



Universidad de Valparaíso
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Escuela de Auditoría

“Fusiones y adquisiciones, una herramienta para generar valor. Estudio de caso: Fusión AFP Argentum con AFP Cuprum, realizada el 01 de enero de 2015”.

Tesis para optar al Título de Contador Público Auditor y al Grado de Licenciado en
Sistemas de Información Financiera y Control de Gestión.

Tesista: María Alejandra Venegas Santos

Profesora Guía: Karime Chahuán Jiménez

Valparaíso, 2019

Tabla de contenido:

| | |
|---|----------|
| Resumen | 4 |
| Capítulo I: Marco teórico | |
| 1.1 Antecedentes generales..... | 5 |
| 1.2 Chile, un actor importante en el mercado de F&A latinoamericano..... | 5 |
| 1.3 Fusiones y adquisiciones | 6 |
| 1.3.1 Definición de fusión | 6 |
| 1.3.2 Clasificación de las fusiones..... | 7 |
| 1.3.2.1 Según su estructura societaria | 7 |
| 1.3.2.2 Según la estrategia por la que se realiza | 8 |
| 1.3.3 Adquisición de empresas..... | 9 |
| 1.3.4 Motivos para una fusión y adquisición | 9 |
| 1.4 El valor en la empresa y la generación de valor | 12 |
| 1.4.1 Las fusiones y adquisiciones como estrategia para generar valor | 14 |
| 1.5 EVA: Valor económico añadido, un indicador de creación de valor | 17 |
| 1.5.1 Ventajas del EVA | 17 |
| Capítulo II: Antecedentes de la Investigación | |
| 2.1 Problema de investigación | 18 |
| 2.2 Objetivos | 19 |
| 2.2.1 Objetivo general | 19 |
| 2.2.2 Objetivos específicos..... | 19 |
| 2.3 Metodología | 20 |
| 2.3.1 Etapas de la investigación | 20 |
| Capítulo III: Análisis Documental | |
| 3.1 Recopilación de antecedentes..... | 25 |
| 3.1.1 Fusión como estrategia | 27 |
| 3.1.2 Etapas fusiones y adquisiciones..... | 28 |

| | |
|---|-----------|
| 3.1.3 Sinergias operacionales | 30 |
| 3.1.4 Sinergias Financieras | 32 |
| 3.2 Etapa de Pre-fusión, segundo semestre año 2012 | 34 |
| 3.2.1 Descripción de las compañías a valorar | 34 |
| 3.2.1.1 AFP Cuprum..... | 34 |
| 3.2.1.2 Principal Institucional Chile S.A. (PIC) | 36 |
| 3.2.2 Inicio relación entre AFP Cuprum y PIC | 37 |
| 3.2.3 Cronología de la fusión..... | 37 |
| 3.2.4 Términos y condiciones Fusión Principal Institucional Chile S.A. y Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A | 39 |
| 3.2.5 Proceso de Fusión de PIC con su filial AFP Cuprum | 40 |
| 3.2.5.1 Contextualización de la operación | 40 |
| 3.2.6 Valoración económica de las Sociedades pre-fusión a junio de 2014..... | 45 |
| 3.2.6.1 Metodología de valoración..... | 45 |
| 3.2.6.2 Método de flujos de caja descontados..... | 45 |
| 3.2.6.3 Supuestos financieros valorización PIC | 47 |
| 3.2.7 Análisis proyecciones | 50 |
| 3.2.8 Cálculo del EVA en la etapa de Pre-fusión | 53 |
| 3.3 Etapa Post-fusión | 54 |
| 3.3.1 Cálculo EVA para el año 2015..... | 65 |
| 3.3.2. Razones para la fusión de Principal y su filial Cuprum | 66 |
| 3.4. Goodwill tributario..... | 67 |
| 3.4.1 Goodwill tributario de Administradora de Pensiones Cuprum S.A..... | 68 |
| 3.4.2 Impuesto diferido de Administradora de Pensiones Cuprum S.A..... | 68 |
| Capítulo IV: Resultados y Conclusiones de la Investigación | |
| 4.1 Discusión de Resultados | 70 |
| 4.2 Conclusiones..... | 74 |
| Bibliografía | 76 |
| Anexos | 80 |

Resumen

La presente investigación tiene como propósito principal analizar la fusión de empresas como una estrategia que permite la creación de valor en el sistema financiero chileno. Proporcionando conocimiento y realidad del proceso que siguen las empresas para fusionarse, mediante un estudio de caso.

La metodología utilizada es de tipo cualitativa. La base de obtención de información es a través de análisis documental. Se describe el proceso de fusión de AFP Argentum y AFP Cuprum, para conocerlo en profundidad y así obtener un mayor entendimiento de sus causas.

La principal conclusión es que las fusiones y adquisiciones son una estrategia corporativa que permite la creación de valor. Esta creación va a depender, principalmente, a las metas propuestas por la empresa que está evaluando tal estrategia. Las posibles sinergias y valor a crear no son necesariamente conseguibles para todos los casos de fusiones y adquisiciones. Es así como al establecer metas, éstas deben ser lo más real posible, y no generando falsas expectativas.

Capítulo I: Marco teórico

1.1 Antecedentes generales:

La globalidad que ha experimentado la economía, mezclado a las altas exigencias internacionales y nacionales en cuanto a la competitividad, han motivado a las empresas a buscar estándares elevados de nuevos negocios, así nacen las fusiones y adquisiciones, como una forma de desarrollo externo.

Las empresas buscan alcanzar diversos objetivos con esta estrategia, sin embargo, el más importante es, hacer crecer el negocio. Por lo tanto, buscan alianzas que le permitan convertirse en entidades financieras más fortalecidas. Permitiendo que las empresas mezclen sus recursos y al juntarlo, éstos adquieran un mayor valor, generándose así las sinergias.

1.2 Chile, un actor importante en el mercado de Fusiones y Adquisiciones latinoamericano:

El mercado de fusiones y adquisiciones latinoamericano en el año 2017 concretó 974 acuerdos, registrando inversiones por USD 80.523 millones. Esta actividad registró una pequeña disminución respecto del volumen del año 2016, en un 15%. El mercado chileno representó un 9% del total de acuerdos, es decir, éste sumó 92 transacciones del total de acuerdos latinoamericano, lo que significa una reducción del 26% respecto del año 2016. Si bien las cifras del año 2017 son menores respecto del año 2016, no lo son tanto respecto al año 2015. Durante el año 2015 se completaron 997 acuerdos de fusiones y adquisiciones en el mercado latinoamericano con una inversión total de USD 80.900 millones.

Las transacciones son posibles de agrupar por sectores económicos, entre las principales se encuentran: **energía y recursos naturales** con 28 acuerdos (30% de los acuerdos), **manufactura** con 19 acuerdos (21% de los acuerdos) y **consumo masivo** con 14 acuerdos (15% de los acuerdos).

En relación a los montos totales, el sector más significativo fue el de **manufactura** con USD 1.417 millones.

De las inversiones realizadas en Chile durante el año 2017, el 61% corresponde a transacciones realizadas a través de capitales latinoamericanos, es decir, 56 acuerdos, de las mismas, de ese porcentaje (61%) el 91% fue concretado por inversores de origen

chileno, es decir, 51 acuerdos y el 9% restante fue concretado con Brasil, Perú, Uruguay, Costa Rica y Puerto Rico, un acuerdo por cada país. Respecto del resto de las operaciones, 18% fue completado por capitales norteamericanos (16 acuerdos), 16% por inversiones europeos junto con el Medio Oriente (15 acuerdos) y el restante 4% por capitales originados en Asia y el Pacífico (4 acuerdos). También, existe un 1% que corresponde a un acuerdo del que se desconoce el origen del capital (Informe Anual de Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica, 2017).

En relación a lo anterior, es importante destacar lo señalado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en su informe “La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2017”, donde plantea que Chile durante el año 2017 se situó en el lugar 5 dentro de las principales economías receptoras de inversión extranjera directa (IED) a nivel latinoamericano y caribe. Los ingresos registrados son por USD 6.419 millones. Esta cifra representa una caída de 48,1% respecto al año 2016. En el mismo informe se señalan diversas razones que han contribuido a la caída de inversión durante el año 2017, dentro de las causas de esta baja, se encuentra la postura de las autoridades de China quienes han restringido las salidas de inversión extranjera directa. Además, la gran expansión de las empresas digitales, que requieren una menor inversión en activos tangibles para crecer a escala internacional, lo que ha hecho disminuir las fusiones y adquisiciones transfronterizas.

Si bien en Chile la caída prolongada de las inversiones está relacionada con el descenso del precio del cobre entre los años 2011 a 2016, como con el exceso de capacidad que se generó durante el periodo de precios altos, se espera que para el año 2018 el flujo de inversión extranjera aumente en el sector de energías renovables y, por otro lado, las mejores perspectivas que se esperan en el precio del cobre, aumentando así la producción minera y la rentabilidad de nuevos proyectos.

1.3 Fusiones y adquisiciones:

1.3.1 Definición de fusión:

En las finanzas una fusión consiste en una transacción que constituya una unidad económica a partir de dos o más unidades anteriores. También como la creación de una sociedad a partir de dos o más sociedades existentes que traspasan su patrimonio en

bloque a la de nueva creación. O absorción de dos o más sociedades por otra ya existente que adquiere el patrimonio de las extinguidas (Ubeda, 2004).

Económicamente se define a una fusión como el resultado de la unión de una o varias sociedades para formar una sociedad nueva, y con una personalidad jurídica distinta e independiente.

Contablemente una fusión es la operación en la cual se reúne una o más empresas separadas, en una sola entidad económica, donde recaen los derechos a administrar los activos netos, operaciones y deberes de ambas empresas.

Legalmente y de acuerdo con el artículo 99° de la Ley sobre Sociedades Anónimas 18.046, “La fusión consiste en la reunión de dos o más sociedades en una sola que las sucede en todos sus derechos y obligaciones, y a la cual se incorpora la totalidad del patrimonio y accionistas de los entes fusionados”. Se distingue, además, en este artículo los distintos tipos de fusiones:

- a) Fusión por creación, cuando el activo y pasivo de dos o más sociedades que se disuelven, se aporta a una nueva sociedad que se constituye.
- b) Fusión por incorporación, cuando una o más sociedades que se disuelven, son absorbidas por una sociedad ya existente, la que adquiere todos sus activos y pasivos.

1.3.2 Clasificación de las fusiones

1.3.2.1 Según su estructura societaria

Fusión por creación: consiste en la unión de dos o más compañías para la creación de una nueva sociedad, a la cual cada una aporta la totalidad de su patrimonio y produce la disolución anticipada de cada una de estas (Maquieira, 2010).

Fusión por absorción: cuando la fusión resulta de la absorción de una o varias compañías por otra ya existente. Implica la disolución de las compañías absorbidas, las cuales desaparecen después de haber transferido la totalidad de sus patrimonios a la sociedad absorbente (Maquieira, 2010).

1.3.2.2 Según la estrategia por la que se realiza

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 (Boletín Fusiones, 2008).

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 convienen 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 (Boletín fusiones, 2008).

Fusiones de diversificación (conglomerado): Dos empresas operando en sectores económicos no relacionados. Se distinguen tres tipos (Boletín fusiones, 2008):

- a) Expansión de productos: Consiste en aumentar las líneas de producto de las empresas.
- b) Expansión de área geográfica: Expandir territorio de operación.
- c) Puro conglomerado: Toda otra fusión del tipo conglomerado que no incluye ninguna de las otras dos clases y su objetivo final sea lograr diversificación.

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 aun no perteneciendo a un mismo sector, tienen en común un mismo canal de distribución, o un mercado de consumo convergente (Boletín fusiones, 2008).

Existe otra clasificación, que el auto Germán Pinto Perry basándose en la legislación entrega:

- i. Fusión perfecta: Estas nacen gracias a determinados actos definidos expresamente en la legislación comercial. En estas fusiones se aportan los activos y pasivos de

una o varias empresas a otra, quien se convierte en la continuadora legal de las absorbidas. Lo mismo ocurre cuando dos o más empresas se unen para formar una nueva entidad y mueren las primeras.

- ii. Fusión imperfecta: Estas se producen a consecuencia de un acto jurídico, donde una empresa compra el total del patrimonio de otra. En esta situación se produce la fusión por absorción, de los activos y pasivos, por el sólo ministerio de la ley, vale decir al establecerse la compra del total de patrimonio se absorben los recursos y obligación del adquirido. Por lo tanto, en este caso, la fusión se da como consecuencia y no por un hecho jurídico expreso.

1.3.3 Adquisición de empresas:

Es una estrategia corporativa donde la gerencia general se ocupa de adquirir otras empresas. Una adquisición consiste en la compra del paquete accionario de control de otra sociedad, sin realizar la fusión de sus patrimonios (Españeira; Sheldon & Asociados, 2008).

Las adquisiciones, son una decisión de inversión, vale decir, entregar recursos con la esperanza de recibir ingresos futuros que permitan recuperar los fondos invertidos y obtener, además, un beneficio (Españeira; Sheldon & Asociados, 2008).

La mayoría de las veces son amistosas, es decir, una empresa hace una oferta a una empresa objetivo, y ambas llegan a un acuerdo en relación al precio y a la forma en que se dirigirá la operación.

Existen, también las adquisiciones hostiles, donde la operación no cuenta con la aprobación de los directivos de la empresa objetivo. Los grandes beneficiados serán los accionistas al recibir un precio mayor al valor de sus acciones en el mercado.

1.3.4 Motivos para una fusión y adquisición:

En la literatura existe una serie de motivaciones para llevar a cabo una fusión y adquisición (Maquieira, 2010).

a) Sinergias:

En esta teoría tanto los administrados de las empresas objetivos como de las compradoras, realizan fusiones y adquisiciones si y sólo si ésta entrega beneficios para ambos grupos de

accionistas. La sinergia se da cuando al fusionar A y B resulta una empresa C que dispone de un valor mayor al de la empresa A o B por separado.

Las sinergias pueden ser operacionales o financieras.

- i. Sinergia operacional: en general se puede producir por un mejoramiento en los ingresos por venta de la empresa o una reducción de costos, ya sea por economías de escala o ámbito.
- ii. Sinergia financiera: ésta se refiere a reducir los costos de capital debido a menos costos por financiamiento. Este beneficio es un tema muy controvertido. Puede ocurrir que la empresa adquiriente tenga exceso de flujos de caja y la adquirida, altas oportunidades de crecimiento con déficit de flujo de caja para las nuevas inversiones. Por lo tanto, los flujos de caja internos son más baratos que el financiamiento externo, lo que se traduciría en una disminución en el costo de capital asociado a las nuevas inversiones de la empresa adquirida. Esto se conoce como ventajas del mercado de capital interno en fusiones (Stulz, 1994).

b) Problemas de agencia

Esta teoría explica que las fusiones y adquisiciones ocurren porque permiten aumentar los beneficios administrados de las firmas adquirientes a expensas de sus accionistas.

Una relación de agencia implica un contrato bajo el cual una o más personas (principal) contratan a otra persona (agente) con el objetivo que desarrolle cierto servicio o actividad, la que requiere la delegación de algunas decisiones dándole poder al agente (Jensen & Meckling, 1976).

El conflicto se ocasiona cuando el gerente tiende a apropiarse de los recursos de la empresa, con fines personales. Además, el conflicto se intensifica cuando disminuye la propiedad de acciones en manos del administrador, que hace disminuir los incentivos a nuevos proyectos rentables.

Según la literatura, la separación de la propiedad entre accionista y administrador provoca que sus intereses difieran, ocurriendo los problemas de agencia. Estos problemas se ven reflejados en empresas que realizan fusiones y adquisiciones, no para obtener sinergias,

sino más bien para aumentar el tamaño de la firma para disminuir los riesgos no diversificables de los administradores.

c) Diversificación

Se refiere a la toma de decisión de emprender nuevos proyectos, desarrollar nuevos productos, entrar en nuevos mercados, etc. Uno de los mecanismos utilizados por las empresas en la diversificación, es la fusión por conglomerado, en donde dos compañías no relacionadas operacionalmente se fusionan. El problema resulta porque es más simple y barato que el accionista se diversifique comprando acciones en diferentes compañías, que realizando la fusión de empresas.

d) Redistribución

La redistribución es otra motivación para las F&A, dentro de ella se encuentran:

- i. Ganancias impositivas: empresas que mantienen pérdidas acumuladas son adquiridas por empresas con un alto nivel de ganancias. La idea es reducir los beneficios y por ende su pago de impuestos. Los beneficios pueden variar dependiendo la legislación vigente de cada país.

En Chile existe el *goodwill tributario*, éste se produce en la fusión impropia de sociedades cuando el valor de la inversión total en la adquisición de la sociedad absorbida es superior a su capital propio tributario.

La ley tributaria establece que el menor valor generado en este proceso se debe distribuir entre los activos no monetarios que recibe la sociedad absorbente hasta su valor de mercado. Este exceso puede ser amortizado como gasto tributario en un periodo de 10 años, sin embargo, con la reforma tributaria, desde el presente año 2015 esta diferencia debe ser registrada como un activo intangible, castigable sólo a la disolución o término de giro de la sociedad.

Las fusiones realizadas desde el 1 de enero de 2015 tienen este nuevo tratamiento. Excepcionalmente aquellas iniciadas el 2014 y concluidas el 2015 gozarán del tratamiento tributario anterior a la reforma.

- ii. Poder de mercado: el aumento de poder de mercado está altamente limitado por la regulación de monopolios, no obstante, no deja de existir el incentivo por concentrar mayor poder de mercado en una industria.
- iii. Redistribución entre accionistas: se refiere a la subvaloración de la empresa adquirida. Cuando los accionistas adquieren acciones en el mercado a un precio inferior al de su precio intrínseco, se logra una ganancia inmediata para los accionistas de la empresa adquirente.

e) *Hubris* (Méndez e Hinojosa, 2015)

Esta teoría señala que las F&A pueden ser motivadas por erros administrativos y, por lo tanto, no se generen ganancias sinérgicas. Al tomar el control de una empresa al menos una pequeña parte del gran incremento en precios observados en las acciones de la firma objetivo, podría representar el premio generado por la toma de control lo que hace sobrestimar el incremento en el valor económico de la empresa combinada.

Es posible que los compradores (administradores) manifiesten “autoconfianza” sobre sus valoraciones, ya sea por su experiencia, etc. y se convencen a sí mismos que la valoración es correcta y, por lo tanto, se contaminan por hubris.

f) *“Know How”* (Maquieira, 2010).

En algunas empresas los principales activos son el conocimiento, habilidad y experiencia del personal. En estos casos, la capacidad de trabajar en equipo, el “know how” incorporado en el trabajo continuado de muchas personas en una empresa determinada, el talento de los innovadores o la capacidad de gestión de los directivos son factores que pueden impulsar una decisión de fusión en las empresas.

1.4. El valor en la empresa y la generación de valor

El valor en la empresa es el valor del conjunto de elementos, materiales, inmateriales y humanos que integran la empresa, por lo tanto, el valor está dado por su posición financiera y las expectativas de los beneficios que genere en el futuro (Bonmatí, 2011).

Un objetivo primordial en las empresas es la maximización de su valor global, en este contexto es, para el director financiero una responsabilidad constante la estimación del valor

de la empresa. Dada la fuerte competitividad entre las empresas es necesario planear estratégicamente el futuro de ésta (Acosta, 2014).

Por lo tanto, la búsqueda de maximizar el valor global, no sólo se refiere al accionista, sino que, además de éste, a los empleados, directores, clientes, proveedores, inversores, aliados, etc., es de esta manera que la creación de valor se ha vuelto un objetivo imperativo en todas las empresas.

Respecto a los métodos de valoración es importante saber que debido a la heterogeneidad que existe en el mercado, nunca una empresa es idéntica a otra, incluso siendo del mismo tamaño, realizando la misma actividad o perteneciendo a la misma industria. Por lo tanto, para valorar una empresa en su conjunto, y habiendo una variedad de métodos susceptibles de utilizar, la elección del método dependerá de los objetivos que se persiguen con la valoración. Sin embargo, cualquiera que sea el motivo de la valoración, en definitiva, lo que se busca valorar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la empresa (Medina, 2006).

En cuanto a valorizar la empresa, es común utilizar el método del flujo de caja descontado, que consiste en que, a partir de la información financiera y estratégica del negocio, junto con las condiciones esperables del entorno en que éste participa, se proyectarán los flujos de caja que es posible que el negocio genere en el futuro, estimando una tasa de costo de capital. Así, los flujos de caja esperados se descuentan a la tasa de costo de capital estimada para obtener el valor presente del activo.

Entre los métodos más utilizados, en cuanto a crear y cuantificar el valor creado, se pueden señalar- lo que no excluye que se pudieran utilizar otros métodos- el EVA valor económico agregado; VMA valor de mercado agregado; FEL flujo efectivo de libre disposición.

Es necesario señalar que el valor y la creación de valor son conceptos diferentes por cuanto el valor de una empresa puede ser muy alto, respecto de sus valores contables, o en comparación a otras empresas y, sin embargo, puede estar destruyendo valor. En términos generales, una empresa crea valor cuando la rentabilidad económica generada es mayor al costo de sus recursos económicos o capital (Li, 2010).

