

UNIVERSIDAD ESAN



**EVALUACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LA FUSIÓN DE
FINANCIERA CONFIANZA Y CRAC NUESTRA GENTE**

(PERIODO 2013 – 2015)

**Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener
el grado de Magíster en Finanzas por:**

Carlos Enrique Lozano Chihuán

Programa de la Maestría en Finanzas

Lima, 06 de Octubre de 2016

INDICE GENERAL

CAPÍTULO I. INTRODUCCION.....	16
1.1. Antecedentes.....	16
1.2. Objetivos.....	19
1.2.1. <i>Objetivo general</i>	19
1.2.2. <i>Objetivos específicos</i>	19
1.3. Justificación.....	19
1.4. Alcances y Limitaciones.....	20
1.4.1. <i>Alcances</i>	20
1.4.2. <i>Limitaciones</i>	20
1.5. Metodología.....	20
1.5.1. <i>Etapas de la metodología</i>	21
1.5.2. <i>Mapa mental</i>	23
1.5.3. <i>Fuentes de información</i>	24
CAPÍTULO II. MARCO TEORICO.....	25
2.1. Definición y objetivos de las fusiones y adquisiciones.....	25
2.2. Tipos de fusiones y adquisiciones.....	27
2.2.1. <i>Fusiones y adquisiciones por el grado de control</i>	27
2.2.2. <i>Fusiones y adquisiciones por el tipo de integración</i>	29
2.3. Razones económicas en las fusiones y adquisiciones.....	29
2.3.1. <i>Economías de escala o Sinergia operativa</i>	30
2.3.2. <i>Economía de integración vertical</i>	31
2.3.3. <i>Eliminación de ineficiencias en la gestión</i>	31
2.3.4. <i>Sinergías fiscales o ventajas fiscales desaprovechadas</i>	32
2.3.5. <i>Rentabilizar los fondos excedentes</i>	32
2.3.6. <i>Combinación de recursos complementarios</i>	32
2.3.7. <i>Razones discutibles</i>	33
2.4. Creación de Valor en las Fusiones y Adquisiciones.....	33
2.4.1. <i>Mediciones de creación de valor convencionales y alternativas</i>	35
2.4.2. <i>Costo de capital</i>	37
2.5. El Valor Económico Agregado (EVA) como Medición del Rendimiento en una Empresa Financiera.....	39
2.6. Ajustes en el Cálculo del EVA para los bancos.....	41
2.6.1. <i>Reservas y provisiones por pérdidas de préstamos</i>	42
2.6.2. <i>Impuestos</i>	43

2.6.3. <i>Eventos no recurrentes</i>	43
2.6.4. <i>Valores contables</i>	43
CAPÍTULO III. ANALISIS DEL ENTORNO ECONÓMICO Y DE SECTOR.	44
3.1. Análisis de las Principales Variables Macroeconómicas: 2005 – 2015.....	44
3.1.1. <i>Producto Bruto Interno</i>	45
3.1.2. <i>Inflación</i>	46
3.1.3. <i>Tipo de Cambio</i>	47
3.1.4. <i>Tasas de Interés</i>	49
3.2. Comportamiento y Evolución del Sistema Financiero.....	52
3.2.1. <i>Breve Reseña del Sistema Financiero y sus características</i>	52
3.2.2. <i>Colocaciones o Créditos</i>	56
3.2.3. <i>Depósitos</i>	59
3.2.4. <i>Calidad de Cartera y Cobertura</i>	60
3.2.5. <i>Rentabilidad</i>	62
3.3. Evolución del Mercado Microfinanciero.....	63
3.3.1. <i>Colocaciones o Créditos</i>	66
3.3.2. <i>Calidad de Cartera de Créditos Pequeña empresa y Microempresa</i>	68
3.3.3. <i>Rentabilidad de las IFI's Microfinancieras</i>	72
3.4. Perspectiva del Mercado.....	74
3.4.1. <i>Extensión de cobertura</i>	74
3.4.2. <i>Adopción de nueva tecnología</i>	75
3.4.3. <i>Inclusión financiera</i>	75
CAPÍTULO IV. MARCO NORMATIVO Y REGULATORIO DE LAS IFI's...	77
4.1. La Ley General de Sociedades y sus implicancias para las entidades financieras.....	78
4.1.1. <i>Definiciones y conceptos de la ley marco</i>	78
4.1.2. <i>Pasos para una fusión</i>	79
4.1.3. <i>Posibles riesgos que detendrían el proceso de fusión</i>	80
4.2. La Ley de Bancos y las obligaciones de las empresas financieras.....	80
4.2.1. <i>Como se constituye una entidad financiera y el capital mínimo</i>	81
4.2.2. <i>Lineamientos para la fusión de las empresas del sistema financiero</i>	82
4.3. La Ley de Mercado de Valores y los mecanismos de adquisición.....	83
4.3.1. <i>La Oferta Pública de Adquisición como mecanismo de toma de control</i>	84
4.3.2. <i>Los mecanismos alternativos permitidos por la Ley</i>	86
4.4. Resoluciones y normas específicas.....	86
4.4.1. <i>Reorganización de empresas del sistema financiero</i>	87
4.4.2. <i>Procedimiento Administrativo</i>	89

