

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición Realizadas
por Empresas del Sistema Financiero Peruano. Los Casos de: Banco de
Crédito del Perú, Interbank, Pichincha y Scotiabank Perú**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS CORPORATIVA Y RIESGO FINANCIERO**

OTORGADO POR LA

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

PRESENTADA POR:

Susana Rebeca Blas Aranda

Eder Franklin Escobedo Iparraguirre

Brayan Ricci Palomino Delgado

Asesor: Carlos Eduardo Agüero Olivos

Surco, febrero de 2020

Agradecimiento

Queremos agradecer en primer lugar a Dios y a la escuela de negocios Centrum Católica del Perú, por habernos dado la oportunidad de ingresar a esta casa de estudios con el fin de incrementar nuestros conocimientos científicos, contribuyendo a nuestro desarrollo personal y de esta forma convertirnos en mejores profesionales, más competitivos y comprometidos con el progreso de la sociedad. Asimismo queremos agradecer a nuestro asesor Carlos Agüero, por su apoyo y orientación durante todo el proceso de elaboración del presente trabajo de investigación.



Dedicatorias

A Dios, por haberme dado esta gran oportunidad de incrementar mis conocimientos, a mi familia por su invaluable soporte, a los profesores de Centrum Católica por su confianza y todos mis compañeros y amigos participantes de este programa de estudios por su gran apoyo.

Brayan Palomino.

A Dios, a mi familia y a mí esposa por su incondicional apoyo, a los profesores de Centrum Católica por su confianza y todos mis compañeros y amigos participantes de este programa de estudios por su gran apoyo.

Eder Escobedo.

A Dios, a mi familia por su amor y soporte, a los profesores de Centrum Católica por su asesoría y todos mis compañeros y amigos participantes de este programa de estudios por su apoyo.

Susana Blas.

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo de investigación tiene como propósito dar a conocer las buenas prácticas empleadas por empresas del sistema financiero peruano. Para tal fin este trabajo de investigación presenta resultados de un estudio descriptivo y cualitativo en el cual se logra identificar las buenas prácticas financieras de valorización empleadas por las empresas seleccionadas del sistema financiero del Perú en adquisición de empresas, durante los años 2013 al 2018. Se tomó los casos del Banco de Crédito del Perú, Interbank, Pichincha y Scotiabank Perú, con la finalidad de recomendar la implementación de los resultados obtenidos en otras empresas más pequeñas o con menos experiencia en el sector y así ayudarlas a mejorar su gestión al realizar una adquisición. Se partió del estudio sobre la base teórica de los métodos de valorización, así como de los datos obtenidos en experiencias de adquisiciones previas en Latinoamérica y en el Perú; siendo contrastada la información teórica recolectada con la información obtenida mediante la realización de entrevistas a los principales ejecutivos tomadores de decisión responsables de la respectiva área de interés en la administración financiera de cada una de las empresas estudiadas, y así poder responder a las preguntas de investigación del presente estudio.

Abstract

The purpose of this research work is to present good practices used by companies in the Peruvian financial system. To this end, this research work presents results of a descriptive and qualitative study in which it is possible to identify the good financial valuation practices employed by the selected companies of the Peruvian financial system in acquisition of companies, during the years 2013 to 2018. The cases of: Banco de Crédito del Perú, Interbank, Pichincha and Scotiabank Perú. In order to be able to recommend the implementation of the results obtained in other smaller companies or with less experience in the sector and thus help them improve their management when making an acquisition. Starting the study on the theoretical basis of the valuation methods, as well as the data obtained in previous acquisition experiences in Latin America and Peru; The theoretical information collected is contrasted with the information obtained by conducting interviews with the main decision-making executives responsible for the respective area of interest in the financial administration of each of the companies studied, and thus be able to answer the research questions of the present study.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	v
Lista de Figuras.....	viii
Capítulo I: Introducción	1
1.1 Antecedentes	1
1.2. Problema de Investigación	7
1.3. Propósito de la Investigación	8
1.3.2. Preguntas de investigación.....	8
1.4. Justificación de la Investigación.....	9
1.5. Limitaciones	9
1.6. Delimitaciones	10
1.7. Resumen del Capítulo	10
Capítulo II: Revisión de la Literatura.....	12
2.1 Mapa de la Literatura.....	12
2.2 Historia de Fusiones y Adquisiciones.....	14
2.3 Perspectivas y Expectativas en las Fusiones y Adquisiciones	17
2.4 Buenas Prácticas de Valorización.....	23
2.5 Métodos de Valorización	26
2.5.1 Métodos de valorización basados en el balance (valor patrimonial)	27
2.5.2 Métodos de valorización basados en la cuenta de resultados (múltiplos financieros).....	30
2.5.3 Métodos de valorización mixtos, basados en el fondo de comercio o Good Will.....	38
2.5.4 Métodos de valorización basados en el descuento de los flujos de fondos (Cash flows)	38

2.5.5 Métodos de valorización basados en opciones	48
2.6 ¿Qué Método a utilizar?	50
2.7 Fusiones y Adquisiciones en el Perú	52
2.8 Resumen del Capítulo	61
Capítulo III: Metodología	63
3.1. Diseño de la Investigación	63
3.2. Consentimiento Informado.....	63
3.3 Participantes de la Investigación	63
3.4. Confidencialidad.....	86
3.5. Métodos para la Recolección de Datos	86
3.6 Instrumentos	86
3.7. Análisis e Interpretación de Datos.....	87
3.8 Resumen del Capítulo	87
Capítulo IV: Análisis de Resultados	89
4.1 Perfil de Informantes y Casos de Estudio	89
4.1.1 Banco de Crédito del Perú (BCP)	93
4.1.2 Banco Scotiabank.....	100
4.1.3 Banco Interbank	109
4.1.4 Banco Pichincha (Antes Banco Financiero)	117
4.2 Buenas Prácticas Identificadas por Entidad Financiera	129
4.3 Resumen del Capítulo	134
Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones	135
5.1 Conclusiones	135

5.1.1 Identificación de las buenas prácticas que se llevaron a cabo en el proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001 realizadas por empresas del sistema financiero peruano.	137
5.1.2 Identificar a las empresas del sistema financiero peruano y seleccionar a las empresas objeto de estudio Empresas privadas que componen el sistema financiero peruano	138
5.1.3 Identificar los métodos de valorización que utilizaron cada una de las empresas del sistema financiero peruano en la adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001	139
5.1.4 Identificar Cuáles son los criterios cualitativos que incidieron en la toma de decisión de la adquisición de empresas durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001.....	139
5.2 Recomendaciones.....	140
Referencias... ..	141
Apéndice A: Estados Financieros	155
Apéndice B: Estados de Resultados.....	159
Apéndice C: Guía de Entrevista	163
Apéndice D: Entrevistas.....	166
Apéndice E: Codificación de Datos	194
Apéndice F: Guía de Consentimiento Informado	195
Apéndice G: Consentimiento Informado	196
Apéndice H: Evidencia de Entrevista.....	200

Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Ejemplo de Elementos Considerados para una Clasificación de “Buenas Prácticas” en Distintos Campos de Actividad</i>	25
Tabla 2	<i>Múltiplos Más Utilizados</i>	36
Tabla 3	<i>Múltiplos Más Utilizados por Sector</i>	37
Tabla 4	<i>Métodos de Valoración Mixtos</i>	39
Tabla 5	<i>Tipo de Flujo y Tasas de Descuento</i>	40
Tabla 6	<i>Ejemplo de Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)</i>	44
Tabla 7	<i>Principales Métodos de Valoración</i>	51
Tabla 8	<i>Participantes del Mercado Financiero</i>	55
Tabla 9	<i>Mercados Financieros</i>	55
Tabla 10	<i>El Sistema Financiero Peruano a Diciembre 2018 (Población)</i>	64
Tabla 11	<i>Sistema Financiero (2013-2018): Participación en Activos (Millones S/)</i>	66
Tabla 12	<i>Sistema Financiero (2013-2018): Participación en Activos (%)</i>	66
Tabla 13	<i>Ranking MERCOSUR Empresas, Sector Bancario Perú 2013-2018</i>	68
Tabla 14	<i>Banca Múltiple (2013-2018): Ratios de Liquidez en Moneda Nacional y Extranjera (%)</i>	73
Tabla 15	<i>FMI: Indicadores de Solidez Financiera Básicos y Recomendados</i>	74
Tabla 16	<i>Ranking Colocaciones Directas, Banca Múltiple (2015-2018)</i>	75
Tabla 17	<i>Ranking Captaciones Banca Múltiple (2015-2018)</i>	76
Tabla 18	<i>Ranking Patrimonio Banca Múltiple (2015-2018)</i>	77
Tabla 19	<i>Ranking de Ratios de Morosidad Según Días de Incumplimiento Banca Múltiple (2015-2018)</i>	78
Tabla 20	<i>Resumen de Selección de Muestra No Probabilística</i>	85
Tabla 21	<i>Lista de Fuentes Utilizadas</i>	92

Tabla 22 <i>Información de Entrevistados</i>	92
Tabla 23 <i>Información sobre las Empresas (En Miles de Soles)</i>	93
Tabla 24 <i>Lista de Empresas Adquirientes y Adquiridas</i>	93
Tabla 25 <i>Variaciones del Estado de Resultados BCP 2014-2018</i>	96
Tabla 26 <i>Variaciones del Estado de Situación Financiera BCP 2014-2018</i>	97
Tabla 27 <i>Ratios Financieros BCP Versus Promedio Del Mercado 2013-2018 (%)</i>	98
Tabla 28 <i>Variaciones del Estado de Resultados Scotiabank 2014-2018</i>	104
Tabla 29 <i>Variaciones del Estado de Situación Financiera Scotiabank 2014-2018</i>	105
Tabla 30 <i>Ratios Financieros Scotiabank 2013-2018</i>	106
Tabla 31 <i>Variaciones del Estado de Resultados Interbank 2014-2018</i>	113
Tabla 32 <i>Variaciones del Estado de Situación Financiera Interbank 2014-2018</i>	114
Tabla 33 <i>Ratios Financieros Interbank 2014-2018</i>	115
Tabla 34 <i>Variaciones del Estado de Situación Financiera Pichincha 2002-2006</i>	121
Tabla 35 <i>Variaciones del Estado de Resultados Pichincha 2002-2006</i>	122
Tabla 36 <i>Ratios Financieros Pichincha 2001-2006</i>	123
Tabla 37 <i>Ratios Financieros Promedio Mercado Versus Promedio Bancos Analizados</i> <i>2013-2018</i>	126
Tabla 38 <i>Ratios Financieros Promedio Mercado Versus Promedio Banco Pichincha</i> <i>2001 -2006</i>	127
Tabla 39 <i>Buenas Prácticas Financieras</i>	130
Tabla 40 <i>Frecuencia de Uso de Buenas Prácticas Financieras</i>	131
Tabla 41 <i>Ponderación de Entidades Financieras Según el Uso de Buenas Prácticas</i> <i>Financieras en Adquisiciones</i>	132
Tabla 42 <i>Ponderación de los Valores ROE y ROA Obtenidos por las Entidades</i> <i>Financieras con Relación a los Resultados Obtenidos por el Mercado (*)</i>	133

Tabla 43 <i>Relación entre las Buenas Prácticas Financieras y los Indicadores de Generación de</i>	133
Tabla 44 <i>Empresas Privadas que Conforman el Sistema Financiero Peruano (Diciembre 2018)</i>	138
Tabla 45 <i>Métodos de Valoración Empleados por las Empresas Seleccionadas</i>	139



Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Mapa de la literatura.....	13
<i>Figura 2.</i> Expectativas moderadas para las F&A (2019), enfocadas en Perú, Chile y Colombia.....	22
<i>Figura 3.</i> Balance contable y balance financiero de una empresa.....	43
<i>Figura 4.</i> Evolución del mercado de fusiones y adquisiciones en Perú (2011-2018).	53
<i>Figura 5.</i> Concentración de transacciones por sector año 2018 y su comparación del valor promedio por transacción entre los año 2017-2018.....	54
<i>Figura 6.</i> Características generales del sistema financiero: Flujo de recursos y activos entre agentes económicos.....	56
<i>Figura 7.</i> Sistema financiero: créditos directos.....	60
<i>Figura 8.</i> Sistema financiero: créditos directos por moneda.....	60
<i>Figura 9.</i> Porcentaje de pesos considerados en la elaboración del ranking merco empresas. 67	
<i>Figura 10.</i> Ratio de capital global año 2013 – 2018, indicadores financieros (%).	72
<i>Figura 11.</i> Variación del precio de acciones bancarias (2016-2018).	79
<i>Figura 12.</i> Línea de tiempo, hechos de importancia Credicorp Ltd.- BCP.	95
<i>Figura 13.</i> EBITDA versus ingresos por intereses BCP (2013-2018).	99
<i>Figura 14.</i> ROE versus ROA BCP (2013-2018).	99
<i>Figura 15.</i> Línea de tiempo, hechos de importancia Scotiabank.....	103
<i>Figura 16.</i> EBITDA versus ingresos por intereses Scotiabank (2013-2018).....	107
<i>Figura 17.</i> ROE versus ROA Scotiabank (2013-2018).	107
<i>Figura 18.</i> Línea de tiempo, hechos de importancia Intercorp – Interbank.	112
<i>Figura 19.</i> EBITDA versus ingresos por intereses Interbank (2013-2018).	116
<i>Figura 20.</i> ROE versus ROA Interbank (2013-2018).....	116
<i>Figura 21.</i> Línea de tiempo, hechos de importancia B. Pichincha (Ex. B. Financiero).	120

<i>Figura 22.</i> EBITDA versus ingresos por intereses Pichincha (2001-2006).....	124
<i>Figura 23.</i> ROE versus ROA Pichincha (2001-2006).	124
<i>Figura 24.</i> ROE & ROA BCP, Scotiabank & Interbank (promedio) versus Mercado (2013-2018).	128
<i>Figura 25.</i> ROE & ROA Pichincha (promedio) versus Mercado (2001-2006).	128
<i>Figura 26.</i> Relación entre las buenas prácticas financieras versus indicadores de generación de valor ROE y ROA	134



Capítulo I: Introducción

1.1 Antecedentes

¿Qué son las buenas prácticas? Según Cabré (2010) el término sintagmático *buenas prácticas*, generalmente usado en plural y con un sentido colectivo, está formado por un nombre (prácticas) y un adjetivo (buenas), interpretándose que se trata de acciones concretas y no de ideas o teorías. Por otra parte, de manera general el término remite a dos acepciones:

En primer lugar, el adjetivo “buenas” representa un juicio de moralidad, que presupone que hay prácticas que no lo son y ello puede ser por varios motivos. Desde esta perspectiva se interpreta como una manera de hacer honesta, recta, acorde con principios morales propios del derecho natural, es vista en su aspecto intrínseco. Es imposible, con excepción de casos muy extremos, objetivar lo que se entiende por bueno, y negar que el juicio dependa de variables culturales e ideológicas.

En segundo lugar, el término “buenas prácticas” lleva a la recta aplicación de reglas o instrucciones predeterminadas como adecuadas en un determinado campo y para una determinada actividad. Desde esta acepción, las prácticas se consideran “buenas” por su aplicación recta y sistemática. De hecho, serán “buenas” aquellas prácticas que siguiendo las reglas establecidas permiten alcanzar los objetivos que inicialmente se ha previsto alcanzar.

Para entrar en el contexto del presente trabajo de investigación a continuación, se muestra un breve recuento estadístico general y contemporáneo sobre la evolución de los procesos de Fusiones y Adquisiciones de empresas en Latinoamérica y en el Perú. Merger & Acquisitions, conocido por sus siglas en inglés (M&A) han venido teniendo un comportamiento volátil con el transcurso de los años, con altos y bajos respecto a las políticas económicas y crisis ocurridas en los países y grupos económicos más desarrollados en el mundo, no obstante, ha mantenido en los últimos años una tendencia de crecimiento en el contexto mundial.

Según los informes anuales de Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica realizados por Deloitte & Co. S.A. Financial Advisory (2017) reportaron que durante el año 2014 se presentaron 750 acuerdos de fusiones y adquisiciones (M&A), en Latinoamérica dentro de las cuales el 51.2% de las transacciones generadas se refiere a adquisiciones de empresas brasileras; posteriormente en el año 2015 se concretaron 997 (M&A), registrando inversiones por USD 80,9 mil millones; luego durante el 2016 se concretaron 1.290 (M&A) por un valor de USD 152 mil millones; más tarde durante el año de 2017 se concretaron 974 (M&A) por el monto de USD 80.523 millones; y durante el año de 2018 se concretaron 949 (M&A) por la suma de USD 80.386 millones; confirmando la tendencia del liderazgo Brasil en fusiones y adquisiciones en el mercado latinoamericano. El 46% de las 949 transacciones generadas, se realizaron por empresas brasileras (432 acuerdos), representando un total de USD 35.079 millones. Los seis países de Latinoamérica con mayor nivel en términos de transacciones durante el 2018 fueron: Brasil (46%), México (13%), Chile (11%), Argentina (8%), Perú (7%) y Colombia (6%).

Asimismo, es preciso señalar que en el informe de Deloitte & Co. S.A. Financial Advisory (2018) se realizó un análisis sectorial del mercado evidenciando que durante ese mismo año, el 91% de los acuerdos se concretaron en seis industrias: Consumo Masivo (209 acuerdos), Industria Manufacturera (161 acuerdos), Energía y Recursos Naturales (155 acuerdos), Tecnología, Medios y Telecomunicaciones (136 acuerdos), Servicios Financieros (111 acuerdos) y Ciencias de la Vida y Cuidado de la Salud (96 acuerdos). Conformando estas operaciones un total de 868 acuerdos. La comparación entre los años 2017 y 2018 mostró que el sector de Consumo Masivo (CB) registró un mayor número de transacciones durante el 2018. No obstante, el aumento más importante en términos relativos con el año 2017 se concretó en el sector de Tecnología Medios y Telecomunicaciones (TMT), con un aumento del 20% en comparación con el año 2017. El sector de Servicios Financieros conformado por

los bancos, fondos de inversión, aseguradoras, préstamos y créditos, *venture capital* y *brokers* (FSI) también registró un aumento en el 2018 con relación al año anterior.

Complementando esta información, un reporte realizado por la sala de redacción de Baker McKenzie en asociación con Oxford Economics, indicaron que, en Latinoamérica (Latam), las transacciones cross-border es decir transfronteriza, representan la mayoría de las operaciones de M&A de la región 62% (Blanco, 2017); lo cual se suma a un dato importante que se refiere a que la Alianza del Pacífico, integrada por Colombia, Chile, México y Perú, que se encuentra captando la atención de los inversionistas extranjeros al haber eliminado el 92% de los aranceles entre sus países e integrado sus mercados de valores en una sola plataforma (Peñaranda, 2018).

Un estudio realizado por PwC Perú (2018), sobre las fusiones y adquisiciones en el Perú indicó que el 56% de las compañías entrevistadas consideran que las transacciones que esperarían realizar su compañía en los próximos 12-18 meses sería la de fusiones y/o adquisiciones, destacándose al sector consumo dentro de las industrias con mayor atractivo para ejecutar una posible inversión.

Respecto al caso específico de las fusiones y adquisiciones de empresas (M&A) realizadas en el Perú, las más resaltantes en los últimos años son las siguientes: En el año 2000 la fusión de Backus & Johnston con CERVESUR permitía la consolidación del mercado peruano de cervezas y el fortalecimiento de la posición competitiva de Backus, tanto local como regionalmente frente a los grandes cerveceros internacionales, creando un grupo peruano capaz de competir efectivamente en un entorno globalizado a través de la economía de escala, mejores servicios y una mayor gama de productos de calidad.

En el Año 2015 Arca Continental adquirió corporación Lindley, siendo a su vez la transacción más grande de ese año pagándose aproximadamente \$760 millones por el 47.52% de las acciones, significando la entrada del embotellador más grande de coca cola en

Latinoamérica; la transacción fue realizada a un múltiplo implícito del valor empresa sobre EBITDA de 18 veces. En el último trimestre de este 2015 Graña y Montero adquirió una participación en el Gasoducto sur peruano, uno de los proyectos de infraestructura más emblemáticos de los últimos años. Se estima que la inversión ascendió a los us\$215 millones por el 20% de propiedad, así como una participación en la sociedad que participará en la construcción.

También en el 2015 Enagás, una importante empresa del sector en España, adquirió participación en transportadora de gas del Perú (TGP) el cual es el único gasoducto operando en el sur del Perú (más adelante se le unirá el nuevo gasoducto sur peruano), pagó por una participación minoritaria de la empresa por \$97 millones, transformándose así en el actor más relevante del país en términos de participación en sistemas de infraestructura de transporte de gas en el Perú.

Adicionalmente en el 2015 Carlyle incrementó su participación en la industria de Private Equity: la entrada de Carlyle, fondo de inversión global le ha dado un nuevo impulso a las transacciones de tamaño medio en Perú, luego de su primera adquisición (JV resguardo en 2014), en el 2015 no sólo ha adquirido Hermes, lo cual le podría generar ciertas deficiencias en la operación de ambas compañías en el rubro de seguridad, sino que consolidó a las dos empresas más grandes de turismo: Nuevo Mundo y Cóndor Travel. También en el año 2015 Scotiabank compró la cartera de créditos de banca Retail a Citibank, ya que esta compra, le permitió a SCOTIABANK adquirir una cartera con mayor poder adquisitivo.

Más adelante, en el año 2017 Glencore adquirió el 26.73% de las acciones clase A de Volcan compañía minera a \$1,215 por acción. También en el 2017 Intercorp a través de sus empresas Intercorp Financial Services inc. E Interseguro compañía de seguros compró el 100% de las acciones de seguros Sura y Sura empresa administradora hipotecaria; adicionalmente en el año 2017 Intursa, el brazo hotelero del Grupo Breca compró el 100% de

las acciones de Inversiones la Rioja, dueña de los activos de Marriott en el Perú; posteriormente en el año 2018 las transacciones más representativas: sectores de energía, materiales y consumo, como por ejemplo la venta de la planta hidroeléctrica Chaglla, concesionaria de Odebrecht s.a. a China Three Gorges corp., por un promedio de \$638 millones; la compra de Corporación Peca S.A. por Primax S.A. en \$320 millones; la adjudicación de Southern Cooper corp del proyecto Michiquillay por USD 400 millones; y una de las más recientes que generó mucha polémica fue en el año 2018 donde Inkafarma (a través de Inretail) compró Quicorp S.A. (de la familia Mulder) por la suma de \$583 millones, con lo cual totalizaron 2,234 boticas, además de otras operaciones de distribución, logística, de marketing farmacéutico y un laboratorio.

El interés por estudiar las prácticas de valorización viene de varios años atrás, diversas investigaciones se han llevado a cabo alrededor del mundo con la finalidad de poder identificar las mejores prácticas a emplear en un proceso de adquisición. En tal sentido, a continuación, se mencionan algunas de ellas como, por ejemplo, el trabajo de investigación realizado por Castillo, Morales, Palomino y Vicente (2018) sobre Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL en el periodo 2014 - 2017.

En esta investigación se determinó que la metodología de valorización más utilizada fue la de Flujos de Efectivo Descontados o Discounted Cash Flow, y que se usa más de una metodología de valorización para aproximar el valor de una empresa, identificándose como factores de éxito del desempeño de una valorización post-adquisición: (a) variación de los flujos proyectados versus los flujos reales, (b) rendimiento de la inversión, (c) incremento del valor de las empresas (adquirida y adquiriente), (d) incremento de utilidades y dividendos. Se rescató como hallazgo adicional que la valorización de las sinergias es la principal razón para tomar la decisión de realizar la compra de una empresa.

Asimismo, el estudio realizado por Espinoza, Ramírez, y Reyna (2017) sobre métodos de valoración de empresas *startup*, aplicación a Cinepapaya, encontró que la mayoría de los artículos realizados por expertos académicos recomendaron el método de Flujo de Caja Descontado, pues teóricamente es el que mejor se acerca al valor de una empresa, y algunos incluso propusieron incluir opciones reales para obtener un valor más aproximado.

Adicionalmente se encuentra el estudio que realizó Parra (2013) sobre valoración de empresas, en el que encontró que hoy en día los métodos de valoración que se utiliza con mayor interés son los basados en el Descuento de los Flujos Futuros y los Múltiplos de Compañías Comparables, por estar relacionados con la generación de fondos en el futuro de las empresas.

Otro aspecto importante por señalar es que las Fusiones y Adquisiciones constituyen uno de los principales instrumentos utilizados por las empresas para llevar a cabo el cambio estructural que necesitan, y también para poder aumentar su tamaño de manera rápida. Este tipo de operaciones representan una oportunidad para alcanzar economías de escala y de alcance y para aumentar la capacidad innovadora de la empresa. A través de las M&A, las empresas pueden acceder a nuevos canales de ventas, entrar en nuevos mercados o adquirir capacidades y recursos clave para su prosperidad futura (Zozaya, 2007).

La decisión de comprar o vender una empresa es uno de los momentos más cruciales en el mundo de los negocios. Una buena compra, realizada en el momento adecuado y a un precio razonable puede hacer prosperar mucho a la organización, sin embargo, si una adquisición es efectuada en un mal momento, o a un precio demasiado elevado y financiada con un exceso de apalancamiento, puede llevar a una empresa al desastre. Cabe destacar que la valoración de empresas no es una ciencia exacta ya que el valor de una empresa como una cifra concreta no existe, se trata más bien de un rango de valores de determinación subjetiva y que dependen de una hipótesis sobre el futuro (Amat, 2011).

En base a la información presentada, se puede decir que el proceso de adquisición de empresas protagoniza un rol importante dentro de las economías a nivel global, incluyendo al Perú, dentro de la cual se emplean diversas metodologías de valorización, lo cual va a depender del sector, el tamaño, de la actividad o del tipo de empresa, entre otros aspectos. Por esta razón, el presente trabajo de investigación tiene como objeto el estudio identificar las prácticas de valorización empleadas dentro de un proceso de adquisición, por parte de las empresas peruanas del sector banca privada (banca múltiple) que realizaron procesos de adquisición entre los años 2013 – 2018 y un caso particular realizado en el año 2001.

1.2. Problema de Investigación

De acuerdo con Cárcamo (2015) la valorización en adquisiciones de empresas es uno de los retos más difíciles que enfrentan los directivos de una empresa ya que implica evaluar y resolver principalmente dos incógnitas: la primera es la de determinar el valor de la contribución empresa a la sociedad hoy en día, teniendo en consideración el trabajo y los bienes acumulados y la segunda incógnita se refiere a lograr determinar cuánta rentabilidad puede generar la empresa si continua sus operaciones, valoración por rendimiento; pero esto a la vez incluye otro punto de evaluación que es aún más difícil, que es la de entender que la estimación que se vaya a realizar es subjetiva y depende del propósito de la valoración.

Por consiguiente, el resultado puede tomar diferentes decisiones de valor y este es el concepto que juega un papel muy importante a la hora de establecer los límites fundados para las negociaciones. Normalmente los acuerdos se llegan a concretar cuando las partes negociantes llegan a un valor de ganar-ganar, por esta razón el valor siempre depende mucho de las expectativas de las partes (Reddy, Agrawal, & Nangia, 2013). Actualmente en Perú no se dispone de muchos estudios cualitativos sobre la metodología de valorización en la adquisición de empresas del sector financiero y su relación con las buenas prácticas he aquí el problema que motivo el presente trabajo de investigación.

1.3. Propósito de la Investigación

La presente investigación tiene como propósito identificar buenas prácticas de valorización aplicadas por las empresas más importantes del sistema financiero peruano en el proceso de adquisición de otras empresas, con la finalidad de que los resultados obtenidos puedan servir de referencia para otras compañías del sector.

1.3.1. Objetivos de investigación

Los objetivos del presente trabajo de investigación se dividen a continuación:

Objetivo general: Identificar las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en el proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular en el año 2001 realizadas por empresas del sistema financiero peruano.

Objetivos específicos:

1. Identificar las empresas del sistema financiero peruano y seleccionar las empresas consideradas como objeto de estudio.
2. Identificar las prácticas empleadas por las empresas seleccionadas y determinar ¿cuáles de ellas pueden ser consideradas como buenas prácticas de valorización?
3. Determinar los criterios cualitativos que incidieron en la toma de decisión de la adquisición de empresas durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular en el año 2001.

1.3.2. Preguntas de investigación

Pregunta general. ¿Cuáles son las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en el proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001 realizadas por empresas del sistema financiero peruano?

Preguntas específicas. Son las siguientes:

1. ¿Cuáles son las empresas del sistema financiero peruano y qué empresas pueden ser consideradas como objeto de estudio?

2. ¿Cuáles son los métodos de valorización que utilizaron cada una de las empresas del sistema financiero peruano en la adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001?
3. ¿Cuáles son los criterios cualitativos que incidieron en la toma de decisión de la adquisición de empresas durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001?

1.4. Justificación de la Investigación

Se tiene la necesidad de identificar las buenas prácticas aplicadas por las empresas más representativas en el sector financiero del Perú relacionadas con la metodología de valorización empleadas durante los procesos de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001, con la finalidad de poder ser consideradas como referentes de conducta de gestión exitosa en este tipo de proceso dentro del sistema financiero peruano. Conocimiento que podría ayudar a poder aprovechar oportunidades de inversión en este sector ya que, en los últimos años en el Perú, se vienen desarrollado una variedad creciente de este tipo de operaciones lo cual significaría que al conocer el comportamiento de las empresas referentes respecto a los procesos de valorización permitiría al resto de empresas de este sector contar con una mejor preparación teórica y práctica necesarias para lograr una buena gestión al momento de determinar el valor de empresa.

1.5. Limitaciones

En el presente estudio se han podido identificar las siguientes limitaciones:

- El tamaño de las empresas del sistema financiero peruano inmersas en procesos de adquisición podría influenciar los resultados de la investigación.
- Por ser procesos de gran envergadura de estrategia corporativa, el número de operaciones en el Perú se encuentra limitado.
- Debido a las políticas de confidencialidad que se estipulan en este tipo de procesos,

la obtención de información a través de entrevistas a los funcionarios es limitada y/o incompleta.

- El acceso a información contable financiera de las empresas sujetas al proceso de adquisición se encuentra limitado a la proporcionada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).
- No se cuentan con estudios previos, realizados a empresas del sistema financiero peruano, que traten sobre el objetivo principal del presente trabajo de investigación.

1.6. Delimitaciones

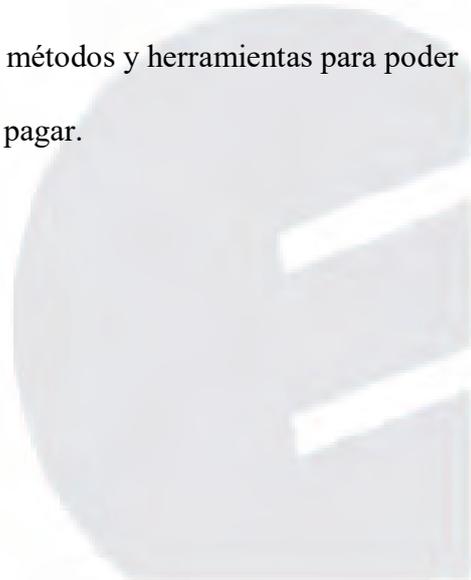
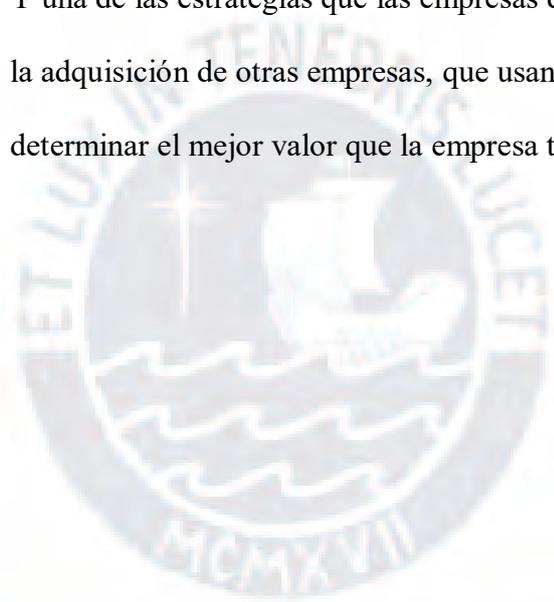
Para el presente trabajo de investigación se han considerado las siguientes delimitaciones:

- Las empresas seleccionadas deben pertenecer al sistema financiero peruano.
- Las empresas por elegir deben haber participado en por lo menos, un proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001.
- Las entrevistas deben estar dirigidas a personal gerencial, o de mando medio, perteneciente a la gerencia o dirección financiera de las empresas seleccionadas.
- Las empresas seleccionadas deben tener su sede principal en el área geográfica de la ciudad de Lima Metropolitana.

1.7. Resumen del Capítulo

Se presenta el propósito principal de la investigación que gira en torno a la identificación de las buenas prácticas en la adquisición de empresas del sistema financiero peruano durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001. Se define el problema de investigación, los objetivos que la guían, así como la justificación y la consideración de las limitaciones y delimitaciones del estudio.

Perú viene desarrollando un crecimiento económico con mucho potencial en el largo plazo, según el Instituto Nacional de Estadística e Informática (2019), las actividades económicas en el 2018 sobrepasaron las expectativas proyectadas por el censo del mercado. Este crecimiento que ha tenido Perú en la última década ha obligado a las empresas a conseguir nuevas maneras de desarrollarse y seguir creciendo en el mercado. El sector financiero se ve obligado a reinventarse, innovar, buscar nuevos productos o negocios ya posicionados porque los gustos, hábitos y preferencias del consumidor son muy cambiantes. Y una de las estrategias que las empresas de este sector están usando es la valorización para la adquisición de otras empresas, que usan procesos, métodos y herramientas para poder determinar el mejor valor que la empresa tendrá que pagar.



Capítulo II: Revisión de la Literatura

Las fusiones, adquisiciones son operaciones estratégicas de un grado alto de importancia debido a que permiten la reasignación de recursos en la economía. Estas operaciones involucran la participación de diferentes actores dentro de la empresa como financieros, abogados, consultores, inversionistas, contadores entre otros. Tiene como propósito aumentar el valor para los accionistas (Copeland & Coller, 2004).

El valor de la empresa hace referencia la teoría de utilidad, es el valor razonable del mercado, valor de la inversión, valor económico y justo valor (Rojo, 2007). Mientras que en el proceso de valoración de una empresa se considera cinco pasos (Petitt & Ferris, 2013):

- El primer paso es identificar y seleccionar candidatos potenciales que garanticen que la transacción propuesta sea estratégica.
- El segundo paso es analizar el desempeño histórico del objetivo para asegurarse financieramente de que sea un socio apropiado, con la finalidad de obtener una comprensión del modelo de negocios y una adecuada estructura de capital.
- El tercer paso es pronosticar el futuro desempeño del objetivo mediante la preparación de estados financieros. Nada es más importante para evaluar el valor de un objetivo que un modelado completo y preciso de las operaciones de la compañía.
- El cuarto paso es aplicar uno o varios métodos de valoración para obtener una estimación o desestimación del valor del objetivo.
- El quinto paso es evaluar la sensibilidad del activo su valoración respectiva.

