

Legítimas preguntas respecto de la fusión Corpbanca - Itau Chile (II)

El pasado 14 de marzo de 2014 Corpbanca dio a conocer los documentos “Transaction Agreement” y “Shareholders’ Agreement” acordados entre CorpGroup e Itau Unibanco el 29 de enero de 2014 a raíz de la propuesta de fusión de los bancos Corpbanca e Itau Chile. Lamentablemente los documentos anexos mencionados en ambos documentos y que son parte integrante de éstos no están disponibles, amén de referirse a áreas territoriales de negocios conjuntos distintas en el continente latinoamericano. Pero aún sin estos antecedentes, asumiendo que no cambia la esencia de lo dado a conocer, se desprende de dichos acuerdos tres elementos que conviene destacar:

1. **No a la OPA (por parte del comprador Itau):** Itau Unibanco no quiere bajo ningún concepto, producto de operaciones de financiamiento a favor de CorpGroup con compraventas de acciones y opciones de compra a favor de éste último, caer bajo condiciones que por sí mismas desencadenarían una *Oferta Pública de Adquisición de Acciones* a favor de terceros minoritarios, como la define la Ley de Mercado de Valores. Es reiterativo y probablemente es ésta una poderosa razón para explicar por qué se define como entidad continuadora a Corpbanca y no a Itau Chile en el proceso de fusión, a pesar de que es Itau Unibanco el que toma el control de la entidad fusionada, de acuerdo a la definición de control de la misma Ley y a lo manifestado por las partes. Por la vía propuesta de definición discrecional de la entidad continuadora se podría terminar soslayando lo establecido respecto de la *Oferta Pública a Firme de Adquisición de Acciones* a que pueden acceder los accionistas minoritarios que no quieren continuar como inversionistas en el particular caso de fusiones de bancos, de acuerdo a lo expresamente establecido en la propia Ley General de Bancos. Esta última precede a la Ley de Mercado de Valores en lo que respecta a los derechos que emanan de fusiones de bancos y no se entiende cómo la actual operación se podría adecuar al espíritu del legislador en su Artículo 49, Número 11. Este justamente contempla una salida por la vía de una oferta de compra de acciones a los accionistas minoritarios de la entidad adquirida, esto es, en los hechos, Corpbanca, si ya dos tercios de sus acciones aprueban la operación de fusión. Para tener una idea de lo que esto representa y sin pretender fijar un valor por el banco, a valores patrimoniales de Corpbanca de US\$ 4.000 millones, la salida de minoritarios representativos de un tercio de las acciones equivaldría a US\$ 1.333 millones que Itau Unibanco y CorpGroup quieren evitar desembolsar.
2. **La central importancia de las operaciones relacionadas:** El acuerdo de fusión entre los dos bancos contempla como parte integral de la transacción, no siendo posible separarlas o dejarlas sin efecto sin causar también la caída de la propia fusión propuesta, las siguientes operaciones relacionadas (adicionales a deberes y derechos por Pacto de Accionistas):
 - a. la compraventa de las acciones de CorpGroup en Corpbanca Colombia por US\$ 329 millones por parte de la entidad fusionada (12.38% de su capital; valor libro del patrimonio del banco colombiano cercano a los US\$ 1.574 millones), junto a las de otros accionistas que en conjunto suman el 33.61% de su capital (US\$ 894 millones

en la compra total), tasando el patrimonio del banco en 1.69 veces su valor libro¹ y contemplándose después de la mencionada compra una apertura pública de la misma filial colombiana, tan pronto fuese posible, en la cual se vendería una parte no precisada de su capital, sin definir compensaciones por eventuales diferencias.

