



**UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE CIENCIAS FISICAS Y MATEMATICAS  
DEPARTAMENTO DE INGENIERIA INDUSTRIAL**

**“DESEMPEÑO FINANCIERO Y CREACION DE VALOR EN EMPRESAS CHILENAS  
FUSIONADAS”**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN GESTION Y DIRECCION DE  
EMPRESAS**

**MICHAEL IVÁN SOCOLICH MANSILLA**

**PROFESOR GUIA:  
GASTON L'HUILLIER TRONCOSO**

**MIEMBROS DE LA COMISION:  
GASTON HELD BARRANDEGUY  
FRANCO ZÚÑIGA GUERRA**

**SANTIAGO DE CHILE  
OCTUBRE 2007**

## RESUMEN

El objetivo del presente estudio es el de analizar la creación de valor mediante la estrategia de fusión en el sector financiero chileno.

La evolución y crecimiento del sistema financiero Chileno ha provocado la búsqueda de nuevas estrategias que puedan hacer frente a la competencia y obtener mayor valor para los accionistas. La búsqueda de economías de escala explotando la tecnología y mediante la reducción de costos para el desarrollo de nuevos productos ofrece una base sólida para el crecimiento de las empresas.

Con este propósito se analizaron las fusiones de los Bancos Chile y Edwards y la de los Bancos Santander y Santiago.

Se dividió el escenario en dos etapas, la Etapa de Prefusión que comprende desde el año 1998 hasta el año 2001 y la Etapa de Posfusión que comprende desde el año 2002 hasta el año 2006. En la etapa de Prefusión se realizó un diagnóstico previo para establecer cuales fueron las posibles motivaciones para realizar las fusiones. En la etapa de Posfusión, se realizó una comparación entre los resultados esperados de la fusión y los resultados obtenidos de la fusión.

Para realizar el análisis se emplearon indicadores tradicionales de desempeño e indicadores de creación de valor. Las fusiones exitosas en teoría generan beneficios que son tradicionalmente posibles de medir, como son las economías de escala, reducción de costos y aumentos de eficiencia y por ende de rentabilidad, por lo tanto es necesario saber si los beneficios obtenidos fueron suficientes como para agregar valor a las inversiones de los accionistas, con lo cual puedan cubrir por lo menos el costo de inversión de su capital. Como herramienta para determinar la creación de valor se utilizó el Valor Económico Agregado (EVA), el cual compara las ganancias obtenidas con el costo de los recursos utilizados para obtenerlas. Por otro lado, se buscó determinar las estrategias que generaron valor, es decir, los inductores de valor.

Finalmente se concluye que la estrategia de fusión para el Banco de Chile y el Banco Santander - Santiago ha generado valor para los accionistas en el mediano plazo, los altos costos que demanda una fusión bancaria y los procesos de homologación dentro de las entidades fusionadas no permiten obtener los resultados en el corto plazo. Las estrategias utilizadas por ambas instituciones persiguen los mismos objetivos los cuales son; incrementar la base de clientes llegando a todos los segmentos y focalizar sus esfuerzos para proporcionar servicios especializados por segmento; reducir el riesgo de cartera vencida y reducir los costos operativos mediante el uso de tecnología de última generación. Todas estas acciones ha incidido como inductores de valor, lo cual efectivamente se ha visto reflejado en el Valor Económico Agregado (EVA) obtenido.

Debido al crecimiento potencial mostrado por ambas instituciones, es imperiosa la necesidad de implementar su base patrimonial para continuar invirtiendo y generando valor y en definitiva las fusiones, en el Sistema Financiero Chileno, han demostrado ser una forma de Crecimiento Equilibrado y de agregar valor a los inversionistas

## AGRADECIMIENTOS

*A Yani por estar siempre a mi lado, por confiar en mí y en mis sueños y por darle sentido a mi vida.*

*Al pequeño Joaquín, por alegrar cada uno de mis días regalándome la felicidad de verlo sonreír.*

*A mis padres por apoyarme en cada proyecto que he decidido emprender.*

## INDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>5</b>
<b>2. OBJETIVOS</b>	<b>8</b>
2.1 Objetivo General	8
2.2 Objetivos Especificos	8
<b>3. METODOLOGÍA.</b>	<b>9</b>
3.1 Estructura del Estudio.	9
3.2. Indicadores	9
A. Indicadores Tradicionales de Gestión.	9
B. Indicadores de Crecimiento.	13
C. Indicadores de Creación de Valor.	19
<b>4. ALCANCE.</b>	<b>21</b>
<b>5. ANTECEDENTES</b>	<b>22</b>
<b>6. MARCO TEÓRICO</b>	<b>26</b>
6.1. Administración Basada en el Valor	26
6.2. El EVA y la Creación de Valor	27
6.3. Fusiones y Adquisiciones	29
<b>7. DESARROLLO</b>	<b>35</b>
7.1. Etapa de Prefusión.	35
7.2. Etapa Posfusión.	56
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>67</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>70</b>
<b>ANEXO 1. INDICADORES DE CRECIMIENTO</b>	<b>72</b>
<b>ANEXO 2. CALCULO DEL VALOR ECONOMICO AGREGADO (eva)</b>	<b>74</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

En la actualidad, la preocupación de los directivos se centra en la generación de valor para sus empresas (por ende para sus accionistas) y en como atraer las inversiones garantizando el rendimiento de las mismas, esto ha llevado a los directivos a idear estrategias que creen valor, determinando que aspectos de la empresa son los que crean valor e implementando procesos de creación de valor.

Muchos factores impulsan la creación de valor, incluyendo una buena gestión, estrategias sólidas, una implementación eficaz, aptitudes operativas, y una base de habilidades adecuadas en la dirección y el personal.

En la práctica crear valor consiste en: primero que los directivos necesitan saber exactamente cuál es su objetivo, segundo necesitan saber cómo tienen que trabajar para lograr el objetivo (¿cuáles son los motivadores de la creación de valor?), y tercero tienen que descubrir cómo animar a las personas para actuar de otro modo (¿cómo alinear el comportamiento en toda la empresa?).

En el presente trabajo se analizará la utilización de fusiones y adquisiciones como estrategias de creación de valor dentro del sector financiero de Chile.

Las empresas suelen emplear estrategias de este tipo debido a la incertidumbre del panorama competitivo. Pueden ponerlas en práctica para aumentar su fuerza en el mercado (mayor participación en el mercado), ante una amenaza competitiva, para entrar en un mercado nuevo o para distribuir el riesgo derivado de un entorno incierto. Además, podrían hacerlo como una opción para dirigir sus negocios centrales hacia los distintos mercados cuando la volatilidad produce cambios indeseables en sus mercados principales.

Entre los resultados con este tipo de estrategias tenemos la generación de economías de escala, reducciones de costos, aumento de eficiencia y por ende rentabilidad. Al realizarse la transacción se comparte y se tiene una mejor utilización de: canales de

distribución, plataformas de atención al público, tecnología utilizada y todo esto en conjunto pueden asegurar resultados antes mencionados.

De lo anterior podríamos concluir que de por sí las fusiones y adquisiciones bien llevadas generan valor para la empresa, es decir, traen mayores beneficios económicos (llevan un crecimiento intrínseco) y reducciones de costos (economías de escala), sin embargo, podríamos concluir que generan valor a sus accionistas. Para generar valor a los accionistas es necesario garantizarles que como remuneración recibirán por lo menos el costo del capital que han aportado.

La gran inquietud que se tiene ahora es ¿cómo medimos la generación de valor? puede medirse mediante indicadores económicos o indicadores de mercado, en este sentido, puede evaluarse el resultado de las fusiones en términos cuantitativos, y de ese modo medir en forma tangible si la utilización de los activos de la empresa adquirida o fusionada permitió aumentar el valor económico de la empresa, sin embargo, puede darse el caso que con la transacción los accionistas de ambas empresas no obtengan beneficios por igual, incluso podrían ser nulas para alguna de las partes, por lo menos en el corto plazo. Es necesario entonces también evaluar el resultado desde el punto de vista estratégico, es decir, generación de valor no tangible.

A la fecha la mejor herramienta para medir la generación de valor es el Valor Económico Agregado EVA llamado así por sus siglas en inglés (Economic Value Added). El EVA incorpora el costo del capital aportado por el accionista dentro de las cuentas de resultado, y nos permite analizar si el beneficio obtenido menos el costo del capital, logra generar un excedente para el accionista (valor agregado). Por lo tanto, un incremento en el EVA, indicará que la actuación de los directivos para crear valor ha sido positiva.

Esta creación de valor es medida por el EVA a través de tres medidas principales: si los beneficios de explotación pueden aumentar sin implicar más capital, si el capital nuevo se invierte en todos y en cada uno de los proyectos donde se consigue ganar más que el costo total de capital y si se retira o se liquida capital de las actividades de la empresa que no cubren su costo de capital.

Por último, el valor total de una empresa se puede obtener como la suma de dos componentes fundamentales. El componente más básico está representado por sus activos físicos. Si suponemos que es un valor económico, entonces podemos equiparar esta parte con el componente de capital calculado del EVA. Pero además de este componente existe el valor actual de las oportunidades de crecimiento de un negocio. Este último componente referente al valor es mucho menos tangible y puede quedarles grande a muchos negocios. Se puede entender esta parte del valor de una compañía como si estuviera impulsada por lo que el mercado espera que ocurra.

## **2. OBJETIVOS**

### **2.1 Objetivo General**

El objetivo del presente estudio es el de analizar la creación de valor mediante la estrategia de fusión en el sector financiero chileno.

### **2.2 Objetivos Específicos**

- a. Análisis de las fusiones entre el Banco de Chile y el Banco Edwards y entre el Banco Santander y el Banco de Santiago.
- b. Cálculo del EVA (Economic Value Added) y su evolución para cada institución bancaria.
- c. Establecer las sinergias obtenidas con las fusiones.
- d. Identificar las estrategias que pueden tener incidencia en la generación o destrucción de valor.



### **3. METODOLOGÍA.**

#### **3.1. Estructura del Estudio.**

Para el presente estudio se ha dividido el escenario en dos etapas: La “Etapa de Prefusión”, que comprende desde el año 1998 hasta el 2001 y la “Etapa de Posfusión” que comprende desde el año 2002 hasta el 2006.

En la etapa de Prefusión se realizará un diagnóstico previo para analizar la situación y evolución de las instituciones bancarias durante este período, de este modo se intenta establecer cuales fueron las posibles motivaciones para realizar las fusiones.

Para la etapa de Posfusión, se realizará una comparación entre los resultados esperados de la fusión, los cuales se calcularán utilizando los datos contables conjuntos de las instituciones en cada fusión al 31 de diciembre del 2001, y los resultados de los años posteriores de la fusión, de este modo podremos apreciar las sinergias y los mayores beneficios obtenidos con las fusiones y sus posibles implicancias en la generación o destrucción de valor.

#### **3.2. Indicadores**

Los indicadores que se tendrán en cuenta para el presente estudio son los siguientes:

##### **A. Indicadores Tradicionales de Gestión.**

Los indicadores tradicionales se utilizan para medir el desempeño de la empresa basándose en información contable obtenida de los estados de resultados.

Entre los principales indicadores tenemos:

### ***I. Indicadores de Resultado.***

#### **✓ Utilidad Contable.**

$$Utilidad = IngresosTotales - GastosTotales$$

Este indicador nos va a permitir evaluar el resultado obtenido por la empresa en un período determinado, y básicamente nos muestra si la empresa generó ganancias una vez cubiertos los gastos incurridos.

Este es el indicador más utilizado para medir el desempeño, sin embargo algunas de las limitaciones de su utilización serían:

- a) Puede variar según el método contable que se utilice.
- b) No considera el riesgo.
- c) No considera el capital necesario para generarla.
- d) No se toma en cuenta las inversiones requeridas para maximizar el resultado obtenido.

### ***II. Indicadores de Rentabilidad.***

#### **✓ Retorno sobre los Activos. (ROA)**

$$ROA = \frac{Utilidad \text{ Antes de Impuestos}}{TotalActivos}$$

El ROA nos indica si la utilidad generada cubre o no, el costo de capital propio y el costo de la deuda. Las empresas pueden aumentar su ROA incrementando su margen de

utilidad o su índice de rotación de activos, sin embargo, la capacidad de realizar ambas simultáneamente es limitada debido al mercado (competencia).

✓ **Retorno sobre el Patrimonio. (ROE)**

$$ROE = \frac{\text{Utilidad Después de Impuestos}}{\text{Patrimonio}}$$

El ROE indica la rentabilidad obtenida por la empresa sobre el patrimonio aportado por los accionistas. La rentabilidad de los fondos propios depende del mercado específico y de sus riesgos, por lo tanto a mayor riesgo se obtendrá una mayor rentabilidad.

✓ **Spread Bancario**

$$\text{Spread} = \frac{\text{Intereses Ganados} - \text{Intereses Pagados}}{\text{Colocaciones}}$$

El Spread Bancario indica si el banco cubre los costos de intermediación asociados a los recursos utilizados para realizar las transacciones y el riesgo que toman los bancos para realizar la intermediación.

### **III. Indicadores de Eficiencia**

Para medir la eficiencia dentro de las operaciones de los bancos se toma en cuenta los gastos de apoyo tales como son los gastos de operación de sucursales y de personal, la relación entre los gastos de apoyo y los activos totales, así como la relación de los gastos de apoyo sobre el resultado operacional Bruto nos indicarán que tan eficientes

han sido los bancos para manejar una mayor cantidad de activos (resultantes de la fusión) y que margen del resultado obtenido va dirigido para cubrir dichos gastos.

Tendríamos los siguientes indicadores:

✓ **En Relación al Resultado Operacional Bruto.**

$$\frac{\text{Gastos de Apoyo}}{\text{Resultado Operacional Bruto}}$$

✓ **En Relación a los Gastos de Apoyo.**

$$\frac{\text{Gastos de Apoyo}}{\text{Activos Totales}}$$

#### **IV. Calidad de Cartera (Riesgo)**

La calidad de la cartera está directamente relacionada con el nivel del riesgo del Banco, una buena calidad de Cartera indicará que la relación entre la cantidad de colocaciones vencidas o la cantidad de provisiones y castigos sobre la cantidad total de colocaciones es baja, por lo tanto, la gestión del banco se está desarrollando con niveles bajos de riesgo, por lo contrario, una relación alta entre ellos indicaría un mayor nivel de riesgo lo que afectará las operaciones del banco.

Tendríamos los siguientes indicadores:

✓ **En Relación a Cartera Vencida.**

$$\frac{\text{Cartera Vencida}}{\text{Colocaciones}}$$

✓ **En Relación a Provisiones y Castigos por Activos Riesgosos.**

*Pr ovisiones y Castigos*  
*Colocaciones*

**B. Indicadores de Crecimiento.**

El valor de una empresa se puede medir en la forma como sus activos son capaces de generar flujos de efectivo o mediante la expectativa que esta empresa adquiera activos que generen dichos flujos de efectivo.

La forma más común de crecimiento para una empresa es fusionándose, y si estas fusiones son realizadas estratégicamente generan valor a la empresa.

Es importante analizar las perspectivas de crecimiento de la empresa para poder determinar cuales fueron las condiciones que determinaron la fusión, vale decir, se buscaba fortalecer la posición en el mercado, generar economías de escala, implementar la plataforma tecnológica con que contaban, etc. El comparar la razón de crecimiento respecto a su capacidad de generar efectivo, responder a sus obligaciones y respecto a su posición en el mercado nos va a dar una clara idea de la situación en la que se encuentra la empresa para emprender una fusión.

**I. Crecimiento Equilibrado.**

El crecimiento de una empresa está determinado por cuánto la empresa reinvierte en nuevos activos y en la calidad de estas reinversiones, las cuales pueden darse por medio de adquisiciones, implementación de nuevos canales de distribución o incluso expandir sus capacidades de mercadeo.

El crecimiento potencial es que se dará realizando cambios en actuales inversiones o realizando nuevas inversiones y se calcula:

$$gp = ROE_t \times \left( 1 - \frac{\text{DividendoxAccion}}{\text{UtilidadxAccion}} \right) + \frac{ROE_t - ROE_{t-1}}{ROE_{t-1}}$$

**Donde:**

- gp : Crecimiento Potencial
- ROE<sub>t</sub> = Retorno sobre la inversión en el período actual.
- ROE<sub>t-1</sub> = Retorno sobre la inversión en el período anterior.
- $\left( 1 - \frac{\text{DividendoxAccion}}{\text{UtilidadxAccion}} \right)$  = Nos indica la tasa de retención o reinversión.

El crecimiento real previsto es aquel que se espera obtener según el comportamiento histórico de la empresa, se calcula de la siguiente manera:

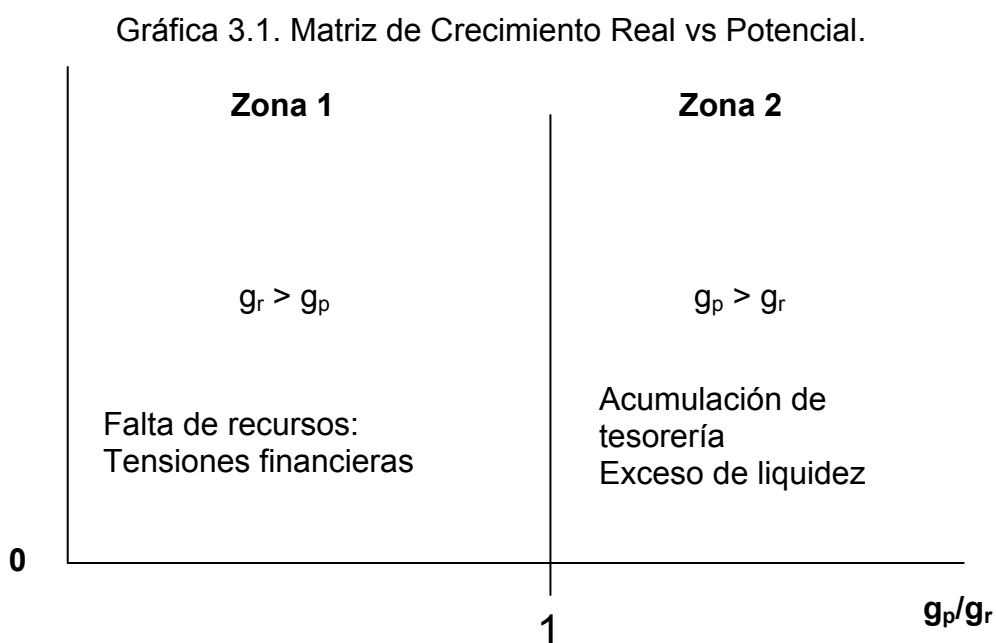
$$gr = \left( \frac{\text{Utilidad}_t}{\text{Utilidad}_n} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

**Donde:**

- gr: Crecimiento real previsto
- Utilidad<sub>t</sub> : Utilidad en el presente período.
- Utilidad<sub>n</sub> : Utilidad en el período histórico del análisis.
- n : número de períodos entre ambas utilidades.

Al comparar el crecimiento potencial con el crecimiento real previsto determinamos si contamos con los recursos suficientes como para invertir o adquirir activos generadores de efectivos.

Entonces podemos definir dos zonas según esta comparación tal como se muestra en la Gráfica 3.1.



(Fuente: Jesús Palau – ESADE)

En la Zona 1 tenemos que el crecimiento real previsto es mayor que el crecimiento potencial, por lo tanto, los recursos con que cuenta la empresa no son suficientes, es decir, poseen tensiones financieras como para realizar una inversión.

En la Zona 2 tenemos que el crecimiento potencial es mayor que el crecimiento real previsto lo que indica que existe exceso de liquidez, es decir, la empresa cuenta con suficientes recursos para realizar inversiones.

Comparando el retorno sobre la inversión (ROE) con el Costo de Capital de la empresa y posicionándolos en ambas zonas podemos determinar las posibles estrategias dadas la falta o exceso de recursos con los que cuenta la empresa, tal como se muestra en la Gráfica 3.2.