2.1 Mapa de la Literatura

El esquema conceptual se ha elaborado a partir de la recopilación de la mayor cantidad de información relevante disponible y de fuente abierta, integrando y organizando los contenidos de los documentos de trabajo tratándose temas tales como los procesos de

fusiones y adquisiciones en Latinoamérica, así como sus perspectivas y expectativas, buenas prácticas financieras, metodologías de valorización y el sistema financiero; con el propósito de obtener un entendimiento profundo del tema de investigación. En tal sentido con la finalidad de presentar una vista amplia y general de la revisión de la literatura se plantea el siguiente esquema conceptual que permitirá orientar la investigación hacia el objetivo principal partiendo sobre la base de las metodologías que emplean las empresas cuando realizan adquisiciones, así como para poder identificar otros factores importantes que influyen en la toma de decisiones para este acto (ver Figura 1).

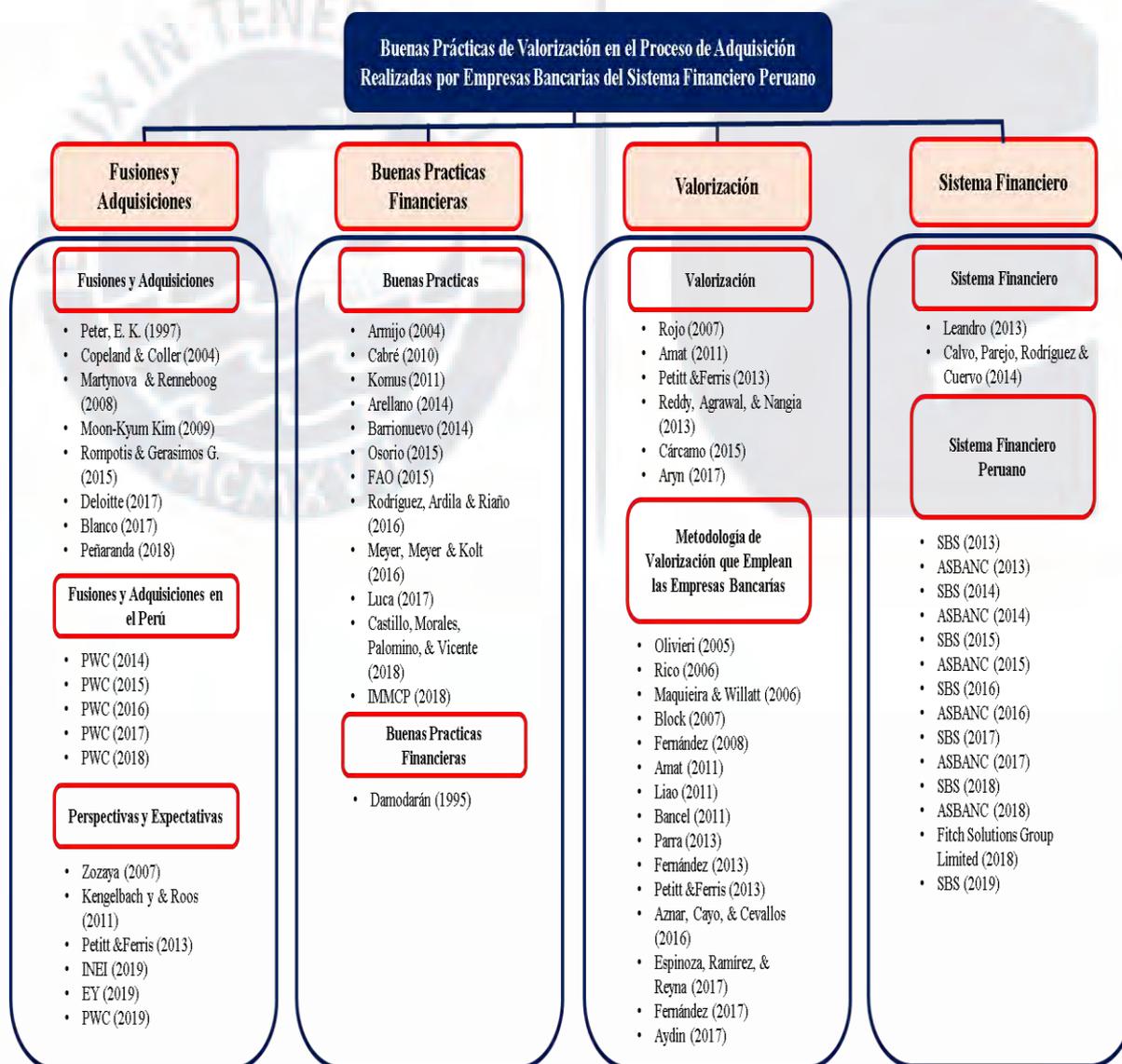


Figura 1. Mapa de la literatura.

2.2 Historia de Fusiones y Adquisiciones

De acuerdo con los estudios realizados por Peter (1997); Martynova y Renneboog (2008); Moon-Kyum Kim (2009); y Rompotis (2015). La historia económica de fusiones y adquisiciones en el mundo empresarial vista como un medio para lograr el desarrollo y la expansión de las empresas; supera los cien años de antigüedad, pudiéndose identificar seis oleadas significativas durante este proceso.

La primer ola, *The Great Merger Wave*, duró aproximadamente diez años desde 1895 hasta 1905 caracterizándose por fusiones horizontales a través de las cuales las pequeñas entidades que tienen una pequeña cuota de mercado se fusionaron con empresas similares con la finalidad de crear grandes y poderosas corporaciones (Monopolios) en sus respectivas industrias formando fideicomisos, una forma extrema de integración horizontal. Los ejemplos incluyen la creación de Standard Oil Company de Nueva Jersey en 1899, United States Steel Corporation en 1901 e International Harvester Corporation en 1902.

La mayoría de las fusiones y adquisiciones que ocurrieron durante la segunda Ola, la misma que estuvo comprendida durante el período 1916 hasta 1929. Caracterizándose por la realización de fusiones verticales y estableciendo mercados o industrias dominadas por unos pocos vendedores (estructura de oligopolio) que involucraron a pequeñas empresas estadounidenses que quedaron fuera de los monopolios creados durante la ola anterior. Estas compañías se fusionaron o adquirieron entre sí para ganar economías de escala y poder competir con el jugador dominante en su industria. La crisis de 1929 y la depresión que siguió pusieron fin a esta segunda ola de fusiones y adquisiciones. Debido a la Segunda Guerra Mundial, la actividad de fusiones y adquisiciones se mantuvo baja hasta la década de 1950.

La tercera ola se ubica entre los años 1960 y 1973. Durante esta ola, las fusiones y adquisiciones de empresas intentaron diversificar sus flujos de ingresos y, al hacerlo, reducir

el riesgo de su cartera de inversión. Esta tendencia condujo a la creación de conglomerados y sociedades de cartera compuestas por muchos negocios no relacionados. General Electric Company es un ejemplo típico de esta tendencia. Esta tercera ola de fusiones y adquisiciones alcanzó su punto máximo en 1968 y colapsó con la crisis del petróleo en 1973 a raíz de la crisis del petróleo, llevando la economía mundial a una recesión. Lo cual fue motivo de la realización de varios estudios de investigación, pudiéndose identificar diversos factores que influyeron para este desenlace: (a) diversificación y desarrollo de grandes conglomerados, (b) las empresas estadounidenses persiguieron agresivamente la diversificación a través de fusiones y adquisiciones como respuesta a la severa aplicación de las leyes antimonopolio en ese país; y (c) las empresas deseaban formar mercados internos de capital.

La cuarta ola tuvo lugar durante el período 1981-1989. La característica dominante de esta ola fue la realización de fusiones y adquisiciones masivas, la mayoría de ellas adquisiciones hostiles y agresivas. Muchas empresas fueron adquiridas por su capital blando (intangibles), como las patentes que habían desarrollado, las licencias se habían registrado, su participación de mercado, su marca, su personal de investigación y sus instalaciones, así como también su cartera de clientes y cultura organizacional. Siendo esta situación provocada por los cambios en política antimonopolio, la desregulación del sector de servicios financieros, la creación de nuevos instrumentos y mercados financieros.

Un ejemplo de esto fue la creación del mercado de bonos basura (bonos emitidos por compañías con baja calificación crediticia) impulsando el aumento de compras apalancadas (LBOS) y recapitalizaciones apalancadas para financiar compañías y transacciones altamente riesgosas. Algunas empresas que habían comprado negocios no relacionados durante la ola anterior aprovecharon este nuevo auge del mercado de fusiones y adquisiciones para vender sus divisiones de bajo rendimiento para reenfocarse en su negocio principal. El colapso del mercado de valores de 1987 y el colapso de varias compañías altamente apalancadas puso fin

a esta cuarta ola de fusiones y adquisiciones.

La quinta ola se observó durante el período 1992-2000. Originada en gran medida por el auge económico durante la Presidencia de Bill Clinton Esta, la misma que impulso mega acuerdos para reorganizar industrias enteras como como la del cuidado de la salud, las telecomunicaciones y la defensa; como la formación de zonas comerciales multinacionales como la Unión Europea (UE), Mercosur y el Tratado de Libre Comercio del Atlántico Norte (TLCAN).

Esta evolución de la economía global trajo consigo que muchas compañías vieran las fusiones y adquisiciones como el medio más rápido y menos costoso para establecer su presencia en un país extranjero, razón por la cual buscaron invertir en entidades que operen de forma similar u homogénea en a su sector y que estén ubicados en otros países para globalizar la actividad y mejorar su capacidad para servir a sus clientes a nivel internacional al crear negocios de alto rendimiento. El estallido de la burbuja de las puntocom en el año 2000 y la recesión que siguió marcó el final de esta ola de fusiones y adquisiciones.

Finalmente, la sexta y hasta ahora la última ola de fusiones y adquisiciones duró aproximadamente seis años durante el período 2003-2008. La principal característica de esta ola fue que el entorno de bajos interés junto con la disponibilidad de crédito aparentemente inagotable impulsó un aumento de las compras apalancadas “LBOS” (adquisiciones financiadas por préstamos) y el aumento en la activación de capital privado ya que los inversionistas buscaban obtener beneficios de diversificación y mayores rendimientos. Esta ola tuvo un repentino final ocasionada por la crisis financiera en el año 2008 generando una recesión económica en los Estados Unidos Estados y que se extendió a otros continentes, lo cual impactó negativamente en las adquisiciones internacionales y la competitividad de las empresas provocando una gran disminución de los acuerdos corporativos importantes en todo el mundo.

Un aspecto importante que rescatan dentro de sus investigaciones Martynova y Renneboog (2008) es que el final de una ola coincide con una crisis o una recesión; por ejemplo, la ola más reciente terminó con la crisis de la deuda de alto riesgo en el año 2008, lo que en teoría desencadenaría el inicio de una nueva ola que no tiene un tiempo definido; así mismo determinaron que existen tres factores que han impulsado claramente la actividad de fusiones y adquisiciones desde el final de Siglo XIX: choques industriales y tecnológicos, cambios regulatorios y disponibilidad de crédito.

2.3 Perspectivas y Expectativas en las Fusiones y Adquisiciones

Para Pettit y Ferris (2013) la complejidad de las fusiones y adquisiciones de empresas (Merger & Acquisitions, M&A por sus siglas en inglés) radica en considerar e interpretar adecuadamente los diversos factores que intervienen en la generación de valor de la empresa objetivo, lo cual lleva a tomar en cuenta varias perspectivas y plantear algunas preguntas como, por ejemplo: ¿Cuáles son las razones más importantes por las que las empresas se fusionan o se adquieren entre sí? ¿Las fusiones y adquisiciones son capaces de crear valor para los accionistas? ¿Por qué las firmas adquirentes pagan una prima para tomar el control de una empresa objetivo? ¿Cuáles son los pasos comunes que se deben realizar al momento de valorar una empresa? ¿Cuáles son los métodos de valoración más empleados por las firmas adquirentes para determinar el valor de una empresa?

Las empresas realizan adquisiciones por varias de razones, dentro de ellas la más importante es la de maximizar el valor para los accionistas, por ello se busca determinar si el valor de las empresas adquirentes y las empresas objetivo son mayores, si operan como una entidad única que como entidades separadas. Dicho en otras palabras, una fusión o adquisición es justificable cuando se asocian sinergias con la transacción. Las sinergias pueden ser de tres formas: (a) operativas, (b) financiera, o (c) gerencial.

Las sinergias operativas surgen como resultado de la combinación de las operaciones

de la firma adquiriente y la de la empresa objetivo. La cual tiene la finalidad de mejorar los ingresos, ganar poder en la fijación de los precios en un mercado específico y ser capaz de incrementar el volumen de ventas accediendo a nuevos mercados, por ejemplo: aprovechando la fuerza de ventas y la red de distribución de la empresa objetivo para poder vender los productos de una empresa adquiriente a los clientes de la empresa adquirida. Otra finalidad que se busca conseguir con las sinergias operativas es la reducción de costos y buscar alcanzar un tamaño crítico que le permita a la empresa adquiriente poder beneficiarse de economías de escala con costos de producción más bajos y pudiendo generar también ahorros de costos en publicidad, marketing, investigación y desarrollo.

Las sinergias financieras tienen la finalidad de proveer menores costos de financiamiento, ya que las grandes empresas generalmente tienen acceso a fondos más amplios y baratos que las pequeñas, lo cual se convierte en un incentivo para las grandes corporaciones, adquieran empresas pequeñas con el fin de obtener una diversificación de negocios no relacionados permitiendo esto a su vez reducir el riesgo, aumentar su capacidad de endeudamiento y reducir su costo de financiamiento antes de impuestos, debido a que cuanto más deuda tenga una empresa en su estructura de capital, menor será su costo de financiamiento, neto de impuestos.

Las sinergias gerenciales ocurren cuando a consecuencia de la realización de una fusión o adquisición la empresa adquirente tiene la oportunidad de eliminar a gerentes incompetentes reemplazándolos por un equipo de gestión nuevo con la finalidad de mejorar el rendimiento del objetivo. Investigaciones han demostrado que algunos gerentes se preocupan más por sus propios intereses que en lugar el de los accionistas, tendiendo en algunas ocasiones a pagar de más por sus adquisiciones cuando tienen la capacidad de negociar un acuerdo para sus accionistas y luego administrar la entidad combinada.

Otra incógnita que se busca responder es si ¿Las fusiones y adquisiciones crean valor

para los accionistas? Existe una gran cantidad de estudios demuestran que el precio de la acción de casi todas las empresas objetivo aumenta luego del anuncio de adquisición. Sin embargo, casi siempre ocurre contrario con el precio de las acciones de la firma adquiriente ya que generalmente experimentan un descenso. Kengelbach y Roos (2011) realizaron un estudio que involucró aproximadamente a 26,000 transacciones efectuadas entre los años 1988 y 2010, mostrando que el rendimiento promedio del precio de las acciones durante un período de siete días centrado en la fecha de anuncio fue del 15.5% para la empresa objetivo mientras que para la firma adquiriente fue solo de -1.0%. Por otra parte, también el estudio reveló que los compradores obtienen mejores resultados si compran empresas objetivo en el extranjero en lugar que una nacional, además si pagan en efectivo en lugar que en valores o una combinación de efectivo y valores, si sólo realizan una adquisición y si la adquisición se lleva a cabo durante una desaceleración en lugar de una recuperación.

Esta evidencia sugiere, entre otras cosas, que los mercados de valores son desconfiados sobre la capacidad de los adquirentes para crear valor para los accionistas, ya que se cree que las sinergias propuestas no se materializarán según lo planeado y que son incapaces de fusionar con éxito dos culturas diferentes. Lamentablemente los mercados de valores son correctos: pocas transacciones logran sus ganancias proyectadas.

Otro punto importante de interés es determinar la prima de fusión o adquisición la cual se define como la diferencia entre el precio de oferta y el precio de mercado de la empresa objetivo antes del anuncio de la transacción. La evidencia indica que las primas de fusiones y adquisiciones tienen un promedio entre el 20 al 30 por ciento por encima del precio de la acción de adquisición previa del objetivo. Como ya se debe entender, los compradores obtienen mejores resultados cuando pagan una prima que está por debajo del promedio en lugar de por encima del promedio de esta manera se entiende que pagar una prima alta es un camino seguro a pagar un precio excesivo, lo cual reduce la probabilidad de

que la adquisición sea un éxito. Por otro lado, las primas de M&A también a veces son denominadas primas de control ya que, por lo general, los accionistas de la empresa objetivo los exigen como compensación por la transferencia de la participación controladora del objetivo a la firma adquirente. Ya que tener la mayoría, el control en una empresa transmite muchos derechos valiosos y beneficios, incluyendo el control sobre todas las políticas y decisiones operativas, así como la selección de la gerencia, la junta directiva y la distribución de efectivo a los accionistas.

Las adquisiciones bien planificadas y ejecutadas ofrecen a las empresas adquirentes la oportunidad de prosperar, y uno de los aspectos críticos de la etapa de planificación es la valoración del objetivo y de las sinergias esperadas entre el adquirente y el objetivo. Por esta razón, aunque existen varios tipos de valor que se pueden tomar en cuenta para valorar la empresa objetivo, la investigación se centró en la evaluación del valor fundamental: el valor basado en los flujos de efectivo, después de impuestos, que se espera que la compañía genere en el futuro y descontados a una tasa apropiada que refleje el riesgo de esos fondos; porque este representa el valor "continuo" de una empresa. Por lo tanto, el valor de una empresa se define aquí con referencia a los flujos de efectivo futuros que se espera que genere una empresa.

El proceso de valoración de una empresa generalmente conlleva a realizar cinco pasos que consisten en:

1. Identificar y seleccionar los potenciales candidatos a fondo desde un punto de vista estratégico.
2. Analizar el desempeño histórico del objetivo desde el punto de vista financiero, a fin de obtener una comprensión exhaustiva del modelo de negocios, operaciones y estructura de capital.
3. Pronosticar el futuro desempeño del objetivo mediante la preparación de estados

financieros, realizando un modelado completo y preciso de las operaciones de la empresa (generadores de ingresos y costos).

4. Aplicar uno o varios métodos de valoración para obtener una estimación del valor de la empresa objetivo.
5. Evaluar la sensibilidad del activo clave.

Luego de la aplicación de los pasos anteriormente descritos se debe escoger el método o los métodos de valoración más adecuados para el tipo de empresa objetivo, por ejemplo: modelos de flujo de efectivo descontado, múltiplos de precios, valores empresariales, análisis de valor económico y análisis de opciones reales.

Dando una mirada al futuro, las perspectivas que actualmente se esperan respecto a las M&A), según el reporte presentado en la vigésima edición del EY Global Capital Confidence Barometer (2019), sería el apetito mundial por las fusiones y adquisiciones para los próximos diez años viene siendo impulsado por la remodelación de la cartera. A pesar de las crecientes complejidades geopolíticas, el apetito por las fusiones y adquisiciones globales (M&A) se encuentra en su punto más alto en los últimos 10 años, una encuesta semestral realizada a más de 2.900 altos ejecutivos en 47 países arrojó como resultado que las empresas continúan utilizando adquisiciones para construir las bases para el crecimiento futuro en medio de la creciente incertidumbre, el 59% de las compañías globales ahora planean adquirir en el próximo año, en comparación con el 52% de hace 12 meses.

Para América Latina, el estudio sobre fusiones y adquisidores elaborado por PWC (2019) indicó que las compañías mantendrán expectativas moderadas sobre el crecimiento de la actividad F&A en el mercado local, optando por Deals (Ofertas) de menor tamaño, con un valor aproximado de USD 50 millones. En consecuencia, con los resultados del año pasado, Perú, Chile y Colombia tendrán el liderazgo como puntos atractivos para materializar una inversión frente a otros países de la región.

Según los últimos hallazgos, las empresas de todo el mundo se están concentrando cada vez más en aprovechar de manera proactiva las oportunidades al alza de la disrupción y gestionar los riesgos. A medida que la velocidad de la disrupción y la innovación se aceleran, también lo hace la frecuencia de las revisiones de cartera permitiendo a las empresas identificar a gran velocidad las áreas para inversiones y adquisiciones, así como también reconocer los activos a desinvertir y mejorar las estrategias de asignación de capital para reconfigurar las operaciones o la huella geográfica (ver Figura 2).

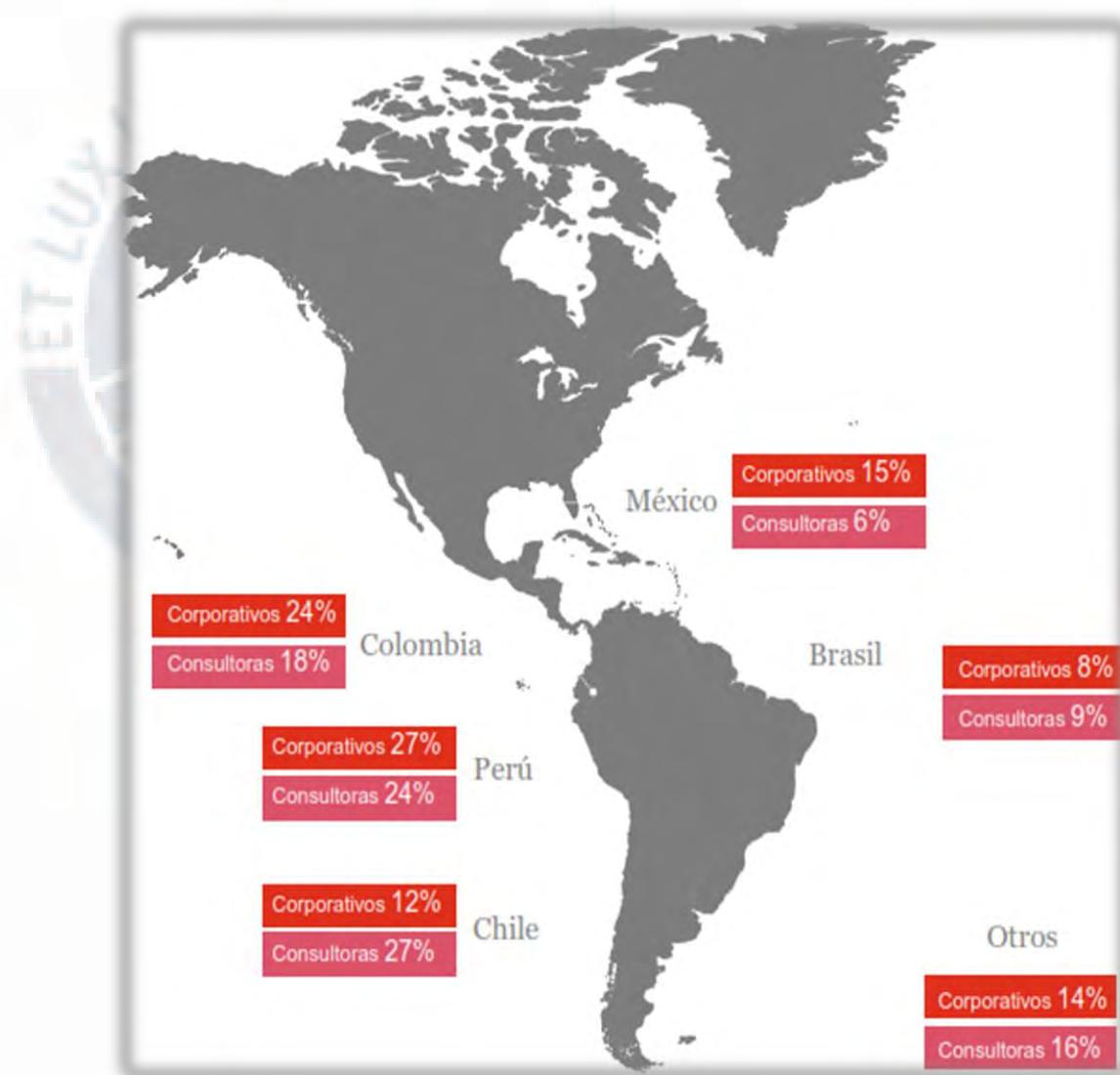


Figura 2. Expectativas moderadas para las F&A (2019), enfocadas en Perú, Chile y Colombia.

Adaptado de “Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones,” por PWC, 2019. (<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-Deals-Survey-2019.pdf>).

2.4 Buenas Prácticas de Valorización

El significado de buenas prácticas empezó junto con la economía, las finanzas y los negocios entre los años ochenta y noventa, y su evolución ha permitido llegar a muchas áreas como la educación, recursos humanos, política, producción y logística, etc. (Arellano, 2014). Según Armijo (2004) las buenas prácticas permiten analizar experiencias ya probadas, o métodos que son usados por responsables de organizaciones que buscan dar soluciones a problemas, como la innovación y/o calidad en la gestión privada o pública. Asimismo, Luca (2017) resaltó que la importancia de las buenas prácticas está basada en la experiencia y que es un proceso en donde se puede adoptar técnicas o métodos usando herramientas que permitan entender el funcionamiento y que se puedan aplicar. El significado de las buenas prácticas tiene como idea de que toda organización que busca lograr el éxito y mantenerse en el tiempo debe adaptarse y/o seguir los métodos y guías que le funcionaron a ciertas empresas (Komus, 2011).

Entonces, se entiende por buenas prácticas a los métodos, procedimientos o herramientas que fueron probadas y analizadas, y que lograron resultados positivos y fueron validados. Con ello se toman indicadores que determinarán si los resultados son los esperados (Rodríguez, Ardila & Riaño, 2016). Las buenas prácticas se consideran como un grupo de procedimientos tanto en los negocios o en el ámbito profesional, que se consideran los correctos o los más asertivos (Osorio, 2015).

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) (2015) en su publicación Plantilla de Buenas Prácticas precisó que una “Buena Práctica” no es tan sólo una práctica que se define buena en sí misma, sino que es una práctica que se ha demostrado que funciona bien y produce buenos resultados, y, por lo tanto, se recomienda como modelo. Es decir que se trata de una experiencia exitosa, que ha sido probada y validada, en un sentido amplio, que se ha repetido y que merece ser compartida con el fin de

ser adoptada por el mayor número posible de personas. En ese sentido la FAO establece el siguiente conjunto de criterios que permiten determinar cuándo una práctica puede ser definida una “buena práctica”:

- Efectiva y exitosa: Una “buena práctica” ha demostrado su pertinencia estratégica como medio más eficaz para obtener un objetivo específico, ha sido adoptada con éxito y ha tenido un impacto positivo en los individuos y/o en las comunidades.
- Sostenible, desde el punto de vista ambiental, económico y social: Una “buena práctica” satisface las necesidades actuales, en particular las necesidades esenciales de los más pobres, sin comprometer la capacidad para hacer frente a las necesidades futuras.
- Sensible a los asuntos de género: Una descripción de la práctica debe mostrar cómo los actores, hombres y mujeres, que participan en el proceso, fueron capaces de mejorar sus medios de subsistencia.
- Técnicamente posible: La viabilidad técnica constituye la base de una “buena práctica”: es fácil de aprender y de aplicar.
- Es el resultado de un proceso participativo: Los enfoques participativos son esenciales porque generan un sentido de pertenencia de las decisiones y de las acciones.
- Replicable y adaptable: Una “buena práctica” debe tener un potencial de repetición y, por lo tanto, debe ser adaptable a objetivos similares en diversas situaciones o contextos.
- Reduce los riesgos de desastres/ crisis, si aplicable: Una “buena práctica” contribuye a la reducción de los riesgos de desastres/ crisis para la resiliencia.

Otra acepción importante de buenas prácticas es la que planteó Cabré (2010) en su estudio “Terminología y buenas prácticas” en el que concluyó que luego de realizar un

análisis de las definiciones de buenas prácticas y de los casos aplicados que pudo explorar en su estudio, existe algunos factores constantes y presentes en todas las situaciones en que se promueven las buenas prácticas, como es el caso de una “regulación”. Siempre hay una entidad promotora, un objeto en que se proyectan, un tema del que tratan, un o unos destinatarios de estas y una forma en que se expresan formal o materialmente. En donde cada factor constituye una variable que puede parametrizarse en valores distintos y de los cuales se obtiene la tipología de lo que se entiende por buenas prácticas en distintos sectores de actividad. Se muestra un ejemplo en la Tabla 1.

Tabla 1

Ejemplo de Elementos Considerados para una Clasificación de “Buenas Prácticas” en Distintos Campos de Actividad

N°	Entidad promotora	Objeto en qué se proyectan	Tema del que tratan	Destinatarios de las buenas prácticas	Expresión formal
1	Laboratorio	Proceso	Biomedicina	Fiabilidad	Código
2	Empresa	Técnica	Farmacología	Calidad	Manual
3	Administración	Relación	Medio ambiente	Eficiencia	Protocolo
4	Organismo corporativo	Concepto	Seguridad	Eficacia	Guía, etc.
5		Información	Condiciones Laborales	Equidad	
6			Salud	Productividad	
7			Comercio	Sistematicidad	
8			Prestación de servicios		
9			Multilingüismo		
10			Comunicaciones		

Nota. Tomado de “Terminología y buenas prácticas. Publifarum, (12),” por Cabré, 2010 (http://www.publifarum.farum.it/ezone_articles.php?art_id=161).

Las buenas prácticas se pueden resumir en métodos, técnicas y procesos que han sido aplicados y comprobados en empresas que durante años han experimentado todas las situaciones (Instituto Mexicano de Mejores Prácticas IMMCP, 2018). Las buenas prácticas son una manera más eficaz de obtener los mejores resultados en comparación a otra

compañía. Las mejores prácticas están enfocadas en mejorar cada procedimiento en modelos, estructuras o diseños que se emplean en el día a día (Meyer, Meyer & Kolt, 2016).

De acuerdo con Damodarán (1995) las prácticas de valorización se aplican a un activo financiero o real el cual tiene un valor estimado, en donde se debe analizar las fuentes relacionadas con dicho valor. Dentro de las prácticas de valorización existen tres direcciones para valorar, el primero es en base a la valorización de flujos descontados en donde se relaciona el valor del activo con el valor de los flujos esperados en dicho activo. El segundo, es la valorización relativa, que busca una valorización en base a la estimación del valor del activo al analizar el precio de activos comparables. El tercero, es una valorización de reclamo de contingencia que utiliza un modelo de valorización en los precios de las opciones para analizar al activo que comparte dichas características de opciones.

Barrionuevo (2014) indicó que para tener una buena práctica de valorización se debe estar técnicamente bien realizada y analizada, en la cual se debe cubrir todo los supuestos o preguntas que se tenga a la hora de valorar. Esto permitirá tener un fundamento más preciso de lo que se está valorizando. Sin embargo, no es suficiente si no se conoce el sector.

Fernández (2013) sostuvo que las buenas prácticas de valorización tienen su base en la generación de flujos efectivos futuros y mencionó que los problemas más comunes son a la hora de realizar los procedimientos de valorización en alguna empresa que tiene conflicto con el uso de una metodología de valorización.

2.5 Métodos de Valorización

Para valorar una empresa se debe de tener mucho sentido común y criterio, como también técnicas y métodos que se usaran a la hora de negociar entre el comprador y el vendedor, asimismo responder algunas preguntas como, ¿Por qué se está valorizando con esas técnicas y/o métodos?, ¿Para qué se está valorizando?, todo esto puede ayudar a tener una mejor visión de la valorización (Férrandez, 2008).

Pettit y Ferris (2013) sostuvieron que la valorización es un arte y no una ciencia, que sirve para saber que estamos valorando y determinar si está sobrevalorado o no. Una de las preguntas claves sería ¿Cuánto vale esta inversión? Dependerá de la empresa, industria y del responsable de realizar la valorización. Aryn (2017) indicó que en la valorización se debe entender primero el significado de “valor” y “precio”, en el cual el precio es la cantidad que se paga para obtener algún servicio o bien y que no es precisamente refleja el valor de los servicios o bienes adquiridos. Determinar el valor de la empresa que sea la más precisa y real.

Los métodos de valorización se pueden agrupar en tres grandes categorías (Parra, 2013):

2.5.1 Métodos de valorización basados en el balance (valor patrimonial)

Los métodos de valorización considerados dentro de este grupo son aquellos basados en el sistema contable de tal manera que se enfocan en medir hechos económicos, comerciales y administrativos, lo cual permite mostrar una radiografía de la empresa. Sin embargo, debido a que estos hechos muestran el pasado de esta, el inversionista se ve en la obligación de tomar una decisión sobre lo ya ocurrido, cuando lo que le interesa es el futuro. Según Fernández (2013) que el valor de la empresa se determina en base al patrimonio neto que posee, eso quiere decir que la contabilidad es el punto de referencia y que no precisamente sería el valor real de sus acciones. Al ser un método basado en la contabilidad no toma en cuenta el crecimiento o proyecciones hacia el futuro, o del equipo que dirige la compañía, así como los factores externos que son, en que industria se encuentra, la situación en el mercado. Todos estos factores no pueden ser medidos en la contabilidad.

Aznar, Cayo y Cevallos (2016) reafirmaron que el método basado en el balance solo toma en cuenta la información que aparece en dicho estado y hace referencia a un enfoque estático que aparece en la contabilidad, también indica que el método no considera la evolución de la empresa sea a favor o en contra de la empresa. Dentro del método basado en

el balance los autores los clasifican en: valor contable o de libros, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor de reposición.

Valor en libros. También llamado valor contable, patrimonio neto, recursos o fondos propios de la empresa, debido a que se considera como valor en libros al número que aparece en los recursos propios del balance: capital y reservas. Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible (Fernández, 2017). Este método resalta dos aspectos, el primero es que el valor del patrimonio contable es usado como el valor de referencia y el segundo aspecto es la facilidad del cálculo para llevar a cabo la valoración de la empresa. (Parra, 2013).

El método del valor contable o valor en libros también es conocido como el valor del patrimonio. Que forma parte del balance de la empresa y para poder determinar el valor de la empresa se debe determinar la diferencia entre el Activo total y el Pasivo Total (Aznar, Cayo & Cevallos, 2016). El método del valor en libros de una empresa se determina restando las deudas totales del valor de los activos en el balance. Según Petitt y Ferris (2013) se refiere al valor contable de una compañía, es decir, el valor especificado en el balance general. Este método representa el valor residual de la empresa, suponiendo que los activos se pueden vender por sus valores informados y que los pasivos del producto a sus valores registrados. Para Aydin (2017) este método no es adecuado para las fusiones o adquisiciones porque en el balance muestra valores pasados que no permiten determinar el valor real.

Valoración contable ajustado neto o del activo neto real. También llamado valor contable ajustado o valor en libros ajustado. El método considera una estimación del valor comercial de los activos y pasivos en el estado de situación financiero de la empresa, en el que busca corregir la desactualización de estos, y calcula el valor de lo que se podría llamar el patrimonio ajustado. Intentar resolver algunas inconsistencias que la inflación y la obsolescencia tecnológica tiene sobre los activos, pero aun así mantiene los problemas

relacionados con los activos y pasivos no registrados en el balance y con los pasivos laborales subvaluados. Además de no contemplar la posibilidad de que la empresa tenga para producir resultados económicos con sus activos (Parra, 2013).