4.5. Análisis de expertos sobre las normas vigentes	89
CAPÍTULO V. DESCRIPCIÓN DE LA FUSIÓN DE FINANCIERA CONFIANZA	92
5.1. Breve Reseña Histórica de Ambas Instituciones Financieras	92
5.1.1. <i>Caja Rural de Ahorro y Créditos Nuestra Gente</i>	92
5.1.2. <i>Financiera Confianza</i>	93
5.2. Resultados previos a la Fusión.....	95
5.2.1. <i>Caja Rural de Ahorro y Créditos Nuestra Gente</i>	95
<i>Activos</i>	95
<i>Calidad de Activos</i>	96
<i>Liquidez</i>	98
<i>Solvencia</i>	98
<i>Rentabilidad</i>	99
5.2.2. <i>Financiera Confianza</i>	101
<i>Activos</i>	101
<i>Calidad de Activos</i>	103
<i>Liquidez</i>	104
<i>Solvencia</i>	105
<i>Rentabilidad</i>	106
5.3. Proceso de Fusión	107
5.3.1. <i>Negociación y Adquisición de Acciones</i>	107
5.3.2. <i>Valorización y Canje de Acciones</i>	108
5.3.3. <i>Accionariado actual</i>	109
5.3.4. <i>Aspectos económicos de la fusión</i>	110
5.3.5. <i>Integración</i>	111
5.3.6. <i>Fundamentos de la Nueva Financiera Confianza</i>	112
5.4. Resultados luego de la Fusión	113
5.4.1. <i>Activos</i>	113
5.4.2. <i>Calidad de Activos</i>	115
5.4.3. <i>Liquidez</i>	116
5.4.4. <i>Solvencia</i>	117
5.4.5. <i>Rentabilidad</i>	118
CAPÍTULO VI. CÁLCULO Y ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR .	119
6.1. Cálculo del costo de capital del accionista	119
6.1.1. <i>Tasa Libre de Riesgo</i>	119
6.1.2. <i>Tasa de Impuesto a la Renta y Participación de los Trabajadores</i>	120
6.1.3. <i>Relación Deuda/Capital</i>	121