Gráfica 3.2. Matriz Rentabilidad - Crecimiento.

	Zona 1	Zona 2
ROE > $K_e$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducir dividendos</li> <li>• Ampliar capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Compra de E<sup>as</sup>. Proyectos</li> <li>• Recompra acciones</li> </ul>
ROE < $K_e$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desinvertir</li> <li>• Cerrar</li> <li>• Reestructurar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguir proceso</li> <li>• Reducir actividad</li> </ul>

(Fuente Jesús Palau – ESDAE)

Tenemos entonces que si la empresa se encuentra en la Zona 1 y el  $ROE > K_e$  es posible obtener recursos reduciendo los dividendos a repartir y reinvertiendo en mayor proporción o en todo caso ampliar el capital, vale decir, el margen entre el retorno sobre la inversión y el costo del capital les permite a los inversionistas manejar estas posibilidades dado que siguen obteniendo beneficios en sus inversiones.

Ahora bien, si es el caso contrario, es decir,  $ROE < K_e$  el inversionista está perdiendo por lo que debe pensar en reestructurar la empresa o en cerrar la misma, el retorno sobre la inversión no es suficiente para cubrir el costo del capital invertido.

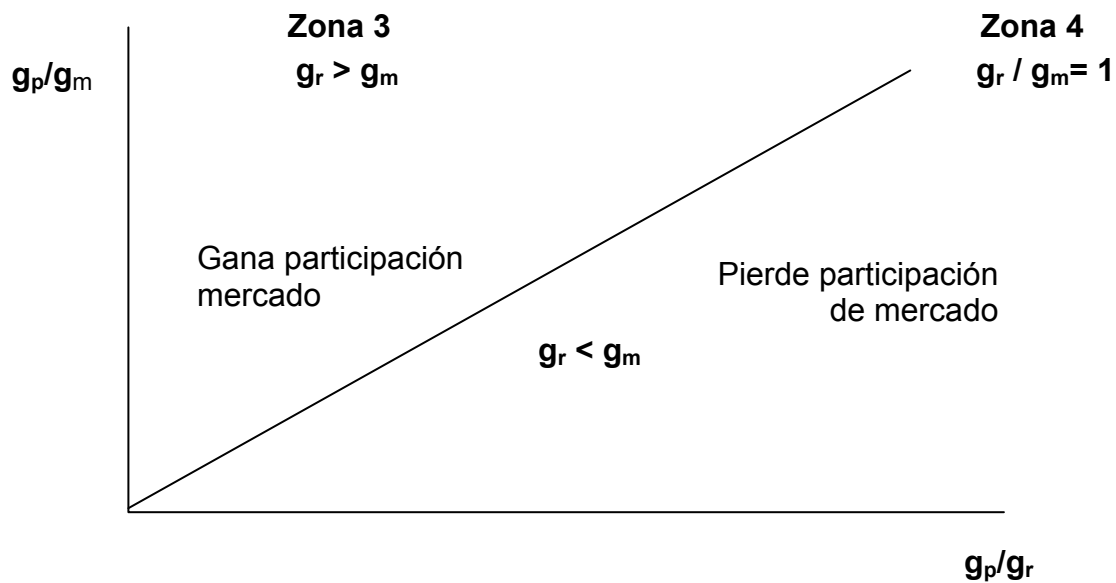
Si la empresa se encuentra dentro de la Zona 2 con un  $ROE > K_e$ , se encuentra en una situación adecuada para invertir y adquirir activos (comprar empresas, nuevos proyectos o recompra de acciones).

En el caso contrario con un  $ROE < K_e$  el accionista debe pensar en reducir la actividad de la empresa o en todo caso buscar financiamiento antes que seguir invirtiendo capital.



El comparar el crecimiento real esperado con el crecimiento de mercado ( $g_m$ ) nos señalará si disponemos de recursos suficientes para mantener nuestra posición en el mercado lo cual podemos apreciar en la Gráfica 3.3.

Gráfica 3.3. Matriz Posicionamiento de Mercado.

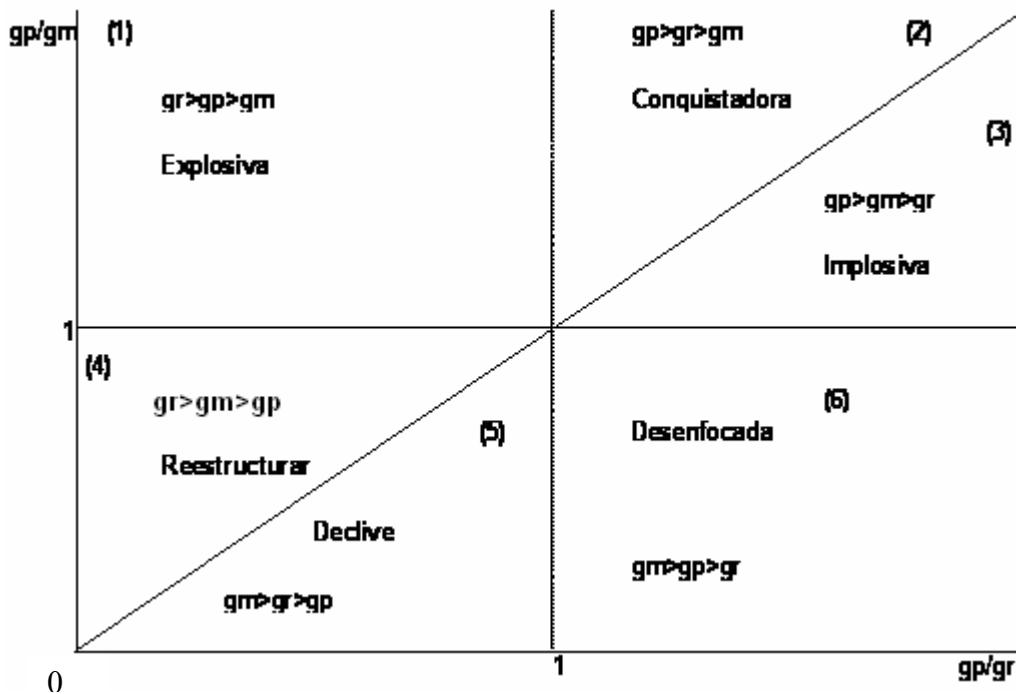


(Fuente: Jesús Palau – ESADE)

Si la empresa se encuentra en la Zona 3 podemos concluir que está ganando participación en el mercado, sin embargo, al ubicarse en la Zona 4 la empresa está perdiendo participación en el mercado.

Además de la comparación de las tres características podemos tener una idea aproximada de nuestra distancia al declive tal como lo muestra la Gráfica 3.4.

Gráfica 3.4. Matriz de Posicionamiento Conjunto.



(Fuente: Jesús Palau – ESADE)

Donde:

(1) Explosiva. El crecimiento de la empresa respecto al mercado indica que ésta, está en capacidad de mejorar su participación en el mercado, sin embargo, se hace necesario invertir para poder consolidarse en el mercado.

(2) Conquistadora. El crecimiento potencial como el crecimiento real están por encima del crecimiento del mercado, lo cual indica que la empresa está en capacidad de aumentar su participación en el mercado y consolidarse en el mismo.

(3) Implosiva: La empresa está perdiendo posicionamiento en el mercado debido a que el crecimiento real, es inferior al crecimiento potencial y al crecimiento del mercado; requiere invertir para recuperar posicionamiento.

(4) Reestructurar: El crecimiento real esperado es mayor que el del mercado , sin embargo no cuenta con los suficientes recursos para invertir; debe buscar financiamiento para aprovechar el posicionamiento en el mercado .

(5) Declive: La empresa se encuentra mal posicionada en el mercado, y el crecimiento potencial es inferior al real esperado, por lo que, no cuenta con los suficientes recursos para invertir y tomar posicionamiento; en esta situación la empresa podría cerrar.

(6) Desenfocada: Cuenta con los suficientes recursos como para invertir sin embargo su crecimiento es inferior al del mercado; debe buscar nuevas estrategias para tomar posicionamiento en el mercado.

### **C. Indicadores de Creación de Valor.**

#### **I. Razón Valor de Mercado y Valor Libro.**

La razón entre valor de mercado y valor libro, nos va indicar la relación del valor contable de la empresa, respecto al valor que le da el mercado a la empresa.

$$VM / VL = \frac{\text{Valor de Mercado de la Empresa}}{\text{Valor Contable Valor Libro}}$$

#### **II. Valor Económico Añadido (EVA)**

El concepto de Valor Económico Añadido EVA por sus siglas en Inglés (Economic Value Added), surge al comparar la rentabilidad obtenida por la empresa con el costo de los recursos utilizados o gestionados por la empresa.

Si el EVA es positivo, significa que la empresa ha generado una rentabilidad por encima de la del costo que tienen los recursos empleados (generación de valor para el accionista), mientras si es negativo, la empresa no ha cubierto el costo de los recursos empleados (destrucción de valor para el accionista).

El cálculo del EVA se da de la siguiente forma:

$$EVA = NOPAT - (Capital)(WACC)$$

Donde:

NOPAT: Utilidad Operativa Neta después de Impuestos.

WACC : Costo Promedio Ponderado de Capital

Capital: Patrimonio (recursos propios) + Deuda..

#### **4. ALCANCE.**

El presente trabajo evaluará la generación de valor producto de las fusiones en los casos mencionados, y por lo tanto analizar la efectividad de la estrategia. Del mismo modo analizar si se ha generado o no valor para los accionistas con estas inversiones derivadas de la estrategia.

Para llevar a cabo el análisis se partirá bajo el supuesto que las fusiones se dieron a lugar a inicios del año 2002.

Se utilizará la información disponible al público.

## **5. ANTECEDENTES**

### **A. Sistema financiero Chileno**

La organización y el funcionamiento actual del sistema bancario chileno están regulados fundamentalmente por la Ley General de Bancos (LGB), cuyo texto original data de 1925, si bien su redacción ha sido objeto de múltiples actualizaciones desde entonces. La última modificación es del año 2001. Sin embargo, una de las más relevantes fue la de 1986, que definió el perfil del marco regulador en vigor en la actualidad, inspirado en las lecciones aprendidas de la crisis de la deuda de 1982.

La Ley General de Bancos contiene las disposiciones relativas a las actividades que pueden llevar a cabo las entidades bancarias y las sociedades financieras y otras normas referidas a su operativa, regularización y liquidación. Adicionalmente, regulan el sistema bancario nacional el compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile, particularmente en todo aquello que hace referencia al tipo de captaciones de terceros que pueden hacer las entidades bancarias, y la Ley de Sociedades Anónimas en la medida que éstas tienen la obligación de constituirse como tales.

El marco regulador y supervisor del sistema bancario chileno se organiza en torno a dos organismos, el Banco Central de Chile y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), creados en el año 1925 en el contexto de un plan de reestructuración del sistema monetario y financiero.

El Banco Central de Chile es un organismo autónomo que se rige por la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, la cual establece su organización, su composición, sus funciones y sus atribuciones, así como por algunas disposiciones específicas de la Ley General de Bancos. Su tarea fundamental es establecer las políticas monetaria, de crédito y cambiaria del país, con el propósito de mantener la estabilidad de la moneda y el adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos.

Así, el Banco Central dicta normas y condiciones en materia de captación de fondos del público con el objetivo central de dotar al sistema de una mayor liquidez y solvencia y de una mayor eficiencia en los sistemas de pagos. La dirección y la administración del banco corren a cargo del Consejo. Al adoptar sus acuerdos, el Banco Central tiene en cuenta la orientación general de la política económica del gobierno.

La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) es una institución pública y autónoma, cuyo estatuto se encuentra en la Ley General de Bancos. Tiene como misión garantizar la confianza pública en el funcionamiento de las entidades bancarias y financieras y salvaguardar la estabilidad del sistema. Para conseguirlo, vela por la transparencia, la veracidad y la calidad de la información puesta a su disposición, supervisa las actividades de las empresas financieras y las obliga a cumplir la normativa que rige sobre ellas. Para llevar a cabo de manera efectiva su misión, dispone de suficiente poder para sancionar entidades, imponer aumentos obligatorios de capital e, incluso, liquidar bancos con problemas (previo acuerdo favorable del Consejo del Banco Central de Chile).

La actividad supervisora de la SBIF, de carácter prudencial y basada en los Principios de Basilea, abarca todas las empresas bancarias, sea cual sea su naturaleza, y también las entidades financieras cuyo control no está encomendado por ley a otra institución (sociedades de leasing y de factoring, entre otras). Corresponde también a la SBIF la obligación de proporcionar información sobre las entidades que están bajo su supervisión al Ministro de Hacienda, al Banco Central de Chile y al público en general. Además, la SBIF también es la responsable de otorgar licencias a los nuevos bancos.

Por otro lado, la SBIF coordina el Comité de Superintendentes, constituido en enero del año 2001, que también reúne al Superintendente de Valores y Seguros y al Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Su objetivo es fortalecer la coordinación entre los diferentes supervisores del sector financiero y avanzar hacia una supervisión consolidada de los grupos bancarios.

Asimismo, integra junto al Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Chile la Comisión Asesora en Temas Bancarios, constituida el mes de mayo de 2002 con el fin de analizar antecedentes y formular propuestas para perfeccionar el funcionamiento del sistema financiero nacional. Por último, cabe destacar que la SBIF está afiliada a la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas, que está adherida a los Principios de Basilea y mantiene mecanismos de cooperación entre sus miembros.

## **B. Fusiones Bancarias en Chile.**

En 1996, el Banco Santander Chile, filial española del Banco Santander, se convirtió en el mayor banco comercial al fusionarse con el Banco Osorno y La Unión. El liderazgo lo perdió un año después cuando Banco de Santiago y Banco O'Higgins, ambos controlados por el grupo español Central Hispano y el chileno Luksic, a través del holding O'Higgins Central Hispano (OHCH), se fusionaron y dieron lugar a Banco Santiago. La configuración del sistema continuó definiéndose en los años siguientes con la alianza firmada en 1998 entre el BBV y el Banco BHIF, que dio el control a la entidad española.

En 1999, el grupo español surgido de la fusión entre el Banco Santander y el Banco Central Hispano tomó el control del Banco Santiago al comprarle al grupo Luksic su participación en el holding OHCH. Con esta operación, dos de los bancos chilenos más importantes, Banco Santiago y Banco Santander Chile, quedaban bajo el control de un único accionista, con una cuota conjunta del 27% del mercado chileno, hecho que indujo al gobierno a plantearse las potenciales consecuencias de esta situación sobre el sistema bancario nacional. En este contexto, en el mes de diciembre del año 2000, se aprobó la Ley 19.705, que regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPA) y que queda incorporada a la Ley General de Bancos (art. 35). Esta norma dota de facultades a la SBIF para pronunciarse sobre las fusiones de bancos, las adquisiciones, las tomas de control y el aumento sustancial del control ya existente por parte de un accionista.



La nueva regulación, no tuvo efectos retroactivos, por lo tanto, no afectó la operación que situó bajo control del grupo Santander Central Hispano los bancos Santander Chile y Santiago, los cuales, por ahora, funcionan de manera independiente. Sin embargo, cualquier cambio sustancial en la configuración de este grupo (fusión, aumento de la participación) sí queda sometido a las normas de la ley de OPA.

A pesar de la entrada en vigor de esta ley, la tendencia hacia la consolidación efectiva se mantuvo en el año 2001. A lo largo de este año, la SBIF autorizó al grupo Luksic a adquirir el 55% de las acciones del Banco de Chile y a mantener el control simultáneo del Banco de Chile y del Banco de A. Edwards, que ya poseía. En el mes de agosto de 2001, después de recibir el visto bueno de la SBIF, estas dos entidades pusieron en marcha un proceso de integración por medio del cual el Banco de A. Edwards pasa a formar parte del Banco de Chile. Esta operación es plenamente efectiva en el año 2002.

Por otro lado, el 17 de abril de 2002, el grupo Santander Central Hispano anunció a la SBIF la intención de fusionar sus filiales, el Banco Santander Chile y el Banco Santiago, después de adquirir el 35,45% de las acciones del Banco Santiago que mantenía el Banco Central de Chile. Este anuncio se hizo después de que, el 24 de enero, la Comisión Resolutiva Antimonopolio de Chile permitiese una posible fusión, al no considerar que la operación fuese perjudicial para la competencia del sector bancario. Finalmente, el 16 de mayo, la SBIF dio una respuesta al grupo español: le concedía la autorización previa que las entidades requieren para realizar el proceso de fusión de acuerdo con el artículo 35 de la LGB.

## **6. MARCO TEÓRICO**

### **6.1. Administración Basada en el Valor**

Un número creciente de empresas está adoptando la creación de valor como un objetivo empresarial clave. Detrás de este reconocimiento progresivo de su importancia, se encuentran presiones externas sobre los ejecutivos. Estas presiones provenían de especuladores empresariales, preparados para pujar por compañías con acciones no rentables, pero en la actualidad provienen de los inversores institucionales: los accionistas activistas que piden creación de valor a largo plazo.

Detrás de las ganancias de capital y de los dividendos internos se encuentran los impulsores financieros de valor empresarial que están bajo el control de la dirección. Estos impulsores pueden seguirse pelando capa por capa hasta llegar a los impulsores operativos, pero a nivel financiero existen cuatro motivaciones: mejorar los beneficios de los activos existentes (obtener rentabilidad), superar las expectativas, invertir en proyectos incrementales que producen por encima del coste de la inversión de la compañía (crecimiento rentable) y entregar efectivo para inversiones (flujo de caja libre).

Estas observaciones sugieren: en primer lugar, la necesidad de equilibrar la mejora de beneficios y el crecimiento, y la generación de efectivo vs la reinversión; en segundo lugar, el valor de una buena medida de rentabilidad que anime a la concentración de los beneficios de reales en vez de ajustes de cuenta; y en tercer lugar la importancia de un entendimiento sobre el coste de capital para indicar qué crecimiento es rentable.