- b. La matriz del nuevo controlador provee a CorpGroup de una línea de crédito a 7 años por US\$ 950 millones a “una tasa de interés de mercado garantizada con la prenda de acciones Corpbanca y otro colateral”².
- c. Se concede a CorpGroup la posibilidad de realizar operaciones financieras de venta de acciones de la entidad fusionada con opción de compra con la matriz del nuevo controlador, equivalentes al 6.6% de su capital, durante los primeros 18 meses: entre US\$ 400 y US\$ 500 millones, de acuerdo a parámetros actuales. Dichas opciones de recompra de las acciones – pero no obligaciones - se podrían ejercer en un plazo máximo de 5 años, lo que ocurriría sólo si el valor de las acciones fuese superior al de recompra (deuda), capitalizando una ganancia. Pero nunca al revés.
- d. Se garantizan a CorpGroup flujos de dividendos mínimos por su participación en la entidad fusionada durante los primeros 8 años por aproximadamente US\$ 122 millones anuales, a cubrirse con los dividendos a favor de todos provenientes de la operación normal de la entidad fusionada Itau Corpbanca – aún contemplando el uso de bonos subordinados para su financiamiento - o parcialmente con operaciones financieras de venta de acciones de la misma entidad con opción de recompra a realizarse con la matriz del nuevo controlador a un plazo de 5 años.
- e. Se otorga a CorpGroup la posibilidad de ser financiado por la matriz del nuevo controlador de Itau Corpbanca para suscribir aumentos de capital por nuevos negocios del banco que los hicieran necesarios. Este se implementa por la vía de deuda a largo plazo u obteniendo una opción de compra por las nuevas acciones del banco fusionado de parte del controlador, en la parte proporcional de CorpGroup, a 5 años plazo.
- f. La tasa de interés de todas estas operaciones financieras con acciones, que en el extremo terminan con su venta a firme al nuevo controlador pero nunca siendo CorpGroup obligado a recomprarlas, se determina con un spread no mayor al más bajo a aplicar por el nuevo banco Itau Corpbanca a entidades no gubernamentales, sobre el Índice de Cámara Promedio.
- g. Excluyendo el flujo garantizado de dividendos por 8 años y el financiamiento para eventuales aumentos de capital por nuevos negocios de la entidad fusionada, las operaciones relacionadas en favor de CorpGroup (51% del capital del banco) suman más de US\$ 1.700 millones. Como referencia de su importancia respecto de los valores involucrados en la transacción de fusión, vale la pena destacar que el valor libro del patrimonio de Corpbanca a fines de enero 2014 era de US\$ 3.173 millones;

¹ Diario Financiero, 24 de marzo 2014, “Claves de la operación de Corpbanca – Itau en Colombia: por qué comprar porción minoritaria”.

² Form Type 6 K, Material Event Notice, Corpbanca, January 29th, 2014.

que su valor bursátil ha estado rondando los US\$ 4.000 millones; que el valor libro del patrimonio de Itau Chile a fines de enero 2014 era de US\$ 1.159 millones y su aumento de capital propuesto previo a la fusión es de US\$ 652 millones.

- h. Y por último, el valor de una opción de compra a un precio de ejercicio igual al valor actual de la acción, a 5 años plazo, con 15% de volatilidad anual, 2% de tasa de interés anual libre de riesgo y dividendos anuales equivalentes al 3.5% del valor bursátil es de aproximadamente un 9% del valor actual; si los dividendos son nulos, es de un 18%: en otras palabras, el valor económico del “up-side” para CorpGroup de un crédito como el acordado con el nuevo controlador fluctúa entre el 9% y el 18% del valor nominal del crédito³, dada su estructura, o entre US\$ 45 y US\$ 90 millones si los recursos prestados en las operaciones financieras por acciones suman US\$ 500 millones. Lo anterior, sin aún considerar el valor de la opción de compra de acciones a 5 años plazo en favor de CorpGroup por aumentos de capital en la entidad fusionada originados en nuevos negocios, valor que es función de los montos de éste, hoy no definidos, pero que equivale a entre 9% y 18% del monto.

- 3. **¿“Fairness opinion” sin considerar operaciones relacionadas?** Se mencionan, pero no se hacen públicas, tres opiniones y sus fundamentos de parte de bancos de inversión (Merrill Lynch; Pierce, Fenner & Smith y Goldman Sachs) que afirman que la relación de intercambio de las acciones sería “fair”, desde el punto de vista financiero, para Corpbanca. Nada se dice si opinan o si se les requirió opinar sobre las transacciones relacionadas de crédito y compraventas de acciones con opciones de recompra antes mencionadas y su impacto en la relación de intercambio de la fusión planteada, así como si se les pidió opinión a estos mismos bancos de inversión respecto a la mejor manera de obtener valor para Corpbanca, ya fuese por la vía elegida de una fusión con otra entidad bancaria o la venta pura y simple en un proceso abierto y competitivo a entidades no bancarias. O si la presión de los préstamos es lo que liquida la OPA.

En resumen, sigue faltando información, pero sí se podría decir que las operaciones relacionadas permitirían configurar un diagnóstico de precios distintos por las acciones en la transacción de fusión que requerirían una oportuna corrección y que sería necesario que los minoritarios tuviesen la oportunidad de vender sus acciones a los precios corregidos, de acuerdo a lo establecido en la Ley General de Bancos, si los dos tercios de acciones aprueban tanto la fusión como las operaciones relacionadas, en base a evaluaciones independientes en este último caso. Todo lo anterior, asumiendo que el Tribunal de Defensa de Libre Competencia aprueba la fusión, así como la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. El día de ayer un accionista minoritario (Cartica) presentó una demanda en Estados Unidos para detener la transacción por considerar que se transgreden los derechos de los accionistas minoritarios y que bajo el proceso actual de fusión no se maximiza el valor patrimonial del banco.

Manuel Cruzat Valdés

2 de abril de 2014

³ Usando formula de valoración de opciones de Black & Scholes.