El método del valor del activo neto real o valor contable ajustado analiza las partidas contables y se ajustan al valor de mercado, dejando que sea ese el valor de la empresa (Aznar, Cayo & Cevallos, 2016). Según Aydin (2017) indica que puede determinarse identificando los valores en el mercado de los activos en el balance, esto elimina errores en los libros contables hasta un determinado punto.

Valor de liquidación. Según Fernández (2017), este método se encuentra dentro de los conceptualmente “correctos”, pues tiene lógica y consistencia cuando se prevé liquidar la empresa, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio como indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios del proceso de la liquidación. Sin embargo, siempre representa el valor mínimo de la empresa, ya que se supone que el valor de una firma es basado en su continuidad y este es por lógica, superior a su valor de liquidación.

El método del valor de liquidación es el valor de la empresa cuando se liquidada y en donde se resta los gastos administrativos, liquidación a los trabajadores, pago a los bancos, proveedores, etc. (Aznar, Cayo & Cevallos, 2016). Para Aydin (2017) el valor de liquidación se determina restando toda la deuda del valor que se genera al liquidar todos los activos de la empresa. También indica que este no tiene impacto en fusiones y adquisiciones ya que dichas operaciones buscan que las empresas sean más fuertes para seguir desarrollándose.

Valor substancial o valor de reposición de los activos. El valor substancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

Se divide en tres categorías:

- Valor substancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado.
- Valor substancial neto o activo neto corregido: es el valor substancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado.
- Valor substancial bruto reducido: es el valor substancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste.

Valor contable y valor de mercado. Como su nombre lo indica, el valor contable de la empresa se refiere al valor del patrimonio, el que se verá reflejado en la contabilidad de la compañía y que será habitual apreciarlo en la literatura con sus siglas en inglés BV (book value).

Paralelamente, el valor de mercado reflejará la última valoración que los agentes compradores de la firma pagaron por la propiedad, es decir por su capital accionario; así, este método perseguirá el objetivo de reflejar la relación entre la cotización (precio) y el valor libros (valor contable), y se observará a través del ratio: P/VC, ó Price / Equity en inglés (Pereyra, 2008).

2.5.2 Métodos de valorización basados en la cuenta de resultados (múltiplos financieros)

También llamado método basado en la cuenta de resultados. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador, considerando la capacidad productiva anual, o sus ventas, número de plazas por un múltiplo o el volumen anual de primas por un múltiplo.

Según Parra (2013) este método se basa en la observación que se debiera hacer de una empresa, utilizando distintos indicadores del mercado de valores de empresas con características parecidas para obtener un valor asociado a ella. Se debe considerar dos hipótesis al aplicar este método de múltiplos: Uno de ellos es que los valores del mercado

sean los adecuados y no se vean afectados por cambios entre la oferta y la demanda. Y la otra hipótesis es que la empresa analizada sea idéntica a la empresa a comparar.

Para Fernández (2017) este método se sigue aplicando con frecuencia, se utiliza como aproximación, si se trata de una valoración rápida, o como contraste del valor que se ha obtenido por descuento de flujos. Lo considera conceptualmente “incorrectos” y sin sentido. Mientras que Rico (2006) planteó utilizar la valorización por múltiplos desde una perspectiva comercial e indicar del orden de magnitud del valor de la compañía, además que basa el estudio en una empresa del mismo sector. Por otro lado, Liao (2011) planteó que este método está basado en la perspectiva que activos similares deberían venderse a precios similares. Considera a la empresa cuyo valor se pretende estimar como empresa objetivo, mientras que se llama empresa comparable a la empresa que tiene un alcance comercial similar.

Valor de los beneficios PER. Sus iniciales significan *Price Earnings Ratio*. Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER.

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{beneficio}$$

El PER es también una referencia dominante en los mercados bursátiles, a pesar de ser un parámetro en el que se relaciona una magnitud de mercado, cotización; y una magnitud puramente contable, beneficio. Además, el PER permite conocer el tiempo de recuperación de la inversión, interpretado como el número de periodos para el que por medio de las utilidades se logre el valor de mercado de la empresa. Desde este punto de vista se supone que las utilidades son constantes a perpetuidad y la proyección del futuro se depara un crecimiento específico, estancamiento o pérdidas (Parra, 2013).

Múltiplo de las ventas. Este método está basado en el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número, según la coyuntura del mercado.

El ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

El primer ratio (precio/beneficio) es el PER y el segundo ratio (beneficio/ventas) se conoce como rentabilidad sobre ventas (Fernández, 2017).

Valor de los dividendos. Se considera a los dividendos como los pagos periódicos a los accionistas, constituyen en su mayoría el único flujo periódico que reciben las acciones. Es decir, en este método el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella.

De tratarse de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años se expresa de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_e$$

Siendo: DPA = dividendo por acción repartido por la empresa.

K_e = rentabilidad exigida a las acciones.

Para Fernández (2017) la rentabilidad exigida a las acciones o coste de los recursos propios es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse necesariamente remunerados. Se obtiene sumando una prima de riesgo de la empresa, a la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA}_1 / (K_e - g)$$

Siendo DPA_1 los dividendos por acción del próximo año.

Se debe tener presente que las entidades que pagan más dividendos no obtienen como consecuencia de ello un mayor crecimiento en la cotización de las acciones. Esto debido a que cuando se reparte más dividendos, se reduce el crecimiento de la empresa porque se distribuye el dinero a sus accionistas en vez de invertirlo.

Otros múltiplos. Adicionalmente del PER y el ratio Precio/Ventas, algunos de los múltiplos que se utilizan son:

Valor de la Empresa/ Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (Múltiplo EV / EBITDA). Es la relación valor de la empresa sobre beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos, y es usado para comparar el valor de una empresa con otras del mismo sector del mercado (Parra, 2013). El valor de la empresa mide el valor de las operaciones de una empresa en marcha, esto es, el valor de negocio de una empresa en lugar de medir el valor de la empresa, cuánto costaría comprar un negocio libre de deudas y obligaciones.

El múltiplo EBITDA hace posible la comparación de firmas con formas de capital diferentes, debido a que es un indicador que no se ve afectado por los cambios en la estructura de capital. El múltiplo EBITDA y el PER, son indicadores aceptables por los analistas e inversionistas, dado que permite comparar el valor de una empresa sin deudas con los ingresos. Según Olivieri (2005) las empresas que suelen utilizar este método son empresas que se encuentran dentro del sector consumo masivo, textil y servicios. El ratio que se utiliza varía según el tipo de industria de estudio.

Valor de la Empresa/ Beneficio antes de intereses e impuestos (Múltiplo EV / EBIT). Este indicador resulta de la relación del valor de la empresa sobre el beneficio antes de intereses e impuestos. El EBIT es el mismo resultado de explotación de la empresa, muestra el beneficio obtenido con el desarrollo del negocio proveniente de la diferencia entre los ingresos de operación y los gastos de operación de un período, independiente de cómo se financiaron los activos y del impuesto sobre la utilidad. Es muy útil para comparar la evolución de los resultados de un año a otro y entre empresas de un mismo sector (Parra, 2013).

Valor de la acción/ Valor contable. También conocido como Ratio Precio/Valor contable (P/VC o P/B por sus siglas en inglés) se utiliza para comparar la cotización de una acción respecto a su valor en libros. La fórmula matemática es la siguiente:

$P/VC = \text{Capitalización bursátil} / (\text{Activos totales} - \text{Activos intangibles} - \text{Pasivos})$. Es uno de los ratios de valoración más estrictos porque pretende calcular el valor de una acción si la empresa quebrara y se liquidaran sus activos. Como las empresas en funcionamiento suelen tener ciertos activos intangibles (marcas de prestigio para sus clientes, patentes...) el mercado les reconoce una cierta capacidad para generar beneficios, el P/VC normalmente es superior a 1.

Muchos inversores consideran que un ratio Precio/Valor contable de 1 puede indicar una gran oportunidad de inversión, ya que significa que se recuperaría toda la inversión realizada incluso si la empresa quiebra porque los activos que le quedarían a los accionistas después de saldar sus deudas tienen un valor que cubre el precio que pagaron (Informe de inversión, 2019). Es importante señalar que el valor de mercado de una empresa fluctuará en relación con su valor contable. Por esa razón es muy útil la ratio P/VC que relaciona el valor de mercado de la empresa frente al valor contable.

Si $P/VC = 1$: Aunque es poco frecuente, cuando el valor del mercado es igual al valor contable supone que el mercado no ve ninguna razón de peso para creer que los activos de la compañía son mejores o peores.

Si $P/VC < 1$: El mercado financiero valora la compañía en menor medida que el valor contable. Cuando este es el caso, por lo general es debido a que el mercado ha perdido la confianza en la capacidad de los activos de la empresa para generar beneficios futuros y los flujos de efectivo. En otras palabras, el mercado no cree que la empresa vale la pena el valor en sus libros. No obstante, puede darse una sobre-reacción del mercado y representar una oportunidad para los inversores.

Si $P/VC > 1$: El mercado asigna un valor más alto para la empresa debido a la variable expectativas en la que influye la capacidad de generar beneficios de los activos de la compañía. Casi todas las empresas consistentemente rentables tendrán valores de mercado

superior al valor contable (Fortuño, 2016).

Múltiplos del mercado. Petitt y Ferris (2013) se refirieron al valor establecido en un mercado ordenado, como un mercado de valores. Así pues, se puede considerar el valor de mercado del capital, también llamado capitalización de mercado. Según el portal Infront Analytics 2019 la valorización bursátil se utiliza generalmente como una primera entrada de datos de mercado, para así tener un punto de partida objetivo de cara a la valorización. Dicho de otra forma: este método multiplica las ventas o los beneficios empresariales por un coeficiente promedio del mercado, con el fin de calcular la capitalización de mercado de la empresa.

Para realizar las valorizaciones de las acciones con datos de mayor calidad, se necesitan: - grupos de aliados específicos: empresas comparables en cuanto a la actividad, y con un nivel similar de riesgo y crecimiento; - Información financiera específica, actualizada y estandarizada: datos de calidad a partir de una fuente específica, (que se actualizan regularmente, junto con el uso de una metodología de normalización sistemática, para asegurar que dichos datos sean comparables).

Múltiplos utilizados para valorar empresas de internet. Según Fernández (2004) los múltiplos más empleados para valorar empresas de internet son: Precio/Ventas, Precio/Suscriptor, Precio/Páginas Visitadas y Precio/Habitante. Es incuestionable que para valorar una empresa empleando los múltiplos, es necesario utilizar múltiplos de empresas comparables.

Los más empleados en América Latina son:

Valor de la empresa / EBIT

Valor de la empresa / EBITDA

Valor de la empresa / Cash Flow Operativo

Valor de las acciones / Valor Contable.

Tabla 2

Múltiplos Más Utilizados

	Abreviatura (en inglés)	Significado (en inglés)	Significado (en castellano)
	P/E ; PER	Price earning ratio	Capitalización/Beneficio
Basados en la capitalización de las empresas	P/CE	Price to cash earnings	Capitalización/Cash flow Contable
	P/S	Price to sales	Capitalización/Ventas
	P/LFCF	Price to levered cash flow	Capitalización/Cash flow para las acciones recurrentes
	P/BC	Price to book value	Capitalización/Valor contable de las acciones
	P/AV	Price to asset value	Capitalización/Valor contable de los activos
	P/Customer	Price to customer	Capitalización/Número de clientes
	P/Units	Price to units	Capitalización/Venta de unidades físicas
	P/Outputs	Price to outputs	Capitalización/Capacidad productiva
Basados en el valor de las empresas	EV/EBITDA	Enterprise Value to EBITDA	(Deuda + Capitalización)/EBITDA
	EV/S	Enterprise Value to sales	(Deuda + Capitalización)/Ventas
	EV/FCF	Enterprise Value to unleveled free cash flow	(Deuda + Capitalización)/Free cash Flow
	EV/BV	Enterprise Value to Book Value	(Deuda + Capitalización)/(Deuda + Valor contable de las acciones)
Relativos al crecimiento	PEG	Price Earnings (PER) to growth	PER/Crecimiento esperado del BPA
	EV/EG	Enterprise Value to EBITDA growth	(Deuda + Capitalización)/EBITDA/ crecimiento del EBITDA

Nota. Tomado de "Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales," por Pereyra, 2008 (<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/handle/20.500.11968/2806/documentodetrabajo41.pdf?sequence=1&isAllowed=y>).

Tabla 3

Múltiplos Más Utilizados por Sector

Sector	Subsector	Múltiplos más usados
Automóvil	Fabricantes	P/S
	Componentes	P/CE relativo y P/S
Bancos		P/BV
Materiales	Papel	P/BV
	Químicos	EV/ EBITDA, EV/S, P/CE
	Materiales y Minería	P/CFac y EV/ EBITDA
Construcción		P/CFac, EV/FCF, PER y EV/ EBITDA
Servicios		EV/ EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER y PER to growth
Bienes de equipo	Ingeniería	PER, EV/ EBITDA y EV/S
	Defensa	PER, EV/ EBITDA y EV/S
Alimentación y tabaco	Productores de alimentos	EV/ EBITDA y EV/S
	Pubs y cervecerías	ROCE, PER y PER to growth
	Bebidas alcohólicas	EV/ EBITDA
	Tabaco	ROCE
Sanidad		PER, PER relativo al S&P y EV / EBITDA
Seguros		P/AV
Ocio		EV / EBITDA
Media		PER relativo, EV/ EBITDA , DCF
Gas y Petróleo	Integrado	PER y EV/CE
Inmobiliarias		P/FAD, EV/ EBITDA y P/NAV
Minoristas y bienes de consumo	Ropa	PER relativo al mercado y al sector y EV/ EBITDA
	Comida	PER relativo
	Bienes de Lujo	PER, PER to growth, EV/S y EV/Et o EBITDA growth
Tecnología	Software, equipos, Semiconductores	PER y PER relativo
Telecomunicaciones		EV/Et o EBITDA growth, EV/S y P/cliente
Transporte	Aéreo	EV/ EBITDA
	Viajeros por carretera	P/S
Utilities		PER y P/CE

Nota. Tomado de “Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales,” por Pereyra, 2008
(<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/handle/20.500.11968/2806/documentodetrabajo41.pdf?sequence=1&isAllowed=y>).

2.5.3 Métodos de valorización mixtos, basados en el fondo de comercio o Good Will.

Para Fernández (2008) el fondo de comercio en líneas generales se refiere al valor que tiene una empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos intangibles de la empresa, lo cual muchas veces no se ve reflejado en el balance general pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector, por ejemplo: calidad de cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.

Por lo tanto, genera un valor a añadido al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema nace al tratar de determinar su valor, ya que no existe un acuerdo metodológico para su cálculo. Algunas formas de valoración del fondo de comercio dan lugar a los diversos procedimientos de valoración de acuerdo como se muestra en la Tabla 2 observándose que el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto denominado como (A) más el valor del fondo de comercio, que de acuerdo con el método empleado se calcula de distinta forma: Estos métodos parten desde un punto de vista mixto: por una parte, realizan una valoración estadística de los activos de la empresa y, por otro lado, añaden cierta dinamicidad de dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. En resumen, se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: Comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

2.5.4 Métodos de valorización basados en el descuento de los flujos de fondos (Cash flows)

Parra (2013) lo definió como la capacidad que tiene el activo para generar fondos

futuros, lo cual financieramente es más atractivo y confiable. Según Fernández (2017) los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas son los basados en el descuento de flujos debido a la continuidad que se pueda reflejar en el negocio, estos métodos consideran a la empresa como un ente generador de flujos de dinero.

Tabla 4

Métodos de Valoración Mixtos

Valor de la empresa	
Método de valoración "clásico"	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, o $V = A + (Z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1.5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; Z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método simplificado de la "renta abreviada del Goodwill" o método de la UEC simplificado	$V = A + an (B - iA)$ A = activo neto corregido; an = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. An (B - iA) = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) se le suele denominar "superbeneficio!" Si se despeja $V = A + an (B - iV)$, se obtiene:
Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)	$V = [A + (an \times B)] / (1 + i \times an)$
Método indirecto o "método de los prácticos"	$V = (A + B / i) / 2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA) / 2i$ i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos tres años. Tiene muchas variantes, que resultan de ponderar de manera distinta el valor sustancial el valor de capitalización de los beneficios.
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA) / tm$ La tasa tm es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1.25 y 1.5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m (B - iA)$ El número de año (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5. El tipo de interés (i) es el tipo de interés a largo plazo.
Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo	$V = A + (B - iV) / t$ despejando $V = (A + B / t) / (1 + i / t)$ i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el súper beneficio y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende al infinito.

Nota. Tomado de “Métodos de valoración de empresas”, por Fernández, 2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987).

Según Fernández (2017), los métodos de valoración basados en el descuento de flujos están basados en distintos tipos de flujos que genera una empresa y las tasas de descuento correspondiente para cada uno. Los tres flujos que más se utilizan son: (a) el flujo de fondos libre, (b) el flujo para los accionistas, y (c) el flujo para los proveedores de deuda (ver Tabla 5). El flujo de fondos libre (FCF) permite obtener directamente el valor total de la empresa, considera deuda financiera y el valor de las acciones. El Flujo para los accionistas (CFac) permite obtener el valor de las acciones.

Tabla 5

Tipo de Flujo y Tasas de Descuento

Flujo de Fondos	Tasa de descuento apropiada
CFac. Flujo para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF Flujo de fondo libre (free cash flow)	WACC. Rentabilidad exigida ponderada a (deuda y acciones)
CCF Capital cash Flow	WAAC antes de impuestos

Nota. Tomado de “Métodos de valoración de empresas,” por Fernández, 2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987).

Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos. De acuerdo Fernández (2017), las etapas de valorización son cinco. La primera etapa es de “Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector”, la cual incluye un análisis financiero y un análisis histórico. La segunda etapa es basada en “Proyecciones de los flujos futuros”, donde se considera las previsiones financieras, previsiones estratégicas y competitivas, y la consistencia de las previsiones de flujos. La tercera etapa consiste en la “Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos”, la cuarta etapa se refiere a la “Actualización de los flujos futuros”, finalmente la última etapa es sobre la “Interpretación de resultados”, comparación con empresas similares, sostenibilidad de la creación de valor y análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales.

Además de conocer las etapas de valorización, se debe considerar una descripción de

aspectos críticos al momento de valorizar, según Fernández (2017) estos aspectos son: La dinámica de la valorización, las implicancias en la empresa, la multifuncionalidad en el proceso, por lo cual es esencial que participen distintas áreas o departamentos en las estimaciones de los flujos; la estrategia de la unidad del negocio; la remuneración futura; la disposición de opciones reales; el análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva; y la base técnica correcta referido al cálculo del valor, coherencia de los flujos y tratamiento adecuado del riesgo.

Método general para el descuento de flujos. Los distintos métodos basados en el descuento de flujos parten de la siguiente expresión:

$$V = \frac{FF1}{(1+kw)^1} + \frac{FF2}{(1+kw)^2} + \frac{FF3}{(1+kw)^3} + \dots + \frac{FFn}{(1+kw)^n} + VRn$$

V = Valor de la empresa en t0

FFi = flujo de fondos esperado en "i", con $0 \leq i \leq n$

Kw = Tasa de descuento que determina el profesional que valorará la empresa

Según Fernández (2017), el valor residual (VRn) de la empresa en el año n, se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo. Los flujos pueden tener una duración indefinida, pero puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado periodo, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte de tiempo.

Flujo de fondos para la deuda (CFd). El flujo de fondos para la deuda es la suma de los intereses que corresponde pagar por la deuda más las devoluciones del principal. Con el objeto de determinar el valor del mercado actual de la deuda existente, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (costo de la deuda). En muchos casos, el valor del mercado de la deuda será equivalente a su valor contable, de ahí que muchas veces se tome su valor contable (o valor en libros) como una aproximación suficientemente buena y rápida al valor de mercado (Fernández, 2008).

Flujo de fondos para los accionistas (CFac). Según Fernández (2008) el flujo de fondos para los accionistas (CFac) permite obtener el valor de las acciones que, unido al valor de la deuda, permitir también establecer el valor total de la empresa y se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realiza en cada período a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponde (en el caso de la deuda existente). Se puede representar lo anterior con la siguiente fórmula:

$$CFAC = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principales} + \text{nueva deuda}$$

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los movimientos de fondos disponibles para los accionistas. Este flujo de caja supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada período, por la cual se abonan los intereses de las deudas determinadas, se pagan los vencimientos del director que corresponden y se reciben los fondos provenientes de la nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o recompra de acciones.

Al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento será la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e). Para hallar el valor de la empresa en su conjunto (D + E), es preciso sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

La Figura 3 muestra simplídicamente la diferencia entre el saldo contable (completo de la empresa y el saldo financiero. Cuando nos referimos al activo de la empresa (financiero), no estamos hablando del activo en su totalidad, sino del activo total menos la financiación espontánea (en general, proveedores, acreedores, otros). Dicho de otra forma, el

activo de la empresa (financiero) se compone de los activos fijos netos más las necesidades operativas de fondos. El pasivo (financiero) de la empresa está formado por los recursos propios (las acciones) y la deuda (en general, deuda financiera a corto y largo plazo). El término "valor de la empresa designado habitualmente a la suma del valor de la deuda más el valor de los recursos propios (acciones).

BALANCE COMPLETO		BALANCE FINANCIERO	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Tesorería	Proveedores Provisiones...	Necesidades operativas de fondos (NOF)	Deuda
Deudores			
Inventarios	Deuda financiera a corto plazo	Activos fijos netos	Recursos propios
	Deuda financiera a largo plazo		
Activos fijos netos	Recursos propios		

$$\text{NOF} = \text{Tesorería} + \text{Deudores} + \text{Inventarios} - \text{Proveedores} - \text{Provisiones...}$$

Figura 3. Balance contable y balance financiero de una empresa.

Adaptado de "Métodos de valoración de empresas", por Fernández, 2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987).

El free cash flow (FCF). También llamado flujo de fondos libre o flujo operativo, debido a que es el flujo generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento o deuda financiera, considerado después de impuestos. También se puede expresar como el dinero que se podría repartir a los accionistas después de cubrir las necesidades de reinversión en activos fijos y necesidades operativas de fondos, siempre que no existan cargas financieras.

Para el cálculo de los flujos de fondos libres futuros se debe realizar una previsión, como un presupuesto de tesorería en el que se recibe y paga dinero en un periodo determinado. Sin embargo, para valoración de empresas se prever flujos a mayor distancia en

el tiempo. El FCF supone no utilizar el financiamiento ya que se centra en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, bajo la perspectiva de estudiar una empresa en marcha y teniendo en cuenta las inversiones para la continuidad del negocio (Fernández, 2017).

La capacidad de analizar y proyectar un FCF disminuye a medida que el horizonte de tiempo se amplía. Considera que el modelo financiero propone varias formas alternativas de estimación de flujos de efectivo futuros. Una de esas formas es observar la desviación estándar de los flujos de efectivo pasados o la basada en nuestra observación y experiencia (Bancel, 2011). Aún el flujo de caja con descuento puede no producir el verdadero valor de una empresa cuando es de propiedad privada, siempre se debe considerar la falta de liquidez (Block, 2007).

Tabla 6

Ejemplo de Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)

AÑOS	1	2
Ingresos por ventas	1000	1200
Costo de ventas	600	750
Utilidad bruta	400	450
Gastos operativos	180	200
Utilidad operativa (Utilidad antes de intereses e impuestos)	220	250
Impuesto a la renta (30%)	66	75
Utilidad antes de intereses y después de impuestos	154	175
(+) Depreciación	50	60
(-) Inversiones en activos fijos	70	80
(-) Incremento del capital de trabajo	2	3
Flujo de caja libre	132	152

Nota. Tomado de "Free cash flow y el valor de la empresa," por Pacheco, 2011. Pensamiento crítico N° 16, pp. 51-67 (<https://n9.cl/wnd7>).

Cálculo del valor de la empresa a través del free cash flow. El cálculo del valor de la empresa considera realizar el descuento o la actualización de los free cash flows utilizando la rentabilidad exigida promedio de deuda y acciones, el WACC:

$$E + D = \text{valor actual [FCF; WACC]},$$

Donde:

$$\text{WACC} = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

$$E + D$$

Siendo:

D = valor de mercado de la deuda.

E = valor de mercado de las acciones

Kd = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda.

T = tasa impositiva

Ke = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

“El WACC” se calcula ponderando las rentabilidades exigidas a la deuda (Kd) y a las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como se está valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), “se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa” (Fernández, 2017, p.12).

Según Olivieri (2005) El método más frecuente para estimar el costo promedio del capital de una empresa WACC, es el Capital Asset Pricing Model CAPM. Este modelo considera que el costo de oportunidad del capital accionario es igual al rendimiento de un activo libre de riesgo más el riesgo sistemático de la empresa, multiplicado por el precio de mercado del riesgo; teniéndose que realizar tres pasos para calcular el WAAC, el primero de ellos consiste en definir la estructura de capital razonable de largo plazo a valores de mercado, la segunda es estimar el costo de oportunidad de financiamiento no accionario y la

tercera es estimar el costo de oportunidad del financiamiento accionario.

Capital cash flow (CCF). Fernández (2017) es la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones. El cash flow para los poseedores de deuda es la suma de los intereses más la devolución del principal.

Por tanto:

$$CCF = CF_{\text{Fac}} + CF_{\text{d}} = CF_{\text{Fac}} + I - \Delta D$$

$$I = D \cdot K_d$$

Con frecuencia se suele confundir el significado del *Free Cash Flow* como el Capital cash flow. El ultimo es el flujo correspondiente a las acciones y a la deuda, mientras que el FCF solamente corresponde a las acciones cuando la empresa no posee deuda (Pereyra, 2008).

El escudo fiscal y el valor de la empresa (Valor presente ajustado VPA). Maquieira y Willatt (2006) Esta metodología está orientada a empresa nuevas en etapa de desarrollo, sin embargo, también aplica a empresas desarrolladas. Según lo descrito en el estudio en mención, esta metodología corrige errores comunes en la práctica, relacionados al cálculo del capital de trabajo, valor terminal y efectos de escudo tributario por intereses de deudas financieras. El método de valor presente ajustado (VPA) se refiere a que discrimina la procedencia de los flujos y los descuenta a tasas diferentes, de acuerdo con el costo de oportunidad de los recursos empleados en cada caso.

Según Pereyra (2008) el método de valor presente ajustado (VPA) o APV *adjusted present value* por sus siglas en inglés, contempla la existencia de un ahorro fiscal para la firma proveniente de los intereses que la deuda genera en la empresa. Cuando una empresa se endeuda para financiar sus recursos, la contraparte de ello es que deberá asumir el costo de oportunidad del prestamista que optó por colocar el dinero en la organización destinataria. Ese costo de oportunidad se materializará en una tasa de interés que le será cobrada a la

compañía, la cual implicará una pérdida para la firma y se traducirá en un beneficio fiscal al disminuir el pago de impuestos cuando la empresa realice la pérdida mencionada.

La forma sugerida de valoración a través del APV es la de discriminar estos ahorros provenientes del escudo fiscal, de modo que primero se calculará el valor de la empresa sin deuda, cualidad conocida en la jerga financiera como sin apalancamiento financiero, y luego en una segunda etapa se calcularán los ahorros que el escudo fiscal provocará en cada período. Hasta este punto la tarea es mayormente mecánica, y no habrá mayores subjetividades que la consideración de los futuros flujos de fondos, sin embargo, el mayor problema comenzará al momento de actualizar los ahorros fiscales, y la tasa adecuada a emplear.

De modo que bajo el APV el valor de la empresa estará dado por:

$$D + E = VA (FCF ; K_u) + \text{valor del escudo fiscal}$$

Donde K_u es la tasa de retorno no apalancada para financiar los recursos de la empresa.

Valor de las acciones a partir del CFs. Para Pereyra (2008) el valor de las acciones de la empresa se obtiene descontando el flujo de fondos esperado para los accionistas a una tasa requerida por éstos de rendimiento de su capital (K_e). Para determinar el K_e , dos modalidades son las más empleadas:

Por un lado, el modelo de equilibrio de activos financieros, capital asset pricing model, CAPM por sus siglas en inglés; donde se define la rentabilidad exigida por los accionistas como:

$$K_e = R_F + \beta \times PM + \varepsilon$$

R_F = tasa de retorno libre de riesgo

B = Beta de la acción, o riesgo sistemático

PM = Prima de riesgo de mercado ε = Desviación estocástica

Paralelamente un segundo modelo empleado para determinar la tasa de retorno exigida por los accionistas es el molde de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

Por tanto:

$$K_e = (\text{Div}_1 / P_0) + g$$

Donde:

$$\text{Div}_1 = \text{dividendos a percibir en el período siguiente} = \text{Div}_0 \cdot (1 + g)$$

P_0 = Precio de la acción en $t=0$.

g = Tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Valor económico añadido EVA (por su sigla en inglés "Economic Value Added") y la Rentabilidad exigida ponderada (WACC). Fernández (2016) la fórmula que se muestra a continuación indica que el valor de la deuda (D) más el de las acciones (E) es el valor contable de las acciones y la deuda ($E_{vc0} + N_0$) más el valor actual de los EVA esperados, descontados al rentabilidad exigida ponderada (WACC):

Por tanto:

$$E_0 + D_0 = (E_{vc0} + N_0) + VA_0 [E_0 \{EVA_t\}; WACC_t]$$

EL EVA (Economic value added) es el NOPAT menos el valor contable de la empresa ($D_{t-1} + E_{vc,t-1}$) multiplicado por el coste promedio de los recursos (WACC). El NOPAT (Net operating profit after taxes) es el beneficio de la empresa sin apalancar (sin deuda).

Por tanto:

$$EVA_t = \text{NOPAT}_t - (D_{t-1} + E_{vc,t-1}) \text{WACC}_t$$

2.5.5 Métodos de valorización basados en opciones

Opciones Reales. Es un método de valoración de empresas o de proyectos que permite obtener algún tipo de flexibilidad futura a diferencia de las técnicas tradicionales de

actualización de flujos futuros (VAN o TIR). Por esta razón una opción real es una alternativa de uso cuando en algún proyecto de inversión se tiene alguna posibilidad futura de su actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual. Un ejemplo de ello son las concesiones petrolíferas, porque el pozo de petróleo se explotará o no dependiendo del precio futuro del petróleo.

El diseño de un nuevo producto es también una opción real: la empresa tiene la opción de ampliar instalaciones productivas o de cancelar la distribución en función del crecimiento futuro del mercado. Las inversiones en investigación y desarrollo también se deben analizar teniendo en cuenta las opciones reales.

Existen muchos tipos de opciones reales, algunas de ellas son: opciones de explotar concesiones mineras o petrolíferas, opciones de aplazar la inversión, opciones de ampliar negocios, opciones de abandonar negocios, opciones de cambio de utilización de unos activos, etc. (Fernández, 2019).

Opciones Financieras. Son instrumentos financieros que otorgan al comprador el derecho y al vendedor la obligación de realizar la transacción a un precio fijado y en una fecha determinada. Es ampliamente utilizada por los *brokers* para obtener cobertura de sus inversiones.

El procedimiento consiste en que el comprador otorgue una opción para pagar la prima de la operación y adquiere el derecho, pero no la obligación, de realizar una transacción de compra (*opción Call*) o de venta (*opción Put*) de un instrumento dado a un determinado nivel de *strike*. La transacción se realiza en la fecha de vencimiento de la opción, pero el propietario de la opción tiene la posibilidad de revender en el mercado el instrumento adquirido en cualquier momento (BBVA, 2019).

Errores más habituales en la valorización. Basado en el estudio de los 120 errores en valorización de empresas, Fernández (2007) los clasificó en siete categorías:

1. Errores acerca de la tasa de descuento y del riesgo de la empresa. Dentro de esta categoría los errores principales son: Errores en la beta utilizada y en la prima de riesgo del mercado en la valorización, errores en el cálculo del WACC.
2. Errores al calcular o prever los flujos esperados. Dentro de esta categoría los errores principales son: Definiciones erróneas de los flujos, errores al valorar empresas estacionales, exagerado optimismo en la previsión de flujos.
3. Errores al calcular el valor terminal. Dentro de esta categoría los errores principales son: Inconsistencia en el flujo utilizado para calcular una perpetuidad, confundir la tasa de crecimiento de los flujos con la tasa de reinversión.
4. Inconsistencia y errores conceptuales. Dentro de esta categoría los errores principales son: Errores conceptuales sobre el free cash flow y el cash flow para las acciones, errores al utilizar los múltiplos.
5. Errores al interpretar la valoración. Dentro de esta categoría los errores principales son: Confundir valor con precio, afirmar que una empresa tiene igual valor para todos los compradores, confundir valor estratégico con valor razonable.
6. Error al interpretar la contabilidad. Dentro de esta categoría los errores principales son: Considerar el beneficio como un flujo de fondos y considerar que los fondos propios son el valor actual de la aportación de los socios.
7. Error de organización. Dentro de esta categoría los errores principales son: Asignar la valorización de una empresa objetivo solo al departamento de finanzas y contabilidad o al auditor. Valorización sin ninguna revisión de las hipótesis del cliente.

2.6 ¿Qué Método a utilizar?

En la actualidad existen muchos métodos para valorar una empresa, tal como se muestra en la Tabla 7 los principales métodos de valorización:

Tabla 7

Principales Métodos de Valoración

Balance	Cuenta De Resultados Múltiplos De:	Mixtos (Goodwill)	Descuento De Flujos	Creación De Valor	Opciones
· Valor contable	· Beneficio: PER	· Clásico	· Free cash flow	· EVA	· Black scholes
· Valor contable ajustado o Activo neto real	· Ventas	· Unión de expertos	· Cash flow acciones	· Beneficio económico	· Opción de invertir
· Valor de liquidación	· Valor de dividendos	· Contables europeos	· Cash flow dividendos	· Cash value added	· Ampliar el proyecto
· Valor sustancial	· EBITDA	· Renta abreviada	· Capital cash Flow	· CFROI	· Aplazar la inversión
	· Otros múltiplos	· Otros	· Valor presente ajustado (VPA)		· Usos alternativos

Nota. Adaptado de “Métodos de valoración de empresas,” por Fernández, 2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987).

La valorización de las empresas a menudo consiste en una combinación de diferentes enfoques. Fernández (2017) explicó que el problema principal de algunos métodos que se basan en el estado de situación financiera y/o estado de resultados, es decir tomando solo en datos históricos, no permiten determinar la asignación de un mayor o menor valor a una empresa, puesto que no se han considerado factores como el potencial de ventas, beneficios competencia, entre otros; por tal motivo el método sugerido para valorar una empresa es: Descontar los flujos futuros esperados ya que este método permite tener la capacidad para generar dinero y/o flujos para los accionistas de la empresa.

Para Parra (2013), los métodos descritos presentan sus ventajas y desventajas. Hoy se utiliza con mayor interés los basados en el descuento de los flujos futuros y los múltiplos de compañías comparables (Utilizados como sistema de comprobación) por estar relacionados con la generación de fondos en el futuro de las empresas. De todas maneras, la valoración de empresas depende en gran medida de los conocimientos técnicos y la experiencia de quien hace el análisis, para aproximarse a un rango donde se encuentre el valor del negocio o empresa en marcha.