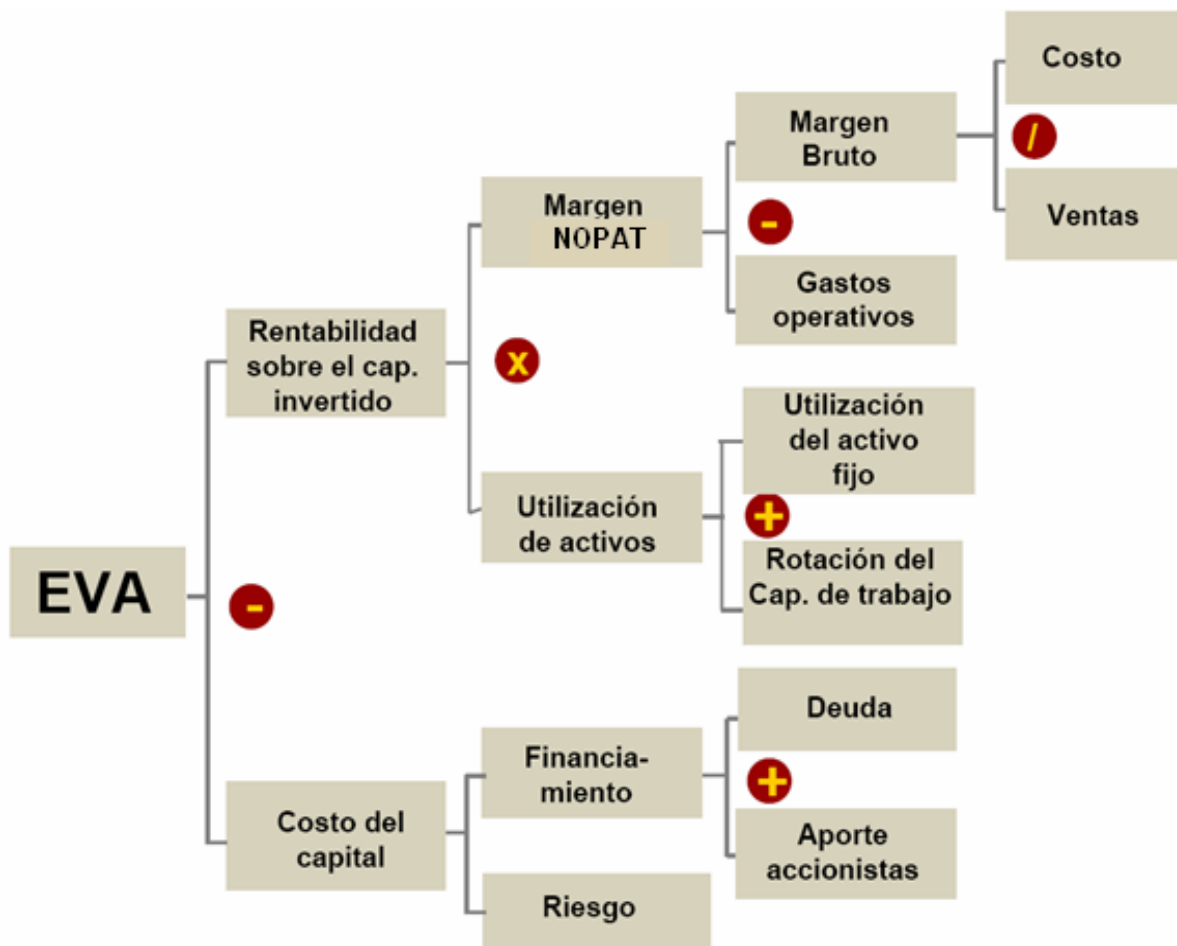
Equilibrar la mejora de los beneficios, el crecimiento y la generación de efectivo es esencial, y los gestores de valor comprenden que cada negocio le dará una importancia distinta a los diferentes impulsores. En general, los negocios poco rentables deberían centrarse más en la mejora de beneficios y en el efectivo. Y los más rentables deberían centrarse en crecer y a liberarse de efectivo si su crecimiento se ve limitado. Comprender cómo construir estrategias que maximicen estas palancas o impulsores de valor y, luego ponerlas en práctica son los puntos centrales de la gestión de valor.

## **6.2. El EVA y la Creación de Valor**

Muchas empresas al evaluar sus resultados económicos basándose solamente en las cifras contables, no se dan cuenta que aunque mostraron utilidades realmente no generaron riquezas. Cualquier medida de rendimiento debe reflejar con precisión las decisiones que toma la dirección de la empresa. En ese sentido el Valor Económico Agregado (en inglés, economic value added, EVA) intenta resolver la necesidad de contar con una medida de rendimiento que esté muy relacionada a la generación de valor y la toma de decisiones u actuación de los directivos.

El método del valor económico agregado, fue adoptado en 1920 por General Motors Company y luego lo abandonaron. En el 1989 la firma de consultores Stern Stewart & Co., lo reintrodujo y lo lanzó como un método o sistema que sirve para evaluar aspectos tan diversos como planes estratégicos, adquisiciones de otras empresas, mejoras operativas, discontinuación de línea de productos, evaluación de capital de trabajo, costo de capital y remuneración de los ejecutivos de una empresa.

El cálculo del EVA compara las ganancias obtenidas con el costo de los recursos utilizados. Como medición de las Ganancias Obtenidas se utiliza el NOPAT, que es el beneficio neto obtenido antes de los gastos financieros y después de impuestos. Para obtener el costo de los recursos utilizados se aplica el costo de capital y el costo de la deuda ponderados.



Al implementar el EVA en una empresa, se está comunicando que se rechazará los proyectos o inversiones que se estime vayan a tener tasas de rendimiento inadecuadas, por ende son aquellos proyectos e inversiones que destruyen valor (EVA negativo) y se invertirá en aquellos proyectos que generen valor, en busca de una evolución futura del rendimiento de la compañía a favor de los accionistas y por ende del resto de sus empleados (EVA positivo). En ese sentido, aplicar el EVA implica analizar anualmente todas las inversiones (tanto nuevas como existentes) para reconocer donde se crea y donde se pierde valor y tomar acciones correctivas.

Todos los niveles deben involucrarse en el EVA. Es necesario un cambio en la cultura organizacional y una concientización que se extienda a todos los niveles.

### **6.3. Fusiones y Adquisiciones**

Hay varias maneras en que una empresa puede ser adquirida por otra empresa.

En una fusión, las juntas directivas de dos empresas están de acuerdo combinar y buscar la aprobación de los accionistas para la fusión. Por lo menos en la mayoría de los casos, 50% de los accionistas de la empresa objetivo y la empresa adquiriente aceptan la fusión. La empresa objetivo deja de existir y pasa a ser parte de la empresa adquiriente; en una consolidación, una nueva empresa se crea después de la fusión y los accionistas de la empresa adquiriente como los de la empresa objetivo reciben las acciones de la nueva empresa.

En una toma de control, una empresa ofrece comprar la acción de la otra empresa a un precio específico y comunica esta oferta en anuncios y correspondencia a los accionistas. Haciendo esto, desvía el apoyo de la gerencia y la junta directiva de la empresa objetivo. Por consiguiente, se usan las tomas de control para llevar a cabo las tomas hostiles. La empresa adquirida continuará existiendo siempre y cuando haya accionistas minoritarios que se nieguen a aceptar la oferta. De un punto de vista práctico, sin embargo, la mayorías de las tomas de control se convierten en fusiones si las empresas adquirientes tienen éxito en tomar el control de la empresa objetivo.

En una compra de recursos, una empresa adquiere los recursos de otra, aunque se requiere formalmente el voto de los accionistas de la empresa objetivo.

Hay una última categoría de adquisiciones que no encajan en cualquiera de las descritas anteriormente. Aquí, una empresa es adquirida por su propia dirección o por un grupo de inversionistas, normalmente con una toma de control.

Después de esta transacción, la empresa adquirida deja de existir como una empresa públicamente comercializada y pasa a volverse un negocio privado. Estas adquisiciones se llaman compras de dirección, si los gerentes están envueltos, y se compra la deuda, si los fondos para la toma de control provienen predominantemente de una deuda.

## **A.- Tipos de fusión**

### Fusiones Horizontales

Son el producto de las fusiones de empresas que se encuentran en la misma línea de producción, sumando fuerzas que les permitan aumentar su poder de mercado y aprovechar economías de escala.

### Fusiones Verticales

La nueva empresa fusionada actuará complementando las actividades de sus propulsoras, en una integración de la cadena productiva. Dicha integración puede ser hacia atrás, como cuando dos o más compañías conviene asociarse con una firma que será la proveedora de insumos esenciales para el desarrollo de sus negocios, o hacia adelante cuando se busca garantizar distribuidores o detallistas estables para su producción.

### Fusiones de Diversificación

Son fusiones según todas las variantes distintas y dispares en cuanto a mercado, producción y distribución. Su finalidad es la de diversificar riesgos y pérdidas globales que se darían con una coyuntura desfavorable.

Este tipo de fusiones se produce por el interés de una empresa en ofrecer líneas de productos que hasta el momento no comercializaba, dar salida a los capitales excedentes o la necesidad de combinar operaciones con ciclos de demanda y recesión diferentes. La asociación de esfuerzos, recursos y capacidades, y la posibilidad de compartir riesgos alientan la formación de estas fusiones.

### Fusiones Concéntricas o Convergentes

Se caracterizan por ser fusiones de empresas, que aún no perteneciendo a un mismo sector, tienen en común un mismo canal de distribución, o un mercado de consumo convergente.

## **B.- Razones teóricas por las que ocurren las fusiones.**

### **Incremento de Eficiencia. (Reestructuración)**

Mejoras en eficiencia pueden resultar de la unión de dos empresas con capacidades directivas diferentes. Un postor relativamente eficaz puede obtener una empresa objetivo relativamente ineficiente. Se puede aumentar valor mejorando la eficiencia de la empresa objetivo mediante la reestructuración de sus operaciones. Por otro lado, el postor puede buscar una fusión con la empresa objetivo porque la dirección de esta puede aumentar la eficiencia del postor. Cualquiera que sea el incremento de eficiencias que se dé, se requiere sinergias operativas. Sin embargo, pueden existir otros tipos de sinergias, algunas veces se refuerzan oportunidades de crecimiento. La inversión en maquinarias especializadas costosas puede ser grande. Mediante la combinación de ambas empresas se puede llegar a alcanzar una mejor utilización de grandes inversiones en activos fijos. Plantas que son sobredimensionadas posiblemente se cierren después de la fusión.

Ansliger y Copeland (1996) estudiaron una pequeña muestra de programas de fusiones exitosas que no tuvieron sinergias y concluyeron que aparentemente las fusiones no relacionadas siempre tenían un tema, como por ejemplo la reducción de costos y reforzamiento de marca.

### **Sinergias Operativas**

La teoría basada en las sinergias operativas, asume que las economías de escala y de ámbito existen en el mercado o industria y que previo a la fusión las empresas están operando en niveles inferiores de alcanzar el potencial de las economías de escala.

Las economías de escala surgen debido a las indivisibilidades como por ejemplo, las personas, los equipos y los gastos de administración que resultan en bajos costos si se distribuyen en un gran número de unidades o gran volumen de producción.

Un problema potencial en las fusiones de empresas con organizaciones existentes es la de cuestionarse cómo combinar y coordinar las buenas partes de la organización y cómo eliminar lo que no es requerido.

El anuncio de una fusión puede indicar que una empresa "A" es más fuerte en investigación y desarrollo pero débil en marketing, mientras que una empresa "B" es fuerte en marketing pero débil en investigación y desarrollo, y que las dos empresas combinadas se complementarán. Analíticamente, esto implica la subutilización de factores existentes y la inversión inadecuada en otros factores de producción. Debido a que las economías se han logrado en conjunto, la asignación de la contribución de cada empresa a la fusión es difícil de medir tanto en la teoría como en la práctica.

En otra área donde operan, las economías pueden ser alcanzadas en la integración vertical. Combinando empresas en diferentes etapas de una industria se puede alcanzar coordinaciones más eficientes en los diferentes niveles. La discusión aquí es que el costo de comunicaciones y varias formas de renegociar que pueden ser evitadas por la integración vertical.

### **Sinergias Financieras.**

Una fuente de sinergias financieras es el bajo costo de la financiación interna en comparación con la externa. Empresas con un gran flujo de caja interno y pequeñas oportunidades de inversión tienen exceso de flujo de caja. Empresas con una baja generación de fondos y con grandes oportunidades de crecimiento necesitan financiamiento adicional. Combinando ambas puede resultar una ventaja por los bajos costos los fondos internos disponibles.

Existen estudios empíricos previos que soportan este efecto de fondos internos. Nielsen y Meliecher (1973) encontraron que los ratios de premio pagados a la empresa adquiriente como una aproximación a las ganancias de la fusión fueron mayores cuando su ratio de flujo de caja era mayor que los de la empresa adquirida.



Otra proposición es que la capacidad de deuda de la empresa combinada puede ser mayor que la suma de capacidades de las dos empresas antes de la fusión, y esto provee ahorros de impuestos en la renta de la inversión.

### **Información.**

Al existir una oferta se genera nueva información y su revaloración se hace permanente. Existen dos hipótesis de cómo se maneja esta información. La primera, es que la oferta propaga la información que las acciones de la empresa objetivo están subvaloradas y la oferta sugiere al mercado el revalorar estas acciones. No se necesita una acción particular por parte de la empresa objetivo o por parte de cualquier otra empresa para que se dé esta revaloración.

La otra es que la oferta inspira a los directivos de la empresa objetivo a implementar una estrategia de negocio más eficiente por su propia cuenta.

Un punto de vista opuesto sostiene que el aumento en el valor de las acciones de la empresa objetivo envuelta en una infructuosa toma de control se debe a las expectativas de que la empresa objetivo será subsecuentemente adquirida por otra empresa. Dado que esta última posee recursos especializados para aplicar en la empresa objetivo. Una revaloración permanente en las acciones de la empresa objetiva es cuando los recursos de esta empresa se combinan con los recursos de la empresa adquiriente, o por lo menos cuando el control de la empresa objetivo es transferido a la empresa adquiriente.

### **Poder de mercado.**

Al tomar el control corporativo o fusionarse con otra empresa, las empresas adquirientes ganan mayor poder de mercado, aprovechan economías de escala en marketing y costos, aumenta su poder de negociación con proveedores y clientes, etc. Santomero y Piloff (1998) argumentan que en Norteamérica la industria bancaria ha experimentado, en la última década, un impredecible nivel de consolidación explicado por la creencia de que las ganancias pueden incrementarse y acumularse gracias al

aumento del poder de mercado, la reducción de gastos, reducción de la volatilidad de las utilidades y por el aprovechamiento de las economías de escala y de ámbito.

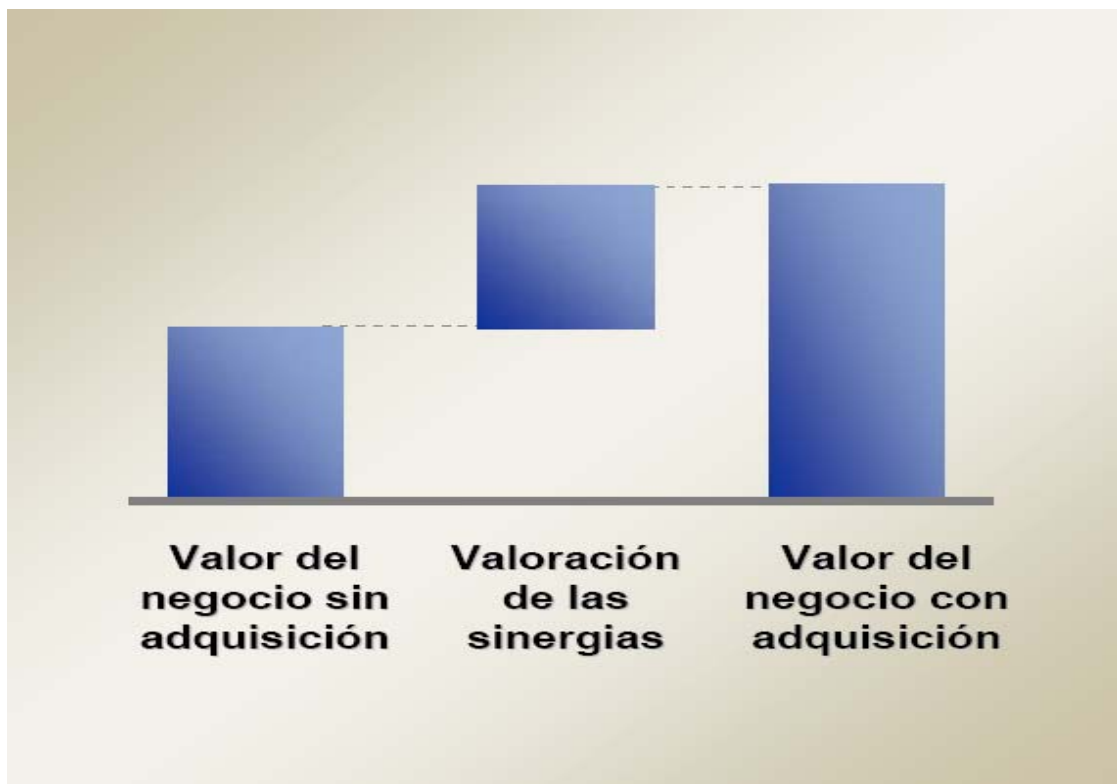
### **Beneficios Impositivos.**

También existen motivaciones para las fusiones, que derivan de la legislación vigente en cada país, en particular las normas fiscales de impuestos.

Una compañía que tenga pérdidas que puedan trasladarse fiscalmente hacia el futuro, podría desear adquirir una o más empresas rentables para utilizar ese beneficio. De lo contrario la posibilidad de trasladar las pérdidas hacia el futuro expira al término de un período perentorio, por carecer de suficientes beneficios que permitan utilizarlas.

Podría también ocurrir a la inversa, es decir, una empresa rentable adquiere a otra con pérdidas con la idea de reducir sus beneficios y por ende su pago de impuestos.

Otra razón para adquirir una empresa, puede ser beneficiarse de ciertas concesiones fiscales que posea la empresa objetivo, tales como exoneración por inversiones, declaratoria de interés nacional, entre otros beneficios.



## **7. DESARROLLO**

### **7.1. Etapa de Prefusión.**

#### **A.- Sistema Financiero actual.**

La industria bancaria chilena registra en los últimos años un notable desempeño, con una tasa real de crecimiento promedio anual del 9,6% a nivel de colocaciones totales y una rentabilidad promedio sobre capital y reservas del 16%. .

Dicha evolución, sustentada en una economía prácticamente en permanente expansión, responde a diversos factores, dentro de los cuales destacan la estabilidad y continuidad política del país, los incentivos económicos al desarrollo productivo, un sistema regulatorio moderno orientado al fortalecimiento del sector, y el liderazgo de la industria en términos de profesionalización e innovación tecnológica.

El sector cuenta con 27 instituciones y una financiera. De las primeras, 17 instituciones corresponden a bancos extranjeros y 9 a bancos nacionales privados.

Cabe destacar que a diciembre de 1990, la industria estaba compuesta de 36 bancos y 4 financieras, lo que da cuenta de la consolidación y concentración de la industria como consecuencia de los crecientes niveles de competencia y la búsqueda de eficiencias y economías de escala.

## B.- Análisis de Indicadores Financieros.

### I. Banco Edwards

El Banco Edwards nace en 1866, como el primer banco privado chileno. Los segmentos a los que estaba orientado eran principalmente individuos de ingresos medio-alto y alto; así como a empresas de tamaño mediano y grande.

A través de la creación de filiales, el Banco logró contar con una amplia diversidad de servicios financieros, como: leasing, fondos mutuos, corredora de bolsa, asesorías financieras, corredores de seguros, factoring y securitizadora.

En septiembre de 1999, una importante participación de Banco Edwards fue adquirida por el holding Quiñenco S.A., compañía de inversiones chilena ligada a la familia Luksic.

El Banco Edwards durante este período mantuvo una participación promedio del 7.8% del total del mercado y se mantuvo como la 6ta institución más grande del sistema.

Tabla N° 7.1 Participación en el Mercado –Prefusión. B.Edwards

<b>PARTICIPACIONES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Participación de Mercado</b>	<b>%</b>	7.85	7.64	8.17	8.04
<b>Ranking</b>		6	6	6	6
<b>Colocaciones</b>	<b>\$MM</b>	1,751,657	1,832,973	1,797,263	2,077,840

(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

A continuación se muestra la evolución de los principales indicadores del Banco durante el período de Prefusión.