La creación de valor se refiere a expectativas futuras, que son inciertas, por lo que la rentabilidad económica esperada está asociada a un nivel de riesgo que se debe controlar, conocer y asumir.

1.4.1 Las fusiones y adquisiciones como estrategia para generar valor:

La globalización ha propiciado que, en las últimas décadas, las empresas empleen una serie de estrategias para mantenerse y crecer en este nuevo entorno altamente competitivo. Bajo este prisma es que se han venido realizando acuerdos y alianzas que buscan mayor participación, ingresos a nuevos mercados, acceso a modernas tecnologías, etc. Es así, como surgen las fusiones y adquisiciones de empresas, donde los resultados esperados son mayor eficiencia, mayor innovación y una mejor posición en el mercado.

Cuando una empresa desea crecer puede hacerlo de las siguientes formas:

- i. Crecimiento interno: Se refiere a inversiones en propiedades, plantas y equipos.
- ii. Crecimiento externo: Las fusiones y adquisiciones permiten a la empresa expandirse y fortalecerse, como también posicionarse en el mercado.

Las empresas que realizan fusiones y adquisiciones están llevando a cabo una estrategia de tipo económica, específicamente una inversión, en donde se entregan recursos, con la expectativa que dicha inversión genere beneficio. Siendo el objetivo, el crecimiento externo para reforzar la presencia en los mercados, aprovechar sinergias derivadas de este tipo de operación, aumento de competitividad para llevar a cabo estrategias de internacionalización e incrementar su valor bursátil, superando así la medida de sus principales competidores (Saavedra; Luna & Saavedra, 2013).

En la literatura se han analizado los efectos reales que las fusiones y adquisiciones han provocado en diversas variables de la empresa, generando valor en ella:

a) Empleo:

El efecto neto de una F&A sobre la demanda de trabajo es ambiguo. Por un lado, reducirá el empleo, al producir sinergias y compartir departamentos, proveedores y clientes. Además, permitirá incumplir los contratos laborales fijados con anterioridad que obstaculizaban el despido (Shleifer, 1987). Por otro lado, si la fusión aumenta significativamente la eficiencia de la empresa resultante, conducirá a mejoras en los productos y a desplazamientos en la demanda, repercutiendo positivamente en el empleo.

Un mayor poder de mercado de la nueva empresa podrá requerir también mayor fuerza laboral.

Las partes involucradas en F&A experimentaron un mayor incremento en la calidad del capital humano, en términos de mayor experiencia y educación (Siegel, 2006).

b) Precio de las acciones:

La mayoría de estudios encuentran ganancias significativas para los accionistas de la empresa adquirida. Las ganancias se producen tras el anuncio de la operación, incluso si ésta no llega a concretarse, debido a la anticipación del mercado de valores ante una futura adquisición exitosa.

c) Poder de mercado:

Las F&A que crean o refuerzan el poder de mercado permiten a la empresa resultante y a sus rivales aumentar los precios. Este incremento en los precios se reflejará en un aumento del valor del capital de las empresas rivales en el momento del anuncio. La actuación de una política antimonopolio dañará a las empresas rivales, al prevenir la subida de precios de sus productos, y por tanto el valor del capital de las empresas rivales caerá al anunciarse una política de este tipo. Existe controversia sobre si esta teoría se cumple o no. Eckbo (1983) afirma que los accionistas de empresas rivales involucradas en fusiones horizontales obtuvieron retornos positivos fuera de lo común cuando se anunciaron las fusiones. Pero rechaza la hipótesis de poder de mercado, al considerar que los retornos aumentaron porque el anuncio aportó nueva información acerca de un posible incremento en eficiencia de las empresas de una industria a través de la consolidación.

d) Beneficios / rentabilidad:

No todos los tipos de F&A generan la misma rentabilidad. Las fusiones horizontales y las relacionadas con los negocios tienden a ser más rentables que los conglomerados.

La fusión horizontal lleva a precios un 1,5% mayores de lo que habrían sido sin operación, mientras que la fusión no horizontal lleva en general al resultado opuesto: reducciones de entre un 2,5 y 3,1% en el precio (Steward, 1992).

e) Tasa de crecimiento

Los estudios empíricos sugieren que, en general, las tasas de crecimiento de las empresas fusionadas no varían (McDougall 1986, Cosh 1980), o decrecen ligeramente (Peer, 1980)

tras la operación, pero raramente se observan tasas de crecimiento interno positivas en las empresas fusionadas.

f) Productividad:

La productividad se incrementará si la reducción en el empleo es superior a la reducción en la producción. Generalmente, la transferencia de activos resulta en incrementos en productividad, en la medida en que son transferidos a aquellos que los pueden gestionar de manera más eficiente.

La mayoría de F&A parecen mejorar la productividad, aunque existen ciertas excepciones.

Por lo tanto, las F&A son fundamentalmente una estrategia de crecimiento más ágil que el crecimiento interno, que se toma como una opción cuando las empresas tienen una adecuada generación de fondos, liquidez, estabilidad y solvencia superiores a las demás empresas del mercado, lo cual genera un excedente que puede ser utilizado para abordar nuevos mercados (Martínez & López, 2003).

El fenómeno de las F&A es un síntoma de los cambios económicos actuales que exigen a las empresas cada vez mayor eficacia y competitividad.

1.5 EVA: Valor económico añadido, un indicador de creación de valor:

“EVA es la Utilidad Operacional Neta menos un cargo apropiado por el costo de oportunidad de todo el capital invertido en una empresa. Como tal el EVA es una estimación de la verdadera utilidad “económica”, o del monto en el cual las ganancias superan o quedan bajo la tasa mínima requerida de retorno que los inversionistas obtendrían invirtiendo en otros activos de riesgo comparable” (Stern Stewart & Co., 1998)

El valor económico agregado EVA (en inglés, Economic Value Added) es un instrumento e indicador de gestión creado por la empresa Stern Stewart & Co., es usado de manera frecuente en toda empresa, provocando en los administradores que deben velar por la maximización de valor en la empresa.

El EVA es un indicador que permite medir el rendimiento financiero de una empresa a nivel de empresa o de unidad estratégica, calculando y evaluando la riqueza generada, teniendo en cuenta el riesgo con que se opera y el costo alternativo de los recursos utilizados.

1.5.1 Ventajas del EVA

El EVA pretende solucionar limitaciones que presentan los indicadores financieros tradicionales, a saber:

- i. Se puede calcular en cualquier empresa, no es necesario que cotice en la bolsa.
- ii. Se aplica tanto a la empresa en general como a unidades estratégicas.
- iii. Considera el riesgo con que opera la empresa, dada la incertidumbre presente en el mercado.
- iv. Permite la comparación entre empresas. Dado los procesos de globalización y apertura de los mercados es muy necesario contar con indicadores que faciliten procesos de Benchmarking entre las empresas.
- v. No está limitado por principios contables y normas de validación, es por esto que Stewart acepta una serie de ajustes contables, con el objeto de eliminar las transacciones que se pueden distorsionar la medición de generación de valor por de la empresa.

Capítulo II: Antecedentes de la Investigación

2.1 Problema de investigación

Desde los años 80 y con énfasis en esta última década, se han manifestado profundos cambios a nivel social, económico y tecnológico que han reformulado las condiciones necesarias para que las empresas puedan competir. Frente a este nuevo escenario, las empresas disponen de un enfoque de gestión donde su preocupación está en descubrir sus ventajas competitivas, y aquellos elementos que les generen valor. Una estrategia, para lograr estos objetivos son las fusiones y adquisiciones.

Las fusiones y adquisiciones han sido estudiadas desde diversos aspectos y enfoques. La reducción de costos, la diversificación geográfica, creación de valor y la utilización de excedentes de flujo de caja son algunas de las principales razones por las que una empresa decide adquirir a otra.

En Chile el mercado de las fusiones y adquisiciones transfronterizas se ha caracterizado por su dinamismo. Los ojos de los inversionistas extranjeros están puestos en Chile. Y esto se ha visto reflejado, por ejemplo, en las cifras obtenidas durante el año 2014, donde este tipo de operación representó casi el 50% de la inversión extranjera directa, es decir, US\$10.792 millones (Esquivel, 2015).

Por lo anterior es que, para el investigador, se hace necesario estudiar y entender por qué una empresa considera como una estrategia corporativa el fusionarse con otra. En vista de los acontecimientos ocurridos durante el año 2015 en Chile, es que resulta interesante comprender las fusiones a través del caso particular AFP Argentum y AFP Cuprum como una estrategia para generar valor. Fusión conocida como “La operación”. Un estudio a junio de 2016.

2.2 Objetivos

2.2.1 Objetivo general:

Analizar la fusión de empresas siendo ésta una estrategia que permite la creación de valor en el entorno económico actual. Proporcionando conocimiento y realidad del proceso que siguen las empresas para fusionarse, mediante un estudio de caso en el mercado chileno.

2.2.2 Objetivos específicos:

- Establecer las sinergias obtenidas con la fusión, a partir del análisis a los estados financieros publicados en la Superintendencia de valores y seguros (Svs).
- Calcular modelo EVA (valor económico agregado) a fin de estimar la generación de valor obtenida.
- Explicar proceso de adquisición y posterior fusión entre AFP Argentum (ex PIC) y AFP Cuprum.

2.3 Metodología

La presente investigación es de tipo cualitativa y su alcance es de sintetización (Mella, 1998). A través de un estudio de caso.

Para el desarrollo de la investigación se han utilizado como técnicas de recogidas de datos y análisis de datos, el análisis documental y la revisión de declaraciones públicas. Las investigaciones realizadas bajo esta metodología están asociadas a un análisis de contenido.

A continuación, se presentan las etapas o procesos de la forma más detallada posible para lograr un entendimiento acucioso de la consecución de los objetivos antes planteados.

2.3.1 Etapas de la investigación

Etapá 1. Recopilación de información

La recopilación de información se basará en la búsqueda respecto de las fusiones y adquisiciones, el valor y la generación de valor y métodos de valuación y de creación de valor, manteniendo siempre como base el que la información sea confiable para el investigador. Por lo tanto, se buscará autores con amplia experiencia en los temas indicados, y se utilizarán libros, revistas indexadas, tesis, artículos de opinión, declaraciones públicas, balances y memorias.

Etapá 2: Sistematización de la información

Los criterios de la información se ordenarán de la siguiente forma:

- i.** Descripción de las fusiones y adquisiciones: En cuanto a su definición, clasificación, principales motivaciones, también una contextualización de Chile en el mercado de las fusiones.
- ii.** Definición del valor y la creación de valor en la empresa citando a los autores pertinentes.
- iii.** Descripción del EVA: En cuanto a su definición, características, medición, etc.

Etapá 3: Sujeto de investigación

Los sujetos de estudio son la AFP (Administradora de Fondos de Pensiones) Argentum (ex Principal Institutional Chile S.A.) y AFP Cuprum. El estudio de caso que se realizará será el proceso de adquisición y posterior fusión de ambas empresas, lo que está relacionado al problema de investigación.

Principal Institutional Chile S.A. (en adelante PIC) se constituyó por escritura pública el 4 de octubre de 2012. Es una sociedad anónima cerrada chilena cuyo controlador final es PRINCIPAL FINANCIAL GROUP, INC., una sociedad constituida y válidamente existente bajo las leyes del Estado de Delaware, Estados Unidos de América. Constituida con fecha 18 de abril de 2001, que transa sus valores en la Bolsa de Nueva York (NYSE). Su domicilio legal es 1209 N. Orange Street, Ciudad de Wilmington, Condado de Newcastle, Delaware 19801. La propiedad accionaria de Principal Financial Group está atomizada y no tiene un controlador. Ninguna persona natural o grupo de personas relacionadas posee más de 7% de participación en el capital social de Principal Financial Group. Principal Financial Group tiene por objeto la prestación de servicios financieros fundados principalmente en la promoción de los ahorros e inversiones para el retiro y productos de seguros, tanto en Estados Unidos, como en mercados internacionales seleccionados

Las principales actividades y negocios de Principal Financial Group se enmarcan en el rubro de ahorro de largo plazo, inversiones, y soluciones de retiro para individuos y sociedades, durante la vida activa y a través del retiro de las personas. Dentro de sus líneas de negocios principales se encuentran los fondos mutuos, seguros previsionales, y la administración de activos.

Dentro de su estrategia se encuentra el ofrecer soluciones de ahorro de largo plazo y retiro en economías emergentes en Latinoamérica y Asia.

El objeto de PIC es invertir, con fines rentísticos de largo plazo, en toda clase de bienes corporales e incorporeales, muebles e inmuebles, ubicados en Chile o en el extranjero, incluyendo la formación y la participación en otras personas jurídicas y sociedades de cualquier tipo y objeto, la administración de tales inversiones y la percepción de sus frutos.

Son personas relacionadas de Principal: (a) sus accionistas Principal Chile Limitada y Principal International de Chile S.A.; (b) sus controladores Principal Holding Company Chile S.A. y Principal Financial Services, Inc.; y, (c) su controlador final Principal Financial Group, Inc.

El controlador directo es Principal Chile Limitada, con un 99.99999999% del capital accionario con derecho a voto, sociedad que a su vez es controlada directamente por Principal Holding Company Chile S.A., la que a su vez es controlada directamente por Principal Financial Services, Inc., la que a su vez es controlada directamente por Principal Financial Group, Inc. En consecuencia, el controlador final de PIC es Principal Financial Group, Inc.

En diciembre de 2012 PIC lanza una oferta pública para adquirir el 100% de las acciones de Cuprum. En esta fecha, PIC indica que no descarta una posterior fusión con Cuprum.

PIC, en diciembre de 2014, y manteniendo el 99,9% de Cuprum, solicita a la Superintendencia de pensiones, apruebe la existencia y los estatutos de AFP Argentum S.A., para el solo efecto de fusionarse con Cuprum. Es decir, PIC solicita transformarse en una AFP. El 19 de diciembre de 2014 se aprobó la creación de AFP Argentum (ex PIC). A contar del 1 de enero de 2015 se aprueba la fusión por absorción de AFP Argentum y AFP Cuprum, siendo ésta última la continuadora legal.

AFP Cuprum S.A., Constituida por escritura pública el 27 de abril de 1981, el objetivo exclusivo que mantiene es de administrar los fondos de pensiones A, B, C, D y E, otorgando y administrando las prestaciones y beneficios que establece el Decreto Ley N° 3.500. Se les permite a las administradoras invertir en sociedad que complementen su giro, permitiéndoles constituir sociedades anónimas filiales y sociedades anónimas constituidas como empresas de depósitos de valores.

En la actualidad la sociedad participa en el negocio de administración de ahorros para pensiones, el ahorro previsional voluntario y la cuenta de ahorro voluntario, tanto de afiliados activos como de pensionados. Lo que comprende la recaudación de las cotizaciones, depósitos y aportes, su abono en las cuentas de capitalización individual o de ahorro voluntario y su inversión.

A partir del año 2013 es controlada por PIC, a través de una oferta pública, y desde enero de 2015 es completamente absorbida por AFP Argentum (ex PIC).

Etapa 4: Recopilación y análisis documental

Lo que se realizará será una profunda investigación documental, la que se desarrollará utilizando libros e información contenida en la web. Al existir tanta información digital se

optará por evidencia presente en revistas científicas, artículos de opinión de autores prestigiosos, revisión de tesis, estados financieros. En esta etapa se deberá obtener un amplio entendimiento sobre: en qué consisten las fusiones y adquisiciones, cómo se ejecutan, qué las motiva, en qué consiste y cómo cuantificar la valoración de empresas, en qué consiste la creación de valor y su importancia, qué métodos mide la creación de valor, qué es el EVA, cómo se ejecuta. Los autores entregan en detalle la información necesaria para la realización de esta etapa de la investigación.

Respecto a la fusión de Argentum y Cuprum, se revisará la información de ambas empresas en sus propias páginas web, y se analizarán todos los antecedentes expuestos públicamente, ya sea por la superintendencia de valores y seguros como de la de pensiones. El proceso de adquisición y posterior fusión de ambas empresas está completamente detallado en sus mismas páginas web, lo que brinda mayor seguridad al investigador, respecto a la seriedad y confiabilidad de la información.

Etapa 5: Recopilación y análisis de declaraciones públicas otorgadas por directivos de las empresas fusionadas

Se recopilarán las declaraciones públicas que hayan realizado los directivos de las empresas en estudio, a fin de obtener información relevante presentada por los directivos en distintos momentos, en conjunto con documentos públicos presentados en este caso Memorias, estados financieros y análisis financiero.

Etapa 6: Tabulación de resultados

Los resultados obtenidos en el proceso pre y post fusión se analizarán con distintos factores y características según sinergias y beneficios obtenidos y modelo EVA.

- i. Sinergias obtenidas: factores que permitirán establecer sinergias, ya sea aumento en los ingresos a través de las comisiones, aumentos en el efectivo y equivalente. Se obtiene beneficio a través de disminuciones de impuestos, disminuciones de pasivos, goodwill tributario, gastos operacionales.
- ii. Creación de valor a través del EVA: (Mancilla, 2003) indica la metodología para calcular el indicador EVA, indicando cuándo se crea valor o se destruye.

Etapa 7: Discusión de resultados

La discusión de resultados se llevará a cabo comparando los resultados obtenidos con los análisis y la teoría que sustenta el problema de investigación, en este caso la fusión de Argentum y Cuprum con la teoría que motiva las fusiones y la creación de valor.

Etapas 8: Conclusiones

Se plantearán las conclusiones finales de la investigación respecto de la fusión de ambas empresas y la creación de valor, considerando los resultados obtenidos, en cuanto a la obtención de información, análisis y discusión de resultados.

Capítulo III: Análisis Documental

3.1 Recopilación de antecedentes

Para un acabado entendimiento, la información ha sido categorizada y subcategorizada. Como se indicó en las etapas de la investigación, la técnica utilizada es la recopilación de antecedentes o análisis documental, por lo tanto, las categorías y subcategorías están desarrolladas a partir de la teoría existente. A continuación, las categorías y subcategorías a investigar:

| Categoría 1 | Sub categoría |
|-------------|--------------------------|
| | Estrategia |
| Fusiones | Proceso para concretarlo |
| | Sinergias operacionales |
| | Sinergias financieras |

| Categoría 2 | Sub categoría |
|-------------------|-----------------------------------|
| | Flujo caja descontado caso Cuprum |
| Creación de valor | EVA caso Cuprum |

Los documentos que se analizarán son los siguientes y fueron seleccionados por ser fuentes de información confiables:

1. Revistas científicas y libros:

- 1.1 Revista científica: Estudios de Administración “Metodología de valoración de empresas nuevas” Carlos Maqueira, 2006.

- 1.2 Repositorio Comillas, Educación “Proceso de generación de valor en Fusiones y adquisiciones” José F. Carbonell, 2014.

- 1.3 Libro “Finanzas corporativas: Teoría y práctica” Carlos Maquieira, 2010.
 - 1.4 Sudarsanam, P.S. La esencia de las fusiones y adquisiciones. Ed. Prentice Hall. 1ª edición. México, 1996.
 - 1.5 Boletín de Finanzas corporativas y recuperaciones: “Fusiones y adquisiciones” Espiñeira, Sheldon y asociados, 2008.
 - 1.5 Daft, R. (2000). Teoría y diseño organizacional. México: International Thomsom.
 - 1.6 Jorge Tarziján “Organización industrial para la estrategia empresarial” 2006, editorial Pearson, segunda edición.
 - 1.7 Juan Mascareñas Pérez – Íñigo, “Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas” 5 edición Ecobook editorial del economista, 2011.
2. Tesis:
 - 2.1 “Medición del EVA para empresas chilenas 1998-2002” Cesar Mancilla, 2003.
 - 2.2 “Valoración de Entel S.A” Andrea Talma, 2015.
 - 2.3 “Valor económico de las administradoras de fondos de pensiones chilenas entre los años 2007 a 2014. Alex Henriquez Friz, 2016.
 - 2.4 “Análisis del valor económico agregado a Banco mercantil en el periodo 2000 a 2005. Jennifer Parra. 2007.
3. Decreto Ley 3.500 de 1980.
 4. Ley de sociedades anónimas 18.046
 5. Artículos de opinión:
 - 5.1 Informe opinión, Patricio Arrau.
 6. Documentos de interés público:” Cómo se gestó y aprobó la fusión entre Argentum y Cuprum” Superintendencia de Pensiones.
 7. “Preguntas frecuentes “Página web de Cuprum, donde se explican las motivaciones de la adquisición de Cuprum.

8. Entrevista a Cristián Edwards, Gerente legal de Principal en diario “La Tercera” explicando los efectos de la fusión ya realizada.
9. Memorias oficiales de AFP Cuprum por los años 2009-2010-2011-2012-2013-2014-2015-2016-2017 publicadas en la página web “Comercio para el mercado financiero”.
10. Estados financieros PIC 2014 publicados en página web oficial de AFP Cuprum.
11. Informe pericial septiembre año 2014 publicado en página web oficial de AFP Cuprum.
12. Prospecto OPA publicado en página web oficial de AFP Cuprum.
13. Términos y condiciones” fusión Cuprum publicado en página web oficial de AFP Cuprum.