2.7 Fusiones y Adquisiciones en el Perú

Según los estudios publicados por PricewaterhouseCoopers (PWC) El mercado de F&A en el Perú ha experimentado un desarrollo significativo los últimos años. En el 2014, el volumen total de transacciones (120) llegó aproximadamente a US\$ 4,630 millones. Dentro de las cuales el 77% correspondió a transacciones inbound (empresas extranjeras comprando a peruanas); 7%, a transacciones outbound (empresas peruanas comprando a extranjeras); y 16%, a transacciones internas (entre empresas peruanas).

La operación más importante del año fue la adquisición del 47.52% de las acciones de Corporación Lindley por la mexicana Arca Continental, por un valor de US\$760 millones. Como resultado de la transacción, la familia Lindley se volvió accionista de Arca Continental, adquiriendo 64.5 millones de acciones representativas del capital social de la embotelladora mexicana por un monto de US\$400 millones. Otra operación importante en el mismo año que involucró al Perú se dio en el sector minero, con la adquisición de Rio Alto Mining Ltd, poseedora de las minas La Arena I y los proyectos La Arena II (oro) y Shahuindo (cobre), por la canadiense Tahoe Resources Inc. Proporcionándole un crecimiento y ventaja competitiva global en costos de producción y un balance poco apalancado. Entre las transacciones outbound, las más relevantes del 2014 y 2015 se dieron en el sector cementero, con la compra de Lafarge Cementos de Ecuador por Unión Andina de Cementos S.A.A (UNACEM) y las adquisiciones del Grupo Gloria en Bolivia (incremento de participación en Soboce) y Ecuador (socio estratégico de Unión Nacional Cementera – UCEM).

En el año 2015 las transacciones más representativas del periodo destacaron la venta de Lamsac, concesionaria de la Línea Amarilla, y Sociedad PEX Perú S.A.C. a la francesa Vinci SA por USD 1,620.7 millones y la compra de Rutas de Lima por Brookfield Asset Management Inc en USD 414 millones. En el año 2016 las transacciones que más destacan en términos de tamaño fueron los movimientos en los sectores de Energía y Materiales, como la

venta de la planta hidroeléctrica Chaglla por un valor cercano a USD 1,390 millones; la venta del negocio Latinoamericano de Inkia Energy por USD 1177 millones; y la adquisición de acciones de Volcan Compañía Minera S.A. por Glencore Plc por un valor de USD 732.4 millones. En el caso del sector Industrial destaca la venta de Talsa SA por USD 378.2 millones, mientras que en el sector Financiero la adquisición de Seguros Sura e Hipotecaria Sura por USD 268 millones.

En el año 2017 las transacciones que más destacaron fueron los movimientos en los sectores de Energía, Materiales y Consumo.



Figura 4. Evolución del mercado de fusiones y adquisiciones en Perú (2011-2018). Adaptado de “Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones,” por PWC, 2019 (<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-Deals-Survey-2019.pdf>).

En el año 2018 las transacciones más representativas del periodo destacaron los movimientos en los sectores de Energía, Materiales y Consumo. En las principales operaciones se encuentra la venta de la planta hidroeléctrica Chaglla, concesionaria de Odebrecht S.A. a China Three Gorges Corp., por un promedio de USD 638 millones, la compra de Quicorp S.A. por InRetail Peru Corp. en USD 583 millones, la compra de Corporación Peca S.A. por Primax S.A. en USD 320 millones; y la adjudicación de Southern Cooper Corp del Proyecto Michiquillay por USD 400 millones.

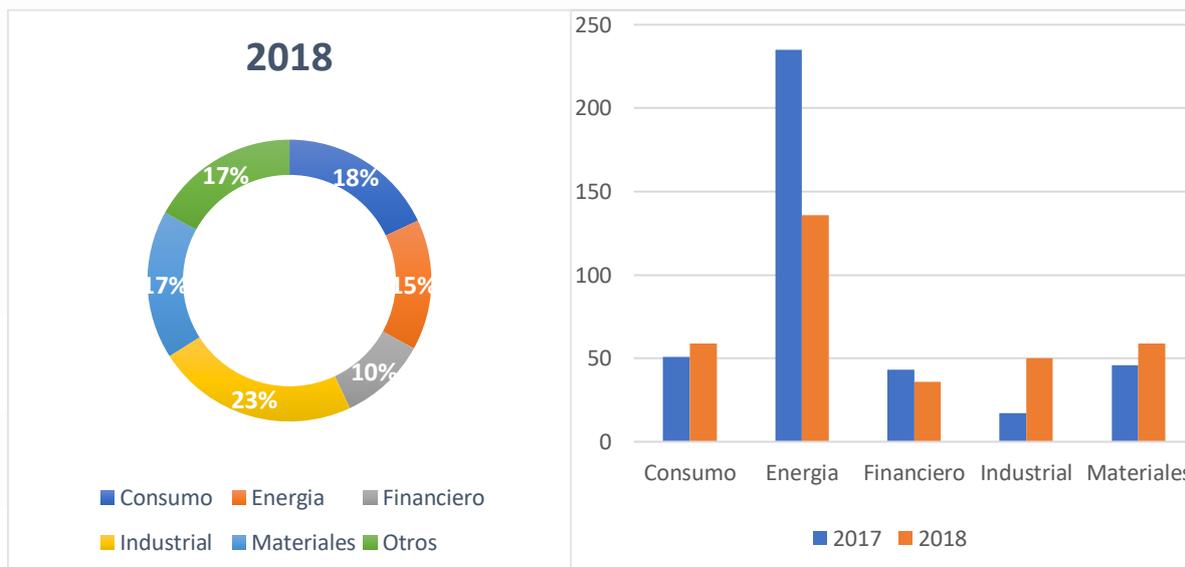


Figura 5. Concentración de transacciones por sector año 2018 y su comparación del valor promedio por transacción entre los años 2017-2018.

Adaptado de “Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones,” por PWC, 2019 (<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-Deals-Survey-2019.pdf>).

Sistema financiero en el Perú. Un sistema financiero está compuesto por todo un conjunto de instituciones y participantes (intermediarios financieros) que captan, administran y dirigen el ahorro de las unidades superavitarias para luego poder prestar estos recursos a las unidades deficitarias y financiar sus proyectos y actividades de consumo; generándose así una serie de beneficios para todas las partes involucradas; mientras que también por otra parte los intermediarios financieros al volverse más eficientes al especializarse van logrando aumentar el capital, reducir los costos y riesgos de todos los participantes de este sistema. Se tiene como efecto la estimulación de la producción y el empleo, así como el de promover la inversión y el consumo; aumentando de esta manera el ingreso y bienestar de la sociedad, también podría decirse que hasta promueve el comercio internacional (Leandro, 2013). A continuación, en la Tabla 8, Tabla 9 y Figura 6 se expone a los participantes, a los mercados financieros, así como también el flujo de los recursos y activos entre agentes económicos.

Tabla 8

Participantes del Mercado Financiero

Inversionistas	Empresas	Instituciones financieras	Gobiernos
Hacen depósitos bancarios para adquirir bonos, acciones, divisas, participar en fondos de inversión, entre muchas otras opciones y buscan una alta rentabilidad, alta liquidez y un bajo riesgo.	Buscan financiamiento para sus proyectos, para poder crecer y poder alcanzar sus metas; así mismo buscan invertir sus excedentes para no tener recursos ociosos.	Como es el caso de los bancos, aseguradoras, fondos de inversión, fondos de pensiones, empresas de leasing, cooperativas de ahorro y crédito, entre muchas otras. Las instituciones financieras distribuyen activos en carteras de inversiones que les van a dar una serie de opciones a los inversionistas y crean nuevos activos para captar fondos dando mayores alternativas a los diferentes participantes y creándose también nuevos mercados para negociar activos con lo cual entonces distribuyen el riesgo, generan más riqueza y generan nuevas opciones de financiamiento.	Tratan de evitar fraudes, generan reglas o leyes que protejan a los inversionistas, a las empresas y a las instituciones financieras; para evitar que algunos puedan defraudar a otros. El gobierno también trata de promover que el sistema financiero sea un mercado en el cual se realice competencia justa; así mismo genera mecanismos para buscar la estabilidad de los intermediarios financieros y de esta manera proteger a los inversionistas. Por otra parte, también los gobiernos tratan de controlar la actividad económica mediante la política monetaria regulando la cantidad de dinero que circula en la economía.

Nota. Tomado de “Sistema financiero: concepto y participantes de mercados financieros,” por Leandro, 2013 (<https://www.youtube.com/watch?v=nOw9ruZPXK4>).

Tabla 9

Mercados Financieros

Monetarios	Capitales	Crediticios	Valores
Como es el caso del mercado de dinero y de activos a corto plazo. Son activos de alta liquidez y normalmente de bajo riesgo.	Son los mercados de acciones y mercados de activos de largo plazo, normalmente van a tener menor liquidez y mayor riesgo.	Incluye agentes que captan recursos para prestarlos después, como los bancos comerciales.	Incluyen activos emitidos por empresas o gobiernos, como acciones, bonos y divisas.

Nota. Tomado de “Sistema financiero: concepto y participantes de mercados financieros,” por Leandro, 2013 (<https://www.youtube.com/watch?v=nOw9ruZPXK4>).

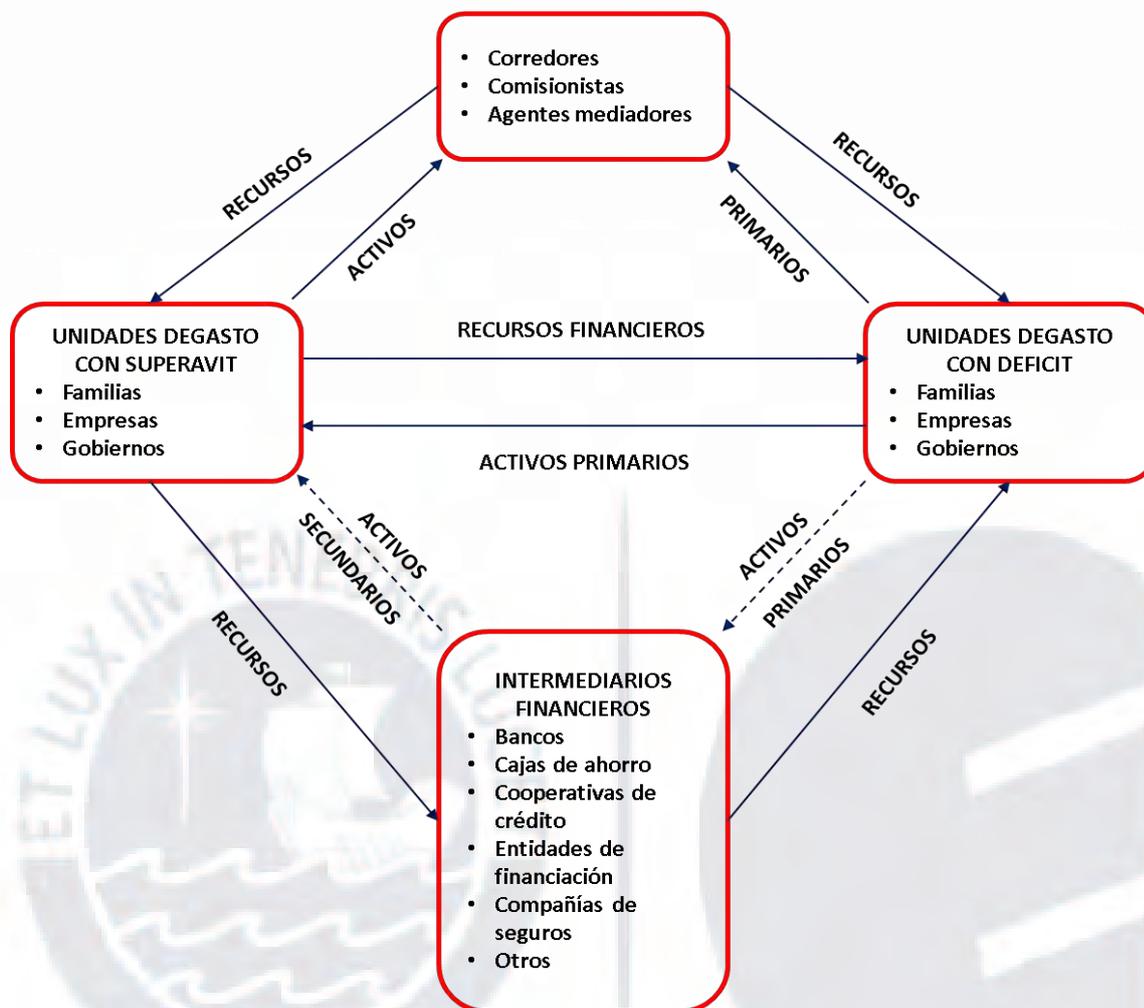


Figura 6. Características generales del sistema financiero: Flujo de recursos y activos entre agentes económicos.

Tomado de “Manual del sistema Financiero español (25 ed.) Ariel economía y Empresa,” por Calvo, Parejo, Rodríguez y Cuervo, 2014

(https://static0planetadelibroscom.cdnstatics.com/libros_contenido_extra/29/28771_Manual_Sistema_Financiero.pdf).

De acuerdo con el estudio realizado por Calvo, Parejo, Rodríguez y Cuervo (2014) el sistema financiero de un país visto en un sentido general comprende a los instrumentos o activos financieros, las instituciones o intermediarios quienes son los que compran y venden los activos en los mercados financieros, así como las autoridades monetarias y financieras, encargadas de regular y controlar el sistema.

En el caso particular del Perú, para el mes de diciembre del 2018 y sin incluir entidades estatales, bancos de inversión, empresas especializadas, empresas de servicios

complementarios y conexos, y otras empresas supervisadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y Asociación de Fondo de Pensiones (SBS); el sistema financiero peruano se conforma por un total de 54 empresas, con activos valorizados en S/ 432 mil millones (aproximadamente US\$ 128 mil millones), el mismo que está integrado por: 16 empresas de banca múltiple, 11 empresas financieras, 27 instituciones microfinancieras no bancarias [Cajas municipales (CM), Cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC), y Entidades de desarrollo de la pequeña y microempresa (EDPYME)]. Cabe mencionar que en este periodo las empresas de banca múltiple explicaron el 89.28% de los activos con un saldo de S/ 385,344 millones, mientras que las empresas financieras e instituciones microfinancieras no bancarias (CM, CRAC y EDPYME) representan el 3.44% y el 7.21% del total de activos, respectivamente (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP; Evolución del Sistema Financiero, 2018).

Un actor importante dentro del sistema financiero peruano es la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), la cual inició la supervisión bancaria en el año 1873 y es el organismo encargado de la regular y supervisar el buen funcionamiento de los sistemas financiero, de seguros, privado de pensiones y cooperativo de ahorro y crédito preservando su estabilidad e integridad financiera y una adecuada conducta de mercado, a fin de proteger los intereses y derechos de los ciudadanos, y contribuir con el Sistema de Lucha contra el Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo y con la Inclusión Financiera, para colaborar con el bienestar y el desarrollo del país. La SBS es una institución de derecho público cuya autonomía funcional está reconocida por la Constitución Política del Perú. Sus objetivos, funciones y atribuciones están establecidos en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Ley 26702. Guía su accionar a través de los valores institucionales como son: integridad, prudencia, previsión, responsabilidad y vocación de servicio (SBS, 2019).

El sistema financiero peruano en los últimos años viene atravesando un crecimiento sostenido y con un comportamiento paralelo al crecimiento económico del país, de acuerdo a lo publicado por la Asociación de Bancos del Perú en sus Memorias Anuales correspondiente a los años 2013 al 2017 así como también en su Boletín del mes de diciembre del año 2018 (ASBANC, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018).

Durante el año 2013 las empresas de Operaciones Múltiples y Empresas Estatales del sistema financiero mostraron un desempeño positivo, en concordancia con el crecimiento económico que registró el país. Al término del año, las Colocaciones Brutas totalizaron US\$ 74,412 millones, mientras que los Depósitos Totales sumaron US\$ 75,895 millones (ASBANC, 2013). Luego una evolución positiva ocurrió en el año 2014 impulsado por un nuevo avance de la economía local. Las Colocaciones Brutas sumaron S/ 236,062 millones, incrementándose en 13.50% a tasa anual; en tanto, los Depósitos Totales sumaron S/. 221,133 millones y crecieron en 4.25% (ASBANC, 2014).

Para el año 2015 los resultados positivos se presentaron, tras un mejor desempeño de la economía peruana. Las Colocaciones Brutas sumaron S/ 273,007 millones, incrementándose 15.65% a tasa anual. Los Depósitos del sistema financiero sumaron S/ 255,975 millones, lo que significó una expansión de 15.76% respecto a diciembre de 2014 (ASBANC, 2015). Posteriormente en el 2016, las principales variables de las Empresas Financieras de Operaciones Múltiples y Entidades Estatales son las colocaciones brutas y los depósitos, mostraron comportamientos positivos respecto al cierre del 2015. Sin embargo, el débil desempeño de la demanda interna se reflejó en un ligero deterioro de la calidad de la cartera crediticia a través del indicador de morosidad (ASBANC, 2016).

Siguiendo esta línea del crecimiento de la economía peruana durante el año 2017, las principales variables de las Empresas Financieras de Operaciones Múltiples y Entidades Estatales, así como son las colocaciones brutas y los depósitos, mostraron comportamientos

positivos respecto al cierre del 2016. Sin embargo, el débil desempeño de la demanda interna en el primer semestre del año se reflejó en un ligero deterioro de la calidad de la cartera crediticia a través del indicador de morosidad (ASBANC, 2017).

En el año 2018 el sistema bancario ascendió a 14.66% y superó largamente lo requerido por el regulador local (10%) y lo recomendado por Basilea (8%). Este resultado refleja la fortaleza y solidez de las entidades bancarias, las cuales se encuentran adecuadamente capitalizadas y preparadas para enfrentar cualquier eventualidad negativa que pudiera acontecer. De acuerdo con lo publicado en el boletín mensual diciembre 2018 de la Asociación de Bancos del Perú (ASBANC, 2018). En general, la economía peruana se mantuvo en la senda del crecimiento, lo que favoreció a las operaciones financieras. Al cierre del año, los saldos de los créditos directos y depósitos del sistema financiero ascendieron a S/ 315 895 y S/ 298 689 millones, respectivamente. Esto representó un crecimiento interanual —excluyendo el efecto de la variación de tipo de cambio— de 3.7% de los créditos y de 6.4% de los depósitos. Como porcentaje del PBI, los créditos registraron un leve incremento y los depósitos se mantuvieron estables, en comparación con los niveles observados en el 2017, y se situaron en 40.6% y 38.6%, respectivamente (SBS, 2018).

Según los reportes de evolución del sistema financiero correspondiente a los años 2013-2018 de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS); en lo que se refiere específicamente al saldo de créditos directos del sistema financiero que incluye los créditos de consumo e hipotecario del Banco de la Nación y la cartera que Agrobanco coloca de manera directa, reflejaron los datos que se exponen en la Figura 7 y Figura 8.

Según el Informe de Servicios Bancarios y Financieros de Perú de Fitch Solutions Group Limited (Cuarto Trimestre 2018), el sector bancario de Perú se encuentra dominado por bancos privados de servicio completo (banca múltiple), representados por: Banco de Crédito del Perú (BCP), BBVA Banco Continental, Scotiabank Perú y Banco Internacional

del Perú (Interbank) los mismos que constituyen los cuatro más grandes en términos de activos totales con una participación de mercado muy importante, concentrado alrededor del 90% del total de préstamos y depósitos de los bancos comerciales.

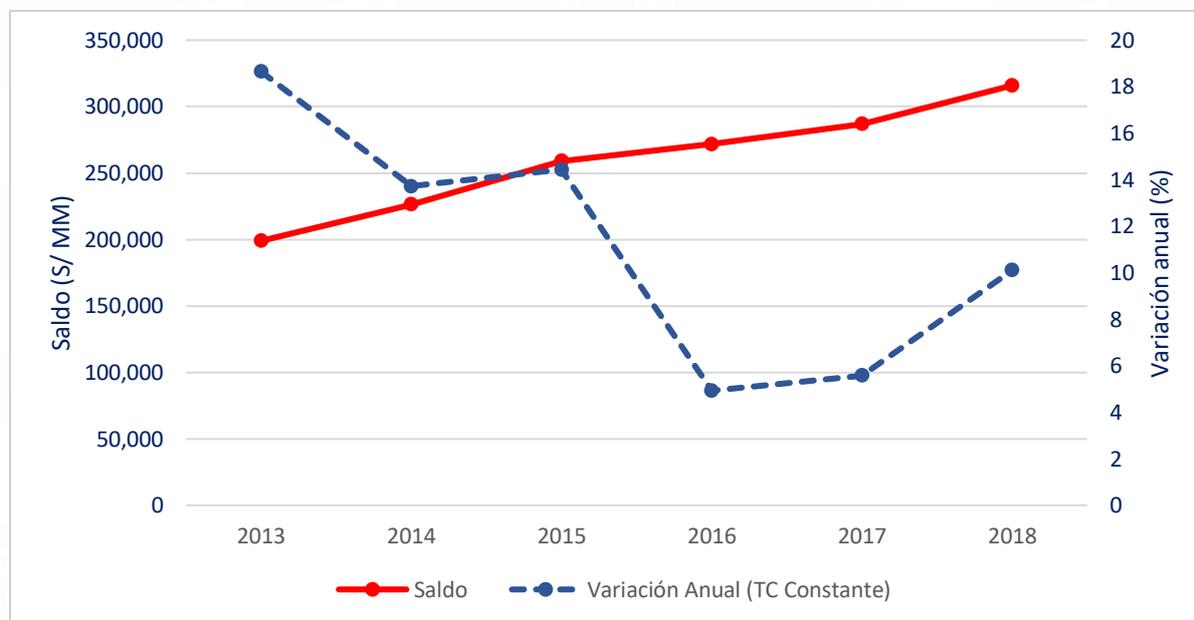


Figura 7. Sistema financiero: créditos directos. Adaptado de “Evolución del Sistema Financiero (desde setiembre 2008),” por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2013-2018). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=13#).

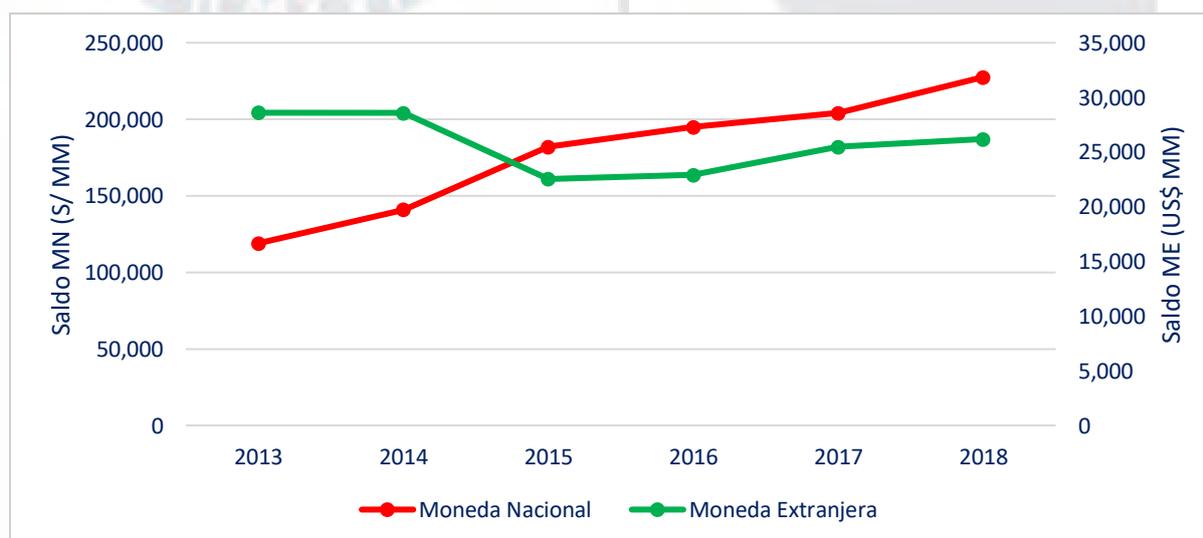


Figura 8. Sistema financiero: créditos directos por moneda. Adaptado de “Evolución del Sistema Financiero (desde setiembre 2008),” por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2013-2018). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=13#).

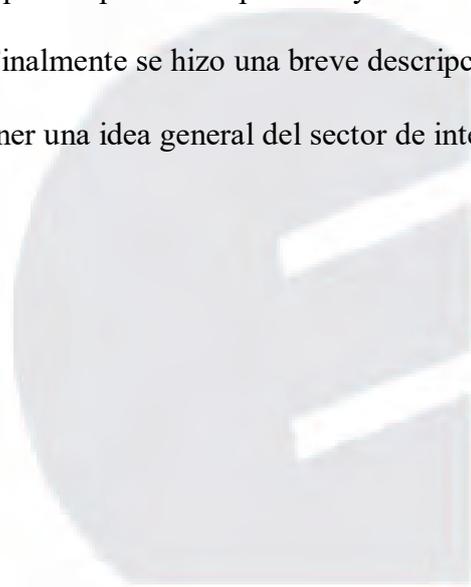
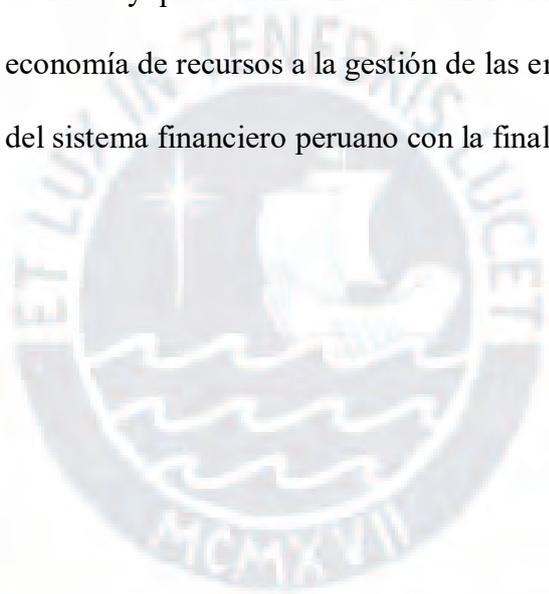
La participación extranjera es considerable, y algunos de los bancos más grandes del país son filiales de propiedad extranjera, incluidos dos de los cuatro primeros: BBVA Banco Continental y Scotiabank Perú. Algunos de los bancos más pequeños del país han desarrollado posiciones sólidas en nichos de mercado de préstamos. Por ejemplo, Mibanco y Edyficar, ambas subsidiarias que operan independientemente de BCP, son líderes en el emergente sector de microfinanzas de Perú. Micropréstamos, Aunque todavía es un pequeño porcentaje del total de préstamos de clientes, representa el tipo de préstamo de más rápido crecimiento en Perú.

2.8 Resumen del Capítulo

Como se ha podido apreciar a lo largo del capítulo con el pasar de tiempo los procesos de fusiones y adquisiciones han venido evolucionando en la misma medida en que las empresas a nivel mundial iban descubriendo los beneficios que generaban al realizar este tipo de procesos. Las adquisiciones bien planificadas y ejecutadas ofrecen a las empresas adquirentes la oportunidad de prosperar, siendo uno de los aspectos críticos de la etapa de planificación es la valoración de la empresa de interés, así como las sinergias esperadas entre el adquirente y la empresa objetivo.

Con el pasar de los años diferentes autores han venido desarrollando y mejorando diversas metodologías de valorización, y de entre las cuales podemos mencionar algunas: Métodos de valorización basados en el balance (valor patrimonial), basados en la cuenta de resultados (múltiplos financieros), mixtos, fondo de comercio o Good Will, Opciones y los métodos de valorización basados en el descuento de los flujos de fondos (Cash flows). Siendo este último método de valorización el más empleado según autores reconocidos en el área de finanzas como Aswath Damodarán y Pablo Fernández, pero a la vez también se reconoce que los métodos descritos presentan sus ventajas y desventajas lo mismo que por lo general motiva al empleo conjunto de los métodos basados en el descuento de los flujos futuros y los

múltiplos de compañías comparables que son utilizados como un sistema de comprobación por estar relacionados con la generación de fondos en el futuro de las empresas y a esto se suma el hecho que en cierta media la valoración de empresas depende de los conocimientos técnicos y la experiencia de quien haga el análisis, para aproximarse a un rango donde se encuentre el valor del negocio o de empresa en marcha. Por otra parte, también se identificó que por lo general las buenas prácticas hacen referencia a los métodos, procedimientos o herramientas que fueron probadas y analizadas, y que lograron resultados correctos o los más asertivos y que fueron validados con la finalidad de que su aplicación aporte mayor valor y economía de recursos a la gestión de las empresas. Finalmente se hizo una breve descripción del sistema financiero peruano con la finalidad de tener una idea general del sector de interés.



Capítulo III: Metodología

3.1. Diseño de la Investigación

Se refiere al plan que seguirán los investigadores para obtener la información requerida a fin de conseguir las respuestas a las preguntas de investigación y en donde los resultados alcanzados permitirán crear nuevo conocimiento y serán el producto final del presente estudio. La investigación no ha tenido como punto de partida una hipótesis, siendo desarrollada bajo un enfoque cualitativo y del tipo descriptivo ya que, no manipula ninguna variable, limitándose a observar y describir los fenómenos (Martínez & Ávila, 2010). El análisis se construyó principalmente mediante el empleo de técnicas de recolección de datos, la revisión de documentos publicados por cada una de las empresas del sector financiero, y por entrevistas abiertas a profundidad. Además, es no experimental transversal porque no se ha intervenido en los sucesos, los cuales fueron recolectados en un tiempo específico (Hernández, Fernández, Baptista, 2006).

3.2. Consentimiento Informado

El consentimiento informado forma parte del proceso de recolección de datos, pues mediante la suscripción del consentimiento por parte del investigado, se aceptará ser parte del estudio presentado (Avolio, 2015). En tal sentido, CENTRUM elaboró un protocolo de consentimiento informado para presentar a cada una de las empresas seleccionadas solicitando que puedan contribuir con la investigación académica (ver Apéndice A). El objetivo es recoger información que permita el esclarecimiento de las preguntas planteadas durante las entrevistas realizadas a los principales ejecutivos, quienes toman decisiones en materia de finanzas y el ejercicio de las buenas prácticas de valorización en la adquisición de empresas del sector bancario privado en el Perú en un periodo determinado.

3.3 Participantes de la Investigación

Una necesidad intrínseca de la presente investigación es la determinación de la

población de estudio, la cual debe ser analizada con el propósito de extraer una muestra o subgrupo de elementos de muestreo que permita hacer inferencias sobre dicha población bajo un esquema no aleatorio y según las características particulares de esta investigación, con lo cual no se pretende hacer un análisis exhaustivo ni establecer una teoría concluyente, sino establecer el prelude académico para estudios futuros; pero de modo que sea posible analizar el suceso que se está investigando, en tal sentido y en concordancia con el tema de investigación se ha considerado como la población de estudio a las empresas privadas que conforman el sistema financiero peruano que tienen sus sedes centrales en la ciudad de Lima y que han operado durante los años 2013 al 2018 (ver Tabla 10).

Tabla 10

El Sistema Financiero Peruano a Diciembre 2018 (Población)

Empresas de Banca Múltiple	Empresas Financieras	Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	EDPYMES
B. de Crédito del Perú	Crediscotia Financiera	CMAC Arequipa	CRAC Raíz	EDPYME Acceso Crediticio
Scotiabank Perú	Compartamos Financiera	CMAC Huancayo	CRAC Los Andes	EDPYME Inversiones La Cruz
B. Continental Interbank	Financiera Confianza Financiera Oh!	CMAC Piura CMAC Cusco	CRAC Prymera CRAC del Centro	EDPYME Santander EDPYME BBVA Consumer Finance
Mibanco	Mitsui Auto Finance	CMAC Trujillo	CRAC Incasur	EDPYME GMG
B. Interamericano de Finanzas	Financiera Efectiva	CMAC Sullana	CRAC Sipán	EDPYME Marcimex
Citibank	Financiera Credinka	CMAC Ica		EDPYME Alternativa
B. Pichincha	Financiera TFC	CMAC Tacna		EDPYME Micasita
B. Falabella Perú	Financiera Proempresa	CMAC Maynas		EDPYME Credivisión
B. Santander Perú	Financiera Qapaq	CMCP Lima		
B. GNB	América Financiera	CMAC Paita		
B. Ripley		CMAC Del Santa		
B. de Comercio				
B. ICBC				
B. Cencosud				
B. Azteca Perú				

Nota. Adaptado de "Sistema Financiero: Información por Tipo de Institución Financiera," por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2018. (<http://www.sbs.gob.pe/estadisticas-y-publicaciones/estadisticas-/sistema-financiero>).

Para Hernández et al. (2014), la muestra no probabilística o dirigida es un subgrupo de la población, en el que la elección de los casos no depende de que todos tengan la misma

probabilidad de ser elegidos, sino de la decisión de un investigador o grupo de personas que recolectan los datos. Para el enfoque cualitativo, al no interesar tanto la posibilidad de generalizar los resultados, las muestras no probabilísticas o dirigidas son de gran valor, pues logran obtener los casos (personas, contextos, situaciones) que interesan al investigador y que llegan a ofrecer una gran riqueza para la recolección y el análisis de los datos; sin embargo, por esta misma naturaleza los resultados son aplicados únicamente a la muestra en sí o a muestras similares en tiempo y lugar (transferencia de resultados), pero esto último con suma precaución. No son generalizables a una población, ni interesa tal extrapolación.

Como procedimiento para la selección de la muestra no probabilística se efectuará el análisis a partir de la población de estudio designada y teniendo en consideración las características propias de la tesis, con la finalidad de poder responder a la pregunta de investigación; en tal sentido se ha tenido por conveniente considerar los siguientes criterios a evaluadores que permitirán extraer la muestra de estudio:

- Participación en el sistema financiero peruano
- Ranking Monitor Español de Reputación Corporativa (MERCOS)
- Ratio de Capital global (Requerimiento SBS)
- Ranking de Colocaciones
- Ranking de Captaciones
- Ranking de Patrimonio
- Ranking Índice de Morosidad
- Actividad bursátil en la BVL
- Experiencia en procesos de adquisición
- Acceso a la información

Participación en el sistema financiero peruano. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, en su publicación anual “Evolución del Sistema Financiero” muestra la

participación en activos del sistema financiero del Perú durante los años 2013 al 2018 (ver Tabla 11 y Tabla 12).

Tabla 11

Sistema Financiero (2013-2018): Participación en Activos (Millones S/)

Sistema Financiero	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Empresas de banca múltiple	261317	289482	358820	355666	371303	385344
Empresas financieras	12241	14893	11127	11980	13342	148.29
Instituciones microfinancieras no bancarias	19955	20944	21749	24612	28197	311.36
Cajas municipales (CM)	16363	17106	18993	21441	24127	267.27
Cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC)	2394	2282	639	1369	1787	1921
Entidades de desarrollo de la pequeña y microempresa (EDPYME)	1199	1557	2117	1802	2284	2488
Total de Activos (millones S/)	293513	325319	391696	392258	412842	431309

Nota. Adaptado de “Evolución del Sistema Financiero”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2015 y 2018. (<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015/Diciembre/SF-2103-di2015.PDF>), (<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2018/Diciembre/SF-2103-di2018.PDF>).