Tabla N° 7.2 Indicadores Tradicionales de Gestión – Prefusión. B:Edwards

<b>INDICADORES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Resultados</b>					
<b>NOPAT</b>	<b>\$MM</b>	8,795.8	(7,081.9)	3,259.6	10,103.2
<b>Rentabilidad</b>					
<b>ROA</b>	<b>%</b>	0.81	-0.28	0.11	0.5
<b>ROE</b>	<b>%</b>	12.0	-3.1	1.4	4.2
<b>Spread</b>	<b>%</b>	5.15	5.20	5.88	5.72
<b>Eficiencia</b>					
<b>Gastos Apoyo/ Resultado Operacional Bruto</b>	<b>%</b>	50.24	53.1	67.4	64.3
<b>Gastos de Apoyo / Activos Totales</b>	<b>%</b>	2.3	2.7	3.1	3.4
<b>Riesgo</b>					
<b>Cartera Vencida / Colocaciones</b>	<b>%</b>	2.7	2.8	2.9	3.2
<b>Provisiones &amp; Castigos / Colocaciones</b>	<b>%</b>	1.6	3.5	1.7	1.8

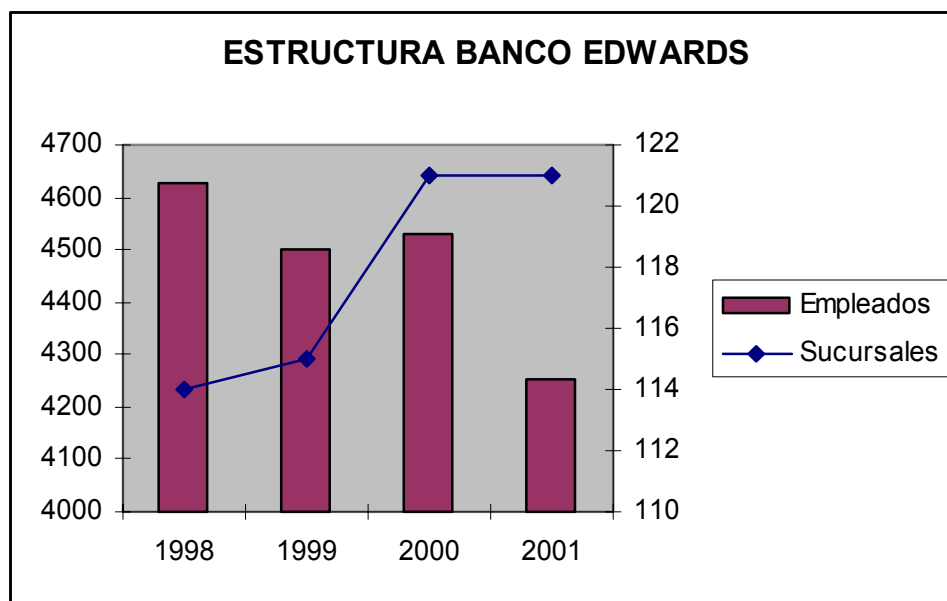
(Fuente :Reporte Estadístico de Bancos, Feller-Rate)

Como nos muestra la Tabla en el año 1999 el Banco obtuvo resultados negativos que provocaron que su rentabilidad sobre los activos y el patrimonio también fuera negativa. Esto puede ser explicado en parte, por una mala gestión de cartera, como se puede apreciar los niveles de cobertura de riesgo son demasiado altos, llegando incluso a tener provisiones y castigos correspondientes al 127% del resultado operacional neto. Sin embargo, los esfuerzos del Banco por rentabilizar su cartera dieron buenos resultados y en los años posteriores, no sólo aumentaron notoriamente el volumen de sus colocaciones, también resalta el aumento de los spreads de la cartera de colocaciones, asociada principalmente al cambio del mix de productos hacia aquellos

de mayor margen, por último la reducción del índice de cartera vencida sobre colocaciones totales y las provisiones y castigos por activos riesgosos.

Durante este período el Banco Edwards poseía problemas de eficiencia, sus gastos de apoyo representaban más del 50% del Margen Operacional Bruto en el año 1999 y posteriormente llegó a ser más del 60%, si observamos el gráfico el cual nos muestra la estructura del Banco, esto no parece lógico puesto que el número de empleados disminuyó a finales del 2001, sin embargo debemos tener en cuenta que en el año 2001 los gastos en remuneraciones y otros del personal se vieron incrementados por el desembolso extraordinario de indemnizaciones por desvinculaciones, cuyo monto fue del monto de los 4,000 millones de pesos.

Gráfica 7.1. Estructura Banco Edwards - Prefusión



(Fuente: Elaboración Propia)

Durante el año 2001 el banco realizó esfuerzos por incrementar la eficiencia de los procesos internos lo que involucró mayores gastos por los conceptos de adquisiciones de equipos computacionales y desarrollo de software (implementación del portal web del banco).

En este período el principal objetivo de los distintos canales de distribución fueron los de ampliar y perfeccionar las redes de contactos entre los clientes y el Banco. Esta labor fue cumplida a través de las distintas vías, entre las cuales destacan: Portal MundoEdwards, Centro de Contactos, Telemarketing, Cajeros Automáticos, Bancas Directas y Móvil Edwards.

## II. Banco de Chile.

Durante este período el Banco de Chile, se fue constituyendo como uno de los bancos con mayor participación en el mercado con una cuota promedio del 12%,

Tabla Nº 7.3 Participación en el Mercado –Prefusión. B.Chile

<b>PARTICIPACIONES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Participación de Mercado</b>	<b>%</b>	11.61	12.20	12.49	12.02
<b>Ranking</b>		4	4	2	3
<b>Colocaciones</b>	<b>\$MM</b>	2,490,546	2,673,548	2,205,514	3,105,506

(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

A continuación se muestra la evolución de los principales indicadores del Banco durante el período de Prefusión.

Tabla N° 7.4 Indicadores Tradicionales de Gestión – Prefusión. B.Chile

<b>INDICADORES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Resultados</b>					
<b>NOPAT</b>	<b>\$MM</b>	64,897.8	67,105.3	84,498	86,968
<b>Rentabilidad</b>					
<b>ROA</b>	%	1.64	1.34	1.54	1.11
<b>ROE</b>	%	17.5	16.2	19.6	14.4
<b>Spread</b>	%	6.42	6.12	8.67	6.21
<b>Eficiencia</b>					
<b>Gastos Apoyo/ Resultado Operacional Bruto</b>	%	52.68	53.8	55.8	54.7
<b>Gastos de Apoyo / Activos Totales</b>	%	2.58	2.9	2.9	2.7
<b>Riesgo</b>					
<b>Cartera Vencida / Colocaciones</b>	%	1.0	1.2	1.3	1.3
<b>Provisiones &amp; Castigos / Colocaciones</b>	%	1.2	1.5	1	1.4

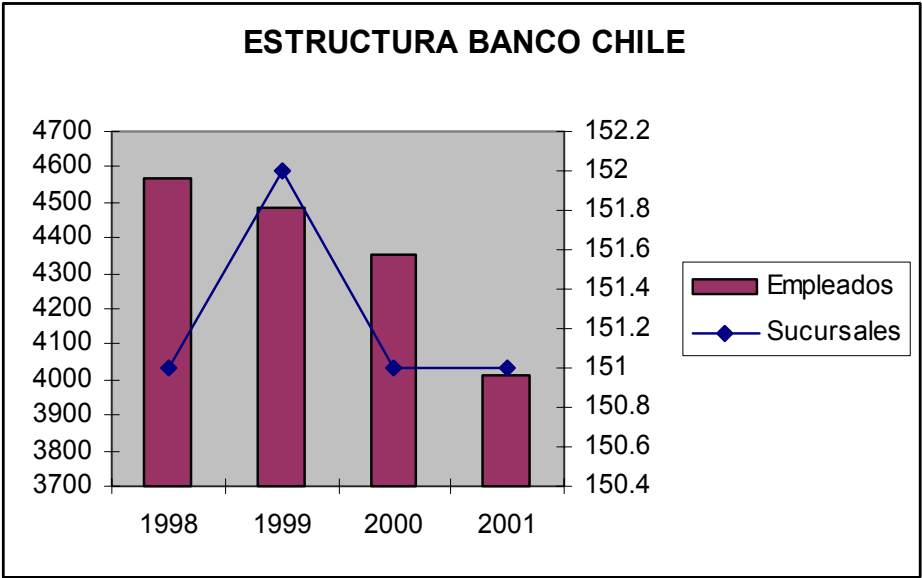
(Fuente: Reporte Estadístico de Bancos, Feller-Rate)

Como lo muestra la tabla, el Banco poseía elevados niveles de rentabilidad producto del alto nivel de eficiencia que ha mostrado aprovechando las economías de escala que puede desarrollar dada su alta participación de mercado, sin embargo, al igual que en el caso del Banco Edwards, al final del período los gastos de apoyo se elevaron hasta ser el 54.7% del Margen Operacional Bruto. En contraste al aumento del índice antes mencionado, se aprecia una disminución en el número de empleados lo cual también es resultado a gastos por desvinculaciones e indemnizaciones.



La gestión de cartera mostraba bajos niveles de riesgo, se contaba con una cartera vencida en un promedio del 1.2% por sobre las colocaciones y la relación entre las provisiones y castigos sobre las colocaciones se mantenía en un promedio de 1.3%.

Gráfica 7.2 Estructura del Banco de Chile – Prefusión.



(Fuente: Elaboración Propia)

El Banco de Chile, diversificó sus fuentes de ingresos hacia actividades distintas del negocio tradicional, es así como al negocio tradicional del banco se agregan cuatro filiales que desarrollan actividades de leasing (Leasing Andino), corredora de bolsa (Banchile), asesorías y servicios financieros y administradora de fondos mutuos, corredores de seguros y factoring. A partir del año 2001 el Banco de Chile pasó a ser controlado por el grupo Luksic estableciéndose como meta para los próximos años que el banco siguiera aumentando la rentabilidad de su negocio a través de mejores niveles de eficiencia.

**III. Banco Santander**

El Banco Santander durante este período fue perdiendo participación en el mercado manteniéndose en cuarto lugar del ranking, sin embargo mantuvieron muy buenos

resultados, esto debido a sus niveles de eficiencia (gastos de apoyo/ Gasto Operacional Bruto) por debajo del 50%, spread positivo y buena calidad de cartera.

Tabla N° 7.5 Participación en el Mercado –Prefusión. B.Santander

<b>PARTICIPACIONES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Participación de Mercado</b>	%	12.20	12.28	11.41	11.79
<b>Ranking</b>		3	3	4	4
<b>Colocaciones</b>	<b>\$MM</b>	2,589,557	2,727,367	1,937,395	2,759,059

(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

A continuación se muestra la evolución de los principales indicadores del Banco durante el período de Prefusión.

Tabla N° 7.6 Indicadores Tradicionales de Gestión – Prefusión. B.Santander

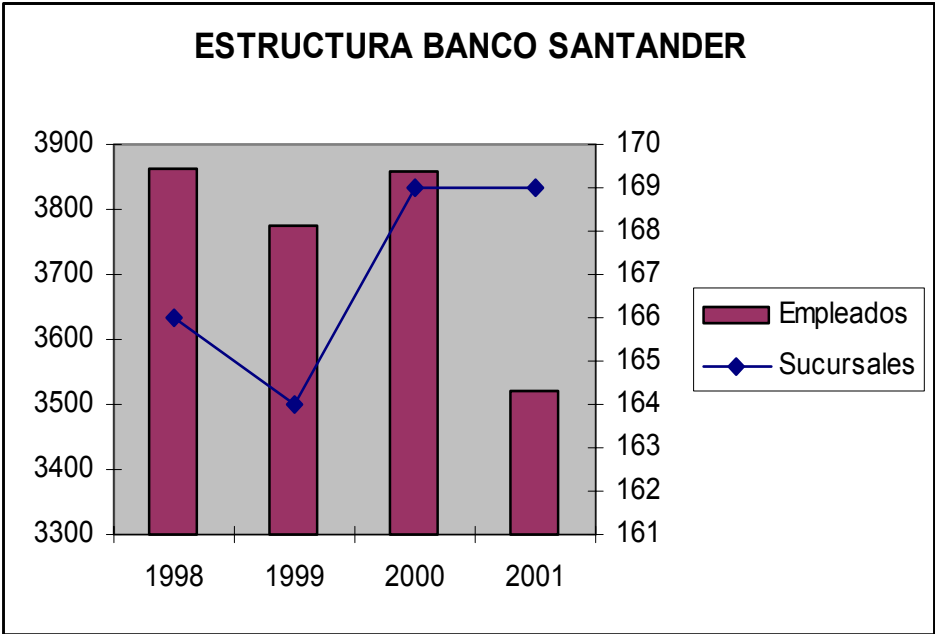
<b>INDICADORES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Resultados</b>					
<b>NOPAT</b>	<b>\$MM</b>	42,190.6	56,864.9	81,435.7	92,092
<b>Rentabilidad</b>					
<b>ROA</b>	%	1.06	1.29	1.63	1.80
<b>ROE</b>	%	12.5	16.0	19.9	21.2
<b>Spread</b>	%	5.77	6.74	9.96	7.69
<b>Eficiencia</b>					
<b>Gastos Apoyo/ Resultado Operacional Bruto</b>	%	51.6	52.3	49	45.1
<b>Gastos de Apoyo / Activos Totales</b>	%	2.38	2.8	2.6	2.4
<b>Riesgo</b>					
<b>Cartera Vencida / Colocaciones</b>	%	1.7	1.7	1.6	1.4
<b>ProvisionesCastigos Colocaciones</b>	%	1.64	1.7	1.3	1.4

(Fuente :Reporte Estadístico de Bancos, Feller-Rate)

Los niveles de rentabilidad obtenidos por el Banco en este período fueron los más altos del sistema, lo que nos indica que llegaron a generar economías de escala.

En cuanto a su estructura se puede ver también una disminución de empleados para fines del período, sin embargo, se mantenían como la institución con mayor número de empleados y sucursales.

Gráfica 7.3 Estructura del Banco de Santander – Prefusión.



(Fuente: Elaboración Propia)

**IV. Banco Santiago.**

A partir de la fusión del Banco O'Higgins y el Banco de Santiago a fines de 1996, el nuevo Banco Santiago pasó a ser el mayor banco del sistema. En términos de colocaciones el banco mantuvo una participación de mercado promedio de 16,2% y manteniéndose como el primer Banco del sistema durante todo el período.

Tabla N° 7.7 Participación en el Mercado –Prefusión. B. Santiago

<b>PARTICIPACIONES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Participación de</b>					
<b>Mercado</b>	<b>%</b>	17.28	15.87	15.61	16.06
<b>Ranking</b>		1	1	1	1
<b>Colocaciones</b>	<b>\$MM</b>	3,712,128	3,682,061	3,107,845	4,018,896

(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

A continuación se muestra la la evolución de los principales indicadores del Banco durante el período de Prefusión

Tabla N° 7.6 Indicadores Tradicionales de Gestión – Prefusión. B.Santiago

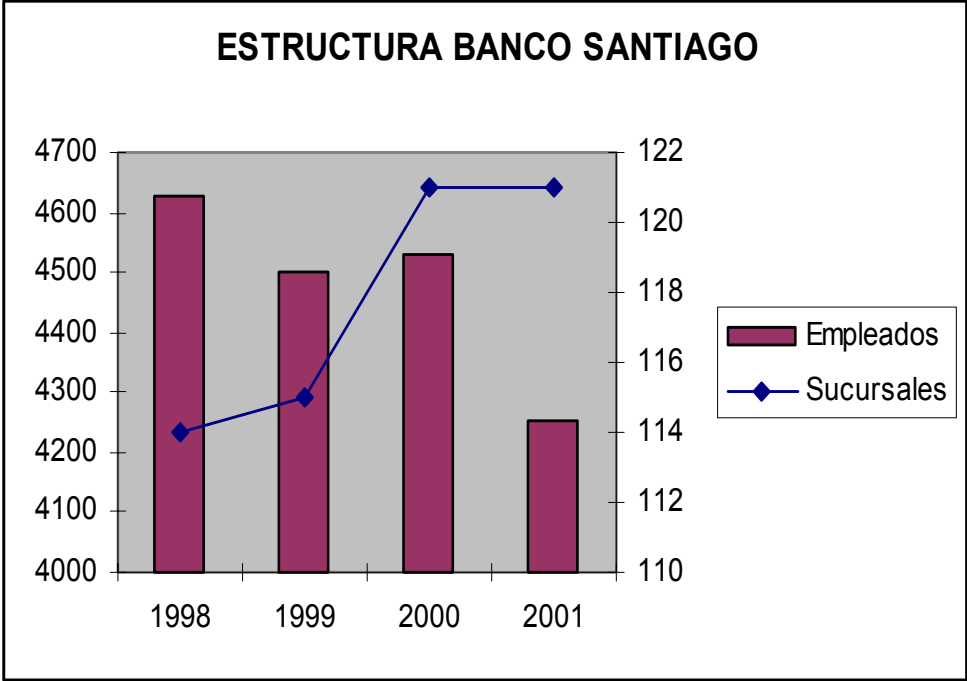
<b>INDICADORES</b>	<b>UND</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Resultados</b>					
<b>NOPAT</b>	<b>\$MM</b>	70,301	57,472	91,253	118,764
<b>Rentabilidad</b>					
<b>ROA</b>	<b>%</b>	1.35	1.05	1.60	1.87
<b>ROE</b>	<b>%</b>	15.4	11.6	17.9	22.0
<b>Spread</b>	<b>%</b>	4.90	4.86	8.90	4.50
<b>Eficiencia</b>					
<b>Gastos Apoyo/ Resultado Operacional Bruto</b>	<b>%</b>	50.5	58	50.6	49.1
<b>Gastos de Apoyo / Activos Totales</b>	<b>%</b>	2.1	2.6	2.5	2.5
<b>Riesgo</b>					
<b>Cartera Vencida / Colocaciones</b>	<b>%</b>	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>Provisiones &amp; Castigos / Colocaciones</b>	<b>%</b>	0.8	1.3	1	0.8

(Fuente :Reporte Estadístico de Bancos, Feller-Rate)

El banco muestra que su índice de eficiencia, medido como gastos de apoyo sobre margen bruto, ha mejorado desde niveles de 50.5% al comienzo del período a 49.1% a

fines del 2001, sin embargo en el 1999 estos llegaron a un 58% producto de mayores inversiones en sistemas computacionales. Por otro en 1999 también se tomaron mayores Provisiones y Castigos sobre Colocaciones llegando a constituirse en el 1.3% de las mismas y siendo este nivel el más alto del período. Lo anterior explicaría los bajos resultados y la rentabilidad obtenida en ese año, pero se muestra una notable mejoría para fines del período, constituyendo uno de los resultados más altos del sistema y los mejores índices de riesgo (0.8%). Por otro lado la disminución de empleados para fines del 2001 fue significativa.

Gráfica 7.4 Estructura del Banco de Santiago – Prefusión.



( Fuente: Elaboración Propia)

### C.- Perspectivas de Crecimiento Prefusión.

A continuación se analizará las perspectivas de crecimiento de los bancos y su potencial generación de valor.

En primer se calculó el Crecimiento Potencial (Gp) para el año 2001 y se comparó con el Crecimiento Real (Gr) y Crecimiento de Mercado (Gm) que se dio en ese mismo año, se construyó la Tabla 7.9.

Tabla 7.9 Grado de Crecimiento.

BANCO	Gp	Gr	Gm	(Gp,Gr)	(Gr,Gm)
Edwards	2.05	2.09		<	<
Chile	-0.26	0.03		<	<
Santander	0.17	0.13		>	<
Santiago	0.28	0.30		<	<
Sistema			1.33		

(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

Del mismo modo se comparó el retorno sobre el patrimonio (ROE) con el Costo del Patrimonio (Ke) Tabla 7.10

Tabla 7.10 Rentabilidad versus Costo de Capital

Banco	ROE	Ke	(ROE,Ke)
Edwards	0.04	0.20	<
Chile	0.14	0.14	>
Santander	0.21	0.13	>
Santiago	0.22	0.15	>

(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

Con estos datos se pudo construir las siguientes matrices:

## Matriz Rentabilidad – Crecimiento

Como se puede apreciar en la Gráfica 7.5 el Banco Santiago y el Banco Chile, obtienen una mayor rentabilidad sobre el patrimonio respecto al costo del capital empleado, sin embargo, al tener un crecimiento real estimado mayor que el crecimiento potencial nos indicaría que requieren invertir por las buenas perspectivas que tienen pero será necesario obtener un mayor financiamiento ya sea reduciendo los dividendos a repartir y ampliando la tasa de retención o con financiamiento externo, sin embargo, dado los resultados la primera opción se hace más factible.

El Banco Santander, también obtiene una mayor rentabilidad sobre el patrimonio respecto al costo del capital, pero los ingresos generados le permiten no tener ningún tipo de tensiones de financiamiento financieras, por lo tanto, está en condiciones de realizar inversiones tales como compra de empresas o recompra de acciones.