3.1.1 Fusión como estrategia

Los profesores Pedro Parada y Marcel Planellas, de la institución ESADE Business School, en un artículo llamado ¿Qué es estrategia corporativa?, plantean que la estrategia corporativa debe estar enfocada a dos interrogantes: ¿Dónde competir? ¿Cómo aportar valor a la corporación en su conjunto?

En la primera interrogante existen distintas opciones de crecimiento corporativo, como la globalización, la diversificación de los negocios. También existen distintas formas de crecer, a través de fusiones y/o adquisiciones, alianzas estratégicas.

La segunda interrogante tiene relación a añadir valor al conjunto de los negocios de la corporación, es decir, la ventaja adicional al formar un grupo de empresas en lugar de competir cada negocio de manera independiente.

Por lo tanto, un punto clave es que la estrategia corporativa puede facilitar el rápido crecimiento cuando se gestiona adecuadamente.

Cuando la decisión es ampliar el ámbito de negocios, es pertinente responder ¿Cómo crecer? En este sentido, la estrategia de crecimiento inorgánico toma gran relevancia. Este tipo de crecimiento incluye, fusiones y adquisiciones o integración con otra entidad del mercado. Las fusiones y adquisiciones permiten de forma relativamente rápida adquirir

segmentos de mercado, capacidades y posicionamiento. También, permite neutralizar potenciales competidores y por tanto mejorar las perspectivas futuras.

Las fusiones y adquisiciones se explican en lo referente a los recursos, pues la finalidad de las empresas, después de generar utilidad, es disminuir el sometimiento del entorno (Daft, 2000). Una de las decisiones que deben tomar los directivos en algún momento del ciclo económico de la empresa es la de fusionarse o no.

3.1.2 Etapas fusiones y adquisiciones

Para entender el proceso que realizan las empresas a la hora de fusionarse y/o adquirir empresas, se explicará el Modelo Racionalista. Este modelo fue propuesto por Sudarsanam en su libro *La esencia de las fusiones y adquisiciones*, en él señala un proceso que comprende tres etapas: Preparación, negociación e integración.

Cada etapa reúne ciertos pasos. Éstos son:

Etapa Uno:

- Desarrollo de la estrategia de adquisición, lógica de la creación de valor y criterios para la adquisición.
- Búsqueda del objetivo, selección e identificación.
- Evaluación estratégica de la compañía objetivo y justificación de la adquisición.

Etapa Dos:

- Desarrollo de la estrategia de compra.
- Evaluación financiera y fijación del precio de la compañía objetivo.
- Negociación, financiamiento y cierre del trato.

Etapa Tres:

- Evaluación de la afinidad organizacional y cultural.
- Desarrollo del enfoque de integración.

- Estrategia, organización y cultura de acoplamiento entre la adquirente y adquirida.
- Resultados.

Lo que el autor propone es una visión racionalista de las adquisiciones y fusiones, basándose en el proceso de la toma de decisiones.

Esta visión se basa en la evaluación directa de los aspectos económicos, estratégicos y financieros de la propuesta de adquisición, y calcula el potencial de creación de valor con base en dicha evaluación. La justificación de las fusiones y adquisiciones radica en el cumplimiento de metas estratégicas, y de qué manera éstas contribuyen a la consecución de dichas metas.

Por lo que, las fusiones y adquisiciones son el resultado de procesos de toma de decisión racional y calculada.

En la práctica las empresas consultoras que realizan proceso de fusiones adquisiciones esquematizan el proceso de la siguiente forma:

Figura N°1: Etapas proceso de fusiones y adquisiciones.



Fuente: Boletín de finanzas corporativas y recuperaciones.

Básicamente en la etapa de preparación se desarrolla y evalúa la estrategia. En la etapa de negociación se desarrolla el proceso financiero y de compra. Finalmente, la integración de las compañías participantes del proceso, con las estrategias y sus resultados (Boletín, 2008).

3.1.3 Sinergias operacionales

Ya es sabido que las fusiones y adquisiciones son una estrategia que brinda crecimiento. Y son realizadas por ciertas motivaciones, entre ellas destaca, las sinergias.

El profesor Carlos Maqueira en su libro Finanzas Corporativas: Teoría y práctica explica que una de las grandes motivaciones son las sinergias. Si la empresa resultante tiene un valor mayor que la suma de los valores de cada una de las empresas fusionada por separado.

Las sinergias operacionales se generan por un mejoramiento en los ingresos o reducción en los costos, ya sea por economías de escala, de ámbito, densidad y de secuencia.

Las economías de escala, existen en un rango de producción cuando el costo medio decrece con el nivel de producción. En otras palabras, cada unidad adicional que produce la empresa disminuye su costo unitario. Las economías de ámbito, se producen cuando el costo total de producir conjuntamente dos o más bienes o servicios es menor al costo de producir estos mismos bienes en forma separada. Las economías de densidad, son aquellas que se obtienen cuando disminuye el costo unitario de producción a medida que aumenta la densidad física de usuarios en una determinada zona geográfica. Finalmente, las economías de secuencia, son las que se obtienen cuando el costo de producir un bien servicio en una misma empresa integrada verticalmente es menor al costo de producir el mismo bien o servicio en empresas que no están integradas (Tarziján, 2006).

Cuando las empresas se fusionan para lograr sinergias operacionales, lo que pretenden es aumentar los ingresos, o disminuir los costos (Juan Mascareñas, 2011).

- Aumentar los ingresos: El principal objetivo que tienen las empresas al fusionarse es el de aumentar sus ingresos, por ejemplo, al crear un nuevo producto o servicio que surge de la fusión de dos empresas y que genera mayor crecimiento. A este tipo de sinergia se le conoce como REO (Revenue – Enhancing Opportunity). También existe otros ejemplos de sinergias operativas, como, beneficiarse de la buena reputación e imagen de marca de una de las empresas, compartir oportunidades de marketing. Es importante destacar que este tipo de sinergias puede ser difícil de cuantificar.
- Reducción de costos: Probablemente la principal fuente de sinergias operacionales proviene de reducir costos, gracias a las economías a escala. Las economías a escala se logran una vez que el costo medio unitario desciende al aumentar el volumen de producción. Es así como se puede enfrentar inversiones a gran escala, asignar los costos de producción y desarrollo, así como otros costos fijos sobre una

base de mayores ventas y un mayor activo. Por ejemplo, con la gran oleada de fusiones a finales de los noventa, se tenía como objetivo el compartir los grandes desembolsos para hacer frente al I+D.

3.1.4 Sinergias Financieras

Son los beneficios asociados a una estructura de capital más eficiente y a una reducción del costo de capital, de una o ambas empresas implicadas, debido a la fusión o adquisición. Básicamente se refiere al resultado financiero de la empresa (Mascareñas, 2006).

- Sinergias financieras puras: asociadas directamente conseguir una estructura de capital más eficiente y menor costo de capital.
- Sinergias fiscales: pretenden beneficiarse de ventajas fiscales que de manera individual no son aprovechadas. Implican la posibilidad de reducir el pago de impuestos mediante la fusión o adquisición de empresa. Es así como la sinergia fiscal estará dada por el valor actual de los ahorros impositivos debidos a la fusión o adquisición. Las sinergias fiscales más comunes son (Mascareñas, 2006):
 - a) Compensación de pérdidas: Se refiere a una empresa que tenga pérdidas que puedan trasladarse tributariamente hacia el futuro. Es por esta razón que una empresa rentable pudiera querer adquirir una que tenga pérdidas.
 - b) Concesiones fiscales: utilizar los beneficios fiscales de la empresa target, como, créditos por impuestos pagados sobre inversiones, deducciones impositivas en el extranjero o las pérdidas acumuladas.
 - c) Revalorización de activos depreciables: La adquisición o fusión de empresas que poseen activos con un valor de mercado mayor al valor contable puede permitir al adquirente volver a amortizar el activo tomando como precio de adquisición el valor de mercado. La utilidad de esta ventaja dependerá de si el impuesto que la empresa adquirida deberá pagar por la plusvalía afluída, al vender el activo a un precio superior a su valor contable, es inferior al valor actual de las ventajas fiscales procedentes de las nuevas amortizaciones.

- d) Ahorros fiscales por ciclos complementarios: cuando se fusionan dos empresas cuyos ciclos empresariales son contrapuestos, o están poco correlacionados, es posible reducir el efecto impositivo sobre la nueva empresa.

Las sinergias fiscales, anteriormente explicadas, deberán ajustarse a la realidad del país donde las empresas desarrollan sus actividades, ya que dependen de las leyes impositivas de cada país donde tenga lugar la fusión o adquisición.

3.2 Etapa de Pre-fusión, segundo semestre año 2012.

3.2.1 Descripción de las compañías a valorar

3.2.1.1 AFP Cuprum

Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum Sociedad Anónima abierta, constituida por escritura pública de fecha 27 de abril de 1981. Fiscalizada por la Superintendencia de Pensiones, quien es órgano contralor que representa al Estado y cuyo objetivo es supervigilar y controlar las AFP y las Administradoras de Fondos de Cesantía. Se creó en razón del Decreto Ley N°3.500. Cuprum al ser una sociedad anónima abierta, también responde a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

El objetivo exclusivo de la AFP es administrar, según los términos del Decreto Ley N°3.500 de 1980 y sus modificaciones, los fondos de pensiones, A, B, C, D y E, otorgando y administrando las prestaciones y beneficios que establece el mencionado cuerpo legal.

En la actualidad, la sociedad participa en el negocio de administración de los ahorros previsionales obligatorios para pensiones, el ahorro previsional voluntario, individual y colectivo, las cuentas de ahorro voluntario y ahorro de indemnización, tanto de afiliados activos, como de pensionados. Comprende la recaudación de los cotizantes, depósitos y aportes, su abono en las cuentas de capitalización individual o de ahorro voluntario y su inversión.

Desde 1988, Cuprum, ha mostrado un crecimiento sostenido, con rentabilidad y en el segmento de rentas altas.

Figura N°2: Estadística Cuprum

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Afiliados promedio | 547.873 | 575.081 | 593.958 | 607.048 | 614.733 | 623.837 | 627.059 | 635.523 | 641.304 | 622.563 | 603.726 |
| Cotizante promedio | 372.617 | 392.855 | 407.198 | 428.524 | 437.645 | 453.276 | 464.423 | 468.598 | 475.553 | 452.549 | 433.364 |
| Renta promedio (UF) | 35,3 | 36,4 | 37,6 | 40,2 | 42,3 | 44,2 | 46,7 | 49,9 | 51,1 | 51,5 | 52,1 |
| Pensionado promedio | 15.387 | 17.545 | 17.921 | 26.162 | 28.311 | 28.311 | 31.006 | 32.063 | 34.689 | 38.964 | 41.268 |
| Trabajadores | 1.149 | 1.256 | 1.109 | 1.112 | 1.115 | 1.161 | 1.255 | 1.176 | 1.188 | 1.354 | 1.356 |

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias de Cuprum año 2007-2017.

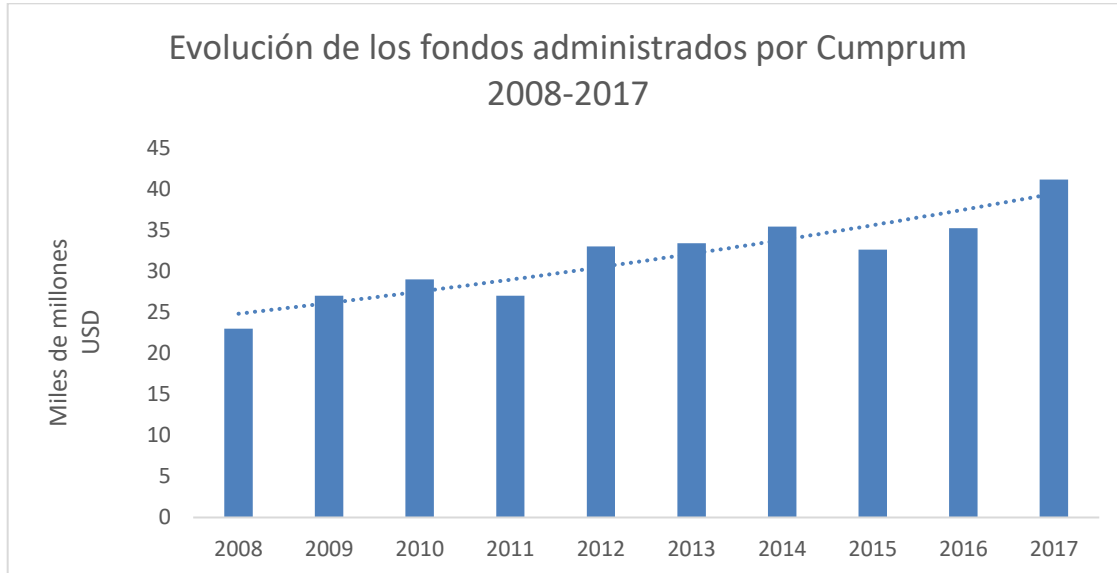
La figura N°2 muestra el número de cotizantes de Cuprum ha tenido un crecimiento promedio anual de un 1% en los últimos 10 años. Respecto de la renta promedio de Cuprum, en el mismo periodo de tiempo, ha tenido un crecimiento promedio anual de un

4%, destacando como la administradora de fondos de pensión con la mayor renta promedio en la industria, con un promedio de 52,1 unidades de fomento (UF).

Sus negocios, definidos por Ley, y son los siguientes:

- Administración de fondos de pensiones por cuenta de sus afiliados y cotizantes: los fondos administrados por Cuprum han sostenido un crecimiento promedio anual de un 9,2% en los últimos 10 años, administrando actualmente a 41,15 mil millones de dólares, en diciembre de 2017, con una participación de mercado del 19,55% a la misma fecha, tal como se muestra en la figura N°3.
- Otorgamiento y administración de beneficios provisionales como pensiones de vejez, de sobrevivencia y de invalidez. El número de pensionados de Cuprum ha tenido un crecimiento de un 11,4% de promedio anual desde 2007, alcanzando 41.268 pensionados a diciembre de 2017.
- Administración de fondos de ahorro previsional voluntario: El saldo APV ha tenido un crecimiento promedio anual en los últimos 10 años de un 11,8%, alcanzando a diciembre de 2017 una participación de mercado del 33,6%.
- Administración de ahorro no previsional a través de la cuenta de ahorro voluntario o cuenta 2. El saldo de la cuenta 2 ha tenido un crecimiento promedio anual de 6,4% desde 2007, alcanzando a diciembre de 2017 una participación de mercado del 33,1%.
- Servicios de apoyo a la gestión previsional y de inversiones, como recaudación de cotizantes y de gestión de valores, en conjunto con otras administradoras de fondos de pensiones.
- Administración del sistema de seguros de cesantía: a través de su participación en administradora de fondos de cesantía de Chile S.A.

Figura N°3: Evolución de los fondos de AFP Cuprum 2008 – 2017



Fuente: Elaboración propia a partir de las Memorias Cuprum año 2008-2017.

Los fondos administrados por Cuprum han sostenido un crecimiento promedio anual de un 9,2% en los últimos 10 años (Memoria; 2017).

3.2.1.2 Principal Institutional Chile S.A. (PIC)

Rol único tributario N° 76.240.079-0, es una sociedad anónima cerrada, por lo tanto, no es una sociedad fiscalizada por la SVS.

Principal fue constituida por escritura pública con fecha 04 de octubre de 2012.

El objeto de PIC es invertir, con fines rentísticos de largo plazo, en toda clase de bienes corporales e incorporales, muebles e inmuebles, ubicados en Chile o en el extranjero, incluyendo la formación y participación en otras personas jurídicas y sociedades de cualquier tipo y objeto, la administración de tales inversiones y la percepción de sus frutos.

El controlador directo de Principal Institutional Chile es Principal Chile Limitada, que a su vez es controlada directamente por Principal Holding Company Chile S.A., la que a su vez es controlada directamente por Principal Financial Services, Inc., la que a su vez es controlada directamente por Principal Financial Group, Inc. Por lo tanto, el controlador final de PIC es Principal Financial Group, Inc.

3.2.2 Inicio relación entre AFP Cuprum y PIC

Con fecha 05 de octubre de 2012 se suscribe un acuerdo de compraventa entre Principal Financial Services, Inc., sociedad válidamente constituida y vigente en conformidad a las leyes de los Estados Unidos de América, y los controladora y accionistas mayoritarios de Cuprum, Empresas Penta S.A e Inversiones Banpenta Limitada, en virtud del cual, estos últimos prometieron vender, ceder y transferir al primero, quien prometió comprar y adquirir, por sí o a través de alguna de sus sociedades relacionadas, la cantidad de 11.416.870 acciones de Cuprum, representativas de un 63,44% del total de las acciones emitidas por ésta. En razón de esto Principal Financial Services, Inc, designa a su relacionada PIC para que lance la Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Control (Prospecto OPA).

Con fecha 27 de diciembre de 2012, PIC publicó en diarios de circulación nacional, el aviso de inicio de una oferta pública de adquisición de todas las acciones emitidas por Cuprum S.A. esto es 17.996.300 acciones a un precio de \$36.698,44. La oferta está sujeta, entre otras causales, a la condición de que al menos 11.416.870 acciones sean vendidas a PIC (Prospecto OPA).

La intención de PIC es que Cuprum continúe desarrollando sus negocios de la forma en que lo ha venido haciendo sin introducir cambios significativos en la operación de la sociedad.

No se descarta la posibilidad que en el futuro se efectúen reorganizaciones o fusiones de Cuprum con PIC o con sociedades relacionadas a éste, como parte de un proceso de reestructuración.

Con fecha 31 de enero de 2013 se declaró exitosa la oferta pública de adquisiciones de acciones (OPA) efectuada por PIC, en virtud de la cual dicha sociedad recibió aceptaciones equivalentes aproximadamente al 90,42% del capital social de AFP Cuprum S.A. pasando a ser su controladora.

3.2.3 Cronología de la fusión, segundo semestre año 2014 (Superintendencia de Pensiones, 2015)

En septiembre de 2014, Principal Institutional Chile S.A. inició un proceso para absorber a AFP Cuprum, de la cual era su matriz. Con ese propósito, el 11 de septiembre de 2014

presentó a la Superintendencia de Pensiones (en adelante, SP) los antecedentes para iniciar tal fusión (Cómo se gestó y aprobó la fusión SP, 2015).

El 25 de septiembre de 2014, a través de un oficio ordinario, la SP respondió que era improcedente autorizar esa operación, ya que el artículo N° 43 del Decreto Ley N° 3.500 sólo permite, en forma expresa, fusiones entre administradoras de fondos de pensiones, lo que no se cumpliría en este caso.

Con el fin de adecuarse a la normativa, Principal Chile Ltda., que es la dueña de la mayor parte de PIC, decidió transformar a PIC en AFP Argentum S.A. y el 14 de noviembre pidió a la SP la autorización para hacerlo.

La SP se enfocó en verificar que la transformación de PIC en una AFP se ajustase a la normativa, consagrada en los artículos 130 y 131 de la Ley 18.046, y artículo 24A del DL N°3.500, y el 19 de diciembre de 2014, aprobó la existencia y los estatutos de Argentum S.A.

El 26 de diciembre de 2014, la AFP Argentum S.A. y AFP Cuprum S.A. solicitaron a la SP autorización para fusionarse por absorción. El mismo día, el servicio de impuestos internos (SII) autorizó a Argentum a mantener el rol único tributario de la absorbida. Así mismo la nueva AFP decide mantener el nombre comercial "Cuprum".

Finalmente, la SP decidió aprobar, el 2 de enero de 2015, la operación de fusión por absorción de Argentum S.A. y Cuprum S.A.

Una vez aprobada la absorción, AFP Cuprum informó el 26 de enero de 2015 a la SVS que, haciendo uso de un beneficio tributario, calculaba en \$ 80 mil millones el valor de los impuestos que podría pagar en forma diferida, dependiendo de los resultados que obtenga en el ejercicio de su actividad. Cuprum entregó esta información a la SVS porque dada su condición de sociedad anónima debe estar registrada en ese organismo y es su obligación legal informarle este tipo de hechos. No obstante, si el beneficio tributario corresponde o no, es materia que determina el SII.

3.2.4 Términos y condiciones Fusión Principal Institucional Chile S.A. y Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A (Términos y condiciones Fusión, 2014 y “Preguntas frecuentes”, 2014).