Tabla 12

Sistema Financiero (2013-2018): Participación en Activos (%)

Sistema Financiero	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Promedio
Empresas de banca múltiple	89%	89%	91%	91%	90%	89%	90%
Empresas financieras	4%	5%	3%	3%	3%	3%	4%
Instituciones microfinancieras no bancarias	7%	6%	6%	6%	7%	7%	7%
Participación Total de Activos (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nota. Adaptado de “Evolución del Sistema Financiero”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2015 y 2018. (<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015/Diciembre/SF-2103-di2015.PDF>), (<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2018/Diciembre/SF-2103-di2018.PDF>).

Durante los años 2013 al 2018 la banca múltiple desempeña un rol fundamental dentro del sistema financiero peruano explicando en promedio el 90% del total de los activos, convirtiéndose en el principal intermediario de recursos financieros, proveedor de crédito para los distintos segmentos de nuestra economía. De acuerdo con la información proporcionada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, en su boletín informativo mensual de la banca múltiple (diciembre 2018). La banca múltiple en el sistema financiero peruano está compuesta por: Banco Continental, Banco de Comercio, Banco de Crédito del Perú, Banco Pichincha (ex Banco Financiero), Banco Interamericano de Finanzas, Scotiabank Perú, Citibank, Interbank, , Mibanco, Banco GNB, Banco Falabella Perú, Banco

Santander Perú, Banco Ripley, Banco Azteca Perú, Banco Cencosud y Banco ICBC.

Ranking monitor empresarial de reputación corporativa (MERCOS). Es un instrumento de evaluación reputacional de prestigio mundial, con presencia en doce países: España, Colombia, Argentina, Chile, Ecuador, Bolivia, Brasil, México, Perú, Costa Rica, Panamá y en proceso en Portugal. Se lanzó en el año 2000, basado en una metodología *multistakeholder* compuesta por seis evaluaciones y veinticinco fuentes de información que son avalados por el instituto *Análisis e Investigación*, que permiten la elaboración de ocho monitores (Merco Empresas, Merco Líderes, Merco Responsabilidad y Gobierno Corporativo, Merco Talento, Merco Talento Universitario, Merco Consumo, Merco Digital y MRS). Se trata del primer monitor auditado del mundo, pues el seguimiento de la metodología y verificación de su proceso de elaboración y resultados del ranking de empresas es objeto de una revisión independiente por parte de KPMG, según la norma ISAE 3000, que publica su dictamen para cada edición. Toda la metodología y criterios de ponderación son públicos y, al igual que los resultados de cada edición, se pueden consultar en este sitio web (Merco, 2019).

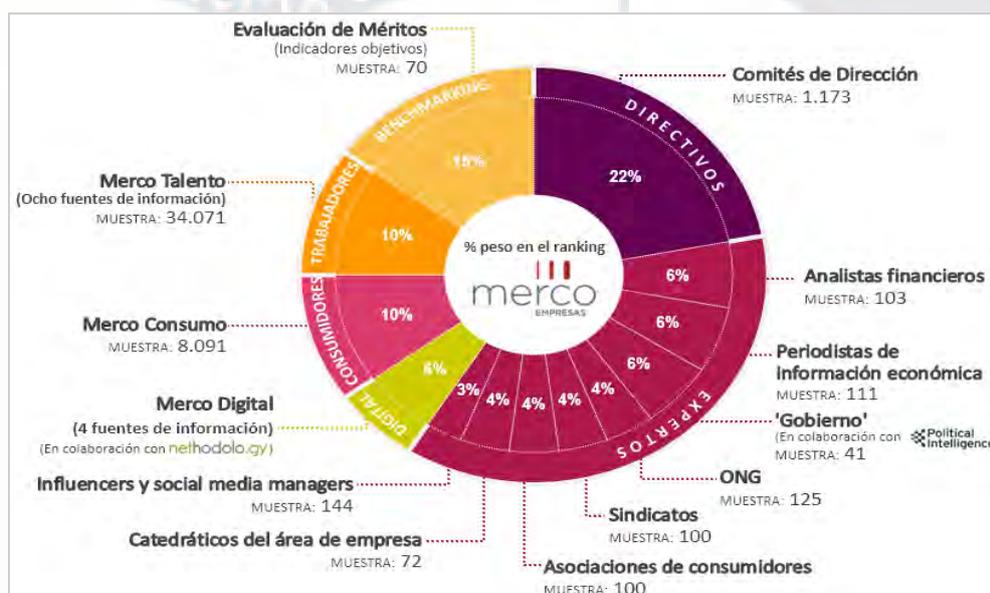


Figura 9. Porcentaje de pesos considerados en la elaboración del ranking merco empresas. Adaptado de “Metodología de Merco en España 2018”, por Monitor Empresarial de Reputación Corporativa, 2019 (<http://www.merco.info/pe/que-es-merco>).

Con relación al sector bancario en el Perú, durante el periodo 2013 al 2018, en la Tabla 13 se puede apreciar que en el Ranking MERCO Empresas, ha podido considerar a las siguientes instituciones del sistema financiero peruano, como las empresas de mejor reputación corporativa del sector: Banco de Crédito del Perú, Interbank, Scotiabank, BBVA Continental, Banbif, Mibanco, Banco Pichincha (Ex-Financiero), Citibank, Caja Arequipa y Caja Huancayo; y de entre los cuales, se puede apreciar la participación constante del Banco de Crédito del Perú, Interbank, Scotiabank y BBVA Continental ocupando los primeros cuatro lugares del Ranking en dicho periodo y de manera consecutiva.

Tabla 13

Ranking MERCO Empresas, Sector Bancario Perú 2013-2018

Posición	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Banco de Crédito del Perú					
2	Interbank	Interbank	Interbank	Interbank	Interbank	Interbank
3	BBVA Continental	BBVA Continental	BBVA Continental	BBVA Continental	Scotiabank	Scotiabank
4	Scotiabank	Scotiabank	Scotiabank	Scotiabank	BBVA Continental	BBVA Continental
5	Caja Arequipa	Citibank	Banbif	Banbif	Banbif	Banbif
6	Citibank	Caja Arequipa	-	Caja Huancayo	-	Mibanco
7	Mibanco	Banbif	-	-	-	Banco Pichincha (Ex-Financiero)
8	-	-	-	-	-	Caja Arequipa

Nota. Adaptado de "Ranking Empresas, Sector Banca", por Monitor Empresarial de Reputación Corporativa 2013 al 2018. (<http://www.merco.info/pe/ranking-merco-empresas>).

Ratio de capital global (Requerimiento SBS). Respecto a la gestión bancaria en el sistema financiero, la regulación prudencial tiene un rol importante al tener el objetivo de limitar las externalidades originadas por un fallo bancario, traducidas en el contagio a otras entidades y el impacto sobre la estabilidad financiera. Además, los efectos sobre la economía real que incluyen pérdidas en output, aumentos del desempleo, costes fiscales asociados con medidas de apoyo a la banca y aumentos de la deuda pública. Todo ello justifica el interés por diseñar políticas para prevenir y resolver crisis bancarias. En la mayoría de los casos, el

mecanismo aplicado consiste en la combinación de la supervisión, el seguro de depósitos, los requisitos de capital (que reproducen los Acuerdos de Basilea I, II y III), una política de prestamista de última instancia adoptada genéricamente por el banco central y procedimientos de liquidación o rescate de entidades (Gutiérrez, 2013).

En este sentido es preciso hacer una breve reseña sobre el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés), el cual forma parte del Banco Internacional de Pagos (BIS) y es el principal creador de estándares globales para la regulación prudencial de los bancos y proporciona un foro para la cooperación en asuntos de supervisión bancaria. Tiene la misión de fortalecer la regulación, supervisión y prácticas de los bancos en todo el mundo con el propósito de mejorar la estabilidad financiera; para lograr tal fin realiza las siguientes actividades: intercambiar información sobre la evolución del sector bancario y los mercados financieros, para ayudar a identificar los riesgos actuales o emergentes para el sistema financiero mundial; comparte temas de supervisión, enfoques y técnicas para promover el entendimiento común y mejorar la cooperación transfronteriza; establece y promueve estándares globales para la regulación y supervisión de bancos, así como pautas y prácticas sólidas; abordar las lagunas regulatorias y de supervisión que plantean riesgos para la estabilidad financiera; monitorea la implementación de los estándares BCBS en los países miembros y más allá con el propósito de asegurar su implementación oportuna, consistente y efectiva y contribuir a un "campo de juego nivelado" entre los bancos activos internacionalmente; consulta con los bancos centrales y las autoridades de supervisión bancaria que no son miembros del BCBS para beneficiarse de su aporte al proceso de formulación de políticas del BCBS y para promover la implementación de los estándares, directrices y prácticas sólidas del BCBS más allá de los países miembros del BCBS; y coordina y coopera con otros creadores de estándares del sector financiero y organismos internacionales, particularmente aquellos involucrados en la promoción de la estabilidad

financiera. Desde su inicio, el Comité de Basilea ha ampliado su membresía del G10 a 45 instituciones de 28 jurisdicciones (BIS, 2019).

Comenzando con el acuerdo de Basilea, emitido por primera vez en el año 1975 y revisado varias veces desde entonces, el Comité ha establecido una serie de normas internacionales para la regulación bancaria, en particular sus publicaciones históricas de los acuerdos sobre adecuación de capital que se conocen comúnmente como Basilea I, Basilea II y, más recientemente, Basilea III (BIS, 2019).

En este contexto, surge la necesidad en el Perú a través de la SBS de fortalecer el sistema financiero, enfocado en la solidez de las instituciones que componen este sector, con la finalidad de reducir la posibilidad de la ocurrencia de un fallo bancario, que pueda desencadenar un contagio y un impacto sobre la estabilidad de todo el sistema financiero. Por esta razón la SBS, no está al margen de esta reforma internacional de la regulación bancaria, siendo consciente de las ventajas en seguridad y estabilidad que genera un esquema como el propuesto en Basilea II. Por tal motivo en el año 2007 el Perú inició un cronograma de implementación, seguido de los estudios de impacto y la emisión de la normativa necesaria para la implementación del Nuevo Acuerdo de Capital (NAC o Basilea II).

A razón de esto en el año 2009 entró en vigor en nuestro país el método estandarizado para riesgo de crédito y riesgo de mercado, y el método básico y estándar alternativo para riesgo operacional; abriéndose al mismo tiempo la posibilidad para que las empresas puedan postular para el uso de modelos internos. Coincidentemente en el año 2009, el Comité de Basilea inició la reforma de Basilea II, actualmente llamada Basilea III como respuesta a la reciente crisis financiera internacional, lo cual demostró la necesidad de fortalecer aún más la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario. En este sentido, la SBS actualmente se encuentra evaluando la implementación de estos cambios de acuerdo con la realidad peruana (SBS, 2019).

De acuerdo con el análisis realizado por la Asociación de Bancos del Perú (ASBANC) en su publicación ASBANC Semanal (Nº168, Año 4 | lunes 21 de setiembre del 2015). Que parte bajo la premisa que el sistema bancario en el país se desenvuelve en un entorno de sólidos fundamentos macroeconómicos, con adecuadas medidas prudenciales dictadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), además de la responsable gestión del riesgo por parte de las entidades bancarias. Indica que el sistema bancario peruano, cuenta con adecuados niveles de capital, los cuales cumplen con la normativa interna actual, así como con las recomendadas por el Comité de Supervisión de Basilea. De esta manera, el ratio de capital global, que refleja el grado de solvencia de las entidades financieras, es decir el patrimonio efectivo que disponen para hacer frente a posibles fluctuaciones negativas del ciclo económico y en función al perfil de riesgo de su negocio, se ubica alrededor de 14%, por encima del 10% que exige la SBS y el 8% que recomienda Basilea. Por otro lado, también es preciso resaltar que los indicadores de liquidez del sistema bancario registran niveles de alrededor de 25% en moneda nacional y 50% en moneda extranjera, manteniéndose muy por encima de los umbrales mínimos requeridos por la SBS (8% en moneda nacional y 20% en moneda extranjera). Siendo este desempeño garantía de la capacidad de las entidades financieras de continuar financiando la actividad productiva y cumplir al mismo tiempo con sus obligaciones, permitiendo al sistema financiero nacional tener la capacidad de enfrentar el futuro con optimismo.

De acuerdo con la data presentada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) en su portal web “Información Estadística de la Banca Múltiple: Ratios de Liquidez años 2013- 2018,” todas las empresas de la banca múltiple supervisadas en ese periodo cumplieron con los requerimientos del porcentaje del ratio de liquidez exigido por la SBS de 8% en moneda nacional y 20% en moneda extranjera, los mismos que son superados ampliamente (ver Tabla 14).

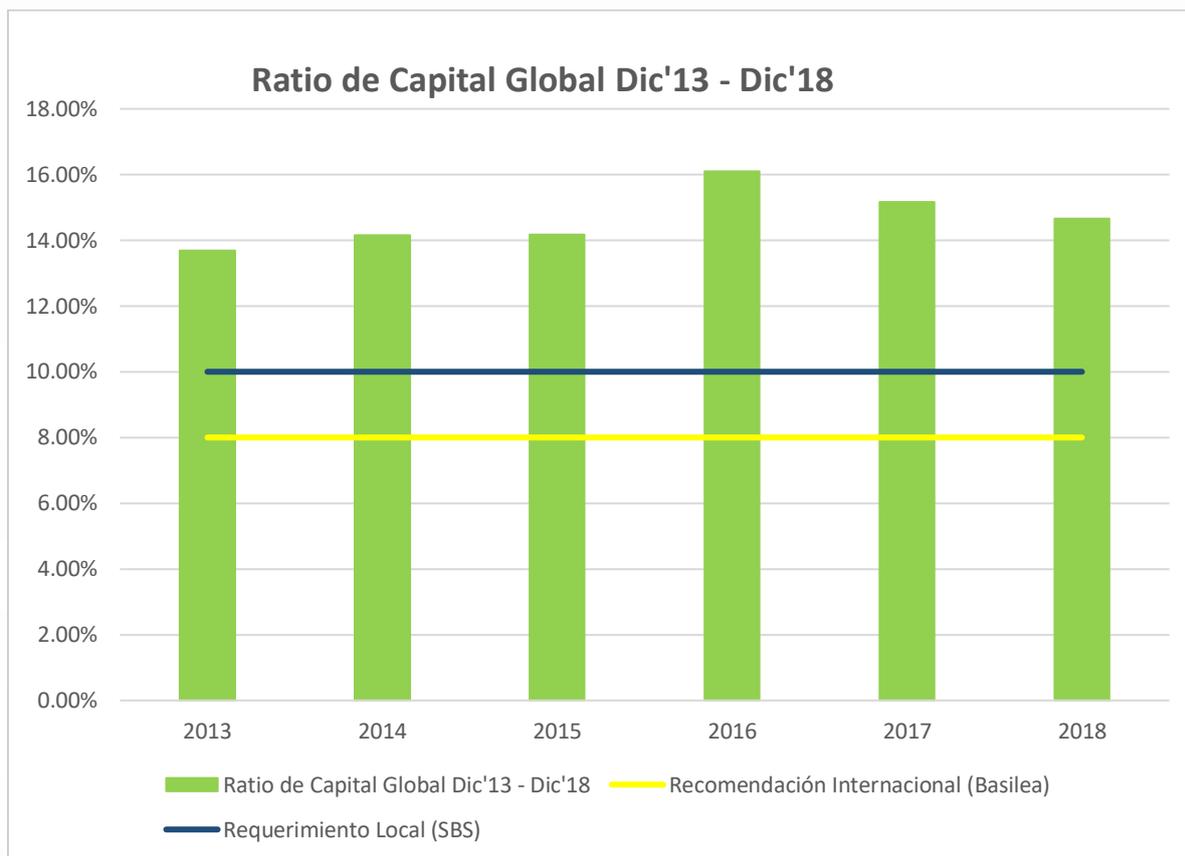


Figura 10. Ratio de capital global año 2013 – 2018, indicadores financieros (%). Adaptado de “Boletín mensual, Información Bancaria - Perú diciembre 2018”, por Asociación de Bancos del Perú, 2019 (https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/BOLETIN_MENSUAL_ENERO_2019.pdf).

Para Lizarzaburu y Del Brío (2016) hablaron de una gestión bancaria eficiente, se deben analizar los siguientes indicadores financieros, como son: rentabilidad, eficiencia, morosidad y productividad. Estos son, junto con la solvencia, los principales centros de control en la gestión por objetivos, que aseguran un grado suficiente de eficacia en los resultados. La “Guía Compilada de Indicadores de Solidez Financiera” hecha por el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2006), presenta una relación de Indicadores de solidez financiera (ISF) para las instituciones de depósito compuesta por 12 (ISF) básicos y 14 recomendaciones, basados en la suficiencia de capital, calidad de los activos, liquidez y sensibilidad al riesgo de mercado (ver Tabla 15). Usualmente estos indicadores son incorporados y analizados por los reguladores de los sistemas bancarios.

Tabla 14

Banca Múltiple (2013-2018): Ratios de Liquidez en Moneda Nacional y Extranjera (%)

Banca Múltiple	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Ratio Soles (%)	Ratio Dólares (%)										
B. Continental	28.35	58.18	22.39	62.54	26.33	49.23	25.49	42.2	34.17	40.67	26.98	42.95
B. de Comercio	38.71	69.01	48.24	48.84	28.21	95.16	22.15	79.81	32.37	68.49	30.65	61.57
B. de Crédito del Perú	35.46	46.83	23.35	46.57	26.68	36.98	31.09	35.63	39.93	41.92	30.76	38.53
B. Pichincha (Ex. B. Financiero)	25.46	38.07	19.71	39.69	17.64	27.49	21.81	34.23	20.72	31.39	21.77	39.8
B. Interamericano de Finanzas	19.12	46.8	19.74	58.94	13.06	56.79	12.01	51.12	22.01	42.52	24.98	46.82
Scotiabank Perú	28.19	61.5	23.31	49.05	19.11	42.73	16.11	42.8	24.89	38.69	15.47	43.44
Citibank	28.58	79.54	26.48	79.85	36.06	111.16	54.44	94.89	82.88	92.79	44.77	114.29
Interbank	24.77	61.53	20.35	67.57	28.59	60.23	29.22	57.09	31.75	63.27	23.93	57.65
Mibanco	36.45	52.21	39.37	47.01	36.62	43.4	34.95	37.07	31.91	43.28	31.29	98.71
B. GNB	19.47	49.6	20.5	47.24	17.64	50.24	25.72	51.74	36.35	45.54	40.77	44.8
B. Falabella Perú	45.11	97.28	46.91	118.75	34.47	105.53	51.04	103.19	51.26	140.99	27.94	167.39
B. Santander Perú	15.86	76.07	16.29	61.00	21.46	57.27	32.93	58.68	43.23	52.31	37.83	41.07
B. Ripley	46.09	276.74	35.07	507.57	32.18	348.67	28.57	607.67	30.83	630.54	32.74	704.12
Deutsche Bank Perú	21.7	234.44	87.79	97.48	92.06	84.25	-	-	-	-	-	-
B. Azteca Perú	60.86	109.55	19.27	402.59	336.35	208.19	57.14	80.93	25.65	72.88	28.68	71.77
B. Cencosud	171.46	-	195.76	873.83	153.09	233.02	77.73	148.4	54.43	239.56	42.35	271.18
B. ICBC	-	-	9,208.83	79.18	861.32	75.18	199.6	60.92	106.72	85.81	148.02	50.08
Requerimiento Ratio Liquidez, SBS (%)	8.00	20.00	8.00	20.00	8.00	20.00	8.00	20.00	8.00	20.00	8.00	20.00

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Ratios de Liquidez años 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 15

FMI: Indicadores de Solidez Financiera Básicos y Recomendados

Básicos	
Instituciones de depósito	
Suficiencia de capital	Capital regulador/activos ponderados en función del riesgo Capital regulador de nivel I/activos ponderados en función del riesgo Cartera en mora neta de provisiones para pérdidas/capital
Calidad de los activos	Cartera en mora/cartera bruta Distribución sectorial de la cartera/cartera total
Ganancias y Rentabilidad	Rendimiento de los activos Rendimiento del patrimonio neto Margen financiero/ingreso bruto Gastos no financieros/ingreso bruto
Liquidez	Activos líquidos/activos totales (coeficiente de activos líquidos) Activos líquidos/pasivos a corto plazo
Sensibilidad al riesgo de mercado	Posición abierta neta en moneda extranjera/capital
Recomendados	
Instituciones de depósito	Capital/activos Grandes exposiciones crediticias/capital Distribución geográfica de la cartera/cartera total Posición activa bruta en derivados financieros/capital Posición pasiva bruta en derivados financieros/capital Ingresos por operaciones en mercados financieros/ingreso total Gastos de personal/gastos no financieros Diferencias entre las tasas de referencia activa y pasiva Diferencia entre las tasas interbancarias máxima y mínima Depósitos de clientes/cartera total (no interbancaria) Cartera en moneda extranjera/cartera total Pasivos en moneda extranjera/pasivos totales Posición abierta neta en acciones y otras participaciones de capital/capital

Nota. Adaptado de “Guía de compilación: Indicadores de solidez financiera,” por Fondo Monetario Internacional [FMI], 2006 (<https://ameralatina.elibrary.imf.org/view/IMF069/02422-9781589063983/02422-9781589063983/ch01.xml>).

En el caso del Perú la SBS analiza los siguientes indicadores de solidez financiera (ISF): (a) solvencia, (b) calidad de activos, (c) eficiencia y gestión, (d) rentabilidad, y (e) liquidez; y elabora periódicamente boletines en los cuales expone diversos ranking de gestión entre las instituciones que componen la banca múltiple; de entre los cuales el ranking de créditos (colocaciones), depósitos (captaciones) y patrimonio es uno de los más populares. Y que juntamente con índice de morosidad y con la actividad bursátil en la Bolsa de Valores de

Lima (BVL), servirán para la selección de la muestra de estudio (ver Tablas 16, 17, 18, 19 y Figura 11).

Ranking de colocaciones. Es una relación de empresas de la banca privada elaborado por la SBS ordenado por participación en forma descendente, que refleja la puesta en circulación del dinero dentro de la economía, al otorgar préstamos/créditos (financiamiento) a personas, empresas u organizaciones que los soliciten. Genera un nuevo dinero del capital al cobrar intereses de colocación y comisiones por este servicio y se convierte en los activos del sistema, los cuales incluyen recursos en moneda nacional y extranjera (Diego, 2014).

Tabla 16

Ranking Colocaciones Directas, Banca Múltiple (2015-2018)

Banca Múltiple	Ranking Colocaciones Directas (En miles de soles)					Promedio	Puesto
	2015	2016	2017	2018			
B. de Crédito del Perú	75,621,782	77,995,484	80,864,334	91,008,617	81,372,554	1	
B. Continental	49,723,814	51,907,932	51,932,156	54,205,749	51,942,413	2	
Scotiabank Perú	36,914,146	38,626,447	41,165,767	46,015,145	40,680,376	3	
Interbank	25,080,061	26,227,486	27,876,329	32,518,012	27,925,472	4	
B. Interamericano de Finanzas	8,142,128	8,504,009	9,309,343	10,110,221	9,016,425	5	
Mibanco	7,828,680	8,619,182	9,376,261	9,949,503	8,943,407	6	
B. Pichincha (Ex. B. Financiero)	6,341,555	6,271,422	6,459,230	7,401,273	6,618,370	7	
B. Falabella Perú	3,856,459	3,930,606	3,522,894	3,055,620	3,591,395	9	
B. GNB	3,727,836	3,712,295	3,899,842	3,792,447	3,783,105	8	
B. Santander Perú	2,852,187	2,687,696	2,986,366	3,937,453	3,115,926	10	
Citibank	2,276,308	2,238,154	2,000,484	2,745,048	2,314,999	11	
B. Ripley	1,540,653	1,775,733	1,853,999	1,911,402	1,770,447	12	
B. de Comercio	1,140,763	1,270,741	1,441,050	1,469,723	1,330,569	13	
B. Cencosud	444,202	516,630	615,660	816,226	598,180	14	
B. Azteca Perú	434,236	360,187	393,739	556,553	436,179	15	
B. ICBC	129,702	165,175	187,758	353,836	209,118	16	
Deutsche Bank Perú	-	-	-	-	-	-	

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2015- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Ranking de captaciones. Es una relación de empresas de la banca privada elaborado por la SBS ordenado por participación en forma descendente, que refleja la magnitud de los recursos recaudados del público o instituciones, mediante instrumentos de captación como son: depósitos en cuenta corriente, cuentas corrientes sin movimiento y cheques certificados, depósitos a la vista de empresas del sistema financiero del país y del exterior, tanto de la oficina matriz, así como de sucursales y subsidiarias, y Organismos Financieros Internacionales, depósitos de ahorro, cuentas a plazo fijo, certificados de depósito, certificados bancarios, depósitos por cuentas a plazo vencidos, depósitos por compensación de tiempo de servicio (CTS) y otros depósitos), convirtiéndose en las obligaciones del sistema, los mismos que incluyen recursos en moneda nacional y extranjera (SBS, 2015).

Tabla 17

Ranking Captaciones Banca Múltiple (2015-2018)

Banca Múltiple	Ranking: Captaciones (En miles de soles)				Promedio	Puesto
	2015	2016	2017	2018		
B. de Crédito del Perú	70,984,103	66,130,406	75,561,266	83,108,913	73,946,172	1
B. Continental	47,286,943	48,713,917	48,646,255	50,615,762	48,815,719	2
Scotiabank Perú	31,134,912	30,915,440	33,378,711	35,279,298	32,677,090	3
Interbank	25,441,859	26,447,310	30,057,393	30,766,674	28,178,309	4
B. Interamericano de Finanzas	7,457,201	7,883,000	8,897,173	9,970,186	8,551,890	5
Mibanco	5,896,950	6,347,612	7,349,071	8,367,661	6,990,324	6
B. Pichincha (Ex. B. Financiero)	4,618,383	5,009,309	5,619,693	6,369,515	5,404,225	7
B. Falabella Perú	3,079,561	2,813,044	2,815,469	4,772,184	3,370,065	11
B. GNB	3,879,416	3,869,668	4,232,501	4,084,020	4,016,401	9
B. Santander Perú	3,136,421	3,160,035	3,516,539	3,961,668	3,443,666	10
Citibank	4,325,815	4,975,234	4,323,006	2,642,014	4,066,517	8
B. Ripley	1,125,612	1,350,365	1,288,980	1,350,784	1,278,935	13
B. de Comercio	1,289,913	1,275,187	1,409,374	1,244,016	1,304,623	12
B. Cencosud	367,195	491,374	492,609	655,420	501,650	14
B. Azteca Perú	760,585	455,883	350,483	321,883	472,209	15
B. ICBC	192,625	135,560	459,939	520,590	327,179	16
Deutsche Bank Perú	211	-	-	-	211	17

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2015- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Ranking de patrimonio. Es una relación de empresas de la banca privada elaborado por la SBS ordenado por magnitud en forma descendente, que refleja la inversión de los accionistas o asociados, incluyendo las capitalizaciones de utilidades y excedentes, representado por acciones nominativas debidamente suscritas; el capital adicional que incluye donaciones, primas de emisión y capital en trámite; así como las reservas, los ajustes al patrimonio o revaluación; los resultados acumulados y el resultado del ejercicio, netos de las pérdidas, si las hubiese (SBS, 2015).

Tabla 18

Ranking Patrimonio Banca Múltiple (2015-2018)

Ranking: Patrimonio (En miles de soles)						
Banca Múltiple	2015	2016	2017	2018	Promedio	Puesto
B. de Crédito del Perú	11,929,878	13,601,742	15,177,919	16,957,942	14,416,870	1
B. Continental	6,255,987	6,988,891	7,659,678	8,358,663	7,315,805	3
Scotiabank Perú	6,273,189	7,248,449	8,234,561	8,861,098	7,654,324	2
Interbank	3,550,974	4,183,582	4,757,005	5,306,810	4,449,593	4
B. Interamericano de Finanzas	816,863	897,944	969,553	1,064,029	937,097	7
Mibanco	1,306,981	1,512,855	1,595,325	1,785,910	1,550,268	5
B. Pichincha (Ex. B. Financiero)	666,794	703,203	764,996	808,691	735,921	8
B. Falabella Perú	661,445	708,310	729,583	755,749	713,772	9
B. GNB	540,379	641,302	684,216	703,492	642,347	11
B. Santander Perú	505,415	609,733	653,433	895,770	666,088	10
Citibank	987,824	1,141,975	1,307,433	661,699	1,024,733	6
B. Ripley	369,945	384,298	425,838	457,238	409,330	12
B. de Comercio	206,636	237,695	271,971	300,011	254,078	13
B. Cencosud	159,023	163,486	176,139	188,618	171,817	15
B. Azteca Perú	122,921	136,880	139,541	141,578	135,230	16
B. ICBC	99,778	93,115	98,997	247,859	134,937	17
Deutsche Bank Perú	248,792	-	-	-	248,792	14

Nota. Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2015- 2018”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Ranking índice de morosidad. Es una relación de empresas de la banca privada elaborado por la SBS cuya información presentada se encuentra relacionada al término calidad de activos, el cual se menciona en el glosario de términos e indicadores financieros de la SBS, y hace referencia al ratio obtenido de la cartera de créditos directos vencida o en cobranza judicial, es decir, en situación de incumplimiento, sobre el total de la cartera que

mantiene la institución financiera [criterio SBS / Créditos Directos (%)]. El criterio que emplea la SBS para considerar un crédito en situación de vencido el cual depende del número de días de atraso según el tipo de crédito: para el caso de los créditos corporativos, a grandes y a medianas empresas cuando el atraso supera los 15 días; para los créditos a pequeñas y microempresas los 30 días; y para los créditos hipotecarios y de consumo, a los 30 días de atraso se considera la cuota como vencida y a los 90 días de atraso el saldo total. Este es uno de los indicadores más utilizados como medida de riesgo de una cartera de crédito (SBS, 2015).

Tabla 19

Ranking de Ratios de Morosidad Según Días de Incumplimiento Banca Múltiple (2015-2018)

Ranking: Ratio de morosidad según criterio contable SBS (En %)						
Banca Múltiple	2015	2016	2017	2018	Promedio	Puesto
B. de Crédito del Perú (Con sucursales exterior)	2.43	2.71	2.97	2.66	2.69	10
B. Continental	2.17	2.41	2.68	2.94	2.55	13
Scotiabank Perú (Con sucursales exterior)	2.89	3.08	3.15	3.53	3.16	7
Interbank	2.35	2.64	2.85	2.64	2.62	11
B. Interamericano de Finanzas	1.77	2.50	3.14	2.92	2.58	12
Mibanco	4.81	4.46	4.74	5.27	4.82	4
B. Pichincha (Ex. B. Financiero)	3.86	3.98	3.72	3.45	3.75	5
B. Falabella Perú	4.24	5.71	7.81	2.97	5.18	2
B. GNB	2.00	2.08	2.49	2.63	2.30	14
B. Santander Perú	0.44	0.69	0.80	0.62	0.64	15
Citibank	-	-	-	-	-	-
B. Ripley	2.49	2.69	3.04	2.93	2.79	9
B. de Comercio	3.46	3.34	3.07	2.68	3.14	8
B. Cencosud	4.72	5.61	4.05	5.68	5.02	3
B. Azteca Perú	11.00	9.24	9.46	9.36	9.77	1
B. ICBC	3.48	-	-	-	3.48	6
Deutsche Bank Perú	-	-	-	-	-	-

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2015- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Participación en la BVL . Según la definición de Wolters kluwer (2019), las

Acciones bancarias son el título/valor, que representa la participación social del accionista en la propiedad de un banco o entidad financiera. Por definición e imperativo legal, las acciones bancarias son todas nominativas, lo cual quiere decir que son emitidas a nombre de un titular.

Su transferencia se efectúa a través de un aviso a la empresa emisora, firmado por vendedor y comprador, con el fin de actualizar el registro de accionistas (Educa: Portal de Educación Financiera, 2019). Para el caso de las acciones bancarias, en la Figura 11 se tomó en cuenta el precio de los cierres diarios desde enero 2016 hasta diciembre 2018. Cabe mencionar que para el análisis se tomaron en cuenta los seis bancos que tienen cotización vigente de sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima. Según se aprecia, los bancos que han tenido las mejores cotizaciones han sido los bancos: Scotiabank Perú, Banco de Crédito del Perú, Banco Continental (BBVA) y el Banco Interbank, dado que tuvieron las mayores cotizaciones diarias en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

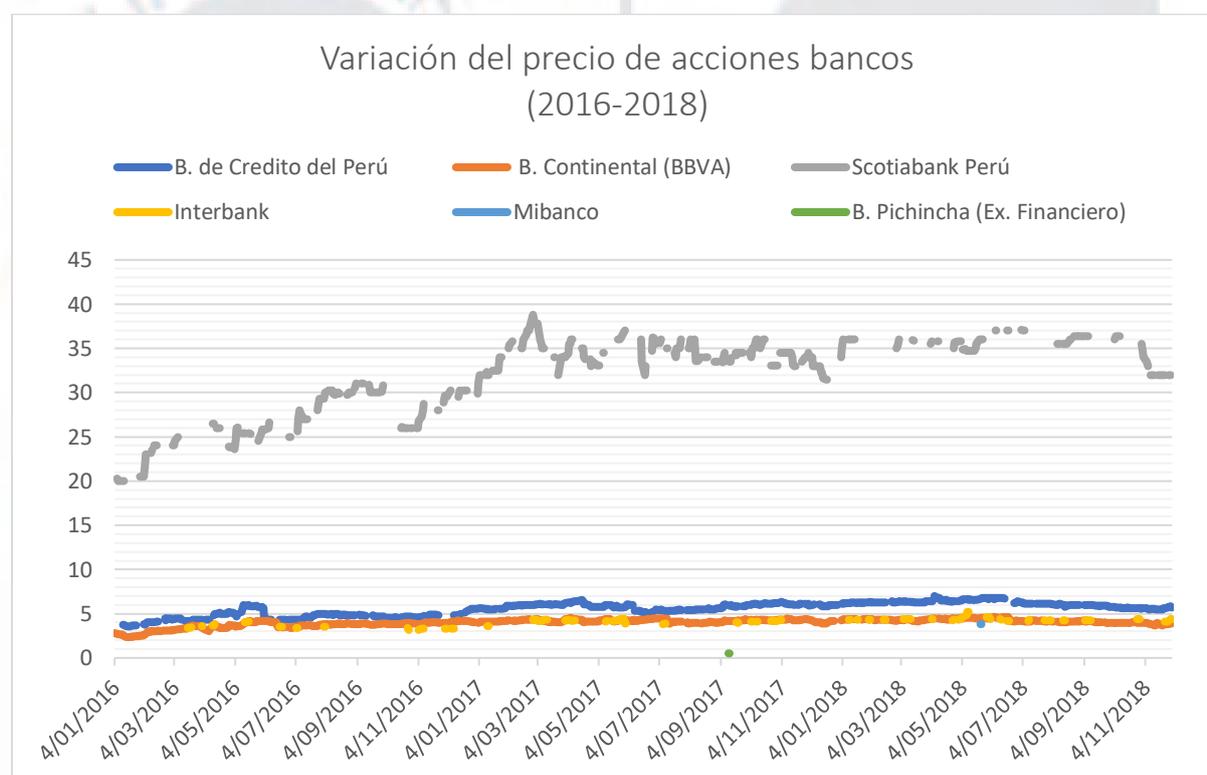


Figura 11. Variación del precio de acciones bancarias (2016-2018).