En el Caso del Banco Edwards los ingresos generados no le permiten crecer sin necesidad de enfrentar necesidades de financiamiento, la rentabilidad obtenida es menor al costo de patrimonio, por lo tanto, obligatoriamente debe reestructurar sus inversiones dado que el capital que invierte no genera el rendimiento mínimo requerido por los accionistas.

Gráfica 7.5 Matriz Rentabilidad – Crecimiento

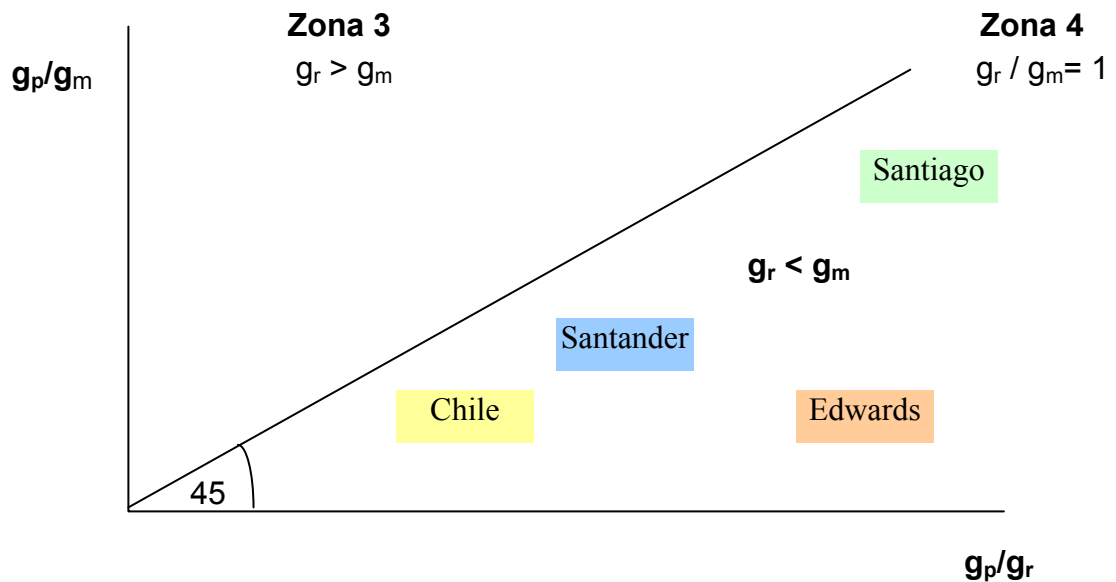
	Zona 1 $Gr > Gp$	Zona 2 $Gp > Gr$
$ROE > K_e$	<div style="background-color: #90EE90; display: inline-block; padding: 2px;">Santiago</div> <div style="background-color: #FFFF00; display: inline-block; padding: 2px;">Chile</div>	<div style="background-color: #ADD8E6; display: inline-block; padding: 2px;">Santander</div>
$ROE < K_e$	<div style="background-color: #FFDAB9; display: inline-block; padding: 2px;">Edwards</div>	

Elaboración propia. Fuente SBIF

## Matriz Posicionamiento de Mercado.

La Gráfica 7.6 nos indica que los bancos en estudio tienen un crecimiento por debajo del crecimiento del mercado, por lo que el grado de participación en el mercado es inferior al que deberían tener.

Gráfica. 7.6 Matriz Posicionamiento mercado



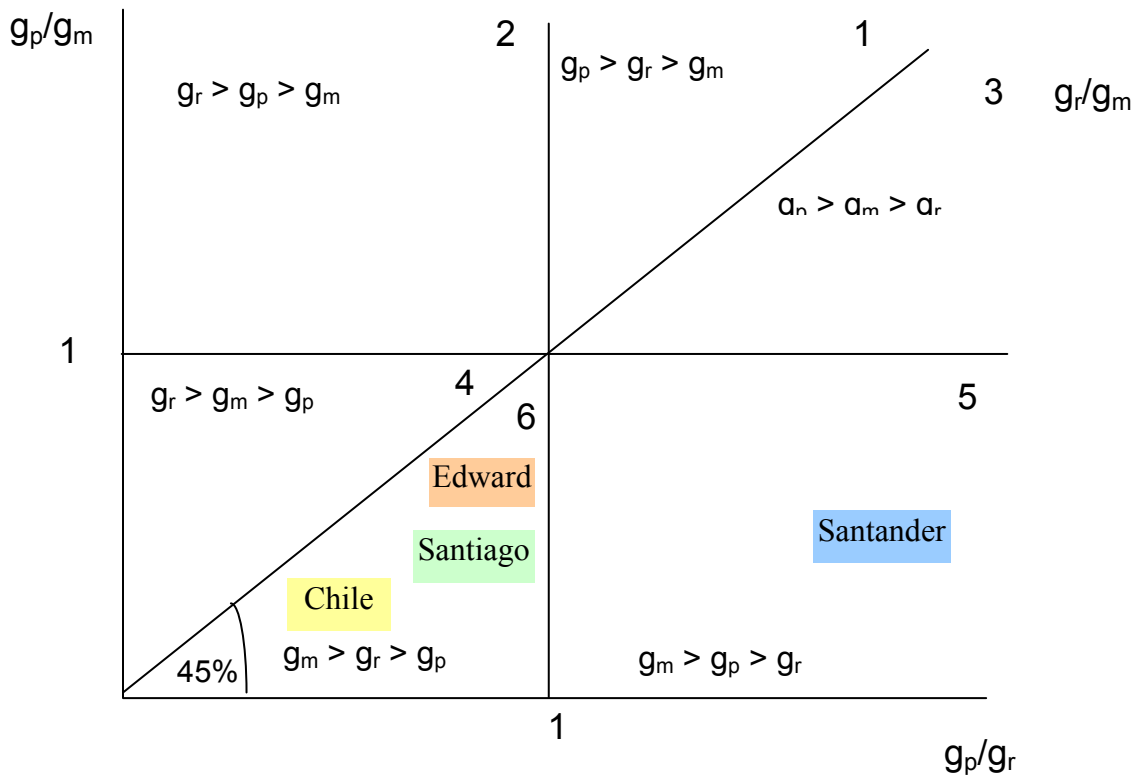
(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

## Matriz de Posicionamiento Conjunto

En la Gráfica 7.7 podemos apreciar que el Banco Santander cuenta con suficientes recursos como para invertir y capturar una mayor participación en el mercado. En tanto los Bancos Santiago, Chile y Edwards deberán buscar la forma de financiar nuevas inversiones y capturar una mayor participación en el mercado de lo contrario no van a poder aprovechar el crecimiento real estimado que están proyectando.



Gráfica 7.7 Posicionamiento Conjunto.



(Fuente: Reportes Estadísticos de la SBIF)

Los resultados del análisis de la perspectiva de crecimiento nos indica que los Bancos en estudio se encuentran creciendo en un porcentaje menor al crecimiento del mercado, esto implicaría la imperiosa necesidad de invertir para poder capturar un mayor porcentaje de participación en el Mercado. El retorno sobre el patrimonio obtenido por los bancos Chile, Santander y Santiago hace atractiva la posibilidad de aumentar una inversión en capital por parte de los inversionistas, ya que el rendimiento que éstos últimos podrían esperar sería mayor al riesgo que están tomando. En el caso del Banco Edwards debe reenfoque sus inversiones dado que la rentabilidad obtenida no es atractiva para los inversionistas.

## D. Generación de Valor.

### i. Relación Valor de Mercado / Valor Libro VM/VL

Como se puede apreciar en general los bancos han tenido un aumento del índice de Valor de Mercado sobre el Valor Libro, sin embargo, para el Banco Edwards la evolución fue negativa, teniendo una significativa disminución en el año 1999 esto es lógico si recordamos los resultados obtenidos por la entidad para este período. Por otro lado, el capital empleado por el Banco Edwards ha ido aumentando año a año (ver Anexo 2), teniendo así un incremento de 2.5 veces al año 2001 respecto al año 1998 y considerando que mantuvieron la cantidad de acciones emitidas durante el período en estudio, el precio de la acción sería la variable que tendría mayor incidencia en el valor de esta relación. Entonces podemos concluir que las expectativas del mercado respecto a la gestión del banco no han sido favorables.

Tabla 7.11 Relación Valor de mercado / Valor Libro

Banco	1998	1999	2000	2001
<b>Edwards</b>	2.75	2.4	1.21	1.79
<b>Chile</b>	2.5	3.96	4.85	4.87
<b>Santander</b>	3.01	3.98	3.71	5.07
<b>Santiago</b>	1.77	2.86	2.7	3.51

(Fuente: Elaboración Propia)

### ii. Valor Económico Agregado (EVA)

Al analizar la evolución del Valor Económico Agregado generado por las instituciones bancarias se puede apreciar una tendencia a incrementar este valor. Ver Tabla Nro 7.12

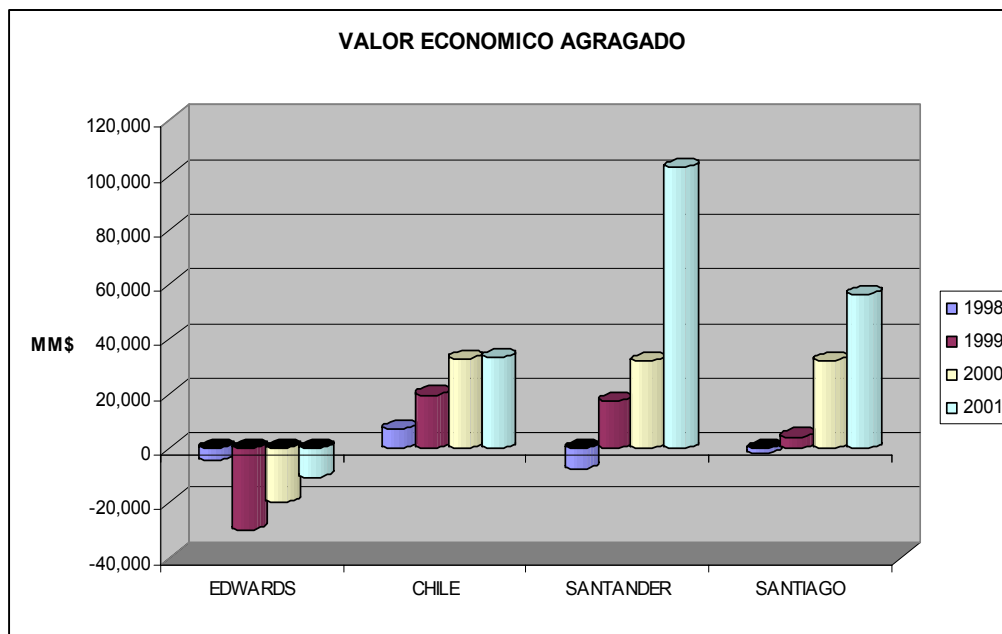
Tabla Nro. 7.12 Evolución del Valor Económico Agregado

	EDWARDS	CHILE	SANTANDER	SANTIAGO
<b>1998</b>	-7,394	-1,488	-15,701	-12,460
<b>1999</b>	-22,275	10,878	9,621	-56
<b>2000</b>	-25,626	20,948	21,883	26,902
<b>2001</b>	-18,404	10,270	28,193	47,299

(Fuente: Elaboración Propia)

En la Gráfica Nro.7.8 podemos apreciar como los Bancos han ido generando o destruyendo valor. En el caso del Banco Edwards se puede ver que aún siendo favorable el crecimiento del EVA entre los años 1999 y 2001 aún se sigue destruyendo valor, los inversores en este caso no han obtenido la rentabilidad esperada sobre el capital empleado. En las demás instituciones se puede apreciar una creación de valor constante siendo los casos más favorables los del Banco Santander y Banco Santiago.

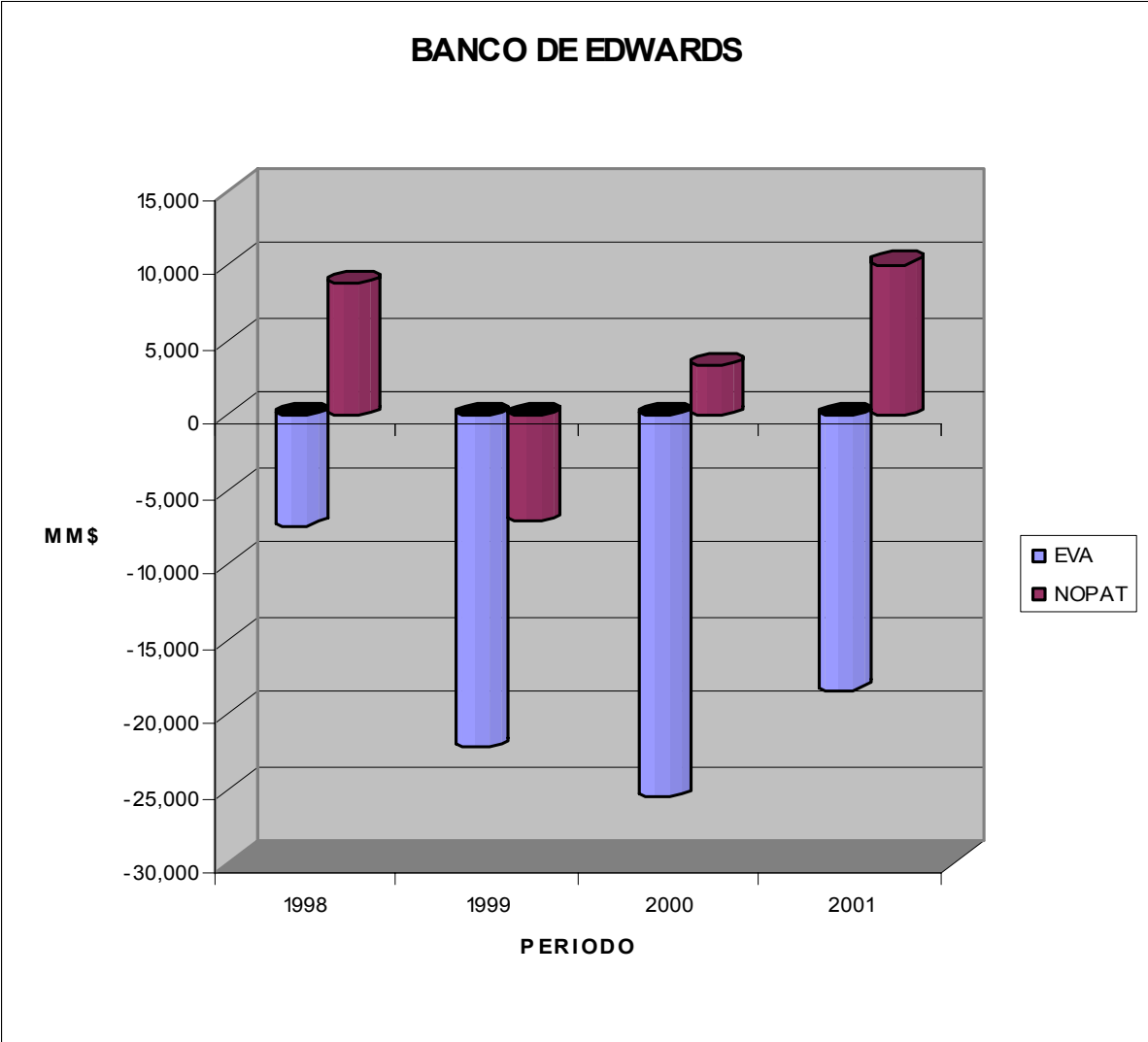
Gráfica Nro 7.8 Evolución del EVA. (1998 – 2001)



(Fuente: Elaboración Propia)

En el Gráfico Nro. 7.9 comparamos los resultados obtenidos por el Banco Edwards contrastándolo con el EVA generado en los mismos períodos y podemos ver claramente que aunque habiendo obtenido resultados financieros positivos no han generado valor económico para sus inversores.

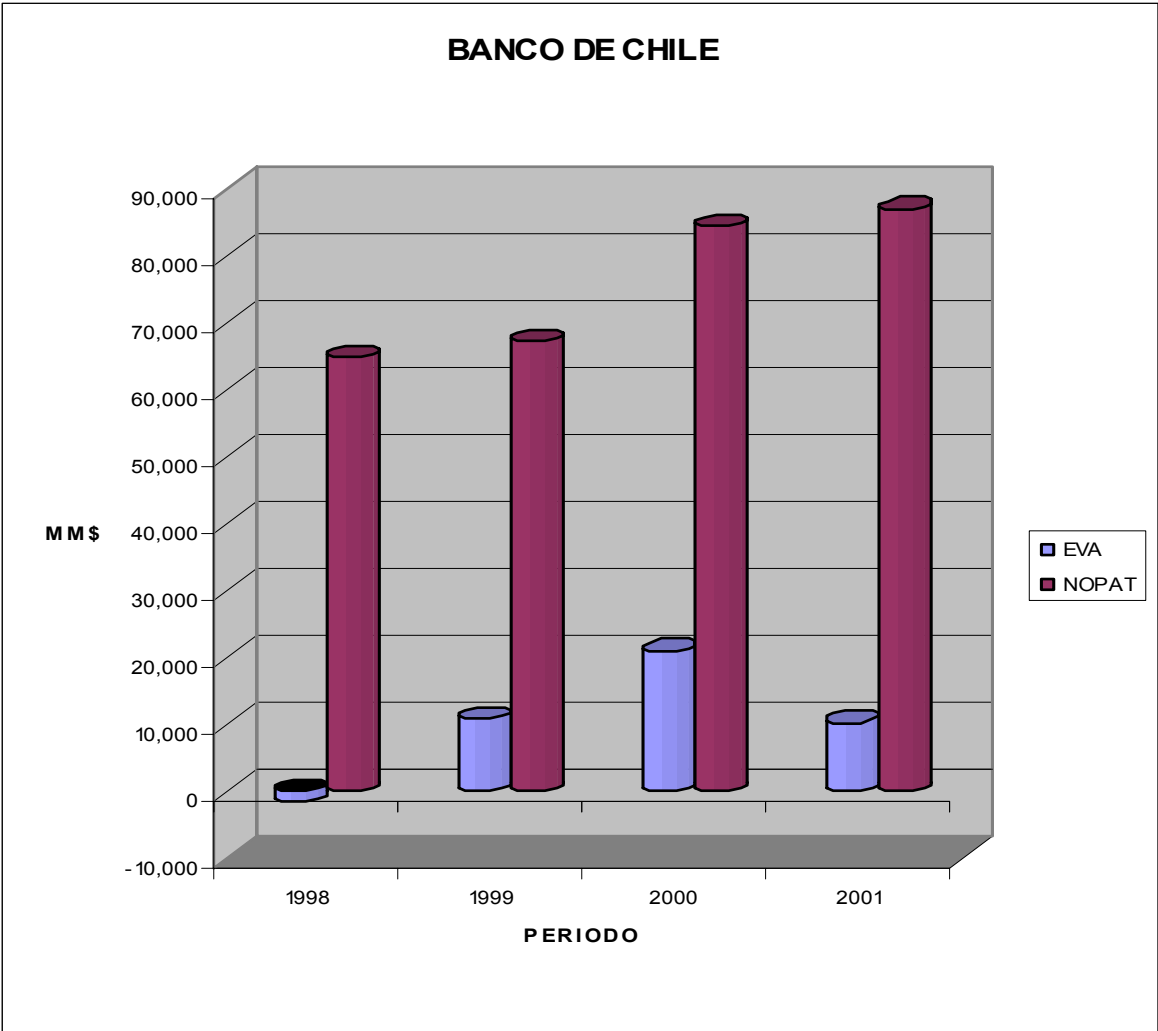
Gráfico 7.9 EVA vs NOPAT. B Edwards



(Fuente : Elaboración propia.)