- Tipo de Fusión: PIC, en su calidad, absorbería a Cuprum, sucediéndola en todos sus derechos y obligaciones, incorporándose los accionistas de Cuprum directamente como accionistas de Cuprum directamente como accionistas de PIC, salvo aquellos que ejerzan su derecho a retiro.
- Objetivos y beneficios de la Fusión: la fusión tiene varios objetivos y beneficios esperados, tales como, la simplificación de la estructura societaria a través de la cual los actuales accionistas participan en Cuprum, el fortalecimiento patrimonial de Cuprum y representar de mejor manera en los balances de la compañía el valor de los activos y de su patrimonio.
- Aumento de capital: Para efectos de la fusión, se propondrá a los accionistas de PIC acordar un aumento de capital en la cantidad de \$12.537.608.721, mediante la emisión de 326.907.660 nuevas acciones nominativas, de una misma y única serie y sin valor nominal, que se destinarán íntegramente a ser distribuidas a los accionistas de Cuprum, excluido PIC en su calidad de actual accionista de Cuprum, en la proporción que les corresponda de acuerdo a la relación de canje que se acuerde para materializar la fusión.
- Efectos de la fusión: (a) PIC adquirirá todos los activos y pasivos de Cuprum, sucediéndola en todos sus derechos y obligaciones, incorporándose a PIC la totalidad del patrimonio de Cuprum;

(b) PIC se hará solidariamente responsable y se obligará a pagar los impuestos que correspondan, de conformidad a los respectivos balances de término de giro que deberá confeccionar Cuprum en virtud de lo dispuesto en el artículo 69 del Código Tributario; y

(c) Cuprum se disolverá a la medianoche del día anterior a aquél en que la fusión surta efecto de conformidad a lo indicado en este documento, disolución que se producirá sin que sea necesaria su liquidación toda vez que sus accionistas pasarán a ser accionistas de PIC.

- Relación de canje: Se propondrá que los accionistas de Cuprum reciban 711,57995748 acciones nuevas de PIC por cada acción de Cuprum de que sean titulares, de conformidad al informe pericial preparado con fecha 10 de septiembre de 2014. Lo anterior excluye a las acciones de Cuprum de las que sea titular PIC, ya que éstas quedarán sin efecto alguno al producirse la fusión.

3.2.5 Proceso de Fusión de PIC con su filial AFP Cuprum año 2014

3.2.5.1 Contextualización de la operación:

Posterior a la OPA, en febrero de 2013, PIC adquiere 16.272.432 acciones de AFP Cuprum, monto que es equivalente al 90,44% de participación. Finalmente, para junio de 2014 PIC mantenía el 97,44% de las acciones en circulación de Cuprum.

A continuación, se muestran los indicadores financieros de AFP Cuprum a junio de 2014 (Estados financieros Cuprum, 2014):

Figura N°4: Indicadores financieros de Cuprum a junio 2014.

| Concepto | | 30-06-2014 | 31-12-2013 | 30-06-2013 |
|---|-------|------------|-------------|-------------|
| Liquidez | | 0,23 | 0,26 | 0,34 |
| Razón ácida | | 0,20 | 0,20 | 0,23 |
| Razón de endeudamiento | | 0,32 | 0,54 | 0,64 |
| Proporción deuda de corto plazo | | 0,59 | 0,39 | 0,17 |
| Proporción deuda de largo plazo | | 0,41 | 0,61 | 0,83 |
| Cobertura gastos financieros | | 97,03 | 29,21 | 20,71 |
| Gastos financieros | (M\$) | (517.043) | (2.584.644) | (1.678.159) |
| EBITDA | (M\$) | 51.013.494 | 77.456.839 | 35.999.931 |
| Utilidad después de impuesto | (M\$) | 40.083.771 | 58.966.643 | 26.700.852 |
| Rentabilidad del patrimonio | | 0,48 | 0,63 | 0,47 |
| Rentabilidad del activo | | 0,19 | 0,31 | 0,15 |
| Utilidad por acción | (\$) | 2.235,22 | 3.276,60 | 1.483,69 |
| Retorno de dividendos por acción | | 0,02 | 0,09 | 0,09 |
| Costo promedio mensual por cotizante | (\$) | 6.640,83 | 6.582,73 | 6.368,66 |
| Porcentaje de cotizantes sobre afiliados | | 75,12 | 78,71 | 79,17 |
| Proporción patrimonio neto/Capital mínimo | | 346,06 | 275,66 | 241,27 |

Fuente: Análisis razonado AFP Cuprum junio 2014.

Los índices anteriores muestran las variaciones en activos, pasivos y estados de resultados que se detallan a continuación:

Figura N°5: Activos total a junio 2014 y diciembre 2013.

| Concepto | 30-06-2014 M\$ | 31-12-2013 M\$ | Variación | |
|---------------|-------------------|-------------------|------------|------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 7.156.230 | 7.082.164 | 74.066 | 1,0 |
| No corrientes | 211.617.637 | 190.486.024 | 21.131.613 | 11,1 |
| Total Activos | 218.773.867 | 197.568.188 | 21.205.679 | 10,7 |

Fuente: Análisis razonado Cuprum junio 2014.

Respecto a los activos corrientes tal como muestra la figura existe un incremento del 1,0%, explicado por (Análisis razonado, 2014):

- Efectivo y equivalente de efectivo aumentó por menores pagos de préstamo con la matriz.
- Los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar disminuyeron debido a las comisiones por cobrar a los fondos y menor cantidad de anticipos al personal.
- Las cuentas por cobrar a empresas relacionadas disminuyeron debido al pago de dividendo que se encontraba por cobrar en el ejercicio anterior.

En cuanto a los activos no corrientes, éstos aumentaron en un 11,1%, se explica por:

- El encaje presenta un aumento del 10,9% provocado por el crecimiento del patrimonio de los fondos de pensiones y del aumento del valor de las cuotas producto de una mayor rentabilidad de los fondos de pensiones.
- Las inversiones en coligadas aumentaron en un 16,8% que se produce por el reconocimiento del resultado positivo de la Administradora de Fondos de Cesantía y Servicio de Administración Previsional S.A.
- Los activos intangibles aumentaron en un 7,7% producido por la incorporación de nuevos proyectos de desarrollos de sistemas.
- Las propiedades, plantas y equipos aumentaron en un 19,2% provocado por la adquisición principalmente de un nuevo Storage para almacenaje de información.

Figura N° 6: Total de Pasivos junio 2014.

| Concepto | 30-06-2014 M\$ | 31-12-2013 M\$ | Variación | |
|-----------------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 31.019.334 | 26.811.277 | 4.208.057 | 15,7 |
| No corrientes | 21.480.565 | 42.248.672 | (20.768.107) | (49,2) |
| Patrimonio | 166.273.968 | 128.508.239 | 37.765.729 | 29,4 |
| Total Pasivos y Patrimonio | 218.773.867 | 197.568.188 | 21.205.679 | 10,7 |

Fuente: Análisis razonado junio 2014.

Los pasivos corrientes aumentaron en un 15,7% respecto al ejercicio anterior y esto se explica por:

- Las cuentas por pagar a empresas relacionadas aumentaron debido a una reclasificación del préstamo obtenido con la matriz para el pago de una deuda financiera, desde pasivos no corrientes a corrientes.
- Las provisiones disminuyeron debido al pago de Dividendo mínimo obligatorio, además de bonos del personal.

Los pasivos no corrientes disminuyeron en un -49,2% respecto del cierre anterior las variaciones se explican por:

- Las cuentas por pagar a empresas relacionadas disminuyeron debido a la reclasificación del préstamo obtenido con la matriz.
- Los impuestos diferidos aumentaron debido a la rentabilidad positiva del encaje.

La variación de Patrimonio neto se explica por lo siguiente:

- El Patrimonio neto presenta un aumento del 29,4%, debido a la utilidad del ejercicio y la compra de acciones propias a los minoritarios.

Figura N°7: Estados de resultados integrales junio 2014

| Concepto | 30-06-2014 | 30-06-2013 | Variación | |
|--|--------------|--------------|-------------|---------|
| | M\$ | M\$ | M\$ | % |
| Ingresos ordinarios | 53.326.117 | 49.435.597 | 3.890.520 | 7,9 |
| Rentabilidad del Encaje | 14.866.427 | 2.980.712 | 11.885.715 | 398,8 |
| Primas del seguro | (1.268) | (19.083) | 17.815 | (93,4) |
| Gastos del personal | (13.529.553) | (13.084.231) | (445.322) | 3,4 |
| Otros gastos más depreciación y amortización | (5.443.861) | (5.817.212) | 373.351 | (6,4) |
| Otros ingresos y gastos | 435.263 | (412.247) | 847.510 | (205,6) |
| Utilidad (pérdida) antes de impuesto | 49.653.125 | 33.083.536 | 16.569.589 | 50,1 |
| Impuesto a la Renta | (9.569.354) | (6.382.684) | (3.186.670) | 49,9 |
| Utilidad (pérdida) del Ejercicio | 40.083.771 | 26.700.852 | 13.382.919 | 50,1 |

Fuente: Análisis razonado AFP Cuprum a junio 2014

El cuadro anterior muestra un crecimiento en los ingresos ordinarios respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. El aumento se debe al incremento de la renta imponible y mayor renta promedio, lo que produce un aumento directo en las comisiones.

El incremento que se puede apreciar en la rentabilidad del encaje es debido a una mayor rentabilidad de los fondos de pensiones.

La prima y reliquidación negativa del seguro de invalidez y sobrevivencia disminuyó su gasto, debido a que el contrato que existía por el SIS a junio de 2014 se encuentra cerrado y durante el primer trimestre las primas recaudadas disminuyeron.

Los gastos del personal aumentaron debido a un incremento en la dotación del personal de venta.

Los otros gastos de operación más depreciación y amortización aumentaron producto de la disminución de los gastos de administración y comercialización, principalmente.

Los impuestos aumentaron, debido a un aumento en los ingresos ordinarios y el aumento de los impuestos diferidos producto de una mayor rentabilidad del encaje.

Figura N°8: Estado de situación financiera de PIC a junio 2014:

| Concepto | 30-06-2014 MM\$ | 31-12-2013 MM\$ |
|---------------------------|--------------------|--------------------|
| Activo corriente | 50.747 | 31.635 |
| Activo no corriente | 788.510 | 771.689 |
| Total Activo | 839.257 | 803.324 |
| Pasivo corriente | 1.720 | 277 |
| Pasivo no corriente | 52.672 | 53.587 |
| Patrimonio | 784.865 | 749.459 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 839.257 | 803.323 |

Fuente: Estados financieros PIC al 30 de junio de 2014.

Como se observa en la figura N° 8, existe un aumento de los activos y pasivos al 30 de junio de 2014 versus diciembre de 2013.

Figura N°9: Estado de resultados de PIC a junio de 2014

| Concepto | 30-06-2014 MM\$ | 31-12-2013 MM\$ |
|--|--------------------|--------------------|
| Gasto por amortización | (6.925) | (5.771) |
| Otros gastos por naturaleza | (1.958) | (200) |
| Pérdida operacional | (8.883) | (5.971) |
| Ingresos financieros netos | 1.552 | 3.952 |
| Participación en ganancia (pérdida) de coligadas | 39.054 | 19.903 |
| Diferencias de cambio | 942 | (8.578) |
| Resultados por unidades de reajuste | 1.415 | (187) |
| Resultado antes de impuestos | 34.080 | 9.119 |
| Impuesto a las ganancias | 1.308 | 2.444 |
| Resultado neto | 35.388 | 11.563 |

Fuente: Estados financieros PIC al 30 de junio de 2014.

Tal como se aprecia en la figura N° 9, se observa un crecimiento del resultado neto del ejercicio al 30 de junio de 2014 en comparación a diciembre de 2013.

3.2.6 Valoración económica de las Sociedades pre-fusión a junio de 2014

3.2.6.1 Metodología de valoración:

Según informe pericial publicado en la página web oficial de AFP Cuprum, se consideran los siguientes aspectos fundamentales

Para valorizar los activos de AFP Cuprum se utilizó la proyección de los ingresos, a través del método de flujos de caja descontados y complementariamente los múltiplos de mercado. Básicamente consiste en que el valor de la sociedad puede ser estimado determinando los flujos de caja futuros generados por el activo.

Para valorar PIC, y siendo ésta una sociedad de inversión, se valoraron sus activos y pasivos a "*fair value*".

3.2.6.2 Método de flujos de caja descontados (Talma, 2015)

Flujos de caja:

La valoración considera una proyección de flujos de caja por un periodo de 10 años más una perpetuidad con un crecimiento nominal del 3% equivalente a la inflación promedio en el largo plazo, descontado a una tasa de mercado.

Para obtener los flujos de caja, se toma el resultado neto de cada ejercicio, se le agrega la depreciación ya descontada del estado de resultado, ya que no es un flujo de caja y se le deducen los efectos de las nuevas inversiones (CAPEX) equivalente al 100% de la depreciación y la variación de capital de trabajo, equivalente a la variación del encaje.

Conceptos claves para la proyección del Estado de Resultados de Cuprum:

- Ingresos ordinarios:

Los dos grandes grupos de ingresos que maneja Cuprum y que componen la mayor parte de flujo de entrada de efectivo son, por un lado, los ingresos por comisiones, que nacen de las imposiciones obligatorias y/o voluntarias de los afiliados y, por otro lado, la rentabilidad del encaje y las inversiones que éstas derivan.

Las comisiones se proyectan en razón de los afiliados netos en cada periodo y sobre ellos se aplica un porcentaje (84%) para obtener el número de cotizantes en total. Adicionalmente

se estima un nivel de rotación tanto en términos de cotizantes, salario promedio y renta imponible.

Para la proyección de los ingresos de Ahorro Previsional Voluntario (APV) y Cuentas de Ahorro Voluntario (CAV), se proyecta el total de activos bajo gestión, sobre los cuales se aplica una tarifa diferente para determinar lo que se conoce como el flujo de caja neto del consumidor.

- Costos de explotación:

Uno de los principales conceptos de los costos de explotación es el gasto por comisión regular, el cual se mantiene relativamente estable para horizonte proyectado.

Otro gran grupo de egresos es el de compensaciones, que incluye todos los gastos del personal fijo y variable (remuneraciones y beneficios del personal de administración y de ventas, comisiones e indemnizaciones por años de servicio).

Otro concepto son los “otros gastos” que contemplan gastos de comercialización, administración, computación y otros gastos generales derivados de la operación (dietas del directorio, gastos médicos del afiliado, administradora de fondo de cesantía y otros gastos varios derivados de la operación).

- Depreciación:

Finalmente, la depreciación no es un gran costo. Se considera un 1,24% en promedio para todo el periodo proyectado ya que, por lo general, se vincula a activos que no son críticos para la generación de flujos de entrada de efectivo, o que no tienen un valor muy alto (material de oficina, costo de desarrollo y amortización de licencias de software, entre otros).

- Impuesto a la Renta

Se consideraron los siguientes niveles de tasas para la proyección: 21,25% (2014), 22,5% (2015), 23,75% (2016) y 25% (del año 2017 en adelante).

- Encaje:

La ley exige que las AFP mantengan cuotas equivalentes al 1% de cada fondo, con el fin de garantizar una rentabilidad mínima de los fondos de pensiones. La rentabilidad del encaje se descuenta de los flujos de caja.

- Inversiones:

La inversión en activos fijos se ha proyectado como un 100% de la depreciación. La inversión para el valor residual es del 100% de la depreciación del último año de proyección.

- Valor residual:

El valor residual es la perpetuidad del flujo del último año proyectado, sin crecimiento real, y descontado a su valor presente a las tasas correspondiente para los flujos proyectados.

3.2.6.3 Supuestos financieros valorización PIC:

- Participación en Cuprum: Al 30 de junio de 2014 la participación de PIC en Cuprum es 97,438151% (MM\$629.958) del valor económico estimado del patrimonio de Cuprum a igual fecha que es MM\$646.521.
- Activos: Los activos incluidos junto al valor económico de la inversión en Cuprum son: el saldo de balance al 30 de junio de 2014 de la cuenta de efectivo y equivalente de efectivos (post reducción de capital) y las cuentas por cobrar con empresas relacionadas a largo plazo.
- Pasivos: Los pasivos incluidos son los pasivos corrientes de acreedores comerciales y cuentas por pagar a empresas relacionadas registrados al 30 de junio de 2014.

Se excluyen, una provisión a corto plazo, procedente de una liquidación del SII vinculada exclusivamente a Cuprum y que fue registrada en los EEFF auditados de PIC como hecho posterior, ya que no alcanzó a registrarse en los EEFF auditados de Cuprum. También se excluyó el pasivo por impuestos diferidos. Este pasivo fue generado por el reconocimiento de los intangibles (marca y cartera de clientes) reconocidos como parte de la adquisición de Cuprum, y desde un punto económico no es un pasivo exigible.

- Reducción de capital: Acordado en Junta de Accionistas con fecha 05 de septiembre de 2014 se acordó una reducción de capital de \$97.937.878.350, equivalente a 1.958.757.567 acciones.

Figura N°10: Detalle relación de activos involucrados en la disminución de capital:

| Sociedad: | \$ |
|---------------------------------------|-----------------------|
| Principal International de Chile S.A. | 48.850.491.978 |
| AFP Cuprum S.A. | 19.063.003.699 |
| Principal Holding Company Chile S.A. | 18.487.917.241 |
| Fondos Mutuos | 11.536.465.432 |
| Total | 97.937.878.350 |

Fuente: Informe pericial a junio de 2014.

En la figura N° 10 se puede observar los activos vinculados a la disminución de capital a realizar en junio de 2014.

Figura N°11: Proyecciones financieras de Cuprum.

| Concepto | 2.014 Seg. Sem. | 2.015 | 2.016 | 2.017 | 2.018 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 |
|---------------------------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Afiliados (al cierre del año) | 319.861 | 639.722 | 641.740 | 644.253 | 647.533 | 651.435 | 655.907 | 660.769 | 665.967 | 671.420 | 677.037 |
| % crecimiento | - | 0% | 0,3% | 0,4% | 0,5% | 0,6% | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Cotizantes (al cierre del año) | 255.877 | 511.754 | 524.281 | 530.273 | 536.969 | 544.257 | 552.110 | 560.373 | 569.014 | 577.967 | 587.159 |
| % crecimiento | - | 0% | 2,4% | 1,1% | 1,3% | 1,4% | 1,4% | 1,5% | 1,5% | 1,6% | 1,6% |
| Promedio de cotizantes | 260.860 | 519.661 | 526.321 | 532.055 | 538.507 | 545.586 | 553.269 | 561.399 | 569.945 | 578.836 | 588.007 |
| Salario promedio (UF) | 49,26 | 45,87 | 47,19 | 48,53 | 49,92 | 51,34 | 52,81 | 54,32 | 55,87 | 57,47 | 59,11 |
| % crecimiento | - | 7% | 2,9% | 2,8% | 2,8% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% |
| Renta imponible anual (miles de UF) | 308.418 | 286.054 | 298.044 | 309.878 | 322.573 | 336.146 | 350.605 | 365.938 | 382.139 | 399.198 | 417.104 |
| Número de cotizantes entrantes | 34.898 | 63.911 | 61.333 | 62.640 | 64.022 | 65.420 | 66.888 | 68.325 | 69.784 | 71.266 | 72.771 |
| Número de cotizantes salientes | 24.075 | 44.640 | 45.379 | 45.897 | 46.207 | 46.608 | 47.111 | 47.696 | 48.373 | 49.123 | 49.954 |
| Cotizantes netos | 10.823 | 19.271 | 15.954 | 16.743 | 17.814 | 18.812 | 19.777 | 20.629 | 21.411 | 22.143 | 22.817 |
| % crecimiento | - | -11% | -17,2% | 4,9% | 6,4% | 5,6% | 5,1% | 4,3% | 3,8% | 3,4% | 3,0% |
| Salario promedio entrante (UF) | 54,28 | 54,36 | 55,04 | 56,18 | 57,34 | 58,52 | 59,72 | 60,95 | 62,21 | 63,49 | 64,79 |
| Salario promedio saliente (UF) | 49,64 | 49,81 | 51,16 | 52,66 | 54,24 | 55,86 | 57,54 | 59,27 | 61,05 | 62,89 | 64,79 |
| Renta imponible mensual entrante (UF) | 317.272 | 291.053 | 283.038 | 295.171 | 308.086 | 321.493 | 335.717 | 350.190 | 365.227 | 380.855 | 397.104 |
| Renta imponible mensual saliente (UF) | 199.616 | 185.719 | 194.089 | 202.243 | 209.864 | 218.192 | 227.337 | 237.239 | 247.995 | 259.557 | 272.027 |
| Renta imponible mensual neta (UF) | 117.656 | 105.333 | 88.948 | 92.928 | 98.223 | 103.301 | 108.380 | 112.951 | 117.232 | 121.298 | 125.077 |
| % crecimiento | - | -10% | -15,6% | 4,5% | 5,7% | 5,2% | 4,9% | 4,2% | 3,8% | 3,5% | 3,1% |

Fuente: Informe pericial a junio de 2014.

La figura N° 11 muestra las proyecciones realizadas en el informe pericial, el cual fue necesario de realizar para obtener la relación de canje de ambas empresas y poder realizar la fusión propiamente tal.