Adaptado de “Empresas con valores listados: histórico de cotizaciones,” por Bolsa de Valores de Lima [BVL, 2019a]

(https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones12000_Q1JFREIUQzE.html).

Experiencia en fusiones y adquisiciones. Con respecto a las instituciones financieras que han tenido experiencias en fusiones y adquisiciones en el sector bancario peruano durante los últimos años, a continuación se expone una breve reseña:

- *Banco de Crédito del Perú.* En el 2014, Credicorp Ltd. El holding financiero líder en Perú. adquirió “Mibanco” a través de su subsidiaria Financiera Edyficar S.A (“Edyficar”) y en marzo del 2015 Mibanco absorbe Edyficar, lo cual llevó a la consolidación del líder de las microfinanzas del mercado peruano, llegando a controlar el 93.59% de acciones de Mibanco. Al cierre del 2017, Mibanco mostró una cartera de S/ 9,471 millones y una utilidad neta de S/ 362 millones, con lo cual presentó un claro liderazgo en el segmento de microempresas y PYMES.

Posteriormente en el año 2018 Credicorp Ltd. Por intermedio de Grupo Crédito S.A y el Banco de Crédito del Perú (BCP), compró al fondo de inversión Bamboo Capital Partners un paquete minoritario de 33,196,701 acciones equivalente al 3.29% del accionariado total de Mibanco (Mibanco Banco de la Microempresa S.A) por un monto de S/ 131.1 millones. De esta forma, Grupo Crédito y BCP pasaron a controlar conjuntamente el 98.65% de Mibanco (“Credicorp aumenta su participación en Mibanco hasta 98.65%,” 2018).

- *Banco Scotiabank.* En el 2015 compró por un monto de US\$295 millones la cartera de créditos en banca de consumo y RETAIL en el Perú a Citibank que incluye ocho sucursales que prestan servicio a más de 130,000 clientes de banca personal y comercial. Esta adquisición está alineada con el enfoque del banco en su aumento de escala en el Perú, México, Colombia y Chile. Y de esta forma aumentar la participación de mercado de las tarjetas de crédito y préstamos personales, así como profundizar las relaciones con los clientes en el Perú (Semana Económica, 2015).
- *Banco Interbank.* En el 2017 Intercorp a través de sus empresas Intercorp Financial Services inc. (IFS) E Interseguro compañía de seguros compró el 100% de las acciones de seguros sura y sura empresa administradora hipotecaria por US\$268

millones, como parte de su estrategia para fortalecer su presencia en la industria aseguradora. La compra fue financiada en 90% por IFS y 10% por Interseguro, y es la operación más grande del grupo. Con esta adquisición, Interseguro se convierte en líder del sector manteniendo el mayor portafolio de inversiones: S/10,854 millones a febrero del 2018 y sumando a Sura, sus activos totales llegan a S/11,424 millones, el mayor volumen de activos en el negocio de Seguros de Vida en el Perú (Semana Económica, 2018).

- *Banco Pichincha (ex-Banco Financiero del Perú)*. En el 2001, adquirió el NBK Bank, el cual fue absorbido, consolidando su crecimiento y la diversificación de sus líneas de negocio. En el año 2009, como parte del desarrollo de sus operaciones, el Banco desarrolló una alianza con la cadena de tiendas de electrodomésticos Peruana de Artefactos para el Hogar S.A. (que opera con el nombre comercial de CARSA), con la finalidad de consolidar presencia y cobertura a nivel nacional, incrementando significativamente su red de agencias en las distintas regiones del país. En el año 2011, el Banco adquirió 100% del capital de América Financiera (Class & Asociados S.A., 2018).

Para determinación de la muestra no probabilística como ya anteriormente se dijo, esta dependerá mucho del acceso a la información de las empresas a ser estudiadas puedan proporcionar a los investigadores. En tal sentido a continuación se describe la secuencia que se llevó a cabo para tal fin:

1. Se identificó a la población de estudio conformada por las empresas privadas del sistema financiero peruano que operaron en la franja de tiempo de estudio y que en la actualidad operan en la ciudad de Lima; las cuales están son: 16 Empresas de Banca Múltiple, 11 Empresas financieras, 12 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, 06 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito y 09 EDPYME.

2. Seguidamente se realizó la búsqueda en la web de información que permita aplicar los criterios a evaluadores mencionados anteriormente, con la finalidad de poder extraer una muestra no probabilística basados en las características propias del estudio.
3. Basados en el reporte anual “Evolución del Sistema Financiero” publicado en el portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, que muestra la participación en activos del sistema financiero del Perú durante los años 2013 al 2018, se identificó que las empresas de banca múltiple tienen el 90% de participación todo el sistema financiero peruano convirtiéndose automáticamente en el grupo más representativo y sobre el cual sería conveniente extraer la muestra.
4. Ya habiendo identificada a la banca múltiple como el grupo de interés se decidió realizar una validación con la opinión de expertos expuesta en el ranking Monitor Español de Reputación Corporativa (MERCO) para determinar cuáles son las empresas de banca múltiple con mejor reputación de gestión corporativa en el periodo de estudio arrojando como resultado lo siguiente: Banco de Crédito del Perú, Interbank, BBVA Continental, Scotiabank, Banbif, Citibank, Mibanco y Banco Pichincha (Ex-Financiero).
5. Tomando como referencia el resultado del ranking MERCO, se decidió hondar más en el análisis bajo otro punto de vista, nos referimos al Ratio de Capital global, el cual considera el requerimiento de solvencia exigido por la SBS a las empresas financieras, para hacer frente a posibles fluctuaciones negativas del ciclo económico, en tal sentido se pudo apreciar que las las empresas de banca múltiple mencionadas en el párrafo anterior cumplieron con dicho requerimiento, el mismo que incluye la recomendación internacional de Basilea II.
6. Basados en la Información Estadística de la Banca Múltiple: Boletín Mensual de

los meses de diciembre de los años 2015- 2018 presentada por la SBS. Se efectuó un revisión de los ranking de créditos (colocaciones), depósitos (captaciones) y patrimonio de las empresas de banca múltiple; pudiendo identificarse que las siguientes empresas lideran los cuatro primeros puestos del sector en forma consecutiva por la magnitud de los volúmenes económicos manejados: B. de Crédito del Perú, B. Continental, Scotiabank Perú e Interbank.

7. Con la finalidad de evaluar la calidad de los activos de las empresas de la banca múltiple se efectuó una revisión de la información estadística de la Banca Múltiple: Boletín Mensual de los meses de diciembre de los años 2015- 2018, presentada por la SBS, pudiendo observar que las siguientes empresas mostraron la menor morosidad en dicho periodo: B. Continental, B. Interamericano de Finanzas, GNB y Santander.
8. Teniendo en cuenta la variación del precio de las acciones bancarias a los cierres diarios desde enero 2016 hasta diciembre 2018, se procedió a revisar el listado histórico de cotizaciones, presentado por Bolsa de Valores de Lima en el año 2019. Arrojando como resultado que sólo seis empresas de este grupo tienen cotizaciones de acciones vigentes: Banco de Crédito del Perú, Banco Continental (BBVA), Scotiabank Perú, Banco Interbank, Banco Pichincha y Mibanco.
9. Respecto al criterio evaluador “Experiencia en procesos de adquisición” se efectuó una revisión histórica de la información disponible en la web con la finalidad de tomar conocimiento de cuáles son las instituciones financieras que han tenido experiencias en fusiones y adquisiciones en el Perú durante los últimos años, identificándose a las siguientes empresas de banca múltiple: Banco de Crédito del Perú, Scotiabank, Interbank y Banco Pichincha (Ex-Financiero). Esta información permitió incorporar al Banco Pichincha que efectuó una adquisición en particular

en el año 2001 dentro de la posible selección, aunque estuviera fuera del periodo inicialmente planteado ya que es una entidad de banca múltiple que cumplía con la mayoría de los criterios evaluados.

10. Finalmente el criterio evaluador “Acceso a la información” que va de la mano con el criterio “Experiencia en adquisiciones”, se convirtió en un factor decisivo al momento de la elección de la muestra no probabilística, lo cual llevó a que del total de empresas de banca múltiple, fueron cuatro las que participaron voluntariamente en el presente trabajo de investigación, siendo las siguientes: Banco de Crédito del Perú, Scotiabank, Interbank y Banco Pichincha (Ex-Financiero).

En la Tabla 20 se presenta el resumen de los criterios evaluados para la selección de la muestra no probabilística, en base a los argumentos ya mencionados, al cumplir mayormente con los criterios evaluados se seleccionaron a las siguientes empresas de banca múltiple como la muestra no probabilística de estudio: (a) Banco Scotiabank Perú S.A.A, (b) Banco de Crédito del Perú (BCP), (c) Banco Interbank, y (d) Banco Pichincha; siendo estas empresas de reconocida importancia, tal como lo reflejan los datos observados, estas empresas se ubican dentro de las diez primeras instituciones financieras privadas en el Perú.

Las empresas que forman parte del estudio tienen una sede en la ciudad de Lima, y se hizo el contacto con un representante para aplicarle la guía de entrevista, según los objetivos de la presente investigación. Las direcciones respectivas son:

1. Banco de Crédito del Perú (BCP): Calle Centenario N° 156, Urb. Las Laderas de Melgarejo - Santa Patricia - La Molina
2. Scotiabank Perú S.A.A.: Av. Dionisio Derteano N° 102 - San Isidro, Lima
3. Banco Internacional del Perú S.A.A. - Interbank: Av. Carlos Villarán N° 140, Urb. Santa Catalina - La Victoria
4. Banco Pichincha: Av. Ricardo Palma N° 278 - Miraflores

Tabla 20

Resumen de Selección de Muestra No Probabilística

Criterios de selección de la muestra de estudio durante el periodo 2013-2018 y un caso particular ocurrido en el año 2001	Sistema Financiero Peruano																	Empresas Financieras	Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	EPYDMES																	
	BCP	Continental	Scotiabank	Interbank	BanBif	Mibanco	Pichincha	B. Falabella	GNB	Santander	Citibank	B. Ripley	B. de Comercio	B. Cencosud	B. Azteca	ICBC	Deutsche Bank																					
Mención en el Ranking del Monitor Español de Reputación Corporativa (MERCOR)	X	X	x	x	x	x	x				x																											
Ratio de Capital global Exigido por la SBS	X	X	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x																	
Ranking de Colocaciones (Los 4 Primeros)	X	X	x	x																																		
Ranking de Captaciones (Los 4 Primeros)	X	X	x	x																																		
Ranking de Patrimonio (Los 4 Primeros)	X	X	x	x																																		
Ranking de Morosidad (Los 4 con menor morosidad)		X			x																																	
Actividad bursátil en la BVL	X	X	x	x		x	x																															
Experiencia en procesos de adquisición (Indispensable)	X	Descartado por falta de experiencia	x	x			x																															
Acceso a la información (Indispensable)	X		x	x			x																															
Número de Criterios Cumplidos para la selección:	8	7	8	8	3	3	5	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0																	

Estas empresas y entidades financieras no han sido consideradas en el proceso de selección de la muestra de estudio por no tener una participación significativa dentro del sistema financiero peruano ya que, sumadas todas solo representan aproximadamente el 11% del total del Sistema Financiero Peruano.

3.4. Confidencialidad

Para el desarrollo de la investigación se trabajó con información conseguida de las entrevistas realizadas a los responsables del área financiera de las empresas de estudio y de acuerdo con lo consignado en el documento de Consentimiento Informado del Apéndice A, se mantendrán en reserva cualquiera de los datos proporcionados y que no se quiera publicar.

3.5. Métodos para la Recolección de Datos

En el presente trabajo de investigación se llevó a cabo una revisión de la literatura más relevante relacionada con las Buenas Prácticas y con la Valorización en la Adquisición de Empresas. También se utilizaron procedimientos referidos a la metodología de la investigación, se estableció inicialmente la pregunta de investigación con su respectivo objetivo y su posterior desarrollo a lo largo de todo el trabajo de investigación.

Con respecto a las técnicas e instrumentos de recolección de datos se recopiló información de los estados financieros anuales auditados y publicados en el portal de la SMV durante el período 2013 al 2018. Luego, a partir de esta data se analizó el estado de situación financiera, estado de resultados, estado de flujo de efectivo, notas a los estados financieros, con la finalidad de conocer la metodología de valorización, en particular la de Flujo de caja libre (FCF) y El múltiplo de EBITDA. Además, se llevó a cabo entrevistas para conseguir información crítica de los principales tomadores de decisiones en la materia de estudio, y posteriormente se digitalizaron los datos obtenidos.

3.6 Instrumentos

Para la realización del presente estudio se empleó un proceso inductivo de exploración de la información existente sobre el récord histórico de adquisición de empresas, y la descripción de las metodologías utilizadas en la valorización, para luego generar conclusiones. En tal sentido, se recolectaron documentos con información valiosa, se aplicó la observación y el análisis descriptivo para contrastar los modelos metodológicos utilizados

por cada una de las empresas del sector de consumo masivo, en el tema de la revalorización y ejercicio de las buenas prácticas.

También se realizó una guía de entrevista tomada de la guía de entrevista desarrollada por Castillo, Morales, Palomino y Vicente (2018), añadiendo al final una pregunta abierta, recomendada por un especialista en finanzas, con la finalidad de conocer otros criterios de tipo cualitativo que inciden en la toma de decisiones de la adquisición de una empresa (ver Apéndice B). Luego de coordinar un encuentro formal planificado esta guía fue aplicada a los gerentes del áreas de finanzas de cada una de las empresas seleccionadas, informando sobre el estudio en proceso respecto a la Valorización de Empresas, lo que permitió obtener información relevante para organizar y aclarar los contenidos investigados, convirtiéndose en un elemento importante para el presente trabajo de investigación.

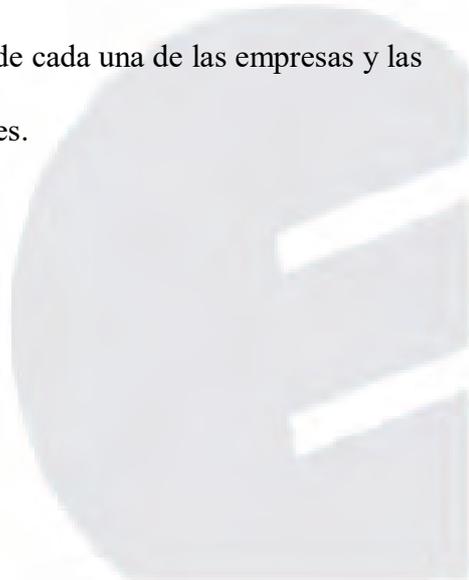
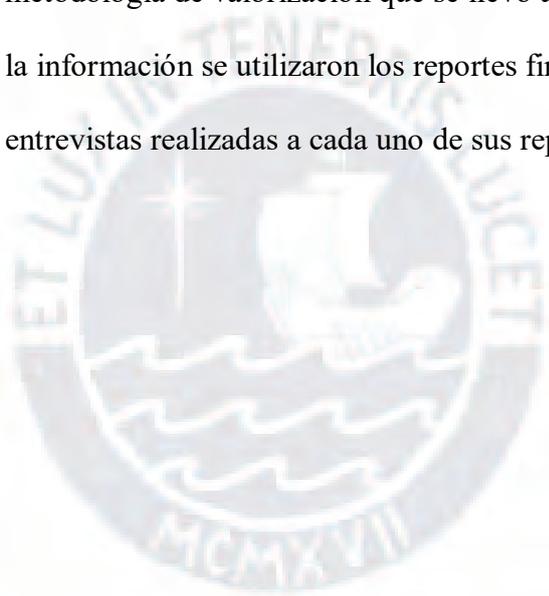
3.7. Análisis e Interpretación de Datos

Para realizar el análisis de los datos se siguió una secuencia de procesos básicos para una adecuada interpretación. Primero se recogió toda la información necesaria para el sustento del estudio, información teórica tomada de diversos autores de investigaciones previas, las cuales fueron contrastadas con la información obtenida a través de las entrevistas que se hicieron en forma personal, y por medio de audios o correos. En segundo lugar, se transcribió los audios grabados en las entrevista, y se ordenaron por fecha. En tercer lugar, se organizó la información de acuerdo con similitudes de información, la cual se distribuyó por secuencias de acuerdo con la guía de entrevista establecida. Por último, se procesaron los datos haciendo un análisis comparativo en tablas y gráficos como resultado de la información encontrada.

3.8 Resumen del Capítulo

La presente investigación tiene un enfoque cualitativo descriptivo, basado en el estudio de una muestra objetivo, conformada por cuatros empresas del sector financiero

peruano, tales como el Banco de Crédito del Perú (BCP), Banco Interbank, Banco Pichincha, y Scotiabank Perú S.A.A. En este capítulo se explican las formas, procedimientos y las fuentes consultadas para la extracción de los datos que permitieron elegir a las entidades que serán participantes en el presente trabajo de investigación. En tal sentido, en un inicio se efectuó un análisis cuantitativo de los datos para realizar la interpretación de indicadores financieros, para luego efectuar un análisis cualitativo descriptivo donde se contrastaron los fundamentos teóricos con las buenas prácticas empresariales relacionadas con identificar la metodología de valorización que se llevó a cabo en la adquisición de empresas. Para recabar la información se utilizaron los reportes financieros de cada una de las empresas y las entrevistas realizadas a cada uno de sus representantes.



Capítulo IV: Análisis de Resultados

La presente investigación se desarrolló bajo un enfoque cualitativo descriptivo, con un diseño no experimental transversal. El análisis se construyó principalmente mediante el empleo de técnicas de recolección de datos, la revisión de documentos publicados por cada una de las empresas del sector financiero, y por entrevistas abiertas a profundidad. El alcance es descriptivo debido a que se seleccionaron las características fundamentales del objeto de estudio, y se describió con detalles las dimensiones que estructuran la herramienta a emplear. Además, es no experimental transversal porque no se ha intervenido en los sucesos, los cuales fueron recolectados en un tiempo específico (Hernández, Fernández, Baptista, 2006).

4.1 Perfil de Informantes y Casos de Estudio

En este capítulo se procede a describir las empresas seleccionadas con sus respectivos casos de estudio, se presenta primero una breve descripción de las cuatro empresas de la muestra: Banco de Crédito del Perú (BCP), Banco Interbank, Banco Pichincha, y Scotiabank Perú S.A.A., con la finalidad de apreciar un panorama general respecto a los fundamentos que les permiten estas empresas generar valor. Por otra parte, se analizan los indicadores financieros seleccionados para identificar si es que la empresa ha generado o destruido valor con las respectivas operaciones de adquisición; en este sentido toda la información referente a los estados financieros de las empresas estudiadas se adjunta en la sección de Apéndices.

Para cada una de las empresas se han identificado diferentes periodos de análisis, debido a que el año base depende de las fechas en las se realizaron las adquisiciones por parte de cada empresa respectivamente, en ese sentido el periodo de análisis será de seis años; también se ha tomado en cuenta la información disponible publicada por la Superintendencia de Mercado de Valores y por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Los resultados de los indicadores analizados permiten evidenciar posibles relaciones entre la generación de valor y la aplicación de buenas prácticas en el proceso de adquisición.

En este sentido es preciso revisar algunos conceptos que llevan a comprender el resultado de las observaciones, como son:

Diferencia entre análisis vs. Análisis económico. Análisis Patrimonial o Financiero parte de los datos del balance, mientras que el Análisis Económico o de Rentabilidad parte de los datos de la cuenta de resultados. Algunos de los ratios patrimoniales (financiero) son solvencia a C/P o de liquidez, coeficiente básico de financiación, solvencia a L/P o Garantía, endeudamiento total y garantía. Entre los ratios económicos (rentabilidad) se encuentran el ROI (Return on Investments), ROE (Return on Equity) y coste de la deuda (EALDE, 2016).

ROE (Return on Equity). Es el principal índice de rentabilidad, relaciona las utilidades del ejercicio con el patrimonio de la empresa. Debiendo ser este ratio calculado considerando el patrimonio promedio en vez del patrimonio total, dado que la utilidad neta se ha logrado a través de un periodo de tiempo, por lo general un año. Se suele expresar como porcentaje (Stickney, Weil, Schipper, Francis, & Avolio, 2012).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio Promedio}}$$

ROA (Return on Assets) o ROI (Return on Investment). La rentabilidad del activo ROA es un ratio financiero que permite mostrar la eficiencia en el uso de los activos de una empresa, relacionando las utilidades operativas con el monto de los activos. Al igual que la rentabilidad del patrimonio, los índices varían según el tipo de negocio y la industria en la que se encuentran. Para su cálculo se deben considera en el denominador el activo total promedio de la compañía, para reflejar la variación en el activo en el periodo de análisis. Dado que la utilidad operativa se genera durante un periodo (generalmente un año). Si el indicador ROA ha venido subiendo en el tiempo, es una buena señal. Sin embargo, si cae, se deben implementar acciones para mejorar la gestión de los recursos como reducir costos, para

aumentar la utilidad neta; elevar la rotación de los activos, para agilizar las transacciones de manera que quede menos stock inmovilizado de mercadería sin vender o también incrementando los precios para obtener más ingresos, pero esto solo si la empresa tiene margen para encarecer sus productos sin perder clientes, por ejemplo, en el caso de los bienes de lujo. Otro punto importante es que el ROA sirve para comparar diferentes opciones de inversión. Esto, siempre y cuando las empresas pertenezcan al mismo sector o a negocios distintos donde el nivel de inversión que se necesite sea similar (Stickney, Weil, Schipper, Francis, & Avolio, 2012; Westreicher, 2019).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Utilidad Operativa (1-tasa de impuesto a la renta)}}{\text{Activo Total Promedio}}$$

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations). Es un indicador contable de la rentabilidad de una empresa. Se calcula como ingresos menos gastos, excluyendo los gastos financieros (impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones de la empresa). Es decir, el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. El EBITDA se utiliza frecuentemente para valorar la capacidad de generar beneficios de una empresa considerando solamente su actividad productiva, ya que nos indica el resultado obtenido por la explotación directa del negocio ya que no incluye todos los gastos de la empresa y muestra más claramente el dinero que le queda para pagar sus deudas. Es un ratio financiero importantes a la hora de realizar el análisis fundamental de una empresa ya que indica de un vistazo la solvencia de una empresa y dice si puede o no pagar su deuda. El EBITDA es la base para calcular el ratio de cobertura de deuda. También es muy útil para comparar empresas, comparar los datos históricos de las mismas y comparar con los datos de la industria. Porque el EBITDA muestra información que no está afectada por el apalancamiento financiero, por los impuestos ni por los costes de

amortización, que en determinadas empresas son muy altos. Al eliminar de su cálculo estos elementos hace que sea muy fácil comparar la salud financiera de varias compañías. En la cuenta de resultados, el EBITDA está situado justo encima del beneficio bruto de explotación, que es igual que el EBITDA, pero descontando las provisiones y amortizaciones (Sevilla, 2019). Vistos estos conceptos, a continuación, se procede a presentar el perfil de informantes y los casos de estudio:

Tabla 21

Lista de Fuentes Utilizadas

	BCP	Scotiabank	Interbank	Banco Pichincha
Fuentes primarias				
Entrevistas	Analyst - Investment Banking Corporate Finance	Senior Associate Strategy & Business Transformation Unit	Jefe de Proyectos Finanzas Corporativas	Gerente Financiero - Vinculadas
Fuentes secundarias				
Estados financieros auditados	SMV	SMV	SMV	SMV
Información Estadística	SBS	SBS	SBS	SBS

Tabla 22

Información de Entrevistados

	BCP	Scotiabank	Interbank	B. Pichincha
Edad		28	36	40
Cargo actual en la empresa	Analyst - Investment Banking Corporate Finance	Senior Associate Strategy & Business Transformation Unit	Jefe de Proyectos - Finanzas Corporativas	Gerente Financiero Vinculadas
Años en este cargo	2	2	0.5	5
Años en la empresa	2	2	0.5	5

Tabla 23

Información sobre las Empresas (En Miles de Soles)

Periodo (2015-2018)	BCP	Scotiabank	Interbank	B. Pichincha
Promedio de Colocaciones Directas	81'372,554	40'680,376	27'925,472	6'618,370
Promedio de Captaciones	73'946,172	32'677,090	28'178,309	5'404,225
Promedio de Patrimonio	14'416,870	7'252,066	4'449,593	735,921
Promedio de Ratio de Morosidad (Según Días de Incumplimiento)	2.69	3.16	2.62	3.75

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2015- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 24

Lista de Empresas Adquirientes y Adquiridas

Fecha	Adquiriente	Adquirida
2014	BCP-Credicorp Ltd. - Financiera Edyficar S.A	Mibanco
2018	Grupo Crédito S.A y el BCP	Fondo de inversión Bamboo Capital Partners (*)
2015	Scotiabank	Citibank Perú
2018	Scotiabank	Cencosud (*)
2017	Intercorp - Intercorp Financial Services inc. E Interseguro	Seguros Sura y Sura Empresa Administradora Hipotecaria
2018	Intercorp Financial Services Inc.	Bancolombia Panamá S.A., Bancolombia Puerto Rico Internacional Inc. e Itaú Corpbanca NY Branch (*)
2001	Banco Pichincha (ex-Banco Financiero del Perú)	Banco NBK Bank
2011	Banco Pichincha (ex-Banco Financiero del Perú)	América Financiera (*)

Nota. (*) Estas adquisiciones serán mencionadas a manera informativa pero no serán evaluadas.

4.1.1 Banco de Crédito del Perú (BCP)

Descripción de la empresa. El Banco de Crédito del Perú (BCP), es una sociedad anónima constituida el 3 de abril de 1889, cuyo objeto social es favorecer el desarrollo de las actividades comerciales y productivas en el Perú, con este fin está facultado a captar y colocar recursos financieros y efectuar todo tipo de servicios bancarios y operaciones que corresponden a los bancos múltiples (BVL, 2019b).

Misión. Promover el éxito de sus clientes a través de soluciones financieras adecuadas para sus necesidades, facilitar el desarrollo de sus colaboradores, generar valor para sus accionistas y apoyar el desarrollo sostenido del país (BCP, 2011).

Visión. Ser líder en todos los segmentos y productos que se ofrecen (BCP, 2011).

Historia. El 09 de abril de 1889 se da inicio de operaciones en el BCP, en 1942 pasó de ser llamado Banco Italiano a ser Banco de crédito del Perú, posteriormente en 1988 se presenta mejoras en el servicio gracias a la instalación de red de cajeros automáticos. En 1993 el BCP adquirió el Banco popular de Bolivia. En 1994, con el fin de brindar una atención aún más especializada, creando Credifondo, una nueva empresa subsidiaria dedicada a la promoción de los fondos mutuos y estableciéndose al año siguiente Credileasing (BCP Newsletter, 2019).

Caso de estudio. Adquisición 93% de acciones de Mi Banco (2014). *“Mibanco: empresa establecida desde 1998 líder en microcréditos que proporciona servicios financieros a pequeños y microempresarios”*. En febrero del 2014, Credicorp adquiere Mibanco a través de su subsidiaria Financiera Edyficar S.A (“Edyficar”) logrando una participación mayoritaria del Grupo ACP en Mibanco (60.68% del total de acciones) por US\$179’484,000.00. Con la compra de la microfinanciera más importante del Perú y de la región, el grupo dueño del Banco de Crédito del Perú (BCP) se convirtió en el líder absoluto del sector y en marzo del 2015 de acuerdo con los hechos de Importancia informados por Financiera Edyficar y publicados en el portal de la SMV, Credicorp mantendría la marca Mibanco siendo la absorbe Edyficar, lo cual llevó a la consolidación de líder en las microfinanzas del mercado peruano. Al cierre del año 2017, Mibanco mostró un valor de cartera de S/ 9,471 millones y una utilidad neta de S/ 362 millones, con lo cual se reafirma un claro liderazgo en el segmento de microempresas y PYMES (“Credicorp aumenta su participación en Mibanco hasta 98.65%,” 2018).

A manera informativa se mencionará una reciente adquisición efectuada en el año 2018 que no será evaluada por no contar la información suficiente para la realización de un análisis. En abril del 2018 los vehículos controlados por Credicorp Ltd. Grupo Crédito S.A y

el Banco de Crédito del Perú (BCP), realizaron la adquisición del fondo de inversión Bamboo Capital Partners, accionariado minoritario de Mibanco, pasando a controlar el 98.65% de acciones de Mibanco, según datos de la SMV. Esto “refuerza y consolida la apuesta de Credicorp en el negocio microfinanciero. Adicionalmente, esta transacción confirma el compromiso de Credicorp Ltd. de buscar nuevas fuentes de generación de valor de largo plazo para sus accionistas”, dijo el Grupo en un comunicado (“Credicorp aumenta su participación,” 2018).

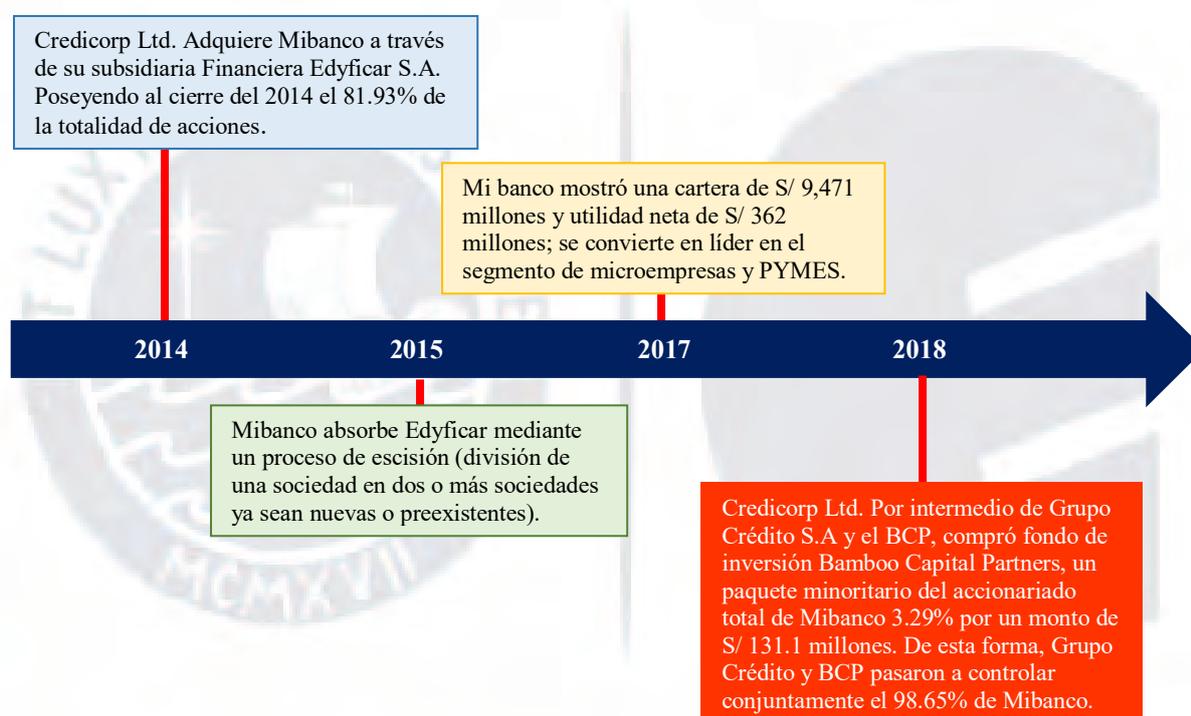


Figura 12. Línea de tiempo, hechos de importancia Credicorp Ltd.- BCP.

Análisis financiero del caso de estudio: Con la finalidad de realizar un análisis financiero y económico del Banco de Crédito del Perú, se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados) proporcionados por la base de datos de la Super Intendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para el periodo 2013-2018. Luego con la finalidad de poder apreciar el comportamiento contable de la empresa luego de la adquisición en el citado periodo se procedió a realizar un análisis contable horizontal relativo del estado de situación

financiera y estado de resultados; en lo que respecta a la rentabilidad en general, se analizaron los ratios financieros, se enfrentaron los resultados obtenidos de ingresos por intereses versus EBITDA, así como también se hace una comparación entre el ROE y el ROA del periodo para determinar si la empresa ha generado o destruido valor luego de la adquisición y finalmente a manera de validar aún más los resultados se hace una comparación con los resultados promedios obtenidos por el mercado en este periodo.