En el Gráfico Nro. 7.10 al hacer el mismo ejercicio para el Banco de Chile podemos apreciar que si bien es cierto, obtuvieron resultados positivos en la generación de valor, estos están muy por debajo del nivel de los resultados financieros.

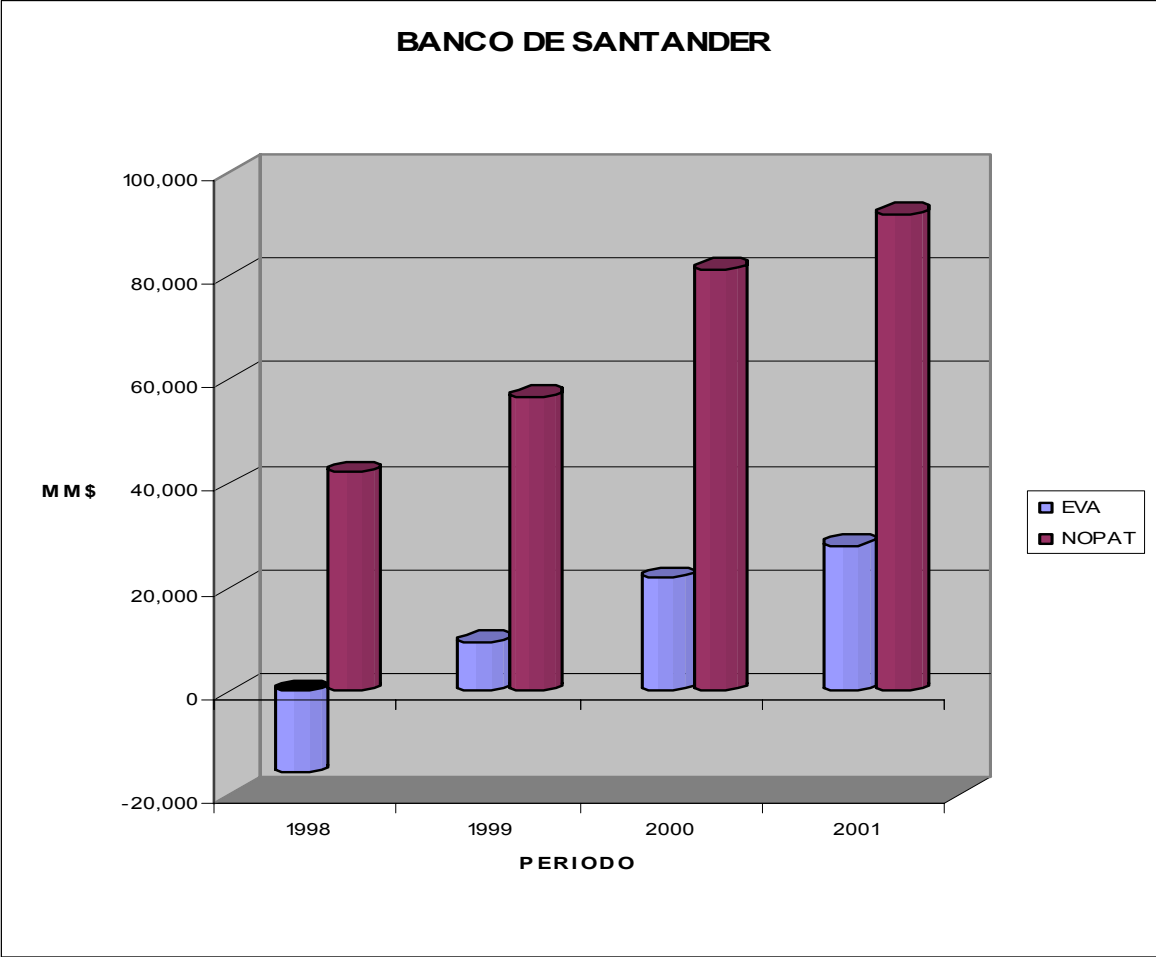
Gráfico Nro. 7.10. EVA vs NOPAT.- B Chile



(Fuente : Elaboración Propia)

La situación del Banco Santander, tal cual se muestra en el Gráfico Nro 7.11, refleja una tendencia positiva en la creación de valor llegando a superar, incluso los resultados financieros en el periodo 2001.

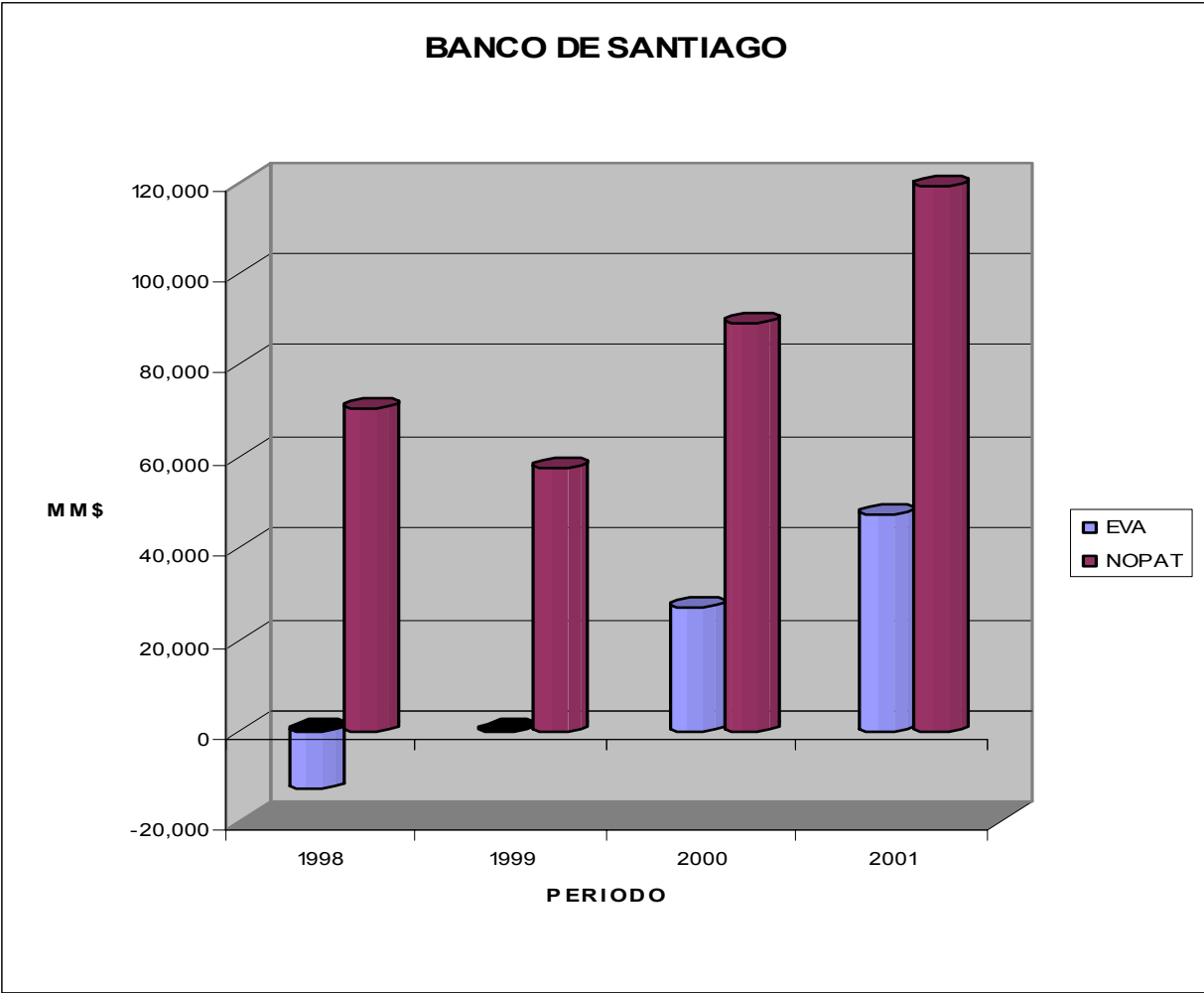
Gráfico Nro.7.11. EVA vs NOPAT.B.Santander



(Fuente: Elaboración Propia)

El gráfico Nro. 7.12 nos muestra los resultados comparativos del Banco Santiago y como se puede apreciar al igual que el Banco de Chile que teniendo una tendencia positiva para la generación de valor no han logrado obtener niveles mayores a los de los resultados financieros.

Gráfico Nro.7.12. EVA vs NOPAT.B.Santander



(Fuente: Elaboración Propia)

## 7.2. Etapa Posfusión.

### A.- Fusión Banco Chile-Edwards. (Ch+Ed)

Para el análisis en la etapa de Posfusión, se creó balances basados en los resultados contables del año 2001. De esa forma se calcularon los indicadores que nos mostrarían los resultados esperados de la fusión para poder compararlos con los resultados reales, y así poder analizar la creación de sinergias.

#### I. Indicadores Tradicionales

Como resultado de la fusión se esperaba que el nuevo banco capturara el 20% del mercado y se ubicara como la principal institución en el ranking, sin embargo, no han podido alcanzar los niveles estimados, se mantiene como la segunda institución más grande del sistema pero su participación en el mercado se mantiene relativamente estable con un promedio del 18%

Tabla Nro. 7.2.1 Ranking y Participación de Mercado (Ch+Ed)

<b>PARTICIPACIONES</b>	<b>UND</b>	<b>Ch+Ed</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Participación de Mercado	%	20.00	19.00	18.00	18.00	17.50	18.20
Ranking		1	2	2	2	2	2
Colocaciones	\$MM	5,183,346	5,516,399	5,668,205	6,147,777	8,101,906	9,319,861

(Fuente: Reportes Estadísticos del SBIF)

El banco ha tenido una notoria disminución de personal en el año posterior de la fusión, esto producto de la reestructuración organizacional del Banco Fusionado, sin embargo, para fines del período 2006 la dotación de personal creció con el fin de cubrir la mayor actividad generada por la institución (Ver tabla Nro 7.2.2)

Se observa también el cierre de sucursales en los primeros años posfusión (aprovecharon la infraestructura de cada institución), y se incrementaron los canales de distribución para los clientes, esto último mediante el uso de nuevas plataformas, transacciones por internet y una mayor cantidad de cajeros. El aumento de sucursales



para fines del período es coherente con el grado de crecimiento que muestra el Banco en los últimos años.

Tabla Nro 7.2.2 Estructura del Banco Ch+Ed

<b>ESTRUCTURA</b>	<b>Empleados</b>	<b>Sucursales</b>
<b>UND</b>	<b>Per</b>	<b>Und</b>
<b>Ch+Ed</b>	6,424	237
<b>2002</b>	5,623	219
<b>2003</b>	6,081	224
<b>2004</b>	6,298	224
<b>2005</b>	6,666	248
<b>2006</b>	7,118	282

(Fuente: Reportes Estadísticos del SBIF)

Los indicadores de gestión reflejados en la tabla 7.2.3 nos muestran que en el año 2002 no se alcanzaron las expectativas generadas por la fusión, este resultado está asociado directamente a los costos que demandó la fusión, además de los ajustes inherentes de gestionar una entidad recién fusionada. Sin embargo, a partir del año 2003 se puede apreciar una notable mejoría en los resultados obtenidos por el Banco.

La eficiencia operacional mostrada en el período posfusión es resultado de los esfuerzos del Banco por mejorar su calidad de servicio por medio de la utilización de una nueva plataforma tecnológica, con lo que se logró reducir los gastos de apoyo, logrando mantenerse por debajo del 54% esperado con la fusión.

Del mismo modo la rentabilidad tanto de los activos como del patrimonio, alcanzaron muy buenos niveles debido a las economías de escala alcanzadas y debido a la diversificación y ampliación de la base de clientes, al fusionarse ambos bancos se abarcaron todos los segmentos.

La calidad de la cartera se vio afectada en parte por la mala calidad que tenía el Banco Edwards en el período de Prefusión, sin embargo, la tendencia de disminución del índice de riesgo resulta también de la aplicación de nuevos sistemas en el análisis y seguimiento de créditos, brindando un efectivo control de riesgos y permitiendo la oportuna toma de decisiones.

Tabla Nro. 7.2.3 Indicadores Tradicionales de Gestión – Posfusión. (Ch+Ed)

INDICADORES	UND	Ch+Ed	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Resultados</b>							
Utilidad Neta	\$MM	110,087	52,635	133,806	152,628	185,364	195,248
<b>Rentabilidad</b>							
ROA	%	1.43	0.41	1.41	1.58	2.2	2.6
ROE	%	20.4	8.2	18.8	22.6	33.2	33.6
Spread	%	8.98	6.33	3.64	5.34	4.11	4.45
<b>Eficiencia</b>							
Gastos Apoyo/ NOP	%	54	60	51	52	48	49
Gastos de Apoyo / A.T.	%	3.8	2.3	2.7	3.1	2.4	2.3
<b>Riesgo</b>							
Cartera Vencida / Col.	%	2.1	2.4	1.7	1.9	1.4	1.3
Prov & Castigos / Col.	%	2.6	2.1	1.1	1.2	0,8	0,7

(Fuente :Reporte Estadístico de Bancos, Feller-Rate)

## II. Generación de Valor

Al analizar los indicadores de valor (Tabla 7.2.4), nuevamente apreciamos que en el año 2002 no se obtuvieron los resultados esperados, sin embargo la evolución de los mismos al año 2006 ha sido favorable.

Se destaca principalmente el incremento del Valor de Mercado por sobre el Valor Libro, esto como resultado directo del incremento del precio de las acciones, lo cual refleja las expectativas del mercado en el Banco que como una de sus principales fortalezas tiene el poder de marca y la buena gestión de sus directivos.

Tabla Nro. 7.2.4 Indicadores de Gestión de Valor – Posfusión. (Ch+Ed)

INDICADOR	Ch+ed	2002	2003	2004	2005	2006
<b>EVA</b>	58,049	2,063	53,799	75,949	132,149	140,231
<b>VM/VL</b>	3.4	2.74	3.91	4.92	4.59	5.71

(Fuente: Elaboración Propia)

Los valores del EVA han ido en aumento desde que fusionaron los bancos, lo que nos indica que la gestión del Banco Fusionado ha sido muy eficiente, sobre todo si tomamos en cuenta que en la situación previa del Banco Edwards los niveles de eficiencia y rentabilidad estaban muy por debajo de las del Banco de Chile.

Al analizar los impulsores de valor podemos tener una idea de cómo se logró generar valor:

**- Mejora de Beneficios de los Activos.**

Con la Fusión se convirtió en un Banco Universal, por medio de segmentación ofrece distintos productos y servicios orientados a cada mercado objetivo. El portafolio de clientes se ha orientado a los segmentos con mayor potencial de crecimiento y con mejores relaciones riesgo – retorno, lo que le ha permitido aumentar su rentabilidad mediante una mayor participación del mercado, disminución del riesgo de cartera y mayor eficiencia operativa.

La estrategia se basa en diversificar las fuentes de ingresos, para lo cual requiere que su organización sea lo suficientemente flexible y con altos estándares de eficiencia para satisfacer la demanda de su amplia cartera de clientes.

**- Inversión en Proyectos Incrementales.**

Uno de los proyectos con mayores beneficios incrementales que ha realizado el Banco Fusionado, es el cambiar su modelo de negocio estructurando su mercado en dos grandes segmentos: *i) Mercado Mayorista*, el cual incluye: Banca Corporativa, Banca de

Grandes empresas y el área de tesorería y *ii). Mercado Minorista* que incluye Banca Personas y Empresas y Banco CrediChile. La consolidación de este modelo de negocios le ha permitido focalización en cada segmento y dirigir en forma efectiva sus esfuerzos de venta.

Como soporte operativo para el nuevo modelo de negocios el Banco creó el “Proyecto NEOS” con el cual se transforma la plataforma tecnológica y se orienta al nuevo modelo de negocio con lo que se logró potenciar su capacidad comercial, mejorar la calidad de servicio e incrementar su eficiencia operativa.

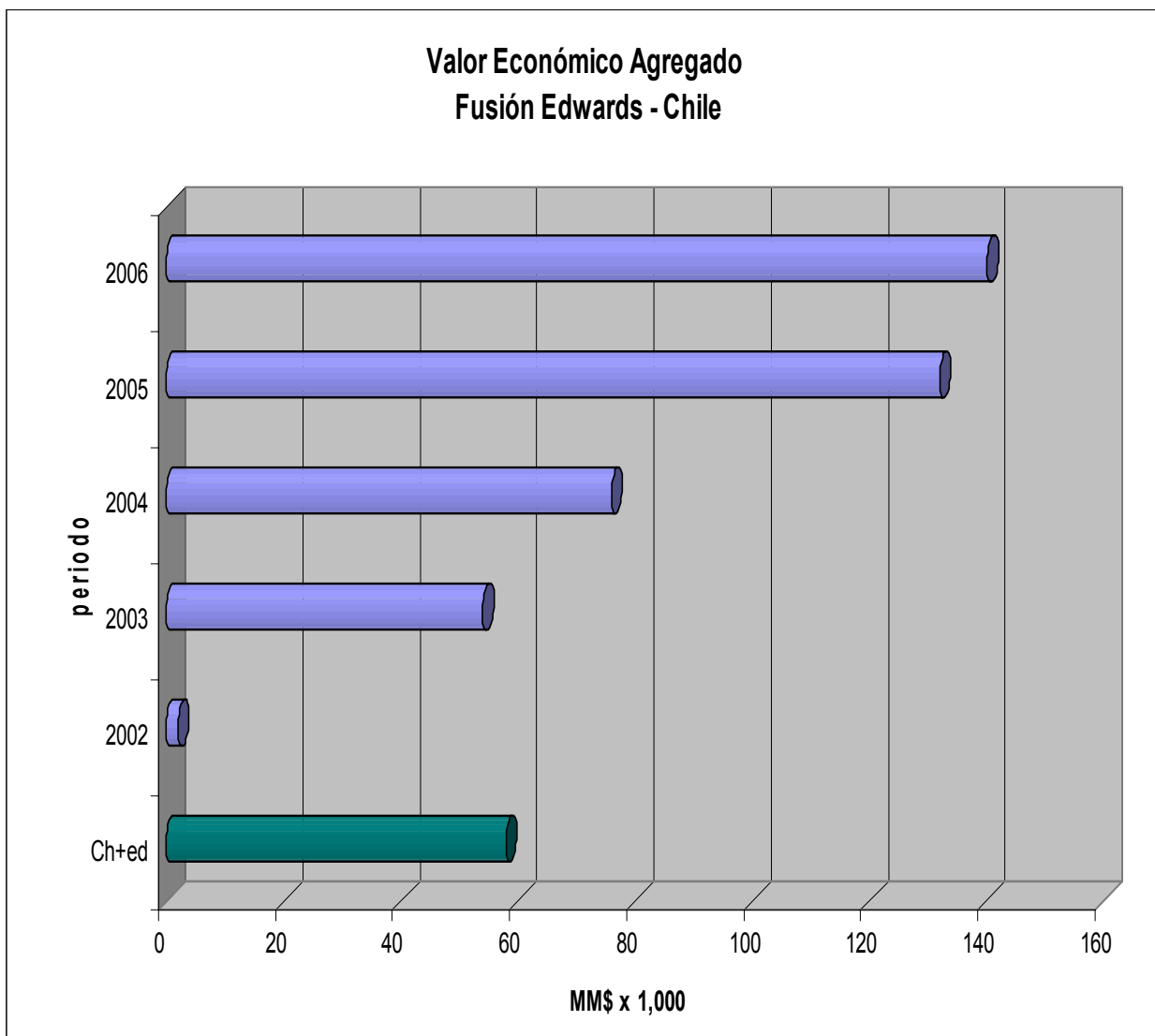
#### **- Superar las Expectativas**

Año a año el Banco de Chile ha superando los resultados obtenidos en el período anterior y las expectativas del mercado se ven reflejadas en el valor de las acciones las cuales han ido incrementándose durante el período de Posfusión.

