente. En: **Gestión** (PE): 31/01/1996. p. 21.

MOORE, John. “British privatization: taking capitalism to the people”. En:
Harvard Business Review. US(92):107 – 117, ago.,1992.

PALMER, George F.; BAKER & MCKENZIE; CS FIRST BOSTON. **The EIU global privatisation manual: A practical guide to the process and practitioners**. London: The Economist Intelligence Unit, 1994.

“Participación ciudadana: Mecanismo de privatización permite difundir la cultura empresarial”. Entrevista a Javier Tovar. En: **Business**. PE (15): 42, mar., 1995.

“Participación discutida”. En: **El Sol** (PE): 03/07/1996. p. 1.

“Peruanos podrán comprar a plazos empresas estatales más rentables”. En:
Expreso (PE): 24/06/1994. p. 19.

“Peru’s Telefónica concludes \$1,1 billion global offering”. En: **Wall Street Journal** (US): 02/07/1996. p. 15-20.

“Privatización y accionariado difundido”. Editorial del día. En Gestión (PE): 24/06/1994. p. 22.

RAMAMURTI, Ravi; VERNON, Raymond. **Privatization and control of state-owned enterprises**. Washington, D. C.: The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 1991.

Resolución suprema N° 371-94-PCM del 2 del setiembre de 1994. Lima: Presidencia del Consejo de Ministros, 1994.

“Restituyen acciones a peruanos”. En: El Sol (PE): 12/07/1996. p. 1.

SISTEMA DE PARTICIPACIÓN CIUDADANA. **Folleto de información: Oferta pública de venta de acciones de Telefónica del Perú en el subtramo nacional institucional**. Lima: Sistema de Participación Ciudadana, jun., 1996.

---. **Prospecto de venta: Oferta pública de venta de acciones de Luz del Sur S.A., en el subtramo nacional minorista**. Lima: Sistema de Participación Ciudadana, nov. 1996.

Telefónica S.A. Prospecto informativo de la oferta pública de intercambio de acciones de Telefónica del Perú y otras por ADRs de Telefónica S.A. Lima: Continental Bolsa SAP, may., 2000.

TOVAR, Javier. “Síntoma de la credibilidad del Perú”. En: THEMIS Revista de derecho. PE (33): 59-63, jul., 1996.

VICKERS, John; YARROW, Gorge. **Privatization: An economic analysis**. 6^aed. Massachusetts: MIT, 1995.

WRIGHT, Vincent. **Privatization in western europe**. London: Pinter Publishers, 1994.

REFERENCIAS ELECTRÓNICAS

“Evolución del mercado de valores”. En: **The Finance Yahoo**. [En línea] US: s.n., 2001. [citado 20 diciembre 2001]. Microsoft HTML.
Disponibile en: <http://finance.yahoo.com/>

LACHANSKI, Jennifer; BENSMAN, Miriam; McGOLDRICK, Beth. En: **Institutional Investor Magazine**. [En línea] US (2): 1-50, jul., 1999. [citado 15 diciembre 2001]. Microsoft HTML.
Disponibile en: <http://www.iiplatinum.com/archives/1997010107179.htm>