Figura N°12: Estado de resultados proyectados.

| Concepto | 2014 Seg. Sem. MM\$ | 2.015 MM\$ | 2.016 MM\$ | 2.017 MM\$ | 2.018 MM\$ | 2.019 MM\$ | 2.020 MM\$ | 2.021 MM\$ | 2.022 MM\$ | 2.023 MM\$ | 2.024 MM\$ |
|---|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos por comisiones | 52.967 | 111.712 | 112.714 | 121.045 | 124.236 | 133.827 | 140.941 | 152.671 | 160.769 | 164.205 | 178.021 |
| Ingresos por rentabilidad de inversiones | 10.601 | 22.488 | 23.662 | 25.144 | 26.859 | 28.884 | 31.152 | 33.699 | 36.537 | 39.679 | 43.151 |
| Otros ingresos netos | 70 | 213 | 1.057 | 1.197 | 1.413 | 1.715 | 2.111 | 2.607 | 3.211 | 3.262 | 3.311 |
| Total Ingresos operativos | 63.638 | 134.413 | 137.433 | 147.386 | 152.508 | 164.426 | 174.204 | 188.977 | 200.517 | 207.146 | 224.483 |
| Gasto por comisiones regulares | (4.719) | (9.398) | (9.423) | (9.462) | (9.475) | (9.543) | (9.600) | (9.662) | (9.729) | (9.802) | (9.882) |
| Gastos del personal | (9.356) | (18.438) | (18.816) | (19.210) | (19.615) | (20.036) | (20.465) | (20.906) | (21.360) | (21.827) | (22.309) |
| Resultado de explotación | 49.563 | 106.577 | 109.194 | 118.714 | 123.418 | 134.847 | 144.139 | 158.409 | 169.428 | 175.517 | 192.292 |
| Depreciación y amortización | (8.561) | (17.172) | (17.209) | (17.247) | (17.281) | (17.318) | (17.358) | (17.399) | (17.441) | (17.483) | (17.527) |
| Gastos financieros | (377) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Otros gastos | (4.762) | (10.083) | (10.343) | (10.609) | (10.881) | (11.162) | (11.451) | (11.746) | (12.048) | (12.357) | (12.681) |
| Resultado operacional | 35.863 | 79.322 | 81.642 | 90.858 | 95.256 | 106.367 | 115.330 | 129.264 | 139.939 | 145.677 | 162.084 |
| Impuesto a la renta | (7.571) | (17.581) | (18.905) | (22.189) | (23.272) | (26.034) | (29.252) | (32.797) | (36.691) | (40.788) | (45.268) |
| Resultado operacional después de impuesto | 28.292 | 61.741 | 62.737 | 68.669 | 71.984 | 80.333 | 86.078 | 96.467 | 103.248 | 104.889 | 116.816 |
| Ganancia (pérdida) de capital | 39 | 46 | 48 | 49 | 51 | 52 | 54 | 55 | 57 | 59 | 60 |
| Resultado del periodo | 28.331 | 61.787 | 62.785 | 68.718 | 72.035 | 80.385 | 86.132 | 96.522 | 103.305 | 104.948 | 116.876 |

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

La figura N° 12 muestra el estado de resultado proyectado realizado en el informe pericial.

Figura N° 13: Flujo de caja proyectado

| Concepto | 2014 Seg. Sem. MM\$ | 2.015 MM\$ | 2.016 MM\$ | 2.017 MM\$ | 2.018 MM\$ | 2.019 MM\$ | 2.020 MM\$ | 2.021 MM\$ | 2.022 MM\$ | 2.023 MM\$ | 2.024 MM\$ |
|--|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Utilidad neta del ejercicio | 28.333 | 61.787 | 62.785 | 68.719 | 72.034 | 80.385 | 86.131 | 96.522 | 103.306 | 104.947 | 116.876 |
| Inversión bruta en acciones (después de impuestos) | (5.542) | (12.569) | (13.670) | (14.856) | (16.407) | (18.109) | (19.977) | (22.025) | (24.271) | (26.731) | (29.427) |
| Encaje | (2.523) | (4.427) | (4.699) | (5.102) | (5.516) | (5.942) | (6.395) | (6.881) | (7.396) | (7.948) | (8.536) |
| Ajuste por DAC | (1.903) | (3.138) | (2.628) | (2.234) | (1.917) | (1.679) | (1.455) | (1.259) | (1.083) | (917) | (762) |
| Flujo de caja | 18.365 | 41.653 | 41.788 | 46.527 | 48.194 | 54.655 | 58.304 | 66.357 | 70.556 | 69.351 | 78.151 |

Tasa de descuento 11,19%
Crecimiento de la perpetuidad 3,0%

Valor económico de los flujos 316.165
Valor económico de la perpetuidad 322.000

| | |
|------------------------------|----------------|
| Resultado del periodo | 638.165 |
|------------------------------|----------------|

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

La figura N° 13 muestra los flujos de caja proyectados obtenidos desde el informe pericial.

Figura N°14: Tasa de descuento estimada en Informe pericial.

| Tasa de descuento | |
|----------------------------------|---------------|
| Tasa libre de riesgo (1) | 4,77% |
| Premio por riesgo de mercado (2) | 6,75% |
| Beta desapalancado | 0,696 |
| Premio por liquidez | 1,73% |
| Costo de capital (3) | 11,20% |

(1) Tasa interna de retorno de los BCU (Bonos del Banco Central en UF) al 30 de junio de 2014.

(2) Diferencia entre retorno anual índice general de precios y BCU(fuente: Banco Central de Chile "Estimación del premio por riesgo en Chile).

(3)Costo de capital - Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

Finalmente, la figura N° 14 muestra la tasa de descuento estimada obtenida en el informe pericial.

3.2.7 Análisis proyecciones:

Figura N°15: Estimación del Valor económico del patrimonio de AFP Cuprum, en millones de pesos al 30 de junio de 2014:

| Tasa de descuento | 10,70% | 11,20% | 11,70% |
|--|----------------|----------------|----------------|
| Valor económico de los flujos | 324.060 | 316.165 | 308.554 |
| Valor residual | 359.525 | 322.000 | 289.529 |
| Valor presente flujos de caja | 683.585 | 638.165 | 598.083 |
| Otros activos netos | 10.483 | 8.356 | 6.475 |
| Participación en coligada | 32.935 | 30.808 | 28.927 |
| Propiedades de inversión | 851 | 851 | 851 |
| Cuentas por pagar EERR | (19.063) | (19.063) | (19.063) |
| Provisión por liquidación SII | (4.240) | (4.240) | (4.240) |
| Valor económico del Patrimonio | 694.068 | 646.521 | 604.558 |
| Múltiplo implícito EV/Utilidad neta (2014 seg.semestre) | | 8,9x | |

Fuente: Informe pericial 2014

El valor económico del patrimonio de Cuprum a la tasa de descuento del 11,2% es de aproximadamente MM\$646.521 (con una sensibilización de +/- 0,5%), y de manera complementaria en Cuprum se determinó el valor implícito del múltiplo EV/utilidad neta de 8,9x que resultó de la valorización por flujos de caja descontados, fue comparado con los

múltiplos del mercado respecto de las demás AFP que cotizan en el mercado de valores en Chile (Informe pericial, 2014).

Figura N°16: Estimación del Valor económico del patrimonio de PIC, en millones de pesos al 30 de junio de 2014:

| Tasa de descuento | 10,70% | 11,20% | 11,70% |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Activos netos de disminución de capital | 4.617 | 4.617 | 4.617 |
| Pasivos netos | (725) | (725) | (725) |
| Valor activos netos antes de inversión | 3.892 | 3.892 | 3.892 |
| Inversión en Cuprum | 676.287 | 629.958 | 589.070 |
| Valor económico del Patrimonio | 680.179 | 633.850 | 592.962 |

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

El valor económico del patrimonio de Principal Institutional Chile S.A. es de MM\$633.850. La siguiente figura detalla la obtención de este valor.

Figura N°17: Valorización económica de Principal Institutional Chile, en millones de pesos al 30 de junio de 2014:

| | |
|--|----------------|
| Valor de Mercado:100% Cuprum | 646.521 |
| Participación PIC | 97,44% |
| PIC inversión en Cuprum (valor de mercado) (1) | 629.958 |
| Activo corriente | 50.747 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes | 48.562 |
| Cuentas por cobrar | 3.245 |
| Subtotal de activos corrientes y no corrientes | 102.554 |
| Menos: Disminuciones de capital | |
| Cuentas por cobrar con EERR (incluidas en la disminución de capital) | (86.401) |
| Efectivo y equivalentes de efectivo (incluidas en la disminución de capital) | (11.536) |
| Subtotal de disminución de capital | (97.937) |
| Total activos netos de disminuciones de capital (2) | 4.617 |
| Pasivos corrientes y no corrientes | 54.392 |
| Menos: Pasivos por impuestos diferidos | (52.672) |
| Menos: Provisiones | (995) |
| Total pasivos netos (3) | 725 |
| Total activos y pasivos netos (2)-(-3) | 3.892 |
| Valor económico del patrimonio (1)+(2)-(-3) | 633.850 |

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

Para la valorización de PIC, se tomaron los activos y pasivos que no se vinculan a la participación que la Sociedad mantiene en Cuprum, así como los ajustes necesarios para la reducción de capital más la cuenta por cobrar generada por la liquidación de impuestos del SII ya indicada.

Figura N°18: Múltiplo de mercado – Precio/utilidad, en millones de pesos.

| | 2.013 Seg. Sem. 2014 | |
|----------------------------|----------------------|---------|
| Valor de mercado de Cuprum | 621.689 | 646.521 |
| Utilidad de Cuprum (LTM) | 58.962 | 72.345 |
| Múltiplo Precio/Utilidad | 10,5 | 8,9 |

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

Como se muestra en la figura, la valorización de Cuprum utilizando sólo el múltiplo implícito Precio/utilidad, ha experimentado una disminución de 10,5 a 8,9.

Figura N°19: Múltiplo de mercado.

| Precio/Utilidad | Tercer trimestre | Cuarto trimestre | Primer trimestre | Segundo trimestre |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| | 2.013 | 2.013 | 2.014 | 2.014 |
| Capital | 13,19 | 12,11 | 11,44 | 9,76 |
| Habitat | 10,71 | 8,76 | 8,81 | 7,86 |
| Cuprum | 11,41 | 11,20 | 10,38 | 9,13 |
| Provida | 6,61 | 7,10 | 11,63 | 11,52 |
| Promedio | 10,48 | 9,79 | 10,57 | 9,57 |

Fuente: Informe pericial junio de 2014.

En esta figura se muestra la evolución de este indicador con una muestra representativa de empresas similares del mercado. Aplicando diferentes criterios se aprecia que el rango de múltiplos oscila entre 9 y 10 veces la utilidad.

3.2.8 Cálculo del EVA en la etapa de Pre-fusión al 30 de junio de 2014:

A continuación, el EVA calculado para cuprum al 30 de junio de 2014 y al 31 de diciembre de 2013, para obtener dichos valores se determinó una tasa de descuento diferente al del informe pericial oficial.

Figura N°20: Cálculo EVA:

| Concepto: | 30-06-2014 | 30-12-2013 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|
| ROI | 21,35% | 34,53% |
| WACC | 8,84% | 16,06% |
| ROI – WACC | 12,51% | 18,47% |
| Capital invertido | 187.754.533 | 170.756.911 |
| EVA = (ROI-WACC) *Capital invertido | 23.480.189 | 31.540.282 |
| Incremento EVA | -34,33% | |

Fuente: Elaboración propia.

Paso 2: Costo promedio ponderado (CPPC - WACC)

De la figura N° 20, se puede apreciar que la creación de valor al 30 de junio de 2014 sería de \$23.480.189 31 versus al 31 de diciembre de 2013 de \$31.540.282, lo que significa una disminución de -\$8.060.093 equivalente a un -34,33%. Sin embargo, a pesar de la disminución ya señalada, la empresa sí continúa generando valor.

Este porcentaje responde a la disminución experimentada en la rentabilidad sobre el capital invertido de un 21,35% al 30 de junio de 2014, compensado con el incremento en los ingresos ordinarios y compensado, también, con un pequeño aumento en los costos de explotación.

3.3 Etapa Post-fusión

Para analizar esta etapa, se utilizarán los estados financieros al 31 de diciembre de 2017, 2016 y 2015. Así, se mostrarán los indicadores financieros comparativos para el año 2015 respecto del año 2014, para estos efectos se considerará el año 2014 como ya fusionado. También se comparará el año 2016 respecto del año 2015 y el año 2017 respecto del año 2016.

Figura N°21: Indicadores financieros AFP post-fusión al 31 de diciembre de 2015 comparativo con año 2014 considerado como ya fusionado.

| Concepto | | 31-12-2015 | 31-12-2014 |
|---|-------|-------------|-------------|
| Liquidez | | 1,38 | 0,42 |
| Razón ácida | | 1,29 | 0,32 |
| Razón de endeudamiento | | 0,07 | 0,20 |
| Proporción deuda de corto plazo | | 0,28 | 0,19 |
| Proporción deuda de largo plazo | | 0,72 | 0,81 |
| Cobertura gastos financieros | | 5.056,59 | 818,09 |
| Gastos financieros | (M\$) | (14.307) | (101.785) |
| EBITDA | (M\$) | 89.829.572 | 100.292.867 |
| Utilidad después de impuesto | (M\$) | 136.586.771 | 66.605.722 |
| Rentabilidad del patrimonio | | 0,21 | 0,09 |
| Rentabilidad del activo | | 0,17 | 0,08 |
| Utilidad por acción | (\$) | 10,70 | 5,32 |
| Retorno de dividendos por acción | | 0,12 | 0,02 |
| Costo promedio mensual por cotizante | (\$) | 11.154,85 | 10.133,17 |
| Porcentaje de cotizantes sobre afiliados | | 74,15 | 78,71 |
| Proporción patrimonio neto/Capital mínimo | | 1.480,97 | 1.349,01 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2015

La figura N° 21 muestra los indicadores financieros obtenidos de las memorias oficiales de la empresa AFP Cuprum al 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014.

Figura N°22: Variaciones en el Activo:

| Concepto | 31-12-2015 M\$ | 31-12-2014 M\$ | Variación | |
|---------------|-------------------|-------------------|------------|-------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 21.925.669 | 10.726.385 | 11.199.284 | 104,4 |
| No corrientes | 793.073.888 | 787.299.868 | 5.774.020 | 0,7 |
| Total Activos | 814.999.557 | 798.026.253 | 16.973.304 | 2,1 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2015.

Existe un aumento de 104,4% en los activos corrientes, respecto al término del ejercicio anterior. Esta variación se debe a:

- El efectivo y efectivo equivalentes aumentó en M\$12.125.048, respecto del ejercicio anterior, el aumento es por el flujo normal de la operación y menores pagos provisionales mensuales (en adelante, PPM).
- Los impuestos por recuperar disminuyeron en M\$ -1.073.748, producto que los impuestos consolidados del ejercicio anterior fueron inferiores a los pagos provisionales mensuales pagados.

Los activos no corrientes aumentaron en un 0,7%, debido a:

- El encaje presenta una variación de 9,8%, producto del crecimiento del patrimonio de los fondos de pensiones y a la disminución del valor de las cuotas producto de una menor rentabilidad de los fondos de pensiones en el ejercicio actual.
- Los activos intangibles disminuyeron en un -2,7%, esto producto de la amortización de la cartera de clientes compensado por el aumento en los desarrollos y programas informáticos.

Figura N°23: Variaciones en Pasivos:

| Concepto | 31-12-2015 M\$ | 31-12-2014 M\$ | Variación | |
|----------------------------|-------------------|-------------------|--------------|--------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 15.896.569 | 25.756.490 | (9.859.921) | (38,3) |
| No corrientes | 39.985.504 | 107.824.908 | (67.839.404) | (62,9) |
| Patrimonio | 759.117.484 | 664.444.855 | 94.672.629 | 14,2 |
| Total Pasivos y Patrimonio | 814.999.557 | 798.026.253 | 16.973.304 | 2,1 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2015.

Los pasivos corrientes disminuyeron en un -38,3% respecto del ejercicio anterior. La principal variación se explica por:

- Las provisiones disminuyeron en M\$- 10.606.180, esta disminución se debe al pago del dividendo mínimo obligatorio, el que se hizo efectivo en mayo de 2015.

Los pasivos no corrientes disminuyeron en M\$ -67.839.404, equivalente a un -62,9% con respecto al cierre del ejercicio anterior. Esto se debe a:

- Los impuestos diferidos disminuyeron en M\$ -67.831.074, esta disminución se explica por la generación de un activo de impuesto diferido por el goodwill tributario.

Las variaciones en Patrimonio neto se explican por:

- El patrimonio neto aumentó en un 14,2%, debido a la utilidad del ejercicio por M\$ 136.586.771, debido al pago de un dividendo provisorio por M\$ 30.000.000 y por el pago del dividendo definitivo por M\$ 12.195.476.

Figura N°24: Estados de resultados integrales:

| Concepto | 31-12-2015 M\$ | 31-12-2014 M\$ | Variación | |
|--|--------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| | | | M\$ | % |
| Ingresos ordinarios | 119.646.041 | 108.989.533 | 10.656.508 | 9,8 |
| Rentabilidad del Encaje | 14.014.935 | 25.984.644 | (11.969.709) | (46,1) |
| Primas del seguro | 0 | (1.268) | 1.268 | (100,0) |
| Gastos del personal | (29.385.567) | (27.956.784) | (1.428.783) | 5,1 |
| Otros gastos más depreciación y amortización | (34.271.023) | (32.059.985) | (2.211.038) | 6,9 |
| Otros ingresos y gastos | 2.326.010 | 8.211.043 | (5.885.033) | (71,7) |
| Utilidad (pérdida) antes de impuesto | 72.330.396 | 83.167.182 | (10.836.786) | (13,0) |
| Impuesto a la Renta | 64.256.375 | (16.561.460) | 80.817.835 | (488,0) |
| Utilidad (pérdida) del Ejercicio | 136.586.771 | 66.605.722 | 69.981.049 | 105,1 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2015.

- Los ingresos ordinarios aumentaron en M\$ 10.656.508, en comparación al mismo periodo anterior. Este aumento es debido al incremento de la renta imponible y mayor renta promedio, lo que produce un aumento en las comisiones.
- La rentabilidad del encaje presenta una disminución de -46,1%, con respecto al ejercicio anterior, debido a una menor rentabilidad de los fondos de pensiones en el periodo actual.
- La prima y reliquidación negativa del seguro de invalidez y sobrevivencia disminuyó en M\$1.268. esta disminución se debe a que el contrato que existía por el SIS a la fecha de los presentes estados financieros se encuentra cerrado.

- Los gastos del personal aumentaron en un 5,1%, respecto del ejercicio anterior, debido a un aumento en la dotación del personal de ventas.
- Los otros gastos de operación más depreciación y amortización tuvieron un aumento de M\$ 2.211.037, producto de mayores gastos de computación.
- Los otros ingresos y gastos tuvieron una variación de M\$ 5.885.033, producto de la variación del tipo de cambio y un menor resultado procedente de inversiones.
- Los impuestos disminuyeron en M\$ 80.817.835, esto producto de la utilidad generada en el impuesto diferido por el goodwill tributario.

Figura N°25: Indicadores financieros AFP post-fusión al 31 de diciembre de 2016 comparativo con año 2015.

| Concepto | | 31-12-2016 | 31-12-2015 |
|---|-------|------------|-------------|
| Liquidez | | 2,60 | 1,38 |
| Razón ácida | | 2,51 | 1,29 |
| Razón de endeudamiento | | 0,08 | 0,07 |
| Proporción deuda de corto plazo | | 0,23 | 0,28 |
| Proporción deuda de largo plazo | | 0,77 | 0,72 |
| Cobertura gastos financieros | | 1.368,68 | 5.056,59 |
| Gastos financieros | (M\$) | (55.439) | (14.307) |
| EBITDA | (M\$) | 93.641.202 | 89.829.572 |
| Utilidad después de impuesto | (M\$) | 62.999.913 | 136.586.771 |
| Rentabilidad del patrimonio | | 0,08 | 0,21 |
| Rentabilidad del activo | | 0,08 | 0,17 |
| Utilidad por acción | (\$) | 4,93 | 10,70 |
| Retorno de dividendos por acción | | 0,09 | 0,12 |
| Costo promedio mensual por cotizante | (\$) | 11.577,56 | 11.154,85 |
| Porcentaje de cotizantes sobre afiliados | | 73,53 | 74,15 |
| Proporción patrimonio neto/Capital mínimo | | 1.442,43 | 1.480,97 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2016.

La figura N° 25 señala los indicadores financieros de AFP Cuprum al 31 de diciembre de 2016 y 31 de diciembre de 2015, dichos valores se obtuvieron de las memorias oficiales de la compañía.

Figura N°26: Variaciones en el Activo:

| Concepto | 31-12-2016 M\$ | 31-12-2015 M\$ | Variación | |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------|-------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 37.418.193 | 21.925.669 | 15.492.524 | 70,7 |
| No corrientes | 785.958.696 | 793.073.888 | (7.115.192) | (0,9) |
| Total Activos | 823.376.889 | 814.999.557 | 8.377.332 | 1,0 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2016.

Respecto a la variación de los activos durante el año 2016 existe un aumento de 70,7% en los activos corrientes, respecto al término del ejercicio anterior. Esta variación se debe a:

- El efectivo y efectivo equivalentes aumentó en M\$ 9.926.574, respecto del ejercicio anterior, el aumento es producto del flujo normal de la operación.
- Los activos financieros a valor razonable con cambios en resultados aumentaron en M\$ 5.672.748, dicho aumento está dado por las nuevas inversiones en Fondos Mutuos las cuales en el ejercicio anterior no existían.