6.1.4. <i>Coeficiente Beta</i>	123
6.1.5. <i>Prima de Riesgo de Mercado</i>	124
6.1.6. <i>El Riesgo País</i>	124
6.1.7. <i>Costo de Capital o Patrimonio del Accionista</i>	125
6.2. Costo de la Deuda	126
6.3. Cálculo del Costo Promedio de Capital	128
6.3. Cálculo del NOPAT	129
6.4. Cálculo del Capital Invertido	130
6.5. Determinación del valor económico agregado	131
6.5.1. <i>EVA de Caja Rural Nuestra Gente y Financiera Confianza</i>	132
6.5.2. <i>EVA de la Nueva Financiera Confianza</i>	133
CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	138
7.1. Conclusiones	138
7.2. Recomendaciones	140
ANEXOS	142
I. Balance General de la Caja Rural de Ahorro y Crédito Nuestra Gente (del 2010 al 2012). Estructura y Variación.	142
II. Estado de Resultados de la Caja Rural de Ahorro y Crédito Nuestra Gente (del 2010 al 2012). Estructura y Variación.	143
III. Balance General de Financiera Confianza (del 2010 al 2012). Estructura y Variación.	144
IV. Estado de Resultados de Financiera Confianza (del 2010 al 2012). Estructura y Variación.	145
V. Balance General de Financiera Confianza (del 2013 al 2015). Estructura y Variación.	146
VI. Estado de Resultados de Financiera Confianza (del 2013 al 2015). Estructura y Variación.	147
VII. Estados Financieros Auditados (Consolidado) de la Caja de Ahorro y Crédito Rural Nuestra Gente 2010, 2011 y 2012	148
VIII.....Estados Financieros Auditados (Consolidado) de Financiera Confianza 2010, 2011 y 2012.....	150
IX. Estados Financieros Auditados (Consolidado) de Financiera Confianza 2013, 2014 y 2015.....	152
X. Entrevista a la Directora de Financiera Confianza, Sra. Elizabeth Ventura.	154
BIBLIOGRAFÍA	157

RESUMEN EJECUTIVO

El sistema financiero peruano está compuesto por diversos tipos de entidades financieras como bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales y entidades de desarrollo y promoción de la pequeña y microempresa, además de las arrendadoras financieras y los bancos estatales. En los últimos cinco años en el sistema financiero casi se han duplicado los montos en colocaciones, activos y depósitos, sin embargo en cuanto a número de entidades financieras sólo ha crecido en una, a pesar que han ingresado nuevos actores, pero también han salido del mercado otras empresas y algunas otras se han fusionado.

En este periodo de tiempo también nuestra economía se ha ido desacelerando respecto a la década anterior, enfrentando menores tasas de crecimiento del producto bruto interno a pesar de mantenerse la inflación, además la brecha entre las tasas activas y pasivas se redujo y los índices de mora fueron elevándose, en algunos segmentos más que otros; esto ha ocasionado que las empresas financieras vean reducirse sus márgenes y por tanto disminuir sus rentabilidades, lo que las ha llevado a buscar algunas alternativas estratégicas para enfrentar este escenario.

Es en este contexto que las fusiones de empresas financieras, en especial en el mercado microfinanciero, se convierten en un mecanismo de crecimiento para obtener mejores resultados, generando un escenario de mayor concentración pero a la vez de competidores más robustos. Frente a lo sucedido, la unión de Caja Rural de Ahorro y Créditos Nuestra Gente con Financiera Confianza autorizada en abril del año 2013, se vislumbra como una oportunidad de investigación dado que otras seis empresas financieras más del mismo segmento se han fusionado en estos últimos años y de esta forma evaluar si se han alcanzado los propósitos económicos pretendidos por sus accionistas. Para lo cual se plantea los siguientes objetivos:

- Desarrollar el marco teórico sobre fusiones y adquisiciones de empresas financieras y la metodología para la medición de la creación de valor económico.
- Describir y analizar el entorno económico, el sistema financiero y el mercado microfinanciero.
- Identificar y analizar el marco normativo para una fusión en la industria financiera.

- Describir y analizar las fases previas, el proceso y los resultados financieros obtenidos del año 2013 al año 2015.
- Calcular y analizar la creación de valor económico desde antes de la fusión y de la nueva Financiera Confianza desde el año 2013 hasta el año 2015.
- Evaluar la creación de valor en la fusión por absorción de Caja Rural Nuestra Gente y Financiera Confianza a partir del año 2013 hasta el año 2015.