Tabla 25

Variaciones del Estado de Resultados BCP 2014-2018

Estado de resultados	2018	2017	2016	2015	2014
Ingresos por Intereses	4.51%	-0.52%	-19.00%	15.68%	22.81%
Gastos de Intereses	0.26%	2.20%	-8.35%	11.23%	7.77%
Margen financiero bruto	6.31%	-1.63%	-22.67%	17.30%	29.37%
Provisión de Créditos de cobranza Dudosa	-16.25%	-11.46%	-24.73%	10.08%	41.54%
Ganancia neta por diferencia de cambio					
Margen financiero Neto	13.58%	2.02%	-22.15%	14.05%	26.33%
Ingresos no financieros					
Comisiones por servicios bancarios, neto	4.97%	4.52%	0.63%	10.31%	11.29%
Resultado productos financieros derivados					
Participación en las utilidades de las inversiones Subsidiarias					-
Ganancia neta en valores	-66.08%	-64.66%	-66.00%	557.63%	180.28%
Ganancia neta en operaciones de cambio	12.64%	-6.41%	-11.51%	62.09%	-11.26%
Otros ingresos no financieros	78.30%	53.97%	7.64%	52.72%	-37.08%
	6.72%	3.99%	-0.12%	34.25%	11.08%
Gastos Operativos					
Remuneraciones y beneficios sociales	7.64%	2.45%	-32.15%	11.98%	23.31%
Generales y administrativos	5.47%	5.14%	-14.15%	8.05%	17.00%
Depreciación y amortización	4.84%	3.48%	-22.28%	1.65%	18.84%
Provisión para bienes adjudicados	1466.29%	-90.47%	576.28%	-62.28%	-39.88%
Impuestos y contribuciones	9.96%	-4.57%	-4.02%	11.23%	9.60%
Otros gastos operativos	41.73%	6.12%	-17.48%	-16.13%	10.98%
	8.07%	3.03%	-23.67%	8.76%	19.64%
Ganancia neta por diferencia en cambio					
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	12.42%	2.84%	-1.26%	40.28%	21.35%
Impuesto a la renta	14.36%	12.60%	-19.37%	25.20%	34.57%
Utilidad neta de las operaciones continuadas	11.84%	2.14%	4.21%	47.21%	16.11%
Utilidad neta de las operaciones discontinuadas					
Utilidad neta	11.84%	2.14%	4.21%	47.21%	15.63%

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2014- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 26

Variaciones del Estado de Situación Financiera BCP 2014-2018

Estado de situación financiera	2018	2017	2016	2015	2014
Activo					
Caja y canje	22.87%	24.17%	4.62%	-23.62%	24.09%
Depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú	-13.42%	76.94%	-37.14%	-4.75%	-10.43%
Depósitos en bancos del país y del exterior	-50.54%	-11.41%	-0.88%	-14.92%	27.23%
Fondos sujetos a restricción	-49.23%	-34.54%	5.38%	155.06%	2459.87%
Rendimientos devengados del disponible	330.21%	115.01%	154.16%	45.16%	-87.78%
Fondos interbancarios	-19.02%	14.14%	-14.92%	15.85%	16.33%
A valor razonable con cambios en resultados	-54.97%	370.98%	-51.62%	125.73%	-78.33%
Disponibles para la venta	-96.50%	-6.94%	66.43%	-30.24%	61.61%
A vencimiento	21.05%	80.83%	-9.92%	-11.86%	-32.41%
	-9.22%	-16.32%	33.48%	29.54%	294.06%
Cartera de créditos, neto	-2.15%	29.94%	13.38%	-5.52%	-5.31%
Inversiones en subsidiarias y asociadas	11.63%	5.00%	3.08%	-0.77%	23.35%
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	12.48%	4.91%	-20.74%	4028.82%	12.77%
Otros activos, neto	-6.42%	-5.71%	-7.67%	-20.31%	16.21%
Total, activo	32.32%	-7.07%	-21.16%	11.15%	28.91%
Riesgos y compromisos contingentes	3.52%	9.13%	-1.48%	3.96%	18.22%
	154.51%	-2.67%	13.61%	-13.96%	40.51%
Pasivo					
Depósitos y obligaciones	8.32%	14.99%	-5.53%	-1.19%	12.36%
Fondos interbancarios	14.20%	55.25%	-22.46%	34.11%	-29.67%
Cuentas por pagar por pactos de recompra	-36.14%	-17.07%	9.69%	79.37%	179.02%
Deudas a bancos, corresponsales y otras entidades	9.52%	-6.76%	-4.79%	-27.80%	17.11%
Valores, títulos y obligaciones en circulación	-4.08%	8.65%	1.35%	5.37%	12.98%
Otros pasivos	6.34%	21.51%	-17.85%	12.18%	46.99%
Total, pasivo	2.43%	8.81%	-3.26%	2.49%	17.81%
Patrimonio					
Capital social	10.55%	12.27%	20.71%	23.95%	25.85%
Reserva legal	10.76%	12.26%	20.71%	23.96%	25.85%
Reserva facultativa					
Resultados no realizados	-86.66%	235.29%	-827.28%	-100.80%	3.35%
Resultados por traslación	-82.58%	-7.49%	-95.24%	1029.41%	14.44%
Resultados acumulados	21.69%	12.14%	4.21%	46.64%	16.21%
Total, patrimonio	11.73%	11.59%	14.07%	21.85%	19.40%
Intereses no controlador					
Total, pasivo y patrimonio	3.52%	9.13%	-1.54%	3.99%	18.08%

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2014- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 27

Ratios Financieros BCP Versus Promedio Del Mercado 2013-2018 (%)

Ratios financieros	Promedio mercado	Promedio 6 años	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Solvencia								
Ratio de Capital Global	14.66	14.81	14.51	15.48	15.54	14.02	14.79	14.50
Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces)	8.89	11.07	9.02	9.68	9.84	12.05	12.36	13.47
Calidad de activos								
Créditos Atrasados (criterio SBS)* / Créditos Directos	2.95	2.56	2.66	2.97	2.71	2.43	2.30	2.27
Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos	2.55	1.75	2.21	2.44	2.22	1.88	0	
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	1.49	0.90	1.29	0.91	0.91	0.87	0.81	0.62
Créditos Atrasados MN (criterio SBS)* / Créditos Directos MN	3.23	3.32	3.47	3.78	3.32	2.71	3.15	3.51
Créditos Atrasados ME (criterio SBS)* / Créditos Directos ME	2.36	1.51	1.38	1.66	1.71	1.95	1.32	1.06
Provisiones / Créditos Atrasados	153.58	150.02	143.03	139.59	154.63	157.12	153.92	151.85
Eficiencia y gestión								
Gastos de Administración Anualizados / Activo Productivo Promedio	3.19	3.01	2.94	2.83	2.79	3.01	3.25	3.26
Gastos de Operación / Margen Financiero Total	42.17	41.01	40.14	39.66	38.81	38.59	42.82	46.02
Ingresos Financieros / Ingresos Totales	81.46	79.06	77.50	78.73	79.47	80.12	79.03	79.51
Ingresos Financieros Anualizados / Activo Productivo Promedio	8.91	8.24	7.94	8.00	8.10	8.57	8.50	8.33
Créditos Directos / Personal (S/ Miles)	4,289.00	3,551.33	4,253.00	3,873.00	3,864.00	3,521.00	3,119.00	2,678.00
Depósitos / Número de Oficinas (S/ Miles)	119,891.96	164,714.03	200,309.02	180,449.10	153,915.37	158,521.17	145,629.57	149,459.93
Rentabilidad								
Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio Promedio	18.41	22.51	21.27	21.32	23.49	25.76	21.37	21.82
Utilidad Neta Anualizada / Activo Promedio	2.21	2.29	2.62	2.42	2.41	2.47	1.98	1.85
Liquidez								
Ratio de Liquidez MN (Promedio de saldos del mes)	27.02	31.21	30.76	39.93	31.09	26.68	23.35	35.46
Ratio de Liquidez ME (Promedio de saldos del mes)	44.46	41.08	38.53	41.92	35.63	36.98	46.57	46.83
Caja y Bancos MN / Obligaciones a la Vista MN (N° de veces)	0.21	0.31	0.20	0.24	0.20	0.25	0.37	0.58
Caja y Bancos en ME / Obligaciones a la Vista ME (N° de veces)	1.38	1.22	1.13	1.33	0.84	1.15	1.31	1.55

Nota. Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

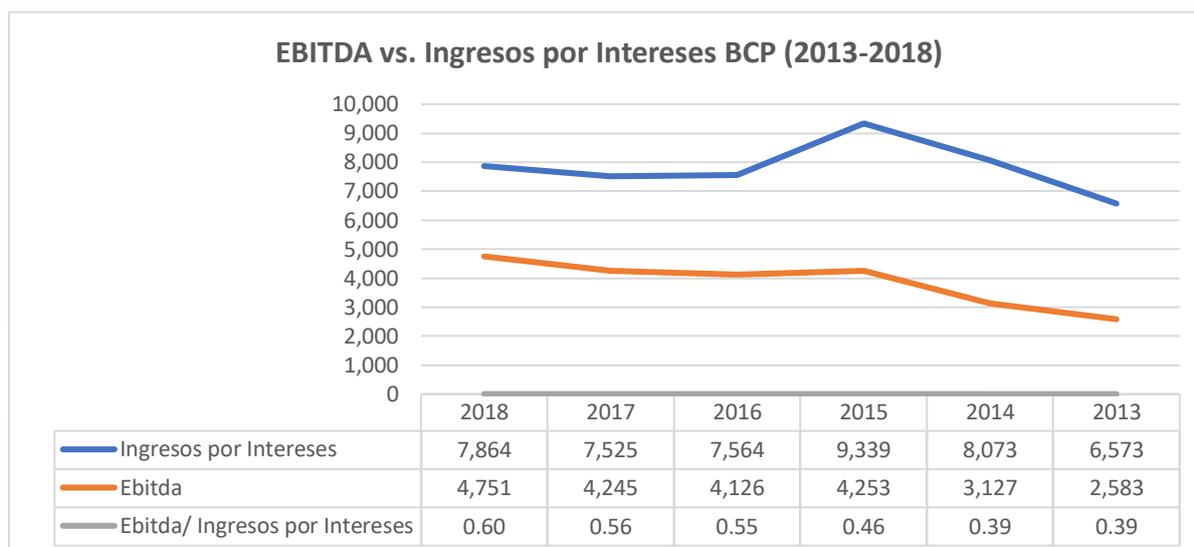


Figura 13. EBITDA versus ingresos por intereses BCP (2013-2018).

Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018,” por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS)

(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

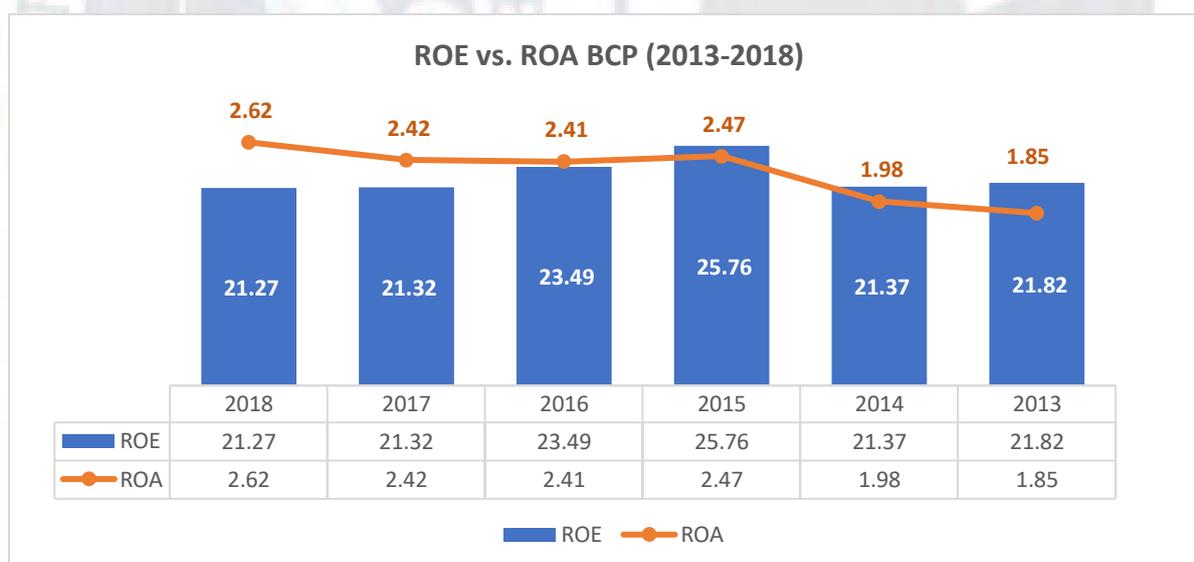


Figura 14. ROE versus ROA BCP (2013-2018).

Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018,” por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS)

(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Como se ha podido apreciar en la información mostrada durante los años 2013 al 2018 el Banco de Crédito de Perú de manera general ha venido atravesando una etapa de constante de crecimiento, lo cual se ve reflejado en los indicadores que a continuación presentamos:

Los ingresos por intereses en el año 2015 luego de la adquisición crecieron a 15.68%, aunque en los años siguientes el crecimiento fue moderadamente llegando en el año 2018 a 4.51% debido esto principalmente a un escenario de bajo crecimiento de la economía peruana (3.3% de expansión) y a la alta volatilidad registrada en los mercados financieros internacionales, generada por la desaceleración de la economía China y la caída de los precios de los minerales e hidrocarburos; lo cual repercutió en toda la región latinoamericana; de acuerdo a lo mencionado en la memoria anual 2015 BCP. Por otro lado, a pesar de esta situación el indicador financiero EBITDA el cual nos permite analizar el desempeño operativo de la empresa, presentó un crecimiento sostenido a lo largo del periodo estudiado, lo cual fue refrendado por el ratio margen EBITDA/Ingresos por Intereses el cual en el año 2018 llegó a 60% en esa misma sintonía el ratio ROA mostró un crecimiento constante, mientras que el ROE tuvo un crecimiento más moderado presentando una ligera desaceleración entre los años 2016 al 2018 debido por los motivos antes descritos, afectando a los accionistas. Por otra parte, particularmente en lo que respecta a la adquisición de Mibanco a pesar del complicado escenario experimentado en el año 2015 la utilidad neta ascendió a S/ 221.6 millones, equivalente a 14.6% de rentabilidad sobre el patrimonio promedio, significativamente mayor al 7.0% del año 2014.

4.1.2 Banco Scotiabank

Descripción de la empresa. Scotiabank Perú S.A.A. es una institución bancaria peruana, subsidiaria de The Bank of Nova Scotia (BNS). Es el tercer banco más grande de Canadá con gran presencia a nivel internacional, dueño en forma directa e indirecta de un 98.05% de su capital social. El Grupo Scotiabank es una de las corporaciones financieras más importantes del Perú, está se encuentra conformada por entidades vinculadas al negocio financiero y al mercado de capitales, las cuales son las siguientes: CrediScotia Financiera, Scotia Fondos, Scotia Titulizadora, Scotia SAB y SCI, Pro Futuro AFP, la cual es una de las

administradoras de fondos de pensiones más importantes en el país. Scotiabank tiene una estructura en la que las unidades de negocio reportan a la casa matriz, utilizando modelos de gestión de operación de negocios, cuentan con herramientas informáticas y de control vinculadas entre sí a nivel mundial. Scotiabank es el tercer banco más grande del Perú y brinda servicios a más de un millón 300 mil clientes mediante sus actividades de banca múltiple: banca retail, corporativa, empresarial, institucional y de inversión (Class & Asociados S.A., 2017).

Misión. Crear y distribuir productos de Fondos Mutuos y Fondos de Inversión de alta calidad, que satisfagan en exigencias de riesgo, rentabilidad y disponibilidad, asegurando relaciones de largo plazo con nuestros clientes.

Visión. Ser reconocidos como la administradora de Fondos Mutuos que provee a sus clientes asesoría y soluciones innovadoras de inversión, de acuerdo con sus diferentes perfiles de riesgo y necesidades financieras.

Historia. Scotiabank Perú forma parte de The Bank of Nova Scotia (BNS), es una de las instituciones financieras más importantes de Norteamérica y el banco canadiense con mayor presencia y proyección internacional. Scotiabank nace a partir del proceso de reorganización social simple entre el Banco Wiese Sudameris (cuyo origen se remonta a 1943) y el Banco Sudamericano (creado en 1992), los cuales fueron adquiridos con una participación mayoritaria de: The Bank of Nova Scotia (BNS). El 13 de mayo del 2006, se concretó la fusión de ambas instituciones (BWS y Banco Sudamericano) en una sola, con lo cual Scotiabank inicia formalmente sus operaciones en el Perú. En mayo del año 2015, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) autorizó a Scotiabank la operación de compra de los negocios de banca personal y comercial del Citibank en Perú, valorizada en US\$295 millones. Con la finalidad de consolidar relaciones con clientes ya en cartera, además de atraer a nuevos clientes y aumentar la participación en colocar tarjetas de crédito y

créditos personales en el Perú. Dicha compra incluye a las agencias, empleados y otros activos relacionados con estas dos unidades de negocio. En ese mismo año (2015) su participación de mercado fue de 14.6% en depósitos, 14.7% en créditos directos y contando con un patrimonio de US\$ 1,790 millones y activos valorizados en US\$ 15,747 millones y ya para junio del año 2017, su participación del total de colocaciones brutas del sistema era de 17.40% y de 15.41% en el total de obligaciones con el público, los cuales incluyen los depósitos de IFI. En el año 2018 con la finalidad de potenciar el negocio de Retail Financiero en Perú, Scotiabank Perú adquiere una participación de un 51% de Cencosud en una operación Joint Venture, por un periodo de 15 años (Scotiabank, 2019).

Caso de estudio. Adquisición de cartera de créditos en banca de consumo y Retail a Citibank del Perú S.A. (2015). *“Citibank del Perú S.A. es una sociedad anónima peruana subsidiaria de Citibank, N.A. establecida en el Perú desde el año 2004 y que pertenece al grupo económico de Citigroup Inc. Constituida en EE.UU (matriz)”*. En mayo del año 2015 el banco Scotiabank Perú como parte de su estrategia empresarial de aumentar su participación de mercado de las tarjetas de crédito y préstamos personales en Perú y con la debida aprobación regulatoria de la Superintendencia de Banca y Seguros SBS, concretó la operación de compra de los negocios de banca personal y comercial de Citibank en el Perú por un valor de US\$295 millones, lo cual incluye a ocho agencias, 130,000 clientes, empleados y otros activos relacionados con estas dos unidades de negocio, con la finalidad de que luego de la transferencia, el enfoque del banco sea en el negocio corporativo, teniendo particular énfasis en atender al grupo de clientes institucionales a través de servicios de custodia, gestión de caja, comercio, derivados, impuestos, commodities y cambio de divisas, entre otros (NB, 2014; “Scotiabank cerró compra de banca personal y comercial del Citi,” 2015).

De manera informativa se menciona una reciente adquisición efectuada en el año 2018 que no será evaluada por no contar la información suficiente para la realización de un análisis. En el año 2018 Scotiabank adquirió el 51% de Cencosud en operación Joint Venture por 15 años, con la finalidad de permitir a Cencosud enfocarse en el sector retail, mientras que Scotiabank ayudaría a gestionar la cartera, reduciendo los riesgos operativos y dándole un soporte financiero para ampliar el negocio.

Cencosud es uno de los retail más grandes de América Latina y tiene una clasificación internacional BBB- con perspectiva estable que fue otorgada por Fitch Ratings y ratificada en enero 2019. Cencosud es dueño de la segunda cadena de supermercados del Perú, Wong y Metro, también la cuarta cadena de tiendas llamada Paris, asimismo cuenta con tiendas para el mejoramiento del hogar, centros comerciales y servicios financieros. También tiene corretaje de seguros y centros de entretenimiento (El Economista América, 2018).

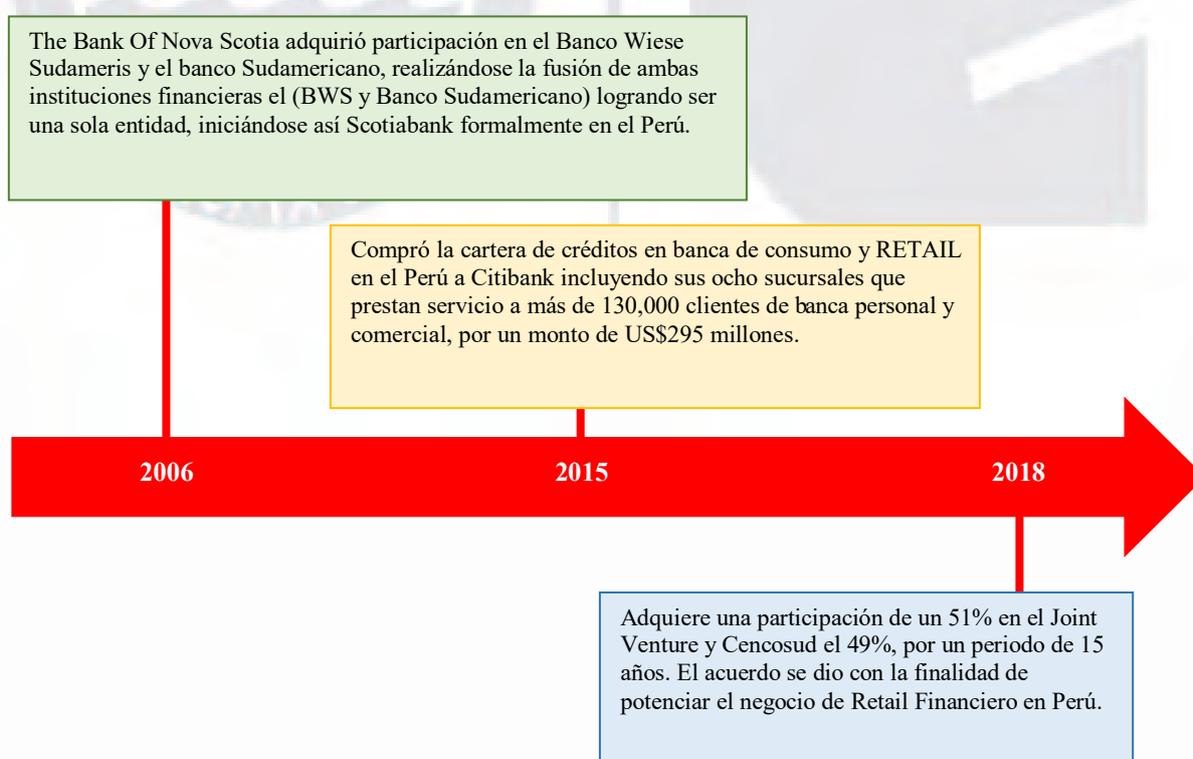


Figura 15. Línea de tiempo, hechos de importancia Scotiabank.

Análisis financiero del caso de estudio. Con la finalidad de realizar un análisis financiero y económico del Banco Scotiabank, se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados) proporcionados por la base de datos de la Super Intendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para el periodo 2013-2018. Luego con la finalidad de poder apreciar el comportamiento contable de la empresa luego de la adquisición en el citado periodo se procedió a realizar un análisis contable horizontal relativo del estado de situación financiera y estado de resultados; en lo que respecta a la rentabilidad en general, se analizaron los ratios financieros, se enfrentaron los resultados obtenidos de ingresos por intereses vs EBITDA, así como también se hace una comparación entre el ROE y el ROA del periodo para determinar si la empresa ha generado o destruido valor luego de la adquisición y finalmente a manera de validar aún más los resultados se hace una comparación con los resultados promedios obtenidos por el mercado en este periodo.

Tabla 28

Variaciones del Estado de Resultados Scotiabank 2014-2018

Estado de resultados	2018	2017	2016	2015	2014
Ingresos por Intereses	4.81%	6.30%	13.86%	64.52%	8.01%
Gastos de Intereses	-0.92%	5.26%	27.81%	72.46%	-0.69%
Margen financiero bruto	6.65%	6.63%	9.95%	62.43%	10.56%
Provisión de Créditos de cobranza Dudosa	4.50%	9.75%	11.46%	105.30%	-2.78%
Margen financiero Neto	7.69%	5.18%	9.27%	48.30%	15.80%
Ingresos por servicios financieros	1.46%	-4.08%	12.37%	17.31%	4.82%
Gastos por servicios Financieros					
Margen financiero Neto de ingresos y gastos por servicios financieros	6.39%	3.11%	9.95%	40.17%	12.70%
Resultados por operaciones financieras	-5.00%	2.31%	-30.84%	2.25%	-12.14%
Gastos de Administración	4.83%	1.95%	0.48%	49.84%	4.01%
Depreciación	-2.18%	-3.24%	-3.26%	27.55%	9.41%
Amortización	2.50%	-6.74%	0.34%	51.44%	28.94%
Margen Operacional Neto	6.09%	4.44%	8.39%	19.08%	9.58%
Provisión Contingencias	54.83%	29.17%	-34.75%	162.40%	-6.99%
Resultados de operación	4.93%	3.97%	9.78%	17.02%	9.86%
Otros ingresos netos	166.71%	20.04%	-14.01%	-79.71%	214.85%
Resultados Antes Imp a la Renta	6.29%	4.08%	9.56%	12.05%	13.66%
Impuesto a la Renta	9.18%	3.72%	-3.25%	29.91%	19.14%
Resultado Neto	5.24%	4.22%	15.11%	5.75%	11.85%

Nota. Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2014- 2018”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 29

Variaciones del Estado de Situación Financiera Scotiabank 2014-2018

Estado de situación financiera	2018	2017	2016	2015	2014
Activo					
Caja	15.30%	47.72%	-18.62%	12.29%	0.01%
Depósitos en el Banco Central de Reserva de Perú	63.22%	-48.27%	4.45%	30.15%	-43.11%
Depósitos en bancos del país y del exterior	-57.68%	107.83%	10.01%	-23.21%	24.80%
Canje	-44.34%	-32.48%	-7.65%	1445.45%	-96.87%
Disponible restringido	3.54%	-73.48%	-0.90%	13.87%	8.71%
	33.98%	-30.71%	1.79%	23.49%	-36.48%
Fondos interbancarios	-0.45%	19.84%	780.12%	-90.00%	102.24%
Inversiones disponibles para la venta					
Cartera de créditos, neto	9.11%	14.10%	1.95%	5.62%	10.33%
Cuentas por cobrar, neto	-1.68%	12.00%	9.07%	-0.32%	63.80%
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	-6.15%	5.51%	-17.72%	-9.86%	22.14%
Impuesto a la renta diferido	-1.25%	2.58%	-8.95%	-11.42%	-29.68%
Otros activos, neto	5.03%	-58.92%	212.13%	-27.38%	-13.87%
Total, Activo	8.13%	10.51%	2.15%	5.55%	8.06%
Riesgos y compromisos contingentes	-6.42%	2.29%	9.61%	-11.51%	-7.93%
Pasivo					
Obligaciones con el público y depósitos de empresas del sistema financiero:					
Depósitos a la vista	15.48%	58.04%	-25.17%	-1.75%	-20.10%
Depósitos de ahorro	9.52%	45.99%	81.11%	-1.20%	28.14%
Depósitos a plazo	8.93%	13.48%	-2.19%	8.90%	20.88%
Otras obligaciones	17.48%	10.97%	-8.76%	12.52%	-4.68%
	9.04%	15.96%	1.11%	8.43%	20.82%
Adeudos y obligaciones financieras	-6.03%	-5.23%	-11.47%	-7.61%	0.11%
Provisiones y otros pasivos	27.29%	-33.94%	57.39%	19.75%	-26.74%
Total, Pasivo	6.20%	8.16%	-0.79%	3.58%	11.54%
Patrimonio neto					
Capital social	24.74%	25.06%	20.90%	0.00%	0.00%
Reserva lega	20.30%	19.68%	28.55%	18.75%	19.22%
Resultados no realizados	-114.88%	98.07%	-1393.75%	-78.38%	0.00%
Resultados acumulados	-0.32%	18.04%	15.26%	80.80%	-40.57%
Total, patrimonio neto	16.66%	22.26%	19.99%	19.31%	-11.27%
Total, pasivo y patrimonio neto	8.13%	10.51%	2.15%	5.55%	8.06%
Riesgos y compromisos contingentes	-6.42%	2.29%	9.61%	-11.51%	-7.93%

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2014- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 30

Ratios Financieros Scotiabank 2013-2018

Ratios financieros	Promedio Mercado	Promedio 6 años	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Solvencia								
Ratio de Capital Global	14.66	13.89	14.13	15.13	14.40	13.50	13.20	13.00
Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces)	8.89	8.81	7.63	7.51	8.52	10.39	8.89	9.93
Calidad de activos								
Créditos Atrasados (criterio SBS)* / Créditos Directos	2.95	2.86	3.53	3.15	3.08	2.89	2.43	2.06
Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos	2.55	2.71	3.08	2.76	2.57	2.43		
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	1.49	0.78	1.30	1.05	0.84	0.56	0.52	0.43
Créditos Atrasados MN (criterio SBS)* / Créditos Directos MN	3.23	2.83	3.59	3.32	2.84	2.32	2.52	2.40
Créditos Atrasados ME (criterio SBS)* / Créditos Directos ME	2.36	2.98	3.41	2.87	3.58	3.91	2.35	1.76
Provisiones / Créditos Atrasados	153.58	140.81	128.90	137.74	132.56	132.29	142.83	170.54
Eficiencia y gestión								
Gastos de Administración Anualizados / Activo Productivo Promedio	3.19	2.62	2.45	2.46	2.44	2.57	2.79	2.99
Gastos de Operación / Margen Financiero Total	42.17	38.25	36.96	37.00	37.37	38.29	39.74	40.14
Ingresos Financieros / Ingresos Totales	81.46	82.60	83.16	83.67	83.11	83.80	80.27	81.58
Ingresos Financieros								
Anualizados / Activo Productivo Promedio	8.91	7.71	7.79	7.90	7.62	7.44	7.53	7.99
Créditos Directos / Personal (S/ Miles)	4,289.00	6,421.83	7,499.00	7,028.00	6,611.00	6,600.00	5,697.00	5,096.00
Depósitos / Número de Oficinas (S/ Miles)	119,891.96	144,168.05	162,577.41	157,446.75	143,127.04	147,854.74	117,637.17	136,365.19
Rentabilidad								
Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio Promedio	18.41	17.02	15.28	15.89	17.40	17.26	18.26	18.03
Utilidad Neta Anualizada / Activo Promedio	2.21	2.14	2.12	2.13	2.09	1.94	2.27	2.27
Liquidez								
Ratio de Liquidez MN (Promedio de saldos del mes)	27.02	21.18	15.47	24.89	16.11	19.11	23.31	28.19
Ratio de Liquidez ME (Promedio de saldos del mes)	44.46	46.37	43.44	38.69	42.80	42.73	49.05	61.50
Caja y Bancos MN / Obligaciones a la Vista MN (N° de veces)	0.21	0.30	0.12	0.19	0.18	0.30	0.40	0.59
Caja y Bancos en ME / Obligaciones a la Vista ME (N° de veces)	1.38	1.48	1.74	1.33	1.33	1.58	1.56	1.34

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

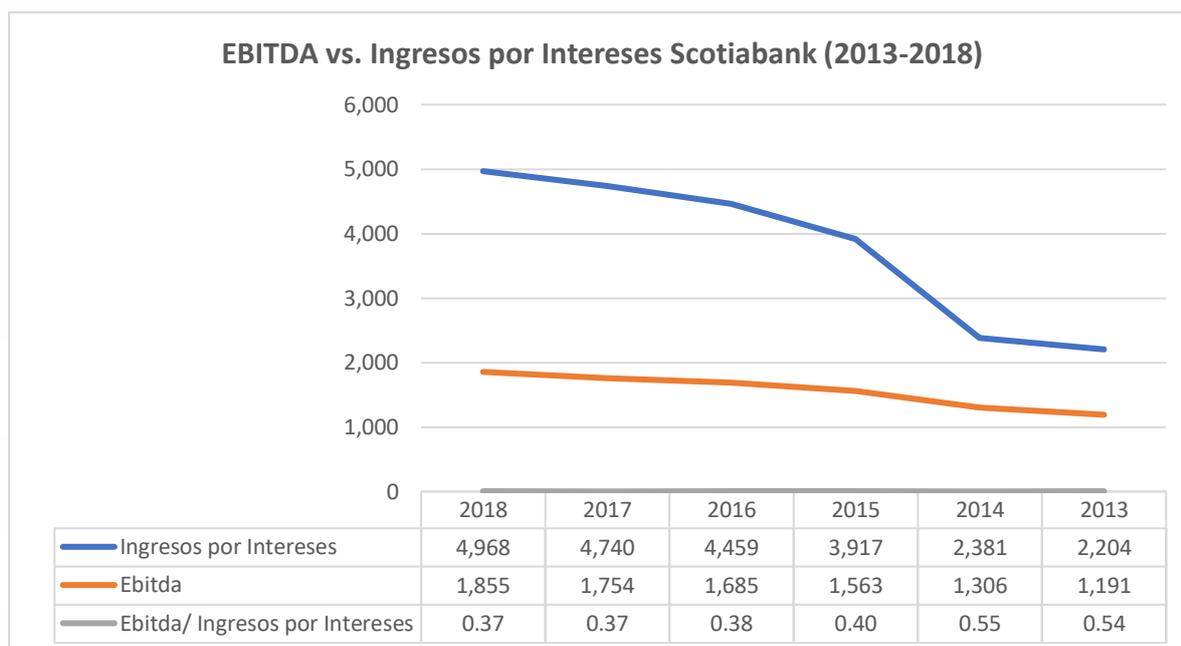


Figura 16. EBITDA versus ingresos por intereses Scotiabank (2013-2018).

Adaptado de “*Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018*”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

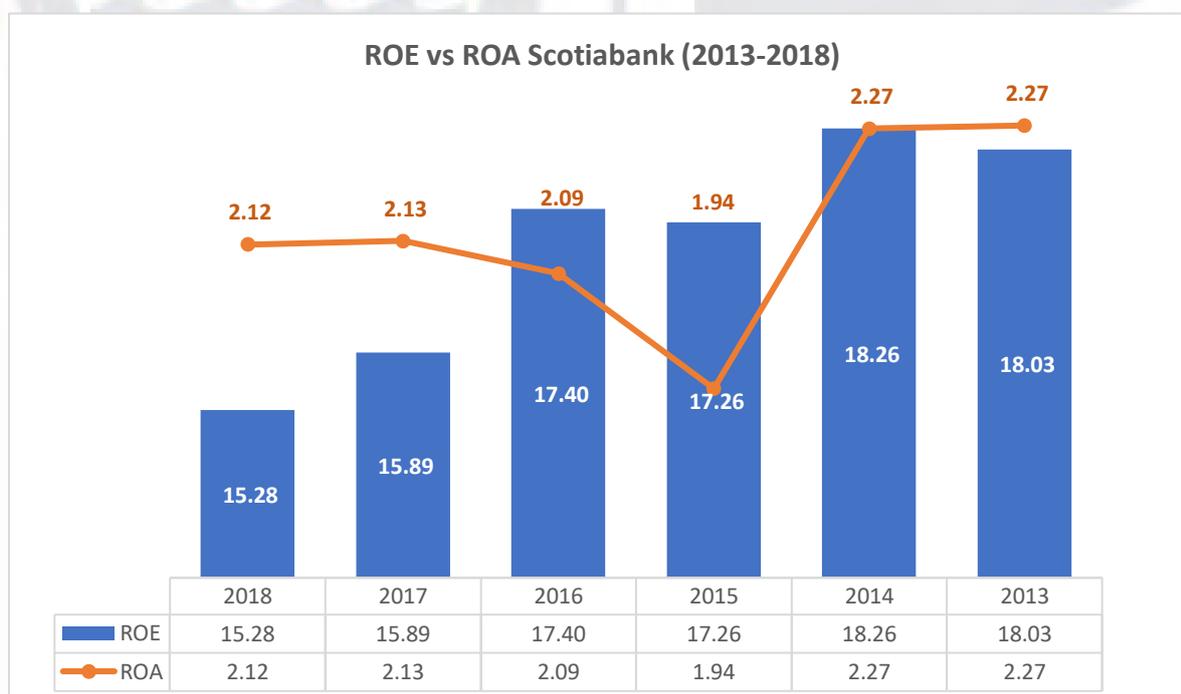


Figura 17. ROE versus ROA Scotiabank (2013-2018).

Adaptado de “*Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018*”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Como se ha podido apreciar en la información mostrada durante los años 2013 al 2018 el Banco Scotiabank de manera general ha venido atravesando una etapa de crecimiento moderado, lo cual se ve reflejado en los indicadores que a continuación presentamos: Los ingresos por intereses en el año 2015 luego de la adquisición crecieron a 64.52%, aunque en los tres años siguientes tuvieron una desaceleración llegando en el año 2018 a obtener solo un 4.81% de crecimiento debido esto principalmente a que en el año 2015 se presentó un escenario de bajo crecimiento de la economía peruana (3.3% de expansión), una inflación anual de 4.4%, una caída en los precios de los commodities en el mercado internacional y el debilitamiento de las cuentas externas y fiscales del Perú; lo cual afectó la calidad de la cartera del sistema bancario al subir el ratio de morosidad de 2.47% en el 2014 a 2.53% en el 2015 y lo cual motivó a que con el objeto de mantener un portafolio de colocaciones saludable, aminorar el riesgo cambiario en un entorno de volatilidad que afectaba el tipo de cambio, durante el año 2015 decidieron convertir una parte importante de su portafolio de dólares a nuevos soles, teniendo como resultado el 64% de la cartera en moneda nacional; de acuerdo con lo mencionado en la memoria anual 2015 Scotiabank.