Los activos no corrientes disminuyeron en un 0,9%, debido a:

- El encaje presenta una variación positiva de 2,8%, producto del crecimiento del patrimonio de los fondos de pensiones, dicho porcentaje corresponde a M\$ 6.360.823.
- Los activos intangibles disminuyeron en un -2,8%, esto producto de la amortización de la cartera de clientes compensado por el aumento en los desarrollos y programas informáticos.

Figura N°27: Variaciones en Pasivos:

| Concepto | 31-12-2016 M\$ | 31-12-2015 M\$ | Variación | |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------|-------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 14.371.781 | 15.896.569 | (1.524.788) | (9,6) |
| No corrientes | 48.902.930 | 39.985.504 | 8.917.426 | 22,3 |
| Patrimonio | 760.102.178 | 759.117.484 | 984.694 | 0,1 |
| Total Pasivos y Patrimonio | 823.376.889 | 814.999.557 | 8.377.332 | 1,0 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2016.

Los pasivos corrientes disminuyeron en un -9,6% respecto del ejercicio anterior. La principal variación se explica por:

- Los acreedores comerciales y otras cuentas por pagar aumentaron en M\$ 652.558, este aumento se debe a compromisos por pagar durante el primer trimestre del año 2017.
- Las provisiones disminuyeron en M\$ -1.038.588, dicha disminución se debe a una menor provisión del bono de desempeño y participación del personal.
- Las cuentas por pagar por impuestos corrientes disminuyeron en M\$ -1.362.450, esta disminución se debe al aumento de los pagos provisionales mensuales.

Los pasivos no corrientes se incrementaron en M\$ 8.917.426, equivalente a un 22,3% con respecto al cierre del ejercicio anterior. Esto se debe a:

- Los impuestos diferidos aumentaron en M\$ 8.931.983, este aumento se explica por los impuestos diferidos generados por el goodwill.

Las variaciones en Patrimonio neto se explican por:

El patrimonio neto aumentó en un 0,1%, debido a la utilidad del ejercicio por M\$ 62.999.902, y al pago de un dividendo provisorio por M\$ 32.000.000 y por el pago del dividendo definitivo por M\$ 30.000.000.

Figura N°28: Estados de resultados integrales:

| Concepto | 31-12-2016 M\$ | 31-12-2015 M\$ | Variación | |
|--|-------------------|-------------------|--------------|---------|
| | | | M\$ | % |
| Ingresos ordinarios | 127.255.813 | 119.646.041 | 7.609.772 | 6,4 |
| Rentabilidad del Encaje | 10.352.838 | 14.014.935 | (3.662.097) | (26,1) |
| Gastos del personal | (30.762.407) | (29.385.567) | (1.376.840) | 4,7 |
| Otros gastos más depreciación y amortización | (34.205.061) | (34.271.023) | 65.962 | (0,2) |
| Otros ingresos y gastos | 3.181.862 | 2.326.010 | 855.852 | 36,8 |
| Utilidad (pérdida) antes de impuesto | 75.823.045 | 72.330.396 | 3.492.649 | 4,8 |
| Impuesto a la Renta | (12.823.132) | 64.256.375 | (77.079.507) | (120,0) |
| Utilidad (pérdida) del Ejercicio | 62.999.913 | 136.586.771 | (73.586.858) | (53,9) |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2016.

- Los ingresos ordinarios aumentaron en M\$ 7.609.772, en comparación al mismo periodo anterior. Este aumento es debido al incremento de la renta imponible y mayor renta promedio, provocando un aumento en las comisiones.
- La rentabilidad del encaje presenta una disminución de -26,1%, con respecto al ejercicio anterior, debido a una menor rentabilidad de los fondos de pensiones en el periodo actual.
- Los gastos del personal aumentaron en un 4,7%, respecto del ejercicio anterior, debido a un aumento en la dotación del personal de ventas.
- Los otros gastos de operación más depreciación y amortización tuvieron una disminución de M\$ 65.962, producto de menores gastos de computación y otros gastos operacionales compensados con el aumento de los gastos de comercialización y administración.
- Los otros ingresos y gastos tuvieron una variación positiva de M\$ 855.852, producto del mayor reconocimiento de utilidades empresas relacionadas y resultado procedente de inversiones.
- Los impuestos disminuyeron en M\$ 77.079.507, esto producto de la utilidad generada en el impuesto diferido por el goodwill tributario del ejercicio anterior.

Figura N°29: Indicadores financieros AFP post-fusión al 31 de diciembre de 2017 comparativo con año 2016.

| Concepto | | 31-12-2017 | 31-12-2016 |
|---|-------|------------|------------|
| Liquidez | | 2,90 | 2,60 |
| Razón ácida | | 2,67 | 2,51 |
| Razón de endeudamiento | | 0,10 | 0,08 |
| Proporción deuda de corto plazo | | 0,17 | 0,23 |
| Proporción deuda de largo plazo | | 0,83 | 0,77 |
| Cobertura gastos financieros | | 2.178,62 | 1.368,68 |
| Gastos financieros | (M\$) | (35.600) | (55.439) |
| EBITDA | (M\$) | 96.249.494 | 93.641.202 |
| Utilidad después de impuesto | (M\$) | 61.041.260 | 62.999.913 |
| Rentabilidad del patrimonio | | 0,08 | 0,08 |
| Rentabilidad del activo | | 0,07 | 0,08 |
| Utilidad por acción | (\$) | 4,78 | 4,93 |
| Retorno de dividendos por acción | | 0,09 | 0,09 |
| Costo promedio mensual por cotizante | (\$) | 13.191,86 | 11.577,56 |
| Porcentaje de cotizantes sobre afiliados | | 71,73 | 73,53 |
| Proporción patrimonio neto/Capital mínimo | | 1.390,98 | 1.442,43 |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2017.

La figura N° 29 muestra las variaciones obtenidas en los indicadores financieros de AFP Cuprum al 31 de diciembre de 2017 y 31 de diciembre de 2016, dichos valores son obtenidos de manera oficial a través de las memorias publicadas por la compañía.

Figura N°30: Variaciones en el Activo:

| Concepto | 31-12-2017 M\$ | 31-12-2016 M\$ | Variación | |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------|-------|
| | | | M\$ | % |
| Corrientes | 37.715.744 | 37.426.180 | 289.564 | 0,8 |
| No corrientes | 783.467.660 | 785.958.696 | (2.491.036) | (0,3) |
| Total Activos | 821.183.404 | 823.384.876 | (2.201.472) | (0,3) |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2017.

Respecto a la variación de los activos durante el año 2017 existe un aumento de 0,8% en los activos corrientes, en relación al ejercicio anterior. Esta variación se debe a:

- El efectivo y efectivo equivalentes aumentó en M\$ 4.350.136, respecto del ejercicio anterior, el aumento es producto del flujo normal de la operación.
- Los activos financieros a valor razonable con cambios en resultados disminuyeron en M\$ -5.672.748, dicha disminución es explicada por el rescate de inversiones en Fondos Mutuos las cuales fueron utilizadas en el pago del dividendo provisorio.
- Las cuentas por cobrar por impuestos corrientes se vieron aumentadas en M\$ 1.962.773, este aumento se explica por una menor provisión de impuesto a la renta producto de menores ingresos.

Los activos no corrientes disminuyeron en un -0,3%, debido a:

- El encaje presenta una variación positiva de 6,0%, producto principalmente de la rentabilidad de los fondos de pensiones producida durante el año.
- Las inversiones asociadas disminuyeron en M\$ -849.945, producto del dividendo de Previred y disminución del capital de AFC II, lo anterior compensado por los resultados positivos de ambas compañías.
- Los activos intangibles en un -2,9%, esto producto de la amortización de la cartera de clientes compensado por el aumento en los desarrollos y programas informáticos.

Figura N°31: Variaciones en Pasivos:

| Concepto | 31-12-2017 | 31-12-2016 | Variación | |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|-------|
| | M\$ | M\$ | M\$ | % |
| Corrientes | 13.013.149 | 14.379.768 | (1.366.619) | (9,5) |
| No corrientes | 62.654.612 | 48.902.930 | 13.751.682 | 28,1 |
| Patrimonio | 745.515.643 | 760.102.178 | (14.586.535) | (1,9) |
| Total Pasivos y Patrimonio | 821.183.404 | 823.384.876 | (2.201.472) | (0,3) |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2017.

Los pasivos corrientes disminuyeron en un -9,5% respecto del ejercicio anterior. La principal variación se explica por:

- Los acreedores comerciales y otras cuentas por pagar disminuyeron en M\$ - 141.949, esta variación se debe a menores deudas con proveedores.
- Las cuentas por pagar a empresas relacionadas aumentaron en M\$ 713.112, lo anterior producto al aumento de costos y servicios prestados por la sociedad relacionada Principal Servicios Corporativos Ltda.
- Las provisiones disminuyeron en M\$ -1.697.604, dicha disminución se debe a una menor provisión del bono de desempeño y menores provisiones de servicios ya prestados en relación al ejercicio anterior.
- Las cuentas por pagar por impuestos corrientes disminuyeron en M\$ -128.269, esta disminución se debe al aumento de los pagos provisionales mensuales.
- Los pasivos acumulados disminuyeron en M\$ -113.335, producto de las leyes sociales por el pago del bono de desempeño y participación y remuneraciones por pagar al personal.

Los pasivos no corrientes se incrementaron en M\$ 13.751.682, equivalente a un 28,1% con respecto al cierre del ejercicio anterior. Esto se debe a:

- Los impuestos diferidos aumentaron en M\$ 13.770.777, este aumento se explica por los impuestos diferidos generados por el goodwill y por la rentabilidad del encaje.

Las variaciones en Patrimonio neto se explican por:

El patrimonio neto disminuyó en un -1,9%, debido a la utilidad del ejercicio por M\$ 61.041.251, al pago de un dividendo provisorio por M\$ 41.000.001 y por el pago del dividendo definitivo por M\$ 35.589.212.

Figura N°32: Estados de resultados integrales:

| Concepto | 31-12-2017 M\$ | 31-12-2016 M\$ | Variación | |
|--|-------------------|-------------------|-------------|-------|
| | | | M\$ | % |
| Ingresos ordinarios | 122.898.791 | 127.255.813 | (4.357.022) | (3,4) |
| Rentabilidad del Encaje | 20.195.320 | 10.352.838 | 9.842.482 | 95,1 |
| Gastos del personal | (30.863.784) | (30.762.407) | (101.377) | 0,3 |
| Otros gastos más depreciación y amortización | (38.371.810) | (34.205.061) | (4.166.749) | 12,2 |
| Otros ingresos y gastos | 3.664.760 | 3.181.862 | 482.898 | 15,2 |
| Utilidad (pérdida) antes de impuesto | 77.523.277 | 75.823.045 | 1.700.232 | 2,2 |
| Impuesto a la Renta | (16.482.017) | (12.823.132) | (3.658.885) | 28,5 |
| Utilidad (pérdida) del Ejercicio | 61.041.260 | 62.999.913 | (1.958.653) | (3,1) |

Fuente: Análisis razonado diciembre de 2017.

- Los ingresos ordinarios disminuyeron en M\$ -4.357.022, en comparación al mismo periodo anterior. Esta disminución es debido a un menor número de afiliados cotizantes, produciendo un menor ingreso por concepto de comisiones.
- La rentabilidad del encaje aumentó en M\$ 9.842.483, es decir, un 95,1%, con respecto al ejercicio anterior, debido a una mayor rentabilidad de los fondos de pensiones en el periodo actual.
- Los gastos del personal aumentaron en M\$ 101.377, lo que significa un aumento del 0,3% en comparación al ejercicio anterior, producto a un aumento en la dotación del personal de ventas.
- Los otros gastos de operación más depreciación y amortización tuvieron un aumento de M\$ 4.166.749, producto del aumento de gastos de administración, computación y amortización de desarrollos tecnológicos.

- Los otros ingresos y gastos tuvieron una variación positiva de M\$ 482.898, producto del mayor reconocimiento de utilidades empresas relacionadas y resultado procedente de inversiones.
- Los impuestos aumentaron en M\$ 3.658.885, esto producto por el impuesto diferido por el goodwill tributario y del encaje, compensado en parte por un menor impuesto a la renta por pagar.

3.3.1 Cálculo EVA al 31 de diciembre de 2015

Cabe señalar, que la fusión de las sociedades es considerada desde el 1 de enero de 2015, por lo tanto, al término del ejercicio comercial, vale decir, al 31 de diciembre de 2015 sería el primer año de la sociedad ya fusionada.

Figura N° 33: Cálculo EVA al 31 de diciembre de 2015:

| Concepto: | 31-12-2015 | 31-12-2014 |
|---|-------------|-------------|
| ROI | 17,09% | 35,96% |
| WACC | 9,45% | 17,96% |
| ROI – WACC | 7,64% | 18,00% |
| Capital invertido | 799.102.988 | 207.475.569 |
| EVA = (ROI-WACC)*Capital invertido | 61.080.843 | 37.350.548 |
| Incremento EVA año actual VS año anterior | 38,85% | |

Fuente: Elaboración propia.

De los valores obtenidos se puede mencionar que, de los años evaluados, en este caso 31 de diciembre de 2015 (post-fusión) versus 31 de diciembre de 2014 (pre-fusión) se ha generado valor para los accionistas en un porcentaje no menor al 38,85%. Este porcentaje responde a una disminución experimentada en la rentabilidad sobre el capital invertido, compensado por un aumento en los ingresos ordinarios, una disminución en los costos financieros y un aumento de los impuestos diferidos del periodo actual versus periodo anterior.

3.3.2 Razones para la fusión de Principal y su filial Cuprum

Cristián Edwards, gerente legal corporativo de Principal Chile, explica, en una entrevista para el diario “La Tercera” del día domingo 07 de febrero de 2016, cómo se gestó la operación Cuprum – Argentum.

Indica “los objetivos de la fusión eran múltiples. El incremento de la fortaleza patrimonial de Cuprum, mejorando la solvencia. El perfeccionamiento cualitativo de la información financiera. La simplificación de la estructura societaria. Otro objetivo importante era el goodwill tributario”

Estas mismas razones fueron vistas en el documento “términos y condiciones para la fusión”.

En la entrevista se destaca que el crear una nueva AFP, es parte del proceso que debieron realizar, ya que el DL 3.500 señala que una AFP sólo puede fusionarse con otra AFP.

En este sentido es conveniente indicar la Opinión del Profesor Patricio Arrau, quien realizó una investigación sobre la fusión Cuprum y llegó a las siguientes conclusiones. Es importante mencionar que este informe fue obtenido de la página oficial de AFP Cuprum:

Conclusiones Patricio Arrau, citado textual de su informe:

- El tema de fondo que subyace a la amortización tributaria del Goodwill, radica en la percepción de que el comprador se habría beneficiado tributariamente en perjuicio del Fisco. Independiente del impuesto que habría o no pagado el vendedor por el sobre precio que genera el menor valor de inversión tributario, es posible analizar la percepción mencionada desde el punto de vista meramente del comprador y del Fisco.
- En efecto, parte del sobre precio anterior corresponde a los US\$ 523 millones que PIC pago por sobre el valor de mercado de entonces. De ello, no más de US\$ 100 millones pueden explicarse por el Goodwill tributario.
- Desde una perspectiva económica es razonable suponer que la diferencia de US\$ 423 millones responde al valor presente neto de impuestos que racionalmente el comprador espera obtener por las sinergias de la fusión. De esta manera y aún si se hace abstracción de la circunstancia de que el vendedor paga impuesto a las

ganancias de capital por el sobre precio total y se llega a considerar que el Fisco deja de percibir el Goodwill tributario, que asciende a US\$ 100 millones en valor presente, el Fisco igual puede esperar percibir en nuevos impuestos un valor presente de al menos US\$ 156 millones producto de las sinergias de la fusión (utilidades adicionales) en caso de que estas se realicen como racionalmente estima el comprador implícitamente en su oferta de compra.

- En otras palabras, la materialización de la operación reportará desde una perspectiva económica al Fisco la generación de un ingreso adicional ascendente al menos a US\$ 56 millones, en valor presente. Si no se hubiese materializado la operación, en cambio, el Fisco habría dejado de percibir este ingreso adicional.
- En definitiva, si se consideran los aspectos técnicos que corresponden y se analiza el fondo de la discusión sobre la fusión de AFP Argentum y AFP Cuprum, esto es la errónea percepción de que existió un abuso tributario, no solo se justifica plenamente en su mérito el accionar de la SP, sino que se puede apreciar que esta operación también es conveniente para el Fisco. El sentido de las fusiones creadoras de valor es generar flujos de caja adicionales que favorecen también al Fisco, no solo a los compradores y a los vendedores.
- La fusión, por tanto, agrega valor para todos, incluido el Fisco.
- Adicionalmente, la fusión corta realizada no produce problemas regulatorios, sino al contrario, sincera el balance y los indicadores ROA y ROE, no elimina competidores y transparenta y protege a los accionistas minoritarios.

3.4 Goodwill tributario

En Chile, en materia tributaria, a partir del 1 de enero de 2013 y hasta 31 de diciembre de 2014, como consecuencia de una fusión es posible que el valor pagado sea mayor al patrimonio tributario proporcional de la sociedad absorbida, en este caso, dicha diferencia, denominada menor valor de la inversión o goodwill, debe distribuirse entre los activos no monetarios hasta su valor de mercado. La parte de esta diferencia que no se logra asignar debe ser reconocida como un gasto diferido tributario amortizable en diez años.

El tratamiento del goodwill a partir del 1 de enero de 2015 es, distribuir la diferencia entre el valor pagado y el patrimonio tributario proporcional de la sociedad absorbida entre los

activos no monetarios hasta su valor de mercado. Mismo tratamiento anterior, sin embargo respecto de la parte de la diferencia que no fue asignada, ésta constituye un activo intangible (y no un gasto diferido) que sólo puede ser amortizado al término de giro o con la disolución de la sociedad absorbente.

No obstante, el nuevo tratamiento tributario del goodwill no afectará a aquellos procesos de fusión que se hubieren iniciado con anterioridad al 1 de enero de 2015 y que se concluyan hasta el 1 de enero de 2016, siempre que dicho inicio se informe y acredite de manera fehaciente ante el Servicio de Impuestos Internos.

3.4.1 Goodwill tributario de AFP Cuprum

Respecto de AFP Cuprum, tal como se señala en la memoria año 2015 como consecuencia de la fusión, se generó un goodwill tributario que corresponde a la diferencia entre el valor pagado y el patrimonio tributario proporcional de la sociedad absorbida. Como ya se explicó, tributariamente, dicha diferencia debe distribuirse entre los activos no monetarios hasta su valor de mercado y la parte de la diferencia no asignada debe reconocerse como un gasto diferido tributario amortizable en diez años de acuerdo a lo contemplado en la Ley de Impuesto a la Renta.

Como ya se ha señalado en este informe, en octubre de 2012 Principal llegó a un acuerdo por la compra del 63,44% de AFP Cuprum, valorizando a la compañía en USD1.500 millones, la que se terminó realizando mediante una OPA en febrero de 2013 y que significó la adquisición de AFP Cuprum por parte de Principal en más de un 97,44%, convirtiéndose en ese momento en el accionista mayoritario de AFP Cuprum.

Como el proceso de fusión se inició y acreditó durante el año 2014, AFP Cuprum utilizó el tratamiento tributario del goodwill que contempla la amortización del gasto diferido en diez años.

3.4.2 Impuesto diferido de AFP Cuprum

En AFP Cuprum los impuestos diferidos se reconocen sobre la base de las diferencias entre los valores libros de los activos y pasivos en los estados financieros y las correspondientes bases utilizadas en el cálculo del resultado tributario y se contabilizan de acuerdo con el método del pasivo de balacne. Los pasivos por impuestos diferidos se reconocen para todas las diferencias temporarias imponibles, y los activos por impuestos diferidos se reconocen para todas las diferencias temporarias deducibles en la medida que sea probable que

existan beneficios fiscales futuros con los que poder compensar tales diferencias. No se reconocen activos o pasivos por impuestos diferidos si las diferencias temporarias surgen del menor valor o del reconocimiento inicial (excepto en una combinación de negocios) de otros activos y pasivos en una transacción que no afecta los resultados tributarios ni los resultados financieros.

El activo por impuesto diferido originado por el Goodwill Tributario, se ha registrado de acuerdo con la Norma Internacional de Contabilidad N° 12. Dicho activo fue calculado sobre las diferencias temporarias que surgen de las diferencias entre las bases contables y tributarias de este beneficio fiscal, cuyo efecto se reconoce el 1 de enero de 2015, fecha en que se materializó la fusión y que implicó el reconocimiento de un activo por impuestos diferidos de \$ 74.385.663. Los efectos son registrados en resultados.

El valor libro de los activos por impuestos diferidos es revisado a la fecha de cada estado de situación y se reduce en la medida que ya no sea probable que se disponga de suficientes resultados tributarios disponibles para permitir la recuperación de todo o parte del activo.

Los activos y pasivos por impuestos diferidos son medidos a las tasas tributarias que se espera estén vigentes en el período en el cual se liquide el pasivo o se realice el activo, basado en las tasas tributarias que se hayan aprobado, al cierre del período del estado de situación. Los impuestos diferidos han sido calculados determinando las diferencias temporarias entre los activos y pasivos tributarios y sus respectivos valores libros.