#### **- Generar efectivo para las Inversiones.**

Lo anteriormente mencionado ha permitido rentabilizar la cartera de clientes, hacer el Banco más eficiente y obtener mayores ingresos, obteniendo por ende mayores márgenes para poder invertir, se ha generado Flujo de Caja para invertir sin embargo el rápido crecimiento mostrado en los últimos años y dada la estrategia de ampliar la base de clientes por medio de la diversificación demanda una mayor inversión y los inversionistas del Banco requieren aumentar el capital para lograr sus objetivos, los resultados obtenidos por la Administración del Banco dan un clima de confianza para los inversionistas.

Gráfico Nro.7.13. Evolución del EVA Chile - Edwards



(Fuente: Elaboración Propia)

## B. Fusión Banco Santander-Santiago (Std+Stg)

### I. Indicadores Tradicionales

El Banco no alcanzó la participación de mercado esperada con la fusión, sin embargo se mantienen como el banco con mayor participación en el mercado, con una participación promedio de 23%.

Tabla Nro. 7.2.5 Ranking y Participación de Mercado (Ch+Ed)

<b>PARTICIPACIONES</b>	<b>UND</b>	<b>Std+Stg</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Participación de Mercado</b>	<b>%</b>	28.00	25.00	23.00	22.59	22.49	22.85
<b>Ranking</b>		1	1	1	1	1	1
<b>Colocaciones</b>	<b>\$MM</b>	6,777,955	7,110,140	6,725,154	7,729,317	10,359,332	11,788,959

(Fuente: Reportes Estadísticos del SBIF)

La estructura organizacional del Banco (Tabla 7.2.4) se ha ido reduciendo hasta el año 2004, sin embargo cabe resaltar el notorio incremento de personal para el año 2006, esto debido al crecimiento que ha logrado el Banco considerado como el de mayor dentro del sistema financiero.

La red de Sucursales y cajeros automáticos es la mayor del país permitiéndole tener la más completa cobertura geográfica y le permite tener una sólida base para el crecimiento de las operaciones.

Tabla Nro. 7.2.6 Indicadores de Gestión de Valor – Posfusión. (Ch+Ed)

<b>ESTRUCTURA</b>	<b>Empleados</b>	<b>Sucursales</b>
<b>UND</b>	<b>Prsn.</b>	<b>Und</b>
Std+Stg	7,770	290
2002	7,113	312
2003	7,097	323
2004	6,961	323
2005	7,060	326
2006	7,651	349

(Fuente: Reportes Estadísticos del SBIF)

La tabla 7.2.8 nos muestra los resultados obtenidos con la fusión. Los indicadores nos muestran que los resultados están por debajo de lo que se estimó lograr con la fusión, esto se puede explicar debido también a los costos que demandaron la fusión y un mayor gasto en provisiones y por las bajas tasas de interés durante el período. A esto sumamos el proceso de homologación sufrido por dos entidades que compartían las mismas líneas de negocio lo cual repercutió en su participación en el mercado.

Del mismo modo durante los primeros años de la fusión se tuvieron problemas para rentabilizar la cartera de clientes, pero para el año 2004 esta situación se revertió, debido en buena parte a la política agresiva del Banco para reducir los índices morosidad.

Por el lado de las eficiencias operativas, ambos Bancos trabajaban con la misma plataforma tecnológica lo que les facilitó la integración entre ambos, además de las economías de escala generadas al fusionar ambas infraestructuras.

Tabla Nro. 7.2.8 Indicadores Tradicionales de Gestión – Posfusión. (Ch+Ed)

INDICADORES	UND	St+Sa	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Resultados</b>							
Utilidad Neta	\$MM	335,861	157,315	206,975	198,795	245,865	285,582
<b>Rentabilidad</b>							
ROA	%	1.82	1.33	2.16	1.65	2.3	2.4
ROE	%	27.6	16.3	20.3	19.3	33.5	35.1
Spread		10.45	7.13	4.12	6.05	5.15	5.07
<b>Eficiencia</b>							
Gastos Apoyo/ NOP	%	43.2	48.5	43.7	48.4	41.7	38.6
Gastos de Apoyo/ A.T.	%	1.9	2.5	2.3	2.4	2.2	2.1
<b>Riesgo</b>							
Cartera Vencida/ Col.	%	1.4	2.1	2.3	1.5	1.1	0.8
Provisiones & Castigos/ Col.	%	1.9	1.2	1.5	1	1.2	1.6

(Fuente: Reporte Estadístico de Bancos, Feller-Rate)

## II. Generación de Valor

Los indicadores de Valor se muestran en la Tabla 7.2.9, podemos apreciar que si bien nos obtuvieron los resultados estimados para la fusión, estos han ido mejorando durante todo el período posfusión. Así mismo, la relación del Valor de Mercado sobre el Valor Libro ha ido en incremento lo cual refleja las expectativas positivas del mercado sobre la actuación del banco.

Tabla Nro. 7.2.9 Indicadores de Gestión de Valor – Posfusión. (Ch+Ed)

INDICADOR	Sa-Sg.	2002	2003	2004	2005	2006
EVA	210,218	57,615	89,240	84,570	196,040	205,472
VM/VL	4.1	3.5	3.7	4.6	5.46	6.13

(Fuente: Elaboración Propia)

Para analizar los buenos resultados obtenidos en el EVA, debemos analizar como se logró generar valor a través de los impulsores de valor :

### - Mejora de Beneficios de los Activos.

El Banco tiene una estructura de negocio diversificada, ofrece sus productos a todos los segmentos y tiene como estrategia tener la mayor cobertura geográfica, para dicho fin cuenta con la mayor red de sucursales y cajeros automáticos del sistema, convirtiéndose de ese modo en el banco de mayor tamaño por volumen de activos y patrimonio.

A su vez para cubrir la necesidad de todos los segmentos ha formado cuatro divisiones comerciales las cuales operan como bancas independientes: i) una banca global y de finanzas (empresas multinacionales y tesorería); ii) una banca de empresas (empresas grandes y medianas); iii) una banca comercial (personas y pequeñas empresas) y iv) una banca masiva (Banefe).



### **- Inversión en Proyectos Incrementales.**

El Banco Santander Santiago cuenta con la mayor red de distribución de la banca, a mediados del 2003 se logró la integración tecnológica entre los bancos fusionados, dando inicio a la simplificación del tamaño y formato de las sucursales. La estrategia del Banco es la de reducir los costos mediante la utilización de tecnología de punta, por ende los proyectos del banco se han basado en la innovación de sus productos y mejoras de los sistemas, servicios por Internet y call center, buscando procesar el mayor número de las transacciones del banco por a través de los servicios remotos, logrando de ese modo una mayor eficiencia operativa.

Para poder manejar el control de riesgo en forma agresiva, se instauró comités semanales de seguimiento de morosidad por segmento y con un seguimiento diario, lo cual permitió reducir sustancialmente el índice de riesgo por pérdida.

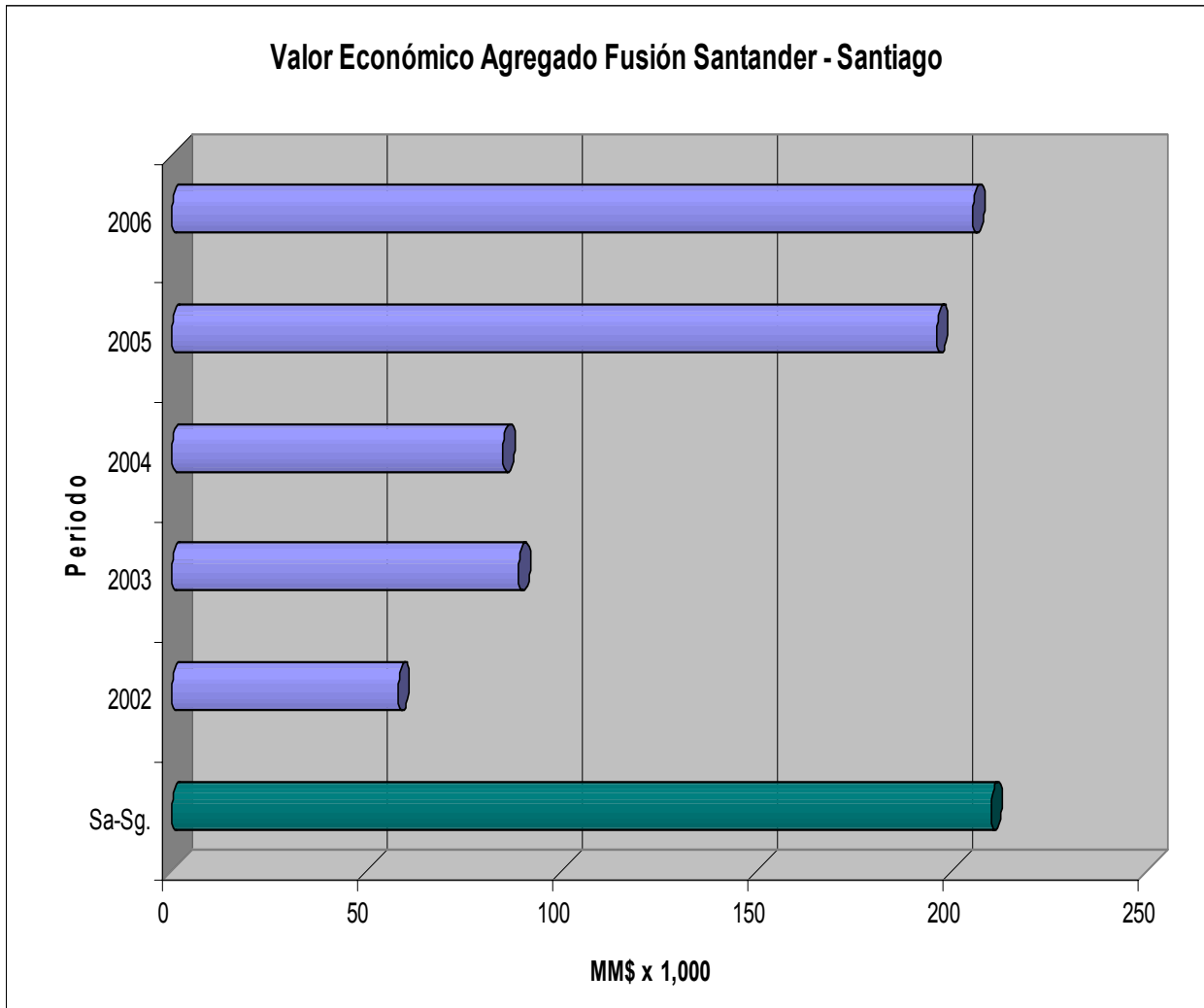
### **- Superar las Expectativas**

Las economías de escala generadas por la fusión ha logrado hacer del Banco Santander Santiago el banco más eficiente del sistema, las expectativas del mercado sobre el banco siguen creciendo a razón del crecimiento del banco.

### **- Generar efectivo para las Inversiones.**

El banco mantiene el mayor patrimonio del sistema, sumando los buenos resultados de rentabilidad que han logrado, le permite obtener suficientes recursos para seguir invirtiendo en su crecimiento, sin embargo las proyecciones favorables que mantiene a mediano plazo se requerirá un aumento en la base patrimonial.

Gráfico Nro.7.14. Evolución del EVA – Santander Santiago



(Fuente: Elaboración Propia)

## CONCLUSIONES

Al dividir el estudio en dos etapas, Prefusión y Posfusión, se buscaba en una primera instancia, analizar la situación individual de cada Institución Bancaria con el fin de determinar cuales fueron los motivadores para que se dieran las fusiones. Luego al analizar los resultados Posfusión se pudo determinar si hubo o no generación de valor, utilizando indicadores como el Valor Económico Agregado (EVA) y la razón de Valor Mercado sobre el Valor Libro (VM/VL), además de determinar las estrategias que indujeron a la generación de valor.

A continuación se analiza cada fusión.

### Fusión Chile – Edwards.

EL Banco Edwards se encontraba en una situación complicada entre los períodos (1998 -2001), llegando a obtener rentabilidades muy bajas, lo cual era un reflejo por su poca participación en el mercado y los bajos niveles de utilidad obtenida, esto a su vez no le permitía generar el suficiente efectivo para invertir y pensar en reestructurar el modelo de negocio que los estaba llevando al declive en un mercado en crecimiento. Además, las pocas expectativas del mercado dieron como resultado que el precio de las acciones cayeran y por tanto el valor de mercado del Banco, tanto así que aun obteniendo resultados positivos en el año 2001, el EVA generado fue negativo.

El Banco de Chile, por otro lado, se venía consolidando como uno de los mejores Bancos en el sistema ocupando un segundo lugar en el ranking de participación en el mercado, sin embargo el crecimiento potencial del Banco estaba por debajo del crecimiento que se estaba dando en el mercado, lo que obligó al Banco de Chile a replantear su modelo de negocio e intentar captar ingresos de todos los segmentos por lo que fusionarse con el Banco Edwards le permitiría capturar los segmentos en los que el Banco de Chile no tenía mayor ingerencia.

Una vez fusionados, en los primeros años no se obtuvieron resultados tan buenos como se esperaba, debido en gran parte al costo de la fusión y al proceso de amoldar dos culturas organizacionales distintas, sin embargo en los últimos años se puede apreciar que la fusión empieza a generar los niveles esperados de eficiencia y rentabilidad, debido a las economías de escala resultantes por una mejor utilización de los activos y canales de la empresa, así como una notable reducción de los costos operativos por utilización de una nueva plataforma tecnológica la cual se amolda al modelo de negocio adoptado.

El incremento del Valor Económico Agregado en este periodo refleja la incidencia de las estrategias del Banco por buscar un incremento en los beneficios, focalizando sus esfuerzos comerciales en cada segmento, y apoyándose en una infraestructura tecnológica que le permite ser cada vez más eficiente y brindar un servicio de mejor calidad.

#### *Fusión Santander – Santiago.*

El Banco Santander se encontraba rankeado como el cuarto Banco en el sistema, pero con un crecimiento potencial muy expectante, la rentabilidad obtenida en este período iba en incremento, incluso los valores del EVA obtenidos fueron muy superiores en los últimos años.

En cuanto al Banco de Santiago, se ha mantenido históricamente como el primer en participación de mercado en el sistema financiero chileno, obteniendo muy buena rentabilidad y niveles de EVA positivos. El Banco de Santiago venía saliendo de varios procesos de fusión previo, lo cual le daba la suficiente flexibilidad y “know how” como para afrontar un nuevo proceso de fusión.

Una vez fusionados, nuevamente se aprecia que en los primeros años los resultados no son los esperados pero al final del período en estudio se reinvierte la situación. Esto debido al costo de la fusión y que ambos bancos tenían participación en los mismos segmentos lo que redujo su participación en el mercado al principio. Posteriormente, la estrategia que tomó el banco fue la de captar la mayor cantidad de usuarios, valiéndose

a la gran cantidad de sucursales y cajeros, además brindar sus servicios por medios remotos como Internet y call center lo cual le permite reducir sus costos operativos y por otro lado una política agresiva para la reducción del riesgo por cartera vencida. Todo esto a permitido que el banco genere muy buenas expectativas en el mercado y por ende muy buenos resultados en lo que al EVA respecta.

En general podemos concluir, que la estrategia de fusión para el Banco de Chile y el Banco Santander - Santiago ha generado valor para los accionistas en el mediano plazo, los altos costos que demanda una fusión bancaria y los procesos de homologación dentro de las entidades fusionadas no permiten obtener los resultados en el corto plazo. Las estrategias utilizadas por ambas instituciones persiguen los mismos objetivos los cuales son; incrementar la base de clientes llegando a todos los segmentos y focalizar sus esfuerzos para proporcionar servicios especializados por segmento; reducir el riesgo de cartera vencida y reducir los costos operativos mediante el uso de tecnología de última generación. Todas estas acciones ha incidido como inductores de valor, lo cual efectivamente se ha visto reflejado en el Valor Económico Agregado (EVA) obtenido.

Debido al crecimiento potencial mostrado por ambas instituciones, es imperiosa la necesidad de implementar su base patrimonial para continuar invirtiendo y generando valor y en definitiva las fusiones, en el Sistema Financiero Chileno, han demostrado ser una forma de Crecimiento Equilibrado y de agregar valor a los inversionistas.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALVAREZ ARAVENA. Cálculo de la Tasa de Costo de Capital para Proyectos en Empresas en Marcha. Chile 1999.
- ALVAREZ VALDEZ, HECTOR. Análisis y Aplicación de Métricas para Medir la Creación de Valor en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Chile 2002.
- BASTIAS CHIAN, JAIME. Estudio de EVA como Herramienta de Dirección Gerencial e Instrumento Financiero. Chile 2000.
- BREALEY R. y MYERS S. Fundamentos de Financiación Empresarial. McGraw-Hill, 1994.
- COPELAND THOMAS E., KOLLER TIM, MURRIN JACK. Valuation Measuring and Managing the Value of Companies. 2000.
- COPELAND THOMAS E., WESTON FRED. Financial Theory and Corporate Policy. Addison Wesley, 1992.
- COPELAND THOMAS E., WESTON FRED. Mergers Test and Applications.
- DAMODARAN. Damodaran on Valuation. John Wiley & Sons, 1994.
- DESUSTO. Estrategias de Crecimiento. España 2004.
- DEUSTO. Master en Finanzas. España 2004.
- ERRANDONEA TERAN, FRANCISCO. Metodología para el Cálculo del EVA para empresas Chilenas. Chile 2003.
- FERNANDEZ PABLO. Valoración de Empresas. Gestión 2000, España 1999.
- G. BENNETT STEWART III. Gestión 2000, España 2000.
- LA PAZ LILLO, ARIEL. EVA y Rentabilidad Accionaria Chilena. El Caso Chileno. Chile 2001.
- LOYOLA FUENTES. Fusiones Bancarias en Chile / Eficiencia, Poder de Mercado y Riesgo. Chile 2001.
- MANCILLA MARDEL . Medición del EVA para Empresas Chilenas 1998-2002. Chile 2003.
- SAEZ LEAL. Relación entre EVA y los Retornos Accionarios de Empresas Chilenas Emisoras de ADR's. Chile 2004.
- VELASQUEZ G., ROSA. Fusiones Bancarias en Chile: Análisis Financiero de sus Efectos en la Década de los Noventa. Chile 2003

- DAMODARAN A. "Picking the Right Projects: Investments Analysis", Stern Business School, New York University.
- PALAU JESUS. "Factores que Determinan el Crecimiento Equilibrado". ESADE España.

**ANEXO 1**  
**INDICADORES DE CRECIMIENTO**

Para obtener los indicadores de crecimiento primero se debe analizar la variación del Retorno sobre la inversión entre los dos últimos períodos:

Tabla A1. Variación en el Retorno sobre la Inversión (ROE)

<b>BANCO</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>VAR</b>
Edwards	0.014	0.04	2.01
Chile	0.196	0.14	(0.27)
Santander	0.199	0.21	0.07
Santiago	0.179	0.22	0.23

(Fuente: Elaboración Propia)

Debemos de analizar el Spread entre Costo de Capital y el Rendimiento sobre la Inversión, lo cual nos dará una idea del beneficio que obtendrá el inversionista.

Tabla B1. Spread del ROE vs Ke

<b>Banco</b>	<b>ROE</b>	<b>Ke</b>	<b>(ROE,Ke)</b>	<b>Spread</b>
Edwards	4.22%	19.52%	<	-15.30%
Chile	14.37%	13.88%	>	0.50%
Santander	21.24%	13.15%	>	8.09%
Santiago	22.03%	15.19%	>	6.85%

(Fuente: Elaboración Propia)

Luego Hallamos el grado de Crecimiento Potencial (Gp), basándonos en la tasa de retención y la variación del ROE en los últimos dos períodos.