Para alcanzar cada uno de los objetivos primero se realizó una investigación bibliográfica en la biblioteca de la Universidad como en internet para desarrollar el marco teórico, encontrándonos con una serie de literatura que enfocaba a la fusión desde el punto de vista económico, como desde el derecho societario y analizaban la concentración financiera como consecuencia de este, por lo que debimos limitarnos a definirlo, clasificarlo y conocer las razones económicas que llevaban a las empresas financieras a una fusión.

Al ser el principal objetivo evaluar la creación de valor en la fusión de dos empresas financieras, decidimos utilizar al EVA (Economic Value Added) como medida, construido por la consultora Stern & Stewart en el año 1983, de igual forma revisamos el documento publicado por Uyemura en 1996, donde desarrolla el EVA para las empresas bancarias en el mercado norteamericano y especifica los ajustes a las cuentas para su adecuada aplicación, sin embargo es el documento publicado por Thampy y Baheti en el año 2000 que nos muestra el método más acorde con nuestro objetivo, es en este que se desarrolla el *enfoque del patrimonio neto*.

Para el marco normativo realizamos una búsqueda en los portales de cada una de las instituciones que supervisan y regulan las operaciones de las empresas financieras, como la Ley General de Sociedades, la Ley de Bancos, la Ley del Mercado de Valores, el Reglamento de OPA's y el Reglamento para la Reorganización de Empresas en el Sistema Financiero, además de bibliografía especializada en revistas de derecho y tesis de licenciatura de otras universidades y para concluir entrevistamos a dos abogados especialistas en derecho societario, además en banca y microfinanzas.

Así mismo en la búsqueda de fuentes secundarias indagamos en las memorias institucionales de cada una de las empresas involucradas, como son Caja Rural Nuestra Gente y Financiera Confianza, adicionalmente conseguimos los estados financieros auditados y las notas a los mismos colgados en el portal de la Superintendencia del Mercado de Valores, así como también los hechos de importancia. El contraste de los

estados financieros auditados con los estados financieros publicados en el portal de la Superintendencia de Banca y Seguros ayudó al análisis de las cuentas que los componen. También revisamos los informes de clasificación de riesgos emitidos por empresas como Equilibrium y Class Asociados.

Una herramienta para evaluar a las fusiones era a través de las entrevistas estructuradas a un ejecutivo de una de las empresas que haya participado del proceso, a un funcionario del ente regulador y a un especialista que ayuda a la estructuración, sin embargo estuvimos limitados por que el proceso de fusión de ambas empresas tenía un propósito de conversión a empresa bancaria, la misma que está pendiente. Sólo entrevistamos a la Vice Presidenta de Financiera Confianza, que nos explicó los pormenores de la negociación y de la integración (pre y post deal) de ambas empresas.

Finalmente se desarrolla el cálculo del EVA a través de los dos métodos, esto son, el método convencional y el enfoque del patrimonio neto, para lo cual hallamos los costos del accionista y el WACC, así también realizamos los ajustes en cada método para hallar el capital invertido y el NOPAT ajustado, finalmente hallamos el EVA. Dado que el enfoque del patrimonio neto es el más idóneo para el cálculo del EVA en las empresas financieras, a sus resultados los llevamos a un punto de referencia, que fue el ejercicio 2013, en suma comparamos los resultados individuales de Caja Rural Nuestra Gente y de Financiera Confianza, previos a la fusión y una vez formalizada esta.

En síntesis, luego de desarrollar el método idóneo y llevar los montos en soles al año 2013 para compararlos, podemos concluir que:

- La fusión de ambas empresas responde a una reorganización societario y en estricto a una fusión por absorción, ya que los accionistas originarios de la absorbida se mantienen dentro del accionariado de la nueva empresa.
- La integración de ambas empresas ha generado sinergías operativas y sobre todo una economía de ámbito.
- Bajo el enfoque del patrimonio neto, la nueva Financiera Confianza está creando valor para sus accionistas.
- La fusión entre Caja Rural Nuestra Gente y Financiera Confianza no ha aumentado su capacidad de generar un mayor valor al que cada una de las empresas de forma individual a tenido en un intervalo de tiempo similar al evaluado.