Con fecha 29 de septiembre de 2014 fue publicada la Ley N° 20.780, que entre sus puntos incluye el reemplazo del actual sistema de tributación por dos nuevos sistemas, el sistema integrado con atribución de rentas (en adelante, SI), y el sistema parcialmente integrado (en adelante, SPI). Asimismo, frente a cada sistema habrá un incremento gradual de la tasa del impuesto renta.

Considerando la promulgación de la Ley N° 20.899, las sociedades anónimas están obligadas a pertenecer al sistema SPI. Por lo tanto, la Sociedad ha procedido a registrar los impuestos, considerando tasas de reverso aplicables a dicho régimen, esto es tasa 27%.

Capítulo IV: Resultados y conclusiones de la Investigación

4.1 Discusión de Resultados

Mediante el presente estudio, se ha descrito qué son, por qué se generan, cómo se realizan, qué beneficios trae, tanto las fusiones como las adquisiciones. Se ha desarrollado el caso de la fusión de Cuprum a modo de ejemplo, con el fin de entender los conceptos de la mejor manera posible.

Como ya se explicó en puntos anteriores, las fusiones y adquisiciones son efectivamente una estrategia. Y son una estrategia motivada por el crecimiento, por la generación de valor.

A continuación, se realizará un cuadro comparativo entre las subcategorías en base a la teoría versus la realidad vista en Cuprum-Principal. La idea es observar claramente si la teoría se cumple en la práctica.

Figura N° 34: Cuadro comparativo entre subcategorías:

| Sub categoría | Teoría | Práctica (Caso Cuprum) |
|----------------------|---|--|
| Estrategia de fusión | La teoría indica que la estrategia corporativa debe estar enfocada a: ¿Dónde competir? Esta interrogante está orientada al crecimiento. Y al pensar en crecimiento, una alternativa idónea es la estrategia de crecimiento inorgánico, en otras palabras, fusiones o adquisiciones. | Principal, inicia una estrategia por diversificar su negocio. Tiene una estrategia de crecimiento relativamente rápido. La estrategia más importante era ingresar al mercado del ahorro previsional obligatorio. Dado los objetivos que tenía consideró que la mejor estrategia era adquirir AFP Cuprum a través de una OPA. |

| | | |
|---------------------------------|---|---|
| <p>Proceso para concretarlo</p> | <p>Básicamente, la teoría explica un proceso que consta de tres etapas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Etapa I: Preparación. • Etapa II: Negociación. • Etapa II: Integración. | <p>El proceso que realizó Principal fue realizar una OPA en 2012 y adquirió más del 90% de Cuprum. Finalmente, en 2014 inició el proceso de fusión.</p> <p>Principal tenía la intención de añadir el ahorro obligatorio a su oferta de productos. Es así como se da a la tarea de buscar una AFP que calce con su estrategia.</p> <p>Principal consideró que Cuprum era una empresa líder en el ahorro obligatorio, en el voluntario, la más alta tasa de cotización por afiliado del sistema, los mejores estándares, etc.</p> <p>Principal planea diversificar, ya que posee el negocio de las rentas vitalicias, los fondos mutuos y ahorro obligatorio.</p> <p>EL precio fijado fue US\$1.500 millones.</p> |
|---------------------------------|---|---|

| | | |
|-----------------------------------|--|--|
| | | Claramente, las empresas para adquirir o fusionar realizan una profunda investigación, análisis, valoraciones, etc. |
| Sinergias operacionales | Las Sinergias operacionales están ligadas al aumento de ingresos y/o disminución de costos. | Efectivamente la fusión hizo aumentar los ingresos del año 2014 al 2015. En el estado de resultados se aprecia que los ingresos ordinarios aumentaron un 9,8%. El incremento fue en 1 año. |
| Sinergias financieras | La teoría explica este tipo de sinergias como el mejoramiento en la estructura de capital y/o sinergias fiscales, donde se obtiene beneficio a través de ventajas impositivas. | A causa de la adquisición y posterior fusión, se observó una disminución en el pago de impuesto, esto por el goodwill tributario generado, en otras palabras el valor pagado es mayor al valor económico del patrimonio. |
| Sub categoría | Teoría | Práctica |
| Flujo caja descontado caso Cuprum | Método que permite calcular el valor de una empresa y proyectar sus flujos. Lo que | Este flujo se usó para valorizar Cuprum y proyectar sus flujos en horizonte de diez años. A |

| | | |
|-----------------|---|---|
| | facilita la relación de canje de las empresas a fusionar | partir de este flujo se verificará la existencia de valor generada. |
| EVA caso Cuprum | EVA, es un indicador de creación de valor. Es utilizado para determinar la creación o destrucción de valor en un momento determinado. | El EVA calculado a AFP Cuprum ya fusionada versus el EVA calculado pre-fusión muestra un crecimiento de valor en el último año. Los indicadores ROA y ROE se vieron incrementados de 2014 a 2015. |

Fuente: Elaboración propia.

4.2 Conclusiones

Las conclusiones pueden ser divididas en dos grupos. Por una parte, las conclusiones en función del trabajo realizado y en función al estudio de caso.

En lo referente al trabajo desarrollado, las fusiones y adquisiciones sí son una estrategia corporativa que permite la creación de valor. Éstas posibilitan el crecimiento de la empresa, y esto es posible verlo en incrementos de ingresos, reducción de ingresos, ventajas impositivas, posicionamiento en el mercado, etc.

Lo principal, es que las expectativas sean realistas, y que exista una apropiada planificación, con asesores idóneos en la materia, que analicen la mejor opción de reestructuración para así logran la maximización del valor que pudiere crear.

Por otra parte, respecto al estudio de caso, éste se dividió en dos etapas, la pre-fusión, donde también se aborda la adquisición, y la post- fusión. Los resultados se analizaron en base a si las fusiones son o no una estrategia que permite la generación de valor. Para lo cual se utilizó el indicador financiero EVA.

El objetivo principal del estudio es “Analizar la fusión de empresas siendo ésta una estrategia que permite la creación de valor en el entorno económico actual. Proporcionando conocimiento y realidad del proceso que siguen las empresas para fusionarse, mediante un estudio de caso en el mercado chileno”. Finalmente, la teoría detallada confirma que las fusiones y adquisiciones son una estrategia corporativa, que posibilita el crecimiento relativamente rápido. Como se observó en AFP Cuprum, existió crecimiento al primer año de fusión. Los ingresos aumentaron, el patrimonio se incrementó en cuatro veces. Efectivamente se sinceran los estados financieros.

Es importante dejar en claro que análisis en relación a las sinergias obtenidas con la fusión son muchas y va a depender de tipo de empresa, la actividad que desarrollé y las metas propuestas.

En este caso Cuprum, indicó tres efectos que pretendía obtener con la fusión:

- Simplificar la estructura societaria
- Fortalecimiento patrimonial
- Balances con un valor real, tanto de activos como de patrimonio.

Estas metas se han visto cubiertas, además se ha generado una sinergia fiscal, llamada goodwill tributario. Lo que ha hecho disminuir los impuestos

A razón de lo anterior, es que resulta conveniente decir que la fusión sí generó valor, demostrado con la ejecución del EVA post- fusión.

Bibliografía

- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2008). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2009). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2010). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2011). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2012). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2013). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2014). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2015). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2016). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Administradora de fondos de pensiones Cuprum S.A. (2017). Memoria anual AFP Cuprum. Santiago, Chile.
- Allen, Franklin, Brealey, Richard & Myers, Stewart (2010). Principios de Finanzas Corporativas. 9ª Edición. México, McGraw-Hill.
- Alvear, S. (2001). Medición de la generación de valor de una empresa regional, utilizando el modelo EVA. Magíster. Universidad de Talca.
- Ballarín, E., Canals, J. y Fernández, P. (1994). Alianza economía. Fusiones y adquisiciones de empresas. Un enfoque integrador. Madrid: Alianza Editorial.

- Cárcamo, H. (2015). El polémico beneficio tributario de Cuprum que dispara en 25% ganancias de AFP a junio pese a caída por rentabilidad. El Mostrador. [online] Available at: <http://www.elmostrador.cl/autor/hectorcarcamo/> [Accessed 4 Sep. 2015].
- Esquivel, R. (2015). EY - Detalle Noticia. [online] Eychile.cl. Available at: <http://www.eychile.cl/SalaPrensa/Detalle/404> [Accessed 3 Sep. 2015].
- Ley de Sociedades anónimas N° 18.046
- Mancilla, Mardel (2003). Medición del EVA para Empresas Chilenas 1998-2002. Chile
- Martínez, G. and López, G. (2003). ¿Generan valor las fusiones a las empresas colombianas? Journal management and economics for Iberoamerica, [online] 86, pp.51-61. Available at: http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/105/html [Accessed 4 Sep. 2015].
- Maquieira, Carlos (2009). Finanzas corporativas: Teoría y práctica. 1ª Edición. Chile, Andrés Bello.
- Mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica. (2015). Financial Advisory Services. [online] Available at: <http://www2.deloitte.com/ar/es/pages/finance/articles/mercado-de-fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica-primer-semester.html> [Accessed 4 Sep. 2015].
- Navío, J. (2012). Análisis de la creación de valor a largo plazo de las fusiones y adquisiciones entre operadoras en el sector de telecomunicación. Doctorado. Universidad Nacional de Educación a distancia.
- Piedrahíta, O. and Gaitán, S. (2014). Características de un proceso de fusión o adquisición. Revista udistrital, [online] pp.64 - 85. Available at: <http://revistas.udistrital.edu.co/ojs/index.php/revcie/article/view/6495> [Accessed 4 Sep. 2015].
- Pomar, S. and Rendón, E. (2000). Las fusiones. Su importancia en el entorno competitivo actual. [Online] pp.143 - 162. Available at:

http://bidi.xoc.uam.mx/resumen_articulo.php?id=2508&archivo=9-165-2508fyg.pdf&titulo_articulo=Las%20fusiones.%20Su%20importancia%20en%20el%20entorno%20competitivo%20actual [Accessed 4 Sep. 2015].

- Pozo, A. (2015). Aumentan las fusiones y adquisiciones de firmas nacionales ante mayor apetito de extranjeros. Diario financiero. [online] Available at: <http://www.df.cl> [Accessed 3 Sep. 2015].
- Principal.cl, (2015). Principal Financial Group - Chile. [online] Available at: http://www.principal.cl/Quienes_somos/Reestructuracion-Societaria [Accessed 28 Aug. 2015].
- Santillana, I. (2009). Análisis financiero de la fusión por adquisición de dos empresas de alimentos en Guatemala. Licenciatura. Universidad San Carlos de Guatemala.
- Spineda, Sheldon, and asociados, (2008). Boletín de finanzas corporativas y recuperaciones. Boletín digital, (3).
- Superintendencia de pensiones, (2015). Resumen de la exposición de la superintendencia de pensiones, Tama Agnic.
- Walker, R. (2015). En Chile quedan muchas oportunidades. La Tercera. [online] Available at: <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2013/02/655%AD507157%AD9%ADprincipal%ADen%ADchile%ADquedan%ADmuchas%ADoportunidades.shtml> [Accessed 3 Sep. 2015].
- Estudios de Administración “Metodología de valoración de empresas nuevas” Carlos Maquieira, 2010
- Repositorio Comillas, Educación “Proceso de generación de valor en Fusiones y adquisiciones” José F. Carbonell
- Sudarsanam, P.S. La esencia de las fusiones y adquisiciones. Ed. Prentice Hall. 1ª edición. México. 1996

- Boletín de Finanzas corporativas y recuperaciones: “Fusiones y adquisiciones” Espiñeira, Sheldon y asociados, 2008
- Daft, R. (2000). Teoría y diseño organizacional. México: International Thomsom
- Jorge Tarziján “Organización industrial para la estrategia empresarial” 2006 Editorial Pearson, segunda edición
- Juan Mascareñas Pérez – Íñigo, “Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas” 5 edición Ecobook editorial del economista, 2011
- Tesis: “Medición del EVA para empresas chilenas 1998-2002” Cesar Mancilla
- Decreto Ley 3.500
- Ley de sociedades anónimas 18.046
- Informe opinión, Patricio Arrau, 2015
- Documentos de interés público:” Cómo se gestó y aprobó la fusión entre Argentum y Cuprum” Superintendencia de Pensiones
- “Preguntas frecuentes “Página web de Cuprum, donde se explican las motivaciones de la adquisición de Cuprum.
- Entrevista a Cristián Edwards, Gerente legal de Principal en diario “La Tercera” explicando los efectos de la fusión ya realizada.

Anexo N°1:

Estados financieros de AFP Cuprum años 2013 a 2017

| ACTIVOS | Cuprum Sin Fusión años 2014 | | | | | |
|---|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|---|--|--|
| | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum-PIC Fusionado para efectos comparativos | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) |
| | Al 31-12-2017 | Al 31-12-2016 | Al 31-12-2015 | Al 31-12-2014 | Al 31-12-2014 | Al 31-12-2013 |
| | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ |
| ACTIVOS CORRIENTES: | | | | | | |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 34.746.175 | 30.396.039 | 20.469.465 | 8.344.417 | 7.115.761 | 5.261.537 |
| Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados | 0 | 5.672.748 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activos financieros disponibles para la venta | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros activos financieros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, Neto | 440.735 | 560.494 | 781.460 | 658.574 | 618.716 | 815.685 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 496.313 | 627.206 | 541.137 | 590.664 | 514.010 | 503.472 |
| Inventarios | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activos de coberturas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activos afectos en garantía sujetos a venta o a nueva garantía | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pagos Anticipados | 69.748 | 161.706 | 133.607 | 58.982 | 58.982 | 20.207 |
| Cuentas por cobrar por impuestos corrientes | 1.962.773 | 0 | 0 | 1.073.748 | 127.889 | 481.263 |
| Otros activos corrientes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Subtotal activos corrientes | 37.715.744 | 37.418.193 | 21.925.669 | 10.726.385 | 8.435.358 | 7.082.164 |
| Activos no corrientes y grupos en desapropiación mantenidos para la venta | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TOTAL ACTIVOS CORRIENTES | 37.715.744 | 37.418.193 | 21.925.669 | 10.726.385 | 8.435.358 | 7.082.164 |
| ACTIVOS NO CORRIENTES: | | | | | | |
| Encaje | 250.655.323 | 236.535.358 | 230.174.535 | 209.568.346 | 209.568.346 | 174.450.593 |
| Activos financieros disponibles para la venta | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros activos financieros | 256.373 | 256.373 | 256.373 | 93.233 | 93.233 | 93.233 |
| Deudores comerciales y otras cuentas cobrar, Neto. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones en coligadas contabilizadas por el método de la participación | 11.797.813 | 12.647.758 | 12.530.390 | 12.506.168 | 3.529.549 | 4.180.862 |
| Otras inversiones contabilizadas por el método de la participación | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activos intangibles, Neto | 512.246.762 | 527.542.728 | 542.520.186 | 557.723.446 | 6.124.683 | 5.407.887 |
| Propiedades, planta y equipo, Neto | 7.647.302 | 8.096.829 | 6.702.755 | 6.513.035 | 6.513.035 | 5.439.410 |
| Propiedades de inversión | 781.687 | 801.360 | 821.033 | 840.706 | 840.706 | 860.380 |
| Activos por impuestos diferidos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activos afectados en garantía sujetos a venta o a nueva garantía | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activos de cobertura | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pagos Anticipados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Efectivo de utilización restringida o afectados en garantía | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros activos, no corrientes | 82.400 | 78.290 | 68.616 | 54.934 | 54.934 | 53.659 |
| TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES | 783.467.660 | 785.958.696 | 793.073.888 | 787.299.868 | 226.724.486 | 190.486.024 |
| TOTAL ACTIVOS | 821.183.404 | 823.376.889 | 814.999.557 | 798.026.253 | 235.159.844 | 197.568.188 |

| PASIVOS Y PATRIMONIO NETO | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum-PIC Fusionado para efectos comparativos | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|---|--|--|
| | Al 31-12- 2017 | Al 31-12- 2016 | Al 31-12- 2015 | Al 31-12- 2014 | Al 31-12- 2014 | Al 31-12- 2013 |
| | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ |
| PASIVOS CORRIENTES: | | | | | | |
| Préstamos que devengan intereses | 24.047 | 22.621 | 21.053 | 19.355 | 19.355 | 32.685 |
| Préstamos recibidos que no generan intereses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros pasivos financieros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar | 5.028.351 | 5.162.313 | 4.509.755 | 5.262.241 | 5.258.897 | 5.170.715 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 1.091.971 | 378.859 | 248.001 | 289.658 | 148.106 | 150.940 |
| Provisiones | 6.111.463 | 7.809.067 | 8.847.655 | 19.453.835 | 21.526.516 | 20.615.972 |
| Cuentas por pagar por impuestos corrientes | 0 | 128.269 | 1.490.719 | 0 | 0 | 0 |
| Otros pasivos corrientes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ingresos diferidos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Obligación por beneficios post empleo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos de cobertura | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos acumulados (o devengados) | 757.317 | 870.652 | 779.386 | 731.401 | 731.401 | 840.965 |
| Subtotal pasivos corrientes | 13.013.149 | 14.371.781 | 15.896.569 | 25.756.490 | 27.684.275 | 26.811.277 |
| Pasivos incluidos en grupos de desapropiación mantenidos para la venta | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TOTAL PASIVOS CORRIENTES | 13.013.149 | 14.371.781 | 15.896.569 | 25.756.490 | 27.684.275 | 26.811.277 |
| PASIVOS NO CORRIENTES: | | | | | | |
| Préstamos que devengan intereses | 256.606 | 275.938 | 290.413 | 299.289 | 299.289 | 301.597 |
| Préstamos recibidos que no generan intereses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros pasivos financieros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 24.000.000 |
| Provisiones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos por impuestos diferidos | 62.383.873 | 48.613.096 | 39.681.113 | 107.512.187 | 31.138.758 | 17.934.362 |
| Otros pasivos | 14.133 | 13.896 | 13.978 | 13.432 | 13.432 | 12.713 |
| Ingresos diferidos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Obligación por beneficios post empleo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos de cobertura | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES | 62.654.612 | 48.902.930 | 39.985.504 | 107.824.908 | 31.451.479 | 42.248.672 |
| PATRIMONIO NETO: | | | | | | |
| Capital pagado | 635.487.499 | 635.487.499 | 635.487.499 | 625.525.770 | 3.066.443 | 3.066.443 |
| Acciones propias en cartera | 0 | 0 | 0 | (4.634.128) | (4.730.633) | 0 |
| Otras reservas | (62.572) | (24.355) | (9.136) | 7.100 | (210.847) | (208.189) |
| Resultados retenidos (pérdidas acumuladas) | 110.090.340 | 124.638.666 | 123.638.764 | 31.739.398 | 177.898.786 | 125.649.666 |
| Total patrimonio atribuible a los accionistas | 745.515.267 | 760.101.810 | 759.117.127 | 652.638.140 | 176.023.749 | 128.507.920 |
| Participación minoritaria | 376 | 368 | 357 | 11.806.715 | 341 | 319 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 745.515.643 | 760.102.178 | 759.117.484 | 664.444.855 | 176.024.090 | 128.508.239 |
| TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO | 821.183.404 | 823.376.889 | 814.999.557 | 798.026.253 | 235.159.844 | 197.568.188 |

| ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum- PIC Fusionado | Cuprum-PIC Fusionado para efectos comparativos | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--|--|--|
| | AI 31-12-2017 | AI 31-12-2016 | AI 31-12-2015 | AI 31-12-2014 | AI 31-12-2014 | AI 31-12-2013 |
| | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ |
| Ingresos ordinarios | 122.898.791 | 127.255.813 | 119.646.041 | 108.989.533 | 108.989.533 | 99.609.604 |
| Rentabilidad de Encaje | 20.195.320 | 10.352.838 | 14.014.935 | 25.984.644 | 25.984.644 | 12.180.668 |
| Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia (menos) | 0 | 0 | 0 | (1.268) | (1.268) | (28.888) |
| Gastos de personal (menos) | (30.863.784) | (30.762.407) | (29.385.567) | (27.956.784) | (27.956.784) | (26.701.810) |
| Depreciación y amortización (menos) | (18.690.617) | (17.762.718) | (17.484.868) | (17.023.900) | (1.697.829) | (1.966.215) |
| Pérdidas por deterioro (reversiones) neto (menos) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investigación y desarrollo (menos) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Costos de reestructuración (menos) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros gastos varios de operación (menos) | (19.681.193) | (16.442.343) | (16.786.155) | (15.036.086) | (12.809.685) | (10.292.152) |
| Ganancia (pérdida) sobre instrumentos financieros designados como coberturas de flujo de efectivo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos financieros disponibles para la venta | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos no corrientes no mantenidos para la venta | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Costos financieros (menos) | (35.600) | (55.439) | (14.307) | (101.785) | (750.905) | (2.584.644) |
| Ganancia (pérdida) procedente de inversiones | 1.489.479 | 1.281.550 | 767.312 | 1.816.066 | 287.197 | 102.541 |
| Plusvalía negativa inmediatamente reconocida (menos) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Participación en ganancia (pérdida) de coligadas contabilizadas por el método de la participación | 2.034.338 | 1.773.976 | 1.399.137 | 1.356.214 | 1.356.214 | 2.322.238 |
| Participación en ganancia (pérdida) de negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Diferencias de cambio | (9.030) | 5.457 | 21.890 | 3.052.257 | 10.010 | 6.228 |
| Resultados por unidades de reajuste | 27.030 | 40.706 | 6.269 | 1.911.586 | 248.815 | 124.978 |
| Otros ingresos distintos de los de operación | 165.010 | 143.387 | 141.231 | 197.425 | 197.425 | 176.219 |
| Otros gastos distintos de los de operación (menos) | (6.467) | (7.775) | 4.478 | (20.720) | (20.720) | (42.787) |
| Ganancia (pérdida) antes de impuesto | 77.523.277 | 75.823.045 | 72.330.396 | 83.167.182 | 93.836.647 | 72.905.980 |
| Gasto (ingreso) por impuesto a las ganancias | (16.482.017) | (12.823.132) | 64.256.375 | (16.561.460) | (19.229.811) | (13.939.337) |
| Ganancia (pérdida) de actividades continuadas después de impuesto | 61.041.260 | 62.999.913 | 136.586.771 | 66.605.722 | 74.606.836 | 58.966.643 |
| Ganancia (pérdida) de operaciones descontinuadas, neta de impuesto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ganancia (pérdida) Atribuible a Tenedores de Instrumentos de Participación en el Patrimonio Neto de la Controladora y participación minoritaria | 61.041.260 | 62.999.913 | 136.586.771 | 66.605.722 | 74.606.836 | 58.966.643 |
| Ganancia (pérdida) Atribuible a los Tenedores de Instrumentos de Participación en el Patrimonio Neto de la Controladora | 61.041.251 | 62.999.902 | 136.586.756 | 65.333.060 | 74.606.814 | 58.966.628 |
| Ganancia (pérdida) Atribuible a Participación Minoritaria | 9 | 11 | 15 | 1.272.662 | 22 | 15 |
| GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACCIÓN | 61.041.260 | 62.999.913 | 136.586.771 | 66.605.722 | 74.606.836 | 58.966.643 |
| Acciones comunes: | | | | | | |
| Ganancia (pérdida) Básicas por Acción de Operaciones Descontinuada | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Ganancia (pérdida) Básicas por Acción de Operaciones Continuada | 4,78 | 4,93 | 10,70 | 5,32 | 4.175,58 | 3.276,60 |
| Ganancia (pérdida) Básicas por Acción | 4,78 | 4,93 | 10,70 | 5,32 | 4.175,58 | 3.276,60 |
| Acciones comunes diluidas: | | | | | | |
| Ganancia (pérdida) Diluidas por Acción de Operaciones Descontinuadas | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Ganancia (pérdida) Diluidas por Acción de Operaciones Continuada | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Ganancia (pérdida) Diluidas por Acción | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Estados financieros de AFP Cuprum consolidación al 30 de junio de 2014

| | Principal Intitucional Chile S.A. (Separado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | Ajustes de Consolidación | Total Consolidado | Reverso eliminación Préstamo a AFP Cuprum | Disminución de capital de Principal Intitucional Chile S.A. | Aumento de capital por participación no controlada | Total fusionado neto de variación de capital |
|---|--|--|--------------------------|--------------------|---|---|--|--|
| | Al 30-06-2014 | Al 30-06-2014 | | Al 30-06-2014 | | | | Al 30-06-2014 |
| | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ |
| ACTIVOS CORRIENTES: | | | | | | | | |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 12.389.811 | 6.078.330 | | 18.468.141 | | (11.536.465) | | 6.931.676 |
| Activos financieros a valor razonable con cambios en resultados | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Activos financieros disponibles para la venta | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Otros activos financieros | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, Neto | 5.152 | 435.133 | | 440.285 | | | | 440.285 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 37.839.617 | 40.665 | (19.063.003) | 18.817.279 | 19.063.003 | (37.839.113) | | 41.169 |
| Inventarios | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Activos de coberturas | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Activos afectos en garantía sujetos a venta o a nueva garantía | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Pagos Anticipados | | 130.369 | | 130.369 | | | | 130.369 |
| Cuentas por cobrar por impuestos corrientes | 512.733 | 471.733 | | 984.466 | | | | 984.466 |
| Otros activos corrientes | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Subtotal activos corrientes | 50.747.313 | 7.156.230 | (19.063.003) | 38.840.540 | 19.063.003 | (49.375.578) | | 8.527.965 |
| Activos no corrientes y grupos en desapropiación mantenidos para la venta | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| TOTAL ACTIVOS CORRIENTES | 50.747.313 | 7.156.230 | (19.063.003) | 38.840.540 | 19.063.003 | (49.375.578) | | 8.527.965 |
| ACTIVOS NO CORRIENTES: | | | | | | | | |
| Encaje | | 193.423.320 | | 193.423.320 | | | | 193.423.320 |
| Activos financieros disponibles para la venta | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Otros activos financieros | | 93.233 | | 93.233 | | | | 93.233 |
| Deudores comerciales y otras cuentas cobrar, Neto. | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 48.562.300 | 0 | | 48.562.300 | | (48.562.300) | | 0 |
| Inversiones subsidiarias | 626.300.315 | | (626.300.315) | 0 | | | | 0 |
| Inversiones en coligadas contabilizadas por el método de la participación | | 4.884.503 | 8.976.619 | 13.861.122 | | | | 13.861.122 |
| Otras inversiones contabilizadas por el método de la participación | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Activos intangibles, Neto | 8.817 | 5.824.607 | 295.623.087 | 301.456.511 | | | | 301.456.511 |
| Propiedades, planta y equipo, Neto | | 6.486.354 | | 6.486.354 | | | | 6.486.354 |
| Plusvalía | | | 263.638.712 | 263.638.712 | | | | 263.638.712 |
| Propiedades de inversión | | 850.543 | | 850.543 | | | | 850.543 |
| Activos por impuestos diferidos | 788.008 | 0 | (788.008) | 0 | | | | 0 |
| Activos afectados en garantía sujetos a venta o a nueva garantía | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Activos de cobertura | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Pagos Anticipados | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Efectivo de utilización restringida o afectados en garantía | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Otros activos, no corrientes | | 55.077 | | 55.077 | | | | 55.077 |
| TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES | 675.659.440 | 211.617.637 | (58.849.905) | 828.427.172 | 0 | (48.562.300) | | 779.864.872 |
| TOTAL ACTIVOS | 726.406.753 | 218.773.867 | (77.912.908) | 867.267.712 | 19.063.003 | (97.937.878) | | 788.392.837 |

| PASIVOS Y PATRIMONIO NETO | Principal Intitucional Chile S.A. (Separado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | Ajustes de Consolidación | Total Consolidado | Reverso eliminación Préstamo a AFP Cuprum | Disminución de Capital de Prncpal Intitucional Chile S.A. | Aumento de capital por participación no controladora | Total Fusionado Neto de Disminución de Capital |
|--|---|--|-----------------------------|----------------------|--|---|--|--|
| | Al 30-06- 2014 | Al 30-06-2014 | | Al 30-06-2014 | | | | Al 30-06-2014 |
| | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ | M\$ |
| PASIVOS CORRIENTES: | | | | | | | | |
| Préstamos que devengan intereses | | 18.525 | | 18.525 | | | | 18.525 |
| Préstamos recibidos que no generan intereses | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Otros pasivos financieros | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar | 295.082 | 4.776.269 | 1 | 5.071.352 | | | | 5.071.352 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 430.146 | 19.153.158 | (19.063.003) | 520.301 | 19.063.003 | | | 19.583.304 |
| Provisiones | | 5.567.631 | 994.649 | 6.562.280 | | | | 6.562.280 |
| Cuentas por pagar por impuestos corrientes | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Otros pasivos corrientes | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Ingresos diferidos | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Obligación por beneficios post empleo | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Pasivos de cobertura | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Pasivos acumulados (o devengados) | | 1.503.751 | | 1.503.751 | | | | 1.503.751 |
| Subtotal pasivos corrientes | 725.228 | 31.019.334 | (18.068.353) | 13.676.209 | 19.063.003 | 0 | | 32.739.212 |
| Pasivos incluidos en grupos de desapropiación mantenidos para la venta | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| TOTAL PASIVOS CORRIENTES | 725.228 | 31.019.334 | (18.068.353) | 13.676.209 | 19.063.003 | 0 | | 32.739.212 |
| PASIVOS NO CORRIENTES: | | | | | | | | |
| Préstamos que devengan intereses | | 301.500 | | 301.500 | | | | 301.500 |
| Préstamos recibidos que no generan intereses | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Otros pasivos financieros | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Provisiones | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Pasivos por impuestos diferidos | | 21.165.963 | 58.336.610 | 79.502.573 | | | | 79.502.573 |
| Otros pasivos | | 13.102 | | 13.102 | | | | 13.102 |
| Ingresos diferidos | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Obligación por beneficios post empleo | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| Pasivos de cobertura | | 0 | | 0 | | | | 0 |
| TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES | 0 | 21.480.565 | 58.336.610 | 79.817.175 | 0 | 0 | | 79.817.175 |
| PATRIMONIO NETO: | | | | | | | | |
| Capital pagado | 723.463.648 | 3.066.443 | (3.066.443) | 723.463.648 | | (97.937.878) | 12.537.608 | 638.063.378 |
| Acciones propias en cartera | | (2.331.538) | 2.331.538 | 0 | | | | 0 |
| Otras reservas | | (194.693) | 217.559 | 22.866 | | | | 22.866 |
| Resultados retenidos (pérdidas acumuladas) | 2.217.877 | 165.733.426 | (130.201.427) | 37.749.876 | | | | 37.749.876 |
| Total patrimonio atribuible a los accionistas | 725.681.525 | 166.273.638 | (130.718.773) | 761.236.390 | 0 | (97.937.878) | | 675.836.120 |
| Participación minoritaria | | 330 | 12.537.608 | 12.537.938 | | | (12.537.608) | 330 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 725.681.525 | 166.273.968 | (118.181.165) | 773.774.328 | 0 | (97.937.878) | | 675.836.450 |
| TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO | 726.406.753 | 218.773.867 | (77.912.908) | 867.267.712 | 19.063.003 | (97.937.878) | | 788.392.837 |

| ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES | | | | Total | | Total | |
|--|-------------------|-------------------|--|-------------------|--|---------------|-------------------|
| | | | | AI 30-06-2014 | | AI 30-06-2014 | |
| | | | | M\$ | | M\$ | |
| Ingresos ordinarios | 13.602.682 | 53.326.117 | | 53.326.117 | | | 53.326.117 |
| Rentabilidad de Encaje | | 14.866.427 | | 14.866.427 | | | 14.866.427 |
| Prima de seguro de invalidez y sobrevivencia (menos) | | (1.268) | | (1.268) | | | (1.268) |
| Gastos de personal (menos) | | (13.529.553) | | (13.529.553) | | | (13.529.553) |
| Depreciación y amortización (menos) | | (843.326) | | (8.506.361) | | | (8.506.361) |
| Otros gastos, por naturaleza (menos) | (963.808) | | | (6.558.992) | | | (6.558.992) |
| Ingresos financieros | 1.552.474 | | | 1.205.092 | | | 1.205.092 |
| Pérdidas por deterioro (reversiones) neto (menos) | | | | 0 | | | 0 |
| Investigación y desarrollo (menos) | | | | 0 | | | 0 |
| Costos de reestructuración (menos) | | | | 0 | | | 0 |
| Otros gastos varios de operación (menos) | | (4.600.535) | | | | | |
| Ganancia (pérdida) sobre instrumentos financieros designados como coberturas de flujo de efectivo | | | | 0 | | | 0 |
| Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos financieros disponibles para la venta | | | | 0 | | | 0 |
| Ganancia (pérdida) por baja en cuentas de activos no corrientes no mantenidos para la venta | | | | 0 | | | 0 |
| Costos financieros (menos) | | (517.043) | | (12.542) | | | (12.542) |
| Ganancia (pérdida) procedente de inversiones | | 157.119 | | | | | |
| Plusvalía negativa inmediatamente reconocida (menos) | | | | 0 | | | 0 |
| Participación en ganancia (pérdida) de asociadas contabilizadas por el método de la participación | | 695.013 | | 695.013 | | | 695.013 |
| Participación en ganancia (pérdida) de negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación | | | | 0 | | | 0 |
| Diferencias de cambio | 942.360 | 4.354 | | 946.714 | | | 946.714 |
| Resultados por unidades de reajuste | 1.415.057 | 45.241 | | 1.460.298 | | | 1.460.298 |
| Otros ingresos distintos de los de operación | | 69.913 | | 69.913 | | | 69.913 |
| Otros gastos distintos de los de operación (menos) | | (19.334) | | (19.334) | | | (19.334) |
| Ganancia (pérdida) antes de impuesto | 16.548.765 | 49.653.125 | | 43.941.524 | | | 43.941.524 |
| Gasto (ingreso) por impuesto a las ganancias | (77.677) | (9.569.354) | | (8.114.424) | | | (8.114.424) |
| Ganancia (pérdida) de actividades continuadas después de impuesto | 16.471.088 | 40.083.771 | | 35.827.100 | | | 35.827.100 |
| Ganancia (pérdida) de operaciones descontinuadas, neta de impuesto | | | | 0 | | | 0 |
| Ganancia (pérdida) Atribuible a Tenedores de Instrumentos de Participación en el Patrimonio Neto de la Controladora y participación minoritaria | 16.471.088 | 40.083.771 | | 35.827.100 | | | 35.827.100 |
| Ganancia (pérdida) Atribuible a los Tenedores de Instrumentos de Participación en el Patrimonio Neto de la Controladora | | 40.083.760 | | 34.957.894 | | | 34.957.894 |
| Ganancia (pérdida) Atribuible a Participación Minoritaria | | 11 | | 869.206 | | | 869.206 |
| Ganancia (pérdida) Ajuste coligadas | 16.471.088 | 40.083.771 | | 35.827.100 | | | 35.827.100 |
| Ajuste coligadas | | -354.773 | | 13.162 | | | 13.162 |
| Total resultado de ingresos y gastos integrales | | 39.728.998 | | 35.840.262 | | | 35.840.262 |
| Resultado de ingresos y gastos del ejercicio atribuible a: | | | | | | | |
| Resultado de ingresos y gastos del ejercicio atribuible a los accionistas controladores | | 39.728.987 | | 34.971.390 | | | 34.971.390 |
| Resultado de ingresos y gastos del ejercicio atribuible a participaciones minoritarias | | 11 | | 868.872 | | | 868.872 |
| Total resultado de ingresos y gastos integrales | 16.471.088 | 39.728.998 | | 35.840.262 | | | 35.840.262 |
| GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACCIÓN | | | | | | | |
| Acciones comunes: | | | | | | | |
| Ganancia (pérdida) Básicas por Acción de Operaciones Descontinuada | | 0,00 | | 0,00 | | | 0,00 |
| Ganancia (pérdida) Básicas por Acción de Operaciones Continuada | | 2.235,22 | | 2.235,22 | | | 2.235,22 |
| Ganancia (pérdida) Básicas por Acción | | 2.235,22 | | 2.235,22 | | | 2.235,22 |
| Acciones comunes diluidas: | | | | | | | |
| Ganancia (pérdida) Diluidas por Acción de Operaciones Descontinuada | | 0,00 | | 0,00 | | | 0,00 |
| Ganancia (pérdida) Diluidas por Acción de Operaciones Continuada | | 0,00 | | 0,00 | | | 0,00 |
| Ganancia (pérdida) Diluidas por Acción | | 0,00 | | 0,00 | | | 0,00 |

Anexo N° 2

Cálculo EVA al 30.06.2014

Variables:

| | |
|-------|--------------|
| RF | 0,0144 |
| Beta | 0,475 |
| RM | 0,22389583 |
| RP | |
| Ke | 11,39% |
| 1-T | 79% |
| e/d+e | 0,76002664 |
| d/d+e | 0,23997336 |
| Kd | 0,98% |
| Kwaac | 8,84% |

Donde Rf es la tasa libre de riesgo y en este caso se ha utilizado la tasa de interés de los bonos del Banco Central de Chile reajustables en unidades de fomento (en adelante, UF) a un año. El coeficiente Beta es obtenido de la página de Damodaran a las fechas que corresponda. La rentabilidad del mercado Rm, es obtenida desde la superintendencia de pensiones. La tasa de impuesto a la Renta es obtenida a través del Servicio de Impuestos Internos vigente a la fecha correspondiente.

| AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | |
|---|--------------------|
| Concepto: | Al 30-06-2014 |
| Total de Activos corrientes | 7.156.230 |
| Total de Pasivos corrientes | 31.019.334 |
| Capital de Trabajo | (23.863.104) |
| Total Activo no corriente | 211.617.637 |
| Capital invertido | 187.754.533 |

| Concepto: | Al 30-06-2014 |
|-------------------------|---------------|
| Utilidad operativa neta | 40.083.771 |
| Capital invertido | 187.754.533 |
| ROI | 21,35% |

| Concepto: | Al 30-06-2014 |
|------------------------------------|--------------------|
| ROI | 21,35% |
| WACC | 8,84% |
| ROI - WACC | 12,51% |
| Capital invertido | 187.754.533 |
| EVA = (ROI-WACC)*Capital invertido | 23.480.189 |

Fuente: Elaboración propia.

Cálculo EVA al 31 de diciembre de 2015 post-fusión de las compañías:

Variables:

| | |
|-------|----------|
| RF | 0,006 |
| Beta | 0,31 |
| RM | 0,31375 |
| RP | |
| Ke | 10,14% |
| 1-T | 77,5% |
| e/d+e | 0,931433 |
| d/d+e | 0,068567 |
| Kd | 0,03% |
| Kwaac | 9,45% |

| | Fusionada | Fusionada | Fusionada |
|---|---|---|---|
| | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) | AFP Cuprum S.A. y Filial (Consolidado) |
| Concepto: | AI 31-12-2017 | AI 31-12-2016 | AI 31-12-2015 |
| Total de Activos corrientes | 37.715.744 | 37.418.193 | 21925.669 |
| Total de Pasivos corrientes | 13.013.149 | 14.371.781 | 15.896.569 |
| Capital de Trabajo | 24.702.595 | 23.046.412 | 6.029.100 |
| Total Activo no corriente | 783.467.660 | 785.958.696 | 793.073.888 |
| Capital invertido | 808.170.255 | 809.005.108 | 799.102.988 |
| Concepto: | 31-12-2017 | 31-12-2016 | 31-12-2015 |
| Utilidad operativa neta | 61041.260 | 62.999.913 | 136.586.771 |
| Capital invertido | 808.170.255 | 809.005.108 | 799.102.988 |
| ROI | 7,55% | 7,79% | 17,09% |
| Concepto: | 31-12-2017 | 31-12-2016 | 31-12-2015 |
| ROI | 7,55% | 7,79% | 17,09% |
| WACC | 7,34% | 6,66% | 9,45% |
| ROI - WACC | 0,21% | 1,13% | 7,64% |
| Capital invertido | 808.170.255 | 809.005.108 | 799.102.988 |
| EVA = (ROI-WACC)*Capital invertido | 1677.827 | 9.171.521 | 61080.843 |
| Incremento EVA año 2015 versus año 2014 | | | 38,85% |

De acuerdo a la teoría financiera de costo de capital de un activo CPPC o Kwacc, está dada por el costo de capital promedio ponderado, de acuerdo a la siguiente relación:

$$kwacc = ke * (\text{patrimonio/activo}) + kd * (1-t) * (\text{pasivos/activos})$$

Donde ke, es el costo de capital del patrimonio, kd es el costo de la deuda, t es la tasa de impuesto a la renta.

Para estimar ke, se utiliza el modelo CAPM, dado por:

$$Ke = rf + \beta * (E (rm) - rf)$$

Donde rf es la tasa libre de riesgo, (E (rm) - rf) es la prima de riesgo y β es el coeficiente beta o factor de riesgo asociado.

Para estos efectos, el mercado reconoce como inversión sin riesgo o riesgo cero, los documentos emitidos o garantizados por el Estado tales como bono del Banco Central. A su vez, la prima de riesgo es una función de: 1) el rendimiento de mercado esperado menos la tasa libre de riesgo, lo que representa la prima de riesgo requerida para una inversión típica del mercado, 2) el coeficiente beta que representa el factor de corrección a la prima de riesgo exigida a un activo típico del mercado, de acuerdo con la mayor o menor variabilidad que históricamente han presentado los rendimientos de la inversión, con respecto al comportamiento histórico de los rendimientos de mercado.

No obstante, para el descuento de los flujos proyectados de AFP Cuprum, se ha decidido aplicar el costo de capital como la tasa de referencia. Ello se debe a que, dado que el nivel promedio apalancamiento en el mercado de entidades como las administradoras de fondos de pensiones es casi nulo, la tasa de descuento de los activos es prácticamente similar a la tasa de costo del capital exigido por los accionistas.

El WACC obtenido en esta valoración al 31 de diciembre de 2015 es 9,45%.