Tabla C1. Grado de Crecimiento Potencial (Gp)

<b>Banco</b>	<b>Dividendos</b>	<b>Utilidades</b>	<b>Tasa Retención</b>	<b>Gp</b>
Edwards	1,588.00	10,103.00	0.84	2.05
Chile	81,957.00	86,968.00	0.06	(0.26)
Santander	47,406.00	92,092.00	0.49	0.17
Santiago	91,077.00	118,764.00	0.23	0.28

(Fuente Elaboración Propia)



Finalmente obtenemos el Grado de Crecimiento Real Prevista, el cual se basa en la variación de las Utilidades obtenidas por la empresa entre dos períodos dados.

Tabla D1. Grado de Crecimiento Real Previsto (Gr)

<b>Banco</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Gr</b>
Edwards	3,274.00	10,103.00	2.09
Chile	84,498.00	86,968.00	0.03
Santander	81,433.00	92,092.00	0.13
Santiago	91,253.00	118,764.00	0.30

(Fuente Elaboración Propia)

**ANEXO 2**  
**CALCULO DEL VALOR ECONOMICO AGREGADO**  
**EVA**

Pasos para el cálculo del EVA:

**i. Cálculo del Valor del Patrimonio llevándolo a Valor de Mercado.**

Para calcular el Valor de Mercado se debe primero hallar la relación Valor de Mercado sobre Valor Libro VM/VL.

El Valor de Mercado se halla multiplicando el último valor de cierre de la acción observado en el año (Tabla A2) por el número total de acciones para el mismo período. (Tabla B2)

El valor obtenido (VM) se divide entre el Valor Libro (VL), el cual no es más que el valor, del Capital Pagado para dicho período (Tabla E2)

Al multiplicar la relación VM/VL por el Patrimonio de la empresa (Tabla E2) en el período en estudio, estamos llevando el patrimonio a valor de mercado. (Tabla F2)

**Tabla A2. Precio de Cierre de la Acción**

Banco	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Chile</b>	12	19.5	25	25.9	19.2	27.7	35.75	34.51	45.9
<b>Edwards</b>	41.25	55	45.5	69.5					
<b>Santander</b>	29.5	40	39	55	12.8	13.63	17.5	21.6	24.8
<b>Santiago</b>	6.5	10.8	10.65	14.3					

(Fuente SBIF)

**Tabla B2.- Nro de Acciones Existentes**

Banco	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Chile</b>	44,933	44,933	44,933	44,933	68,080	68,080	68,080	68,079.8	69,037.6
<b>Edwards</b>	5,790	5,790	5,790	5,790	-	-	-	-	-
<b>Santander</b>	25,189	25,189	25,189	25,189	188,446	188,446	188,446	188,446.1	188,446.1
<b>Santiago</b>	98,934	98,934	98,934	98,934	-	-	-	-	-

(Fuente SBIF)

**Tabla C2.- Capital Pagado**

Banco	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Chile</b>	215,804.8	221,415.7	231,822.2	239,008.7	477,726.8	482,504.1	494,566.7	512,371.0	554,765.9
<b>Edwards</b>	86,936.7	132,512.3	218,086.4	224,803.5					
<b>Santander</b>	246,649.2	253,062.1	264,916.5	273,049.4	695,913.2	702,550.9	719,974.1	746,037.0	761,853.2
<b>Santiago</b>	363,745.9	373,203.3	390,743.9	402,857.0					

(Fuente SBIF)

**Tabla D2.- Relación VM/VL**

Banco	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2003	2004
<b>Chile</b>	2.50	3.96	4.85	4.87	2.74	3.91	4.92	4.59	5.71
<b>Edwards</b>	2.75	2.40	1.21	1.79					
<b>Santander</b>	3.01	3.98	3.71	5.07	3.47	3.66	4.58	5.46	6.13
<b>Santiago</b>	1.77	2.86	2.70	3.51					

(Fuente SBIF)

**Tabla E2.- Patrimonio (excluye las utilidades del ejercicio)**

Banco	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Chile</b>	280,483.1	304,145.6	382,476.5	310,474.1	555,423.9	561,245.2	521,904.9	606,864.6	639,382.9
<b>Edwards</b>	134,081.5	217,542.8	220,827.3	229,268.0					
<b>Santander</b>	298,045.0	286,901.1	315,284.7	357,840.4	797,763.7	807,914.1	832,959.0	859,974.6	959,974.6
<b>Santiago</b>	375,913.1	385,891.0	404,583.7	417,302.8					

(Fuente SBIF)

**Tabla F2.- Valor de Mercado de Patrimonio**

Banco	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Chile</b>	700,791.70	1,203,565.80	1,853,326.11	1,511,727.57	1,519,722.71	2,193,560.25	2,568,388.50	2,782,828.71	3,652,156.74
<b>Edwards</b>	368,325.90	522,749.72	266,733.87	410,362.60					
<b>Santander</b>	897,901.49	1,142,272.30	1,169,130.64	1,815,579.97	2,765,133.41	2,953,725.77	3,815,326.63	4,692,088.81	5,888,807.29
<b>Santiago</b>	664,583.00	1,104,814.71	1,090,968.73	1,465,490.28					

(Fuente SBIF)

## ii. Cálculo de la Deuda a Valor de Mercado.

Para el cálculo de la deuda a valor de mercado, primero debemos analizar la estructura de la deuda de cada institución, en este caso se ha dividido por el tipo de deuda, es decir:

- a) Hasta 1 Año.
- b) De 1 a 3 años
- c) De 3 a 6 años
- d) Más de 6 Años

Posteriormente para llevarla a valor de mercado se descuenta a valor presente con las tasas de interés que se muestran en la Tabla G2.

TABLA G2. TASAS DE INTERES PROMEDIO

	<u>&lt;1 Año</u>	<u>&gt;1Año</u>	<u>Promedio</u>
<b>1998</b>	16.30%	22.96%	19.63%
<b>1999</b>	8.88%	12.26%	10.57%
<b>2000</b>	8.69%	10.68%	9.69%
<b>2001</b>	6.48%	10.92%	8.70%
<b>2002</b>	4.20%	4.24%	4.22%
<b>2003</b>	3.24%	4.00%	3.62%
<b>2004</b>	2.40%	3.52%	2.96%
<b>2005</b>	3.48%	4.50%	3.99%
<b>2006</b>	5.01%	5.88%	5.45%

(Fuente : Banco Central de Reservas de Chile)

## TABLA H2.

### ESTRUCTURA DE DEUDA

	Hasta 1 Año	De 1 a 3 Años	De 3 a 6 Años	Más de 6 Años	TOTAL
<b>1998 Edwards</b>	1,304,063.6	55,550.6	83,960.5	186,869.9	1,630,444.6
<b>Chile</b>	1,756,006.8	198,200.7	259,535.4	367,010.8	2,580,753.7
<b>Santander</b>	2,136,631.1	104,244.1	146,655.2	451,488.3	2,839,018.7
<b>Santiago</b>	2,444,630.2	204,439.7	241,156.9	659,889.2	3,550,116.0
<b>1999 Edwards</b>	1,276,509.20	71,379.10	104,417.00	234,448.80	1,686,754.1
<b>Chile</b>	2,000,417.3	267,931.9	231,976.4	415,981.0	2,916,306.6
<b>Santander</b>	2,452,387.3	106,793.3	268,164.7	307,660.4	3,135,005.7
<b>Santiago</b>	2,540,701.3	205,361.9	258,043.9	722,438.6	3,726,545.7
<b>2000 Edwards</b>	1,475,118.60	93,102.80	124,408.30	273,072.10	1,965,701.8
<b>Chile</b>	2,426,264.70	258,733.70	214,356.40	475,927.20	3,375,282.0
<b>Santander</b>	2,419,581.50	159,073.00	294,600.50	517,480.50	3,390,735.5
<b>Santiago</b>	2,492,398.3	209,802.5	284,733.5	774,967.1	3,761,901.4
<b>2001 Edwards</b>	1,466,595.4	106,894.0	137,971.1	316,618.7	2,028,079.2
<b>Chile</b>	2,612,712.9	237,410.9	248,612.8	567,885.1	3,666,621.7
<b>Santander</b>	2,816,771.5	148,265.0	272,908.9	531,624.2	3,769,569.6
<b>Santiago</b>	3,029,871.0	268,788.3	546,270.1	666,500.2	4,511,429.6
<b>2002 Edwards</b>					-
<b>Chile</b>	3,651,886.7	460,609.6	466,430.4	626,964.8	5,205,891.5
<b>Santander</b>	4,710,930.2	962,610.1	697,375.9	1,128,995.1	7,499,911.3
<b>Santiago</b>					-
<b>2003 Edwards</b>					-
<b>Chile</b>	4,230,910.9	264,658.3	327,624.5	656,035.4	5,479,229.1
<b>Santander</b>	6,496,174.1	624,495.7	391,948.7	1,107,876.7	8,620,495.2
<b>Santiago</b>					-
<b>2004 Edwards</b>					-
<b>Chile</b>	4,634,007.1	506,286.6	327,611.1	541,132.3	6,009,037.1
<b>Santander</b>	5,624,336.6	582,578.7	485,881.2	841,058.5	7,533,855.0
<b>Santiago</b>					-
<b>2005 Edwards</b>					-
<b>Chile</b>	5,121,878.0	600,858.2	407,538.4	423,699.9	6,553,974.5
<b>Santander</b>	6,712,474.3	1,118,217.4	990,529.4	753,390.0	9,574,611.1
<b>Santiago</b>					-
<b>2006 Edwards</b>					-
<b>Chile</b>	6,347,359.6	607,143.2	270,702.5	570,179.8	7,795,385.1
<b>Santander</b>	7,066,490.2	1,639,842.4	716,029.5	743,704.7	10,166,066.8
<b>Santiago</b>					-

(Fuente : Elaboración Propia)

**TABLA.(12.)**

**VALOR PRESENTE DE LA DEUDA**

	Hasta 1 Año	De 1 a 3 Años	De 3 a 6 Años	Más de 6 Años	TOTAL
<b>1998 Edwards</b>	1,516,625.0	103,267.7	290,163.1	645,825.6	2,555,881.4
<b>Chile</b>	2,042,234.9	368,461.7	896,963.0	1,268,406.1	4,576,065.7
<b>Santander</b>	2,484,901.0	193,791.5	506,840.6	1,560,366.6	4,745,899.7
<b>Santiago</b>	2,843,103.9	380,060.3	833,445.6	2,280,615.7	6,337,225.5
<b>1999 Edwards</b>	1,389,862.22	100,979.13	208,979.87	469,235.31	2,169,056.5
<b>Chile</b>	2,178,053.4	379,049.3	464,286.9	832,567.5	3,853,957.0
<b>Santander</b>	2,670,158.3	151,080.8	536,716.8	615,766.5	3,973,722.5
<b>Santiago</b>	2,766,314.6	290,529.3	516,460.3	1,445,934.8	5,019,239.0
<b>2000 Edwards</b>	1,603,305.41	126,228.88	228,691.15	501,978.88	2,460,204.3
<b>Chile</b>	2,637,106.10	350,797.37	394,042.17	874,886.13	4,256,831.8
<b>Santander</b>	2,629,842.13	215,673.71	541,554.40	951,273.30	4,338,343.5
<b>Santiago</b>	2,708,986.7	284,454.6	523,416.0	1,424,609.3	4,941,466.6
<b>2001 Edwards</b>	1,561,629.8	145,872.3	256,941.3	589,644.0	2,554,087.5
<b>Chile</b>	2,782,015.7	323,985.6	462,993.9	1,057,587.7	4,626,582.9
<b>Santander</b>	2,999,297.3	202,330.4	508,241.5	990,057.6	4,699,926.7
<b>Santiago</b>	3,226,205.6	366,805.6	1,017,333.2	1,241,242.6	5,851,587.1
<b>2002 Edwards</b>					
<b>Chile</b>	3,805,264.9	521,715.3	598,395.6	804,351.7	5,729,727.6
<b>Santander</b>	4,908,788.3	1,090,316.0	894,684.9	1,448,426.5	8,342,215.7
<b>Santiago</b>					
<b>2003 Edwards</b>					
<b>Chile</b>	4,367,991.4	297,701.5	414,542.9	830,087.4	5,910,323.2
<b>Santander</b>	6,706,649.1	702,469.6	495,933.5	1,401,810.8	9,306,863.1
<b>Santiago</b>					
<b>2004 Edwards</b>					
<b>Chile</b>	4,745,222.3	561,651.4	403,178.3	665,954.8	6,376,006.7
<b>Santander</b>	5,759,319.7	646,286.8	597,958.3	1,035,068.4	8,038,633.2
<b>Santiago</b>					
<b>2005 Edwards</b>					
<b>Chile</b>	5,287,825.8	675,880.6	515,659.5	536,108.9	7,015,474.8
<b>Santander</b>	6,929,957.5	1,257,839.4	1,253,329.1	953,272.1	10,394,398.0
<b>Santiago</b>					
<b>2006 Edwards</b>					
<b>Chile</b>	6,499,695.2	673,537.7	333,141.9	701,703.0	8,208,077.9
<b>Santander</b>	7,236,085.0	1,819,173.7	881,197.5	915,256.9	10,851,713.0
<b>Santiago</b>					

(Fuente: Elaboración Propia)

### iii. CALCULO DEL COSTO CAPITAL ( $K_e$ )

Se utiliza la metodología CAPM.

$$K_e = R_f + (\beta L)(MRP) \dots (1)$$

#### A. Tasa libre de riesgo ( $R_f$ )

Como tasa libre de riesgo se utilizó como base los PRC del Banco central de Chile a 20 años. El cual da un promedio de 6.37%

#### B. Prima por riesgo de Mercado ( $MRP$ )

El premio por riesgo se calcula a partir de la tasa promedio histórica de los Estados Unidos que es de 4.91%, (Moody's Long Term Rating) ajustada con la clasificación de Riesgo País de Chile que en este caso clasifica como A1, vale decir, 1.05%, dado como Premio de Riesgo Total 5.96% (Damodaran).

#### C. Riesgo sistémico apalancado – Beta Apalancado ( $\beta L$ )

El Beta Apalancado se calcula mediante la siguiente fórmula.

$$\beta L = (\beta U)[1 + (1 - t)(D/P)] \dots (2)$$

Donde D/P es el ratio de Deuda sobre Patrimonio a Valor de Mercado, (lo calculamos de los valores de la Deuda y el Patrimonio estimados anteriormente),  $t$  es el tipo impositivo que grava los beneficios de la empresa y el coeficiente Beta sin considerar el financiamiento.



Tabla J2 .- Betas Anuales sin apalancamiento (BU) :

<b>BANCO</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Edwards	0.98	0.98	0.98	0.98					
Chile	0.51	0.51	0.51	0.51	0.64	0.64	0.64	0.56	0.56
Santander	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.49	0.49
Santiago	0.54	0.54	0.54	0.54					

(Fuente: Yahoo Finance)

Tabla K2 .Ratio D/P

<b>BANCO</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Edwards	4.4	3.2	7.4	4.9					
Chile	3.7	2.4	1.8	2.4	3.4	2.5	2.3	2.5	2.2
Santander	3.2	2.7	2.9	2.1	2.7	2.9	2.0	2.2	1.8
Santiago	5.3	3.4	3.4	3.1					

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla L2. Impuesto a la Renta.

<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%

(Fuente: Banco Central de Chile)

Tabla M2. Beta Apalancado (BL)

<b>BANCO</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Edwards	4.67	3.67	7.12	5.10					
Chile	2.27	1.67	1.38	1.67	2.69	2.14	2.04	1.88	1.74
Santander	2.62	2.36	2.46	1.94	2.34	2.47	1.87	1.58	1.39
Santiago	3.25	2.25	2.29	2.10					

(Fuente: Elaboración Propia)

Tabla N2. Beta Apalancado (BU)

<b>BANCO</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Edwards	35%	29%	49%	37%					
Chile	20%	16%	15%	16%	23%	19%	19%	18%	17%
Santander	22%	21%	21%	18%	20%	21%	18%	16%	15%
Santiago	26%	20%	20%	19%					

(Fuente: Elaboración Propia)

#### iv. CALCULO DEL COSTO PONDERADO PROMEDIO DE CAPITAL (WACC)

Se utiliza la siguiente fórmula:

$$WACC = Rdx(1-T)x(D/V) + Kex(P/V) \dots (3)$$

**DONDE:**

*Rd*: Costo de la Deuda.

*T*: Tasa de Impuesto.

*D*: Deuda a valor de mercado

*P*: Patrimonio a valor de mercado.

*V*: Suma de *B* y *P*

*Ke*: Costo del patrimonio (rentabilidad exigida por los accionistas)

El costo de la deuda se calcula con el promedio de la tasa de interés con el cual se llevó la a valor presente (valor de mercado) la deuda de cada entidad bancaria (corto y largo plazo), para este caso se utilizó los valores que se muestran en la tabla

La distribución de Deuda y Patrimonio se muestra a continuación:

Tabla O2. Distribución de la proporción Deuda y Patrimonio

Año	<i>Edwards</i>		<i>Chile</i>		<i>Santander</i>		<i>Santiago</i>	
	Deuda	Patrimonio	Deuda	Patrimonio	Deuda	Patrimonio	Deuda	Patrimonio
1998	0.87	0.13	0.87	0.13	0.84	0.16	0.91	0.09
1999	0.81	0.19	0.76	0.24	0.78	0.22	0.82	0.18
2000	0.90	0.10	0.70	0.30	0.79	0.21	0.82	0.18
2001	0.86	0.14	0.75	0.25	0.72	0.28	0.80	0.20
2002			0.79	0.21	0.75	0.25		
2003			0.73	0.27	0.76	0.24		
2004			0.71	0.29	0.68	0.32		
2005			0.72	0.28	0.69	0.31		
2006			0.69	0.31	0.65	0.35		

(Fuente: Elaboración Propia)

Con los datos obtenidos anteriormente calculamos el WACC reemplazando los datos en la fórmula (3)

Tabla P2. Costo Ponderado Promedio de Capital (WACC)

	Edwards	Chile	Santander	Santiago
1998	20.53%	18.23%	18.85%	18.79%
1999	13.68%	11.29%	12.21%	11.61%
2000	13.17%	10.61%	11.64%	11.00%
2001	9.44%	10.08%	10.91%	10.29%
2002	-	7.81%	8.05%	
2003		7.61%	7.63%	
2004		7.27%	7.52%	
2005		7.41%	7.22%	
2006		8.32%	8.13%	

(Fuente: Elaboración Propia)

## v. CALCULO DEL EVA

Se utiliza la fórmula :

$$EVA = (ROE - WACC) \times CAPITAL$$

Tabla P2: Retorno sobre la Inversión (ROE)

	<b>EDWARDS</b>	<b>UCHILE</b>	<b>SANTANDER</b>	<b>SANTIAGO</b>
1998	12.0%	17.5%	12.5%	15.4%
1999	-3.1%	16.2%	16.0%	11.6%
2000	1.4%	19.6%	19.9%	17.9%
2001	4.2%	14.4%	21.2%	22.0%
2002		8.2%	16.3%	
2003		18.8%	20.3%	
2004		22.6%	19.3%	
2005		33.2%	33.5%	
2006		33.6%	35.1%	

(Fuente : SBIF)

Tabla Q2.- Valor Económico Agregado.

	<b>EDWARDS</b>	<b>CHILE</b>	<b>SANTANDER</b>	<b>SANTIAGO</b>
1998	(7,393.92)	(1,488.30)	(15,701.13)	(12,459.82)
1999	(22,275.19)	10,878.08	9,620.65	(55.91)
2000	(25,626.13)	20,947.74	21,882.80	26,901.66
2001	(18,403.79)	10,269.83	28,192.94	47,298.50
2002	-	2,062.69	57,615.45	-
2003	-	53,798.81	89,239.66	-
2004	-	75,948.65	84,569.62	-
2005	-	132,148.55	196,040.10	-
2006	-	140,230.87	205,472.17	-

(Fuente: Elaboración Propia)