Por otro lado, a pesar de esta situación el indicador financiero EBITDA el cual nos permite analizar el desempeño operativo de la empresa, presentó un crecimiento sostenido a lo largo del periodo estudiado, lo cual no fue del todo refrendado por el ratio margen EBITDA/Ingresos por Intereses el cual presentó una ligera caída en el año 2015 y luego se mantuvo más o menos constante cerrando el año 2018 en 37% en esa misma sintonía el ratio ROA presentó una desaceleración en el año 2015 y posteriormente una moderada recuperación entre los años 2016 al 2018, mientras que el ROE en el año 2015 decreció y en el año 2016 mostró una recuperación para luego volver a presentar una ligera caída en los años 2017 y 2018, debido a los motivos antes descritos, afectando a los accionistas. Por otra parte, particularmente en lo que respecta a la adquisición del negocio de Banca Personas y

Comercial de Citibank del Perú y teniendo en consideración el complicado escenario experimentado en el año 2015 permitió incrementar la participación de mercado, tanto en tarjetas de crédito como en el segmento Premium, agregando cerca de 130 mil clientes y una alianza exclusiva con American Airlines con la finalidad de poder ofrecer más productos y servicios.

4.1.3 Banco Interbank

Descripción de la empresa. Interbank (IBK) es un banco comercial orientado al segmento de personas y ocupa el cuarto lugar del mercado de créditos y depósitos con una participación de 11.8% y 12.3%, respectivamente, a julio 2018, y disputa el primer lugar en tarjetas de créditos con el BCP, con una cuota de 24.6%. Además, cuenta con la segunda red de cajeros más grande del sistema, sumando 1,975, los cuales incluyen monederos y 270 oficinas. Pertenece a Intercorp Financial Services Inc. Con una participación de 99.3%, holding financiero controlado por la familia peruana Rodríguez Pastor (76.5% de participación) (Interbank, 2018).

Misión. Acompañamos a los peruanos a alcanzar sus sueños, hoy.

Visión. Ser el mejor banco a partir de las mejores personas.

Historia. El Banco Internacional del Perú “Interbank” se fundó el 1 de mayo de 1897, e inició sus operaciones el 17 del mismo mes con un Directorio presidido por el Sr. Elías Mujica. Su primer local estuvo ubicado en la calle Espaderos, hoy Jirón de la Unión. En 1934 comenzó el proceso de descentralización administrativa, siendo Chiclayo y Arequipa las primeras agencias en abrirse, seguidas un año después por las de Piura y Sullana. La política de expansión se intensificó de manera notable en 1942, adquiriendo una propiedad en la Plazuela de la Merced y otra en la calle Lescano, donde se construyó el edificio "Sede La Merced", cuyos bellos acabados han llevado al Instituto Nacional de Cultura a catalogarlo como Monumento Histórico. En el pasado, el accionariado del banco incluyó capitales

vinculados a la agroindustria, como La Fabril S.A. y W.R. Grace Co. En la década de los setenta, el Chemical Bank de Nueva York participó en el accionariado y fue responsable de la gerencia del banco. En 1970, el Banco de la Nación adquiere el mayor porcentaje de las acciones del banco, convirtiéndose de esta forma en miembro de la Banca Asociada del país. El 20 de julio de 1994 un grupo financiero liderado por el Dr. Carlos Rodríguez-Pastor Mendoza, e integrado por grandes inversionistas como Nicholas Brady (ex secretario del Tesoro de los EE. UU.), entre otros, se convirtió en el principal accionista del banco al adquirir el 91% de las acciones disponibles.

En 1996 se decidió cambiar el nombre a Interbank, empezando una nueva forma de hacer banca en el Perú, y con el objetivo de convertir cada agencia en una auténtica tienda financiera donde los clientes podían encontrar productos y servicios financieros brindados con la asesoría necesaria y una atención especial, ágil, conveniente, cercana e innovadora. La inauguración de la sede principal Torre Interbank, ubicada entre las avenidas Javier Prado y Paseo de la República, en el 2001, marca el inicio de una nueva era, con mejores servicios integrados y tecnología de avanzada.

En el año 2005 se implementaron las tiendas Money Market dentro de los locales de Supermercados Peruanos orientadas a brindar servicios bancarios en horarios extendidos de lunes a domingo de 9:00 a.m. a 9:00 p.m. Iniciativa sin precedentes en el sistema financiero nacional. Desde inicios de 2007 y hasta fines de 2008, Interbank llevó a cabo un agresivo proceso de crecimiento que buscaba duplicar la red de distribución. De este modo, el número de tiendas de Interbank pasó de 111 a fines de 2006 a 207 al cierre de 2008. Igualmente, el número de cajeros pasó de 701 a 1,400 en el mismo período.

La expansión de Interbank incluyó, en el 2007, la apertura de la oficina de representación comercial del entonces Grupo Interbank en Shangai con la finalidad de contribuir a dinamizar el intercambio comercial con China. Ésta fue la primera oficina de una

empresa peruana en el país asiático. Producto del fuerte crecimiento y desempeño del banco, en el 2010 las tres principales clasificadoras de riesgo lo calificaron como una empresa con grado de inversión. Ello permitió realizar dos importantes emisiones de deuda en los mercados internacionales. En marzo de 2012 Interbank continuó innovando su oferta internacional al inaugurar su Oficina de Representación Comercial en Sao Paulo, Brasil, el quinto socio comercial del Perú. Con este gran paso, Interbank busca asesorar tanto a empresarios peruanos como brasileños a concretar negocios exitosos e identificar oportunidades de inversión.

Asimismo, en noviembre de 2017, Interbank Financial Service (IFS) concretó la compra de Hipotecaria Sura Empresa Administradora Hipotecaria S.A. y Seguros Sura S.A. En cuanto a las inversiones en canales digitales, el Banco cuenta con un laboratorio de innovación que le permite impulsar las mejoras de los productos digitales ofrecidos. Así, en el 2018 lanzó un nuevo app para facilitar el acceso a descuentos y beneficios de sus clientes Cuenta Sueldo, así como también desarrolló nuevas funcionalidades disponibles únicamente a través de plataformas digitales, tales como la conversión a pagos en cuotas y la alcancía virtual. Respecto a esta última, cabe destacar que representó alrededor del 20% del crecimiento en depósitos del 2018. Adicionalmente, IBK habilitó la apertura de cuentas para clientes retail a través del app del Banco; así como la de cuentas de negocios mediante plataformas digitales. Hoy Interbank es una de las principales instituciones financieras del país enfocado en brindar productos innovadores y un servicio conveniente y ágil a más de 2 millones de clientes (Interbank, 2019; y Apoyo & Asociados, 2019).

Caso de estudio: Adquisición del 100% de las acciones de Seguros Sura y Sura Empresa Administradora Hipotecaria (2017). “*Seguros Sura dedicada a brindar cobertura de seguros de vida y seguros del Sistema Privado de Pensiones y Sura Empresa Administradora Hipotecaria dedicada al otorgamiento de créditos inmobiliarios.*” Durante el

año 2017, Intercorp Financial Services Inc.(IFS) e Interseguro Compañía de Seguros S.A., pertenecientes al Grupo Interbank llego a un acuerdo de compra de acciones con Sura Asset Management S.A. (Colombia), Sura Asset Management Perú S.A. (Perú) y Grupo Wiese (Perú), adquiriendo el 98,0% del capital social de Negocios e Inmuebles S.A, mediante esta transacción en conjunto adquirió de forma directa e indirecta el 100% de las acciones de Seguros Sura S.A. e Hipotecaria Sura Empresa Administradora Hipotecaria S.A., respectivamente. Adicionalmente, producto de las adquisiciones antes mencionadas, IFS posee de forma directa e indirecta el 90,8 por ciento del capital social de Seguros Sura S.A. El importe transado asciende a S/217' 776,000 y S/3' 757,000, respectivamente (Paredes, Burga & Asociados S. Civil de R. L., 2019; Seguros Sura, 2018).

A manera informativa se mencionará una reciente adquisición efectuada en el año 2018 que no será evaluada por no contar la información suficiente para la realización de un análisis. En el año 2018 el Banco Interbank adquirió una cartera de créditos a Bancolombia Panamá S.A., Bancolombia Puerto Rico Internacional Inc. e Itaú Corpbanca NY Branch, pagando aproximadamente S/ 585.0 MM. (Apoyo & Asociados, 2019). (Paredes, Burga & Asociados S. Civil de R. L., 2019).

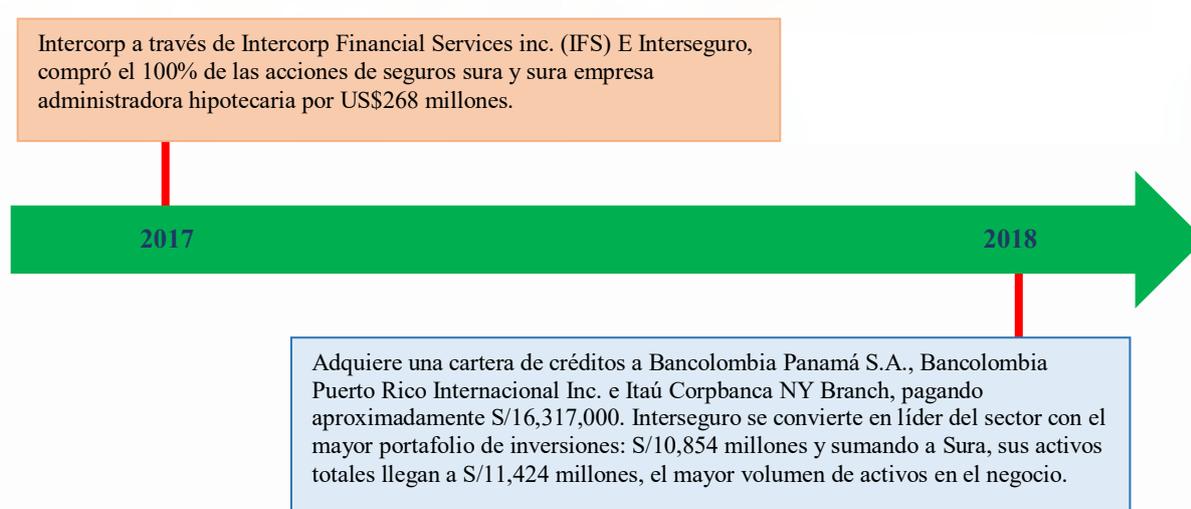


Figura 18. Línea de tiempo, hechos de importancia Intercorp – Interbank.

Análisis financiero del caso de estudio: Con la finalidad de realizar un análisis financiero y económico del Banco Interbank, se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados) proporcionados por la base de datos de la Super Intendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para el periodo 2013-2018. Luego con la finalidad de poder apreciar el comportamiento contable de la empresa luego de la adquisición en el citado periodo se procedió a realizar un análisis contable horizontal relativo del estado de situación financiera y estado de resultados; en lo que respecta a la rentabilidad en general, se analizaron los ratios financieros, se enfrentaron los resultados obtenidos de ingresos por intereses vs EBITDA, así como también se hace una comparación entre el ROE y el ROA del periodo para determinar si la empresa ha generado o destruido valor luego de la adquisición y finalmente a manera de validar aún más los resultados se hace una comparación con los resultados promedios obtenidos por el mercado en este periodo.

Tabla 31

Variaciones del Estado de Resultados Interbank 2014-2018

Estado de resultados	2018	2017	2016	2015	2014
Ingresos por Intereses	6.54%	2.23%	0.34%	16.87%	18.36%
Gastos de Intereses	3.01%	3.61%	17.81%	17.27%	19.55%
Margen financiero bruto	8.05%	1.65%	-5.55%	16.74%	17.97%
Provisión de Créditos de cobranza Dudosa	-1.73%	8.91%	13.33%	48.82%	21.13%
Margen financiero Neto	13.24%	-1.82%	-12.52%	8.14%	17.15%
Ingresos por servicios financieros	3.44%	3.00%	76.50%	9.20%	7.39%
Gastos por servicios Financieros	3.38%	1.22%	42.54%	10.06%	2.75%
Margen financiero Neto de ingresos y gastos por servicios financieros	10.36%	-0.20%	4.09%	8.20%	16.19%
Resultados por operaciones financieras	16.62%	16.98%	-31.94%	56.38%	-19.63%
Gastos de Administración	6.60%	2.20%	-3.60%	10.53%	5.49%
Depreciación	4.29%	5.57%	-0.41%	-10.52%	-2.28%
Amortización	13.95%	13.07%	37.47%	2.92%	18.65%
Margen Operacional Neto	16.37%	0.86%	-2.32%	21.11%	16.11%
Provisión Contingencias	-70.97%	-13.88%	-10.90%	112.63%	142.04%
Resultados de operación	17.60%	1.11%	-2.16%	20.17%	15.50%
Otros ingresos netos	-93.43%	56.77%	-1897.70%	-113.31%	-69.50%
Resultados Antes Imp a la Renta	13.85%	2.33%	0.17%	18.71%	12.08%
Impuesto a la Renta	9.42%	0.13%	-4.15%	11.81%	19.23%
Resultado Neto	15.31%	3.08%	1.71%	21.40%	9.52%

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2014- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 32

Variaciones del Estado de Situación Financiera Interbank 2014-2018

Estado de situación financiera	2018	2017	2016	2015	2014
Activo					
Caja y canje	-10.26%	34.12%	-9.12%	14.24%	-4.70%
Depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú	-38.01%	10.84%	-12.39%	85.18%	-24.65%
Depósitos en bancos del país y del exterior	31.36%	-16.29%	91.42%	10.00%	-49.11%
Fondos sujetos a restricción	-34.97%	-39.48%	-10.51%	300.71%	370.15%
	-27.44%	-2.96%	-7.49%	95.18%	-11.79%
Fondos interbancarios	22.68%	7967.29%	-97.96%	-20.97%	51.30%
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados – negociación					
Inversiones disponibles para la venta	-19.50%	22.92%	27.98%	-12.60%	84.13%
Inversiones a vencimiento					
Cartera de créditos, neto	16.80%	6.12%	4.36%	14.91%	9.84%
Inversiones en subsidiarias y asociadas	-1.73%	2.40%	-2.11%	8.13%	-3.34%
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	-2.09%	3.22%	-3.15%	-0.97%	-1.87%
Otros activos, neto	46.64%	-6.24%	-2.88%	-21.99%	26.60%
Activo diferido por impuesto a la renta, neto	87.97%	-23.33%	-36.37%	82.48%	6.05%
Total, activo	3.98%	7.32%	1.92%	26.67%	10.16%
Riesgos y compromisos contingentes	7.67%	-2.57%	-14.82%	118.25%	9.49%
Pasivo					
Obligaciones con el público	3.03%	12.75%	4.01%	22.64%	4.32%
Fondos interbancarios					
Depósitos de entidades del sistema financiero	-40.08%	130.94%	-3.88%	9.36%	3.67%
Cuentas por pagar por pactos de recompra					
Adeudos y obligaciones financieras	-13.47%	-0.30%	-29.74%	-4.08%	11.72%
Valores, títulos y obligaciones en circulación	19.00%	-1.33%	-1.95%	11.74%	36.67%
Provisiones y otros pasivos	11.09%	8.90%	-19.28%	8.77%	45.78%
Total, pasivo	3.10%	6.61%	0.43%	27.91%	9.51%
Patrimonio neto					
Capital social	13.25%	14.74%	16.56%	16.17%	17.38%
Acciones en tesorería	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Reservas legales y especiales	12.80%	14.18%	15.83%	15.34%	16.29%
Resultados no realizados	-70.38%	116.88%	-167.33%	489.12%	-64.18%
Resultados acumulados	15.31%	3.08%	3.76%	19.01%	9.52%
Total, patrimonio neto	11.56%	13.69%	17.82%	14.74%	16.72%
Total, pasivo y patrimonio neto	3.98%	7.32%	1.92%	26.67%	10.16%
Riesgos y compromisos contingentes					

Nota. Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2014- 2018”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 33

Ratios Financieros Interbank 2014-2018

Ratios financieros	Promedio Mercado	Promedio 6 años	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Solvencia								
Ratio de Capital Global Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces)	14.66	15.49	16.21	15.88	16.11	15.90	15.72	13.13
Calidad de activos								
Créditos Atrasados (criterio SBS)* / Créditos Directos	2.95	2.45	2.64	2.85	2.64	2.35	2.49	1.75
Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos	2.55	1.64	2.49	2.69	2.48	2.18	-	-
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	1.49	0.84	0.65	0.98	1.13	0.99	0.65	0.63
Créditos Atrasados MN (criterio SBS)* / Créditos Directos MN	3.23	2.54	2.76	2.89	2.62	2.38	2.36	2.20
Créditos Atrasados ME (criterio SBS)* / Créditos Directos ME	2.36	2.30	2.29	2.75	2.71	2.28	2.70	1.07
Provisiones / Créditos Atrasados	153.58	185.04	174.98	167.20	179.76	193.87	167.89	226.55
Eficiencia y gestión								
Gastos de Administración Anualizados / Activo Productivo Promedio	3.2	3.70	3.18	3.41	3.41	3.71	4.03	4.46
Gastos de Operación / Margen Financiero Total	42.2	43.73	40.37	42.30	42.11	42.30	46.45	48.84
Ingresos Financieros / Ingresos Totales	81.5	83.91	79.71	78.74	86.72	87.40	85.91	84.95
Ingresos Financieros Anualizados / Activo Productivo Promedio	8.9	10.59	9.65	9.65	10.67	11.29	10.95	11.33
Créditos Directos / Personal (S/ Miles)	4,289.0	3,677.67	4,738	4,134	3,695	3,567	3,060	2,872.00
Depósitos / Número de Oficinas (S/ Miles)	119,892.0	91,867.17	113,152	110,138	91,585	89,975	72,584	73,768.79
Rentabilidad								
Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio Promedio	18.41	23.83	21.28	20.62	22.98	26.30	25.33	26.49
Utilidad Neta Anualizada / Activo Promedio	2.21	2.25	2.29	2.15	2.14	2.31	2.25	2.38
Liquidez								
Ratio de Liquidez MN (Promedio de saldos del mes)	27.02	26.44	23.93	31.75	29.22	28.59	20.35	24.77
Ratio de Liquidez ME (Promedio de saldos del mes)	44.46	61.22	57.65	63.27	57.09	60.23	67.57	61.53
Caja y Bancos MN / Obligaciones a la Vista MN (N° de veces)	0.21	0.36	0.22	0.25	0.28	0.38	0.45	0.60
Caja y Bancos en ME / Obligaciones a la Vista ME (N° de veces)	1.38	1.64	1.61	2.02	1.62	1.59	1.60	1.41

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

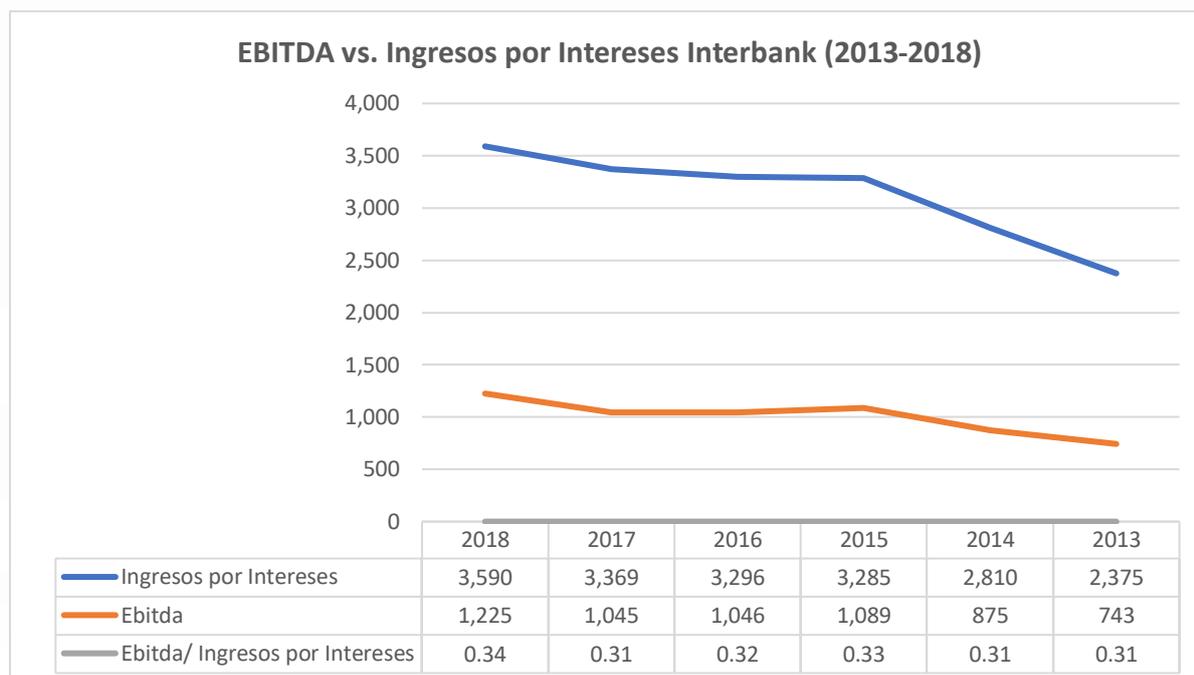


Figura 19. EBITDA versus ingresos por intereses Interbank (2013-2018).
Adaptado de “*Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018*”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).
(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

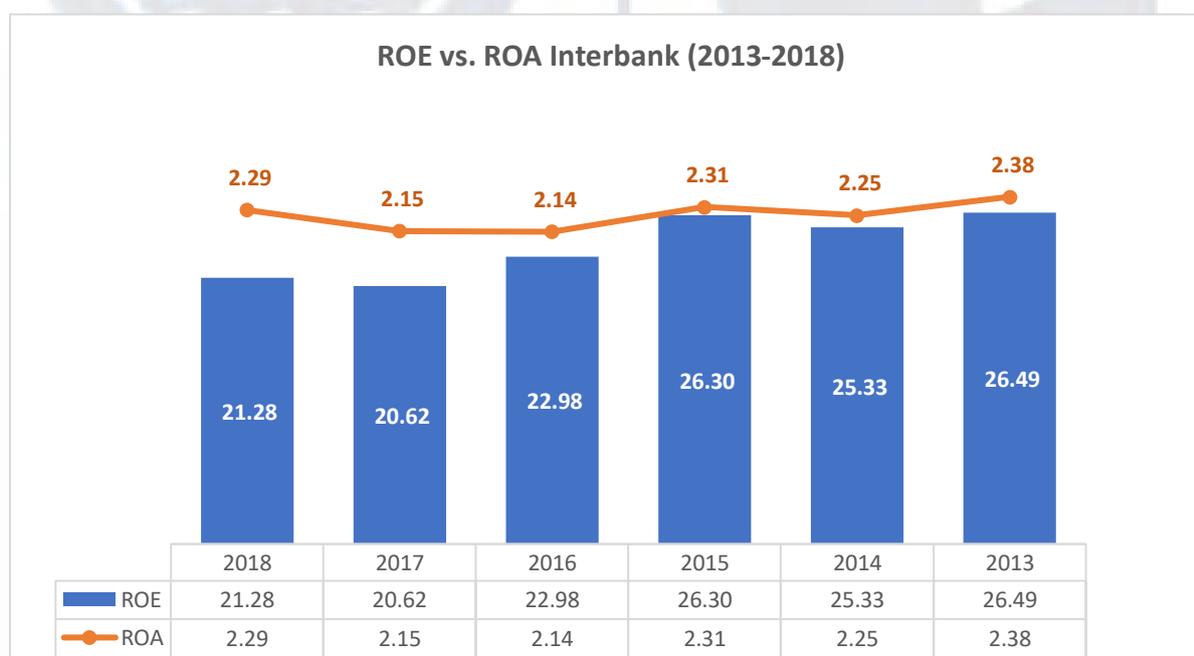


Figura 20. ROE versus ROA Interbank (2013-2018).
Adaptado de “*Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018*”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).
(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Como se ha podido apreciar en la información mostrada durante los años 2013 al 2018 el Banco Interbank de manera general ha venido atravesando una etapa de constante de crecimiento, lo cual se ve reflejado en los indicadores que a continuación presentamos: Los ingresos por intereses en el año 2018 luego de la adquisición crecieron a 6.54%, los mismos que se venían creciendo moderadamente en los años anteriores, debido principalmente a que la economía peruana se encontraba recuperándose tanto de un escenario de la alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, así como varios factores ocurridos en el año 2017, tales como el Fenómeno del Niño Costero, los escándalos de corrupción asociados a constructoras brasileñas y peruanas, y los enfrentamientos entre el poder ejecutivo y el Congreso. En este periodo, el Banco puso mucho énfasis en calibrar los modelos de riesgos y fortalecer las políticas de admisión de créditos y de cobranzas; de acuerdo con lo mencionado en la memoria anual 2017 Interbank.

Por otro lado, a pesar de esta situación el indicador financiero EBITDA el cual nos permite analizar el desempeño operativo de la empresa, mostro un crecimiento de 17.27% en el año 2018 respecto al año 2017, presentando un crecimiento sostenido a lo largo del periodo estudiado, lo cual fue refrendado por el ratio margen EBITDA/Ingresos por Intereses el cual en el año 2018 llego a 34% en esa misma sintonía el ratio ROA mostró un crecimiento llegando en el 2018 a 2.29% , mientras que el ROE llego a 21.28% ese mismo año. Por otra parte, particularmente en lo que respecta a la adquisición de una cartera créditos hipotecarios a Seguros Sura S.A. e Hipotecaria Sura EAH S.A., en el año 2017 represento una ganancia diferida de S/8, 715,000 a pesar del complicado escenario experimentado en los últimos años.

4.1.4 Banco Pichincha (Antes Banco Financiero)

Descripción de la empresa. El Banco Pichincha del Perú S.A. “Banco Pichincha”, es un banco múltiple orientado hacia operaciones de banca comercial, banca minorista, y al desarrollo de banca personal, con especial atención en créditos hipotecarios y de créditos de

consumo. Cuenta con el respaldo patrimonial del Grupo Pichincha de Ecuador, cuyo principal activo es el Banco Pichincha, principal institución bancaria privada de Ecuador, la cual cuenta a setiembre de 2018 con un patrimonio ascendente a US\$ 1,135.28 millones, y activos totales por US\$ 10,306.82 millones. Al 30 de setiembre de 2018, el Banco Pichincha del Perú participa con 2.72% de las colocaciones directas y con 2.65% de los depósitos del público, ocupando la séptima posición en colocaciones directas y en depósitos al público en el sistema bancario peruano. En setiembre de 2018, después de 32 años de operaciones, el Banco cambio su denominación a Banco Pichincha del Perú “antes Banco Financiero del Perú” (Class & Asociados S.A., 2018).

Misión. Impulsar el crecimiento sostenible de nuestros clientes, colaboradores, accionistas y del país.

Visión. Ser el Banco líder en ofrecer soluciones financieras a su mercado objetivo, brindando calidad de servicio, eficiencia y oportunidad.

Historia. El Banco Pichincha inició sus operaciones en julio del año 1964, bajo el nombre de Financiera y Promotora de la Construcción S.A. Luego en 1982, modificó su denominación a FINANPRO Empresa Financiera. Sin embargo, se constituyó como Banco comercial el 21 de noviembre de 1986, con el nombre de Banco Financiero. En el 2001 el Banco adquiere el NBK Bank consolidando su crecimiento y diversificación de sus líneas de negocio. Posteriormente en el año 2004, el banco empieza a desarrollar operaciones bancarias de consumo, microcrédito y se expandimos a través de créditos por convenios. Es así como durante el 2006 lanza la tarjeta de crédito máxima Banco Financiero.

Posteriormente en el 2008, el Banco firmó una Alianza Estratégica con las tiendas de electrodomésticos CARSA, la cual permitió duplicar el número de oficinas a casi 100 y contar con oficinas del Banco Financiero a nivel nacional. En el año 2011 el banco procede con la Adquisición de América Financiera, la cual a la fecha del presente estudio no realiza

operaciones crediticias. Y finalmente en el 2015 el banco firma una alianza estratégica con Diners, compra de cartera e integración del modelo de negocio. El mismo año el Banco inicia operaciones con Crecer Seguro (Banco Pichincha, 2019).

Caso de estudio: Adquisición del banco NBK Bank (2001). *“Entidad en situación de quiebra por la cual la Super Intendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) procedió a su liquidación y el Banco Central de Reserva de Perú ofrecía incentivos a entidades compradoras”*. Mediante resolución SBS N°901, 2000 el super intendente de banca y seguros el 11 de diciembre del año 200, declara el sometimiento al régimen de intervención al Banco NBK Bank por encontrarse incurso en la causal de suspensión del pago de sus obligaciones por falta de liquidez.

El proceso de promoción e identificación del banco interesado en su adquisición “Banco Financiero” fue realizado con la asesoría del banco de inversión BNP Paribás, el que fue seleccionado mediante concurso público. Lo cual representó en su momento una solución de mercado, que concretó con la integración societaria entre el Banco Financiero con el NBK Bank, ya que se logró reinsertar así los activos y pasivos de ambos bancos al mercado financiero. La concreción de esta operación se debió a la contratación de una compañía auditora, que se encargó de la correspondiente valorización, mientras que el banco adquiriente se había comprometido a realizar aportes de capital de acuerdo con lo requerido por la SBS; lográndose seguidamente con ello la suscripción del acuerdo marco con el Banco Financiero, que declara la legibilidad de la transferencia del banco intervenido NBK Bank. Dando su opinión favorable para este proceso tanto la SBS, así como el MEF en torno a los términos de negociación del acuerdo marco firmado (“SBS con el Banco Financiero y el BIF Acuerdan transferencia del NBK Bank y Nuevo Mundo,” 2001).

A manera informativa se menciona la adquisición realizada en el año 2011 en el que con la aprobación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. En el que el Banco

Pichincha adquiere el 100% del capital de América Financiera “Entidad dedicada a la intermediación financiera” la misma que no será analizada con la finalidad de mantener el estándar de evaluación a una sola adquisición durante el periodo de observación, en concordancia con los casos de estudio analizados para cada uno de los bancos seleccionados en la muestra.

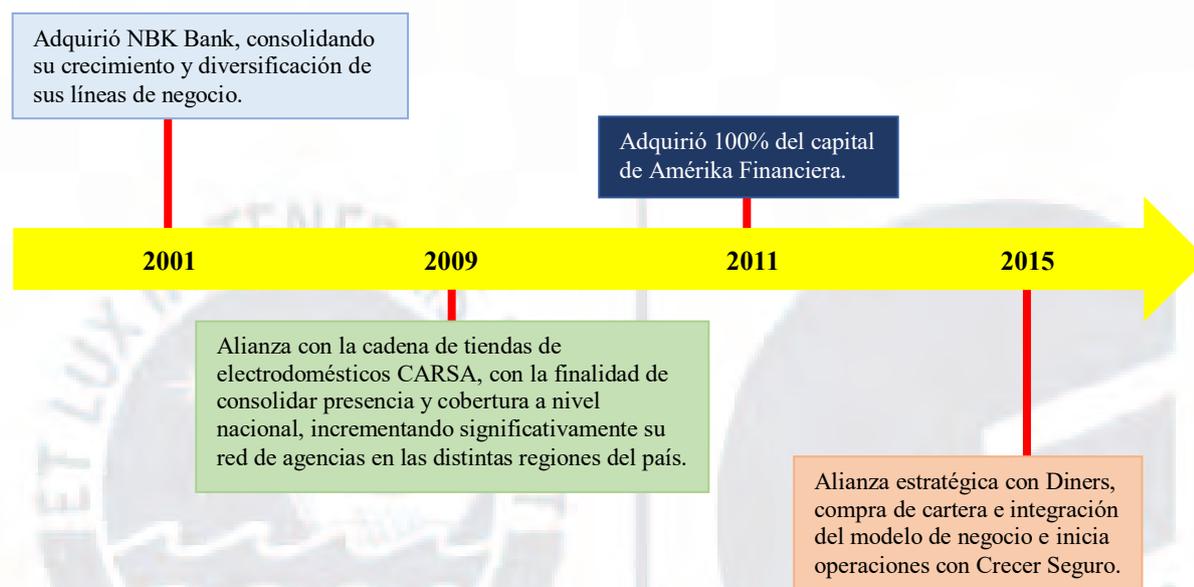


Figura 21. Línea de tiempo, hechos de importancia B. Pichincha (Ex. B. Financiero).

Análisis financiero del caso de estudio: Con la finalidad de realizar un análisis financiero y económico del Banco Pichincha, se emplearon los estados financieros auditados (Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados) proporcionados por la base de datos de la Super Intendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para el periodo 2013-2018. Luego con la finalidad de poder apreciar el comportamiento contable de la empresa luego de la adquisición en el citado periodo se procedió a realizar un análisis contable horizontal relativo del estado de situación financiera y estado de resultados; en lo que respecta a la rentabilidad en general, se analizaron los ratios financieros, se enfrentaron los resultados obtenidos de ingresos por intereses vs EBITDA, así como también se hace una comparación entre el ROE y el ROA del periodo para determinar si la empresa ha generado o destruido valor luego de la adquisición y

finalmente a manera de validar aún más los resultados se hace una comparación con los resultados promedios obtenidos por el mercado en este periodo.

Tabla 34

Variaciones del Estado de Situación Financiera Pichincha 2002-2006

Estado de situación financiera	2006	2005	2004	2003	2002
Activo					
Fondos disponible					
Caja y canje	-48.85%	110.25%	-17.01%	-8.47%	35.31%
Depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú	7.39%	7.90%	53.79%	-40.25%	112.44%
Depósitos en bancos del país y del exterior	-29.66%	-18.51%	188.05%	5.17%	-63.90%
Rendimientos devengados	3.60%	31.96%	-30.70%	8.06%	-17.09%
Total	-15.26%	16.45%	52.97%	-28.73%	32.27%
Fondos Interbancarios	325.04%	-91.49%	113.50%	-43.53%	-26.45%
Inversiones Negociables, neto	8.20%	143.65%	-47.49%	-11.17%	-31.86%
Inversiones a vencimiento					
Cartera de créditos, neta	15.65%	15.71%	-0.32%	15.84%	10.84%
Cuentas por cobrar, neta	-24.25%	-7.73%	20.44%	-15.01%	-27.49%
Bienes realizables, recibidos en pago y adjudicados, neto				-100.00%	40.34%
Inversiones permanentes, neto	-21.64%	19.90%	1254.54%	6.12%	5.43%
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	-2.62%	-1.56%	-4.82%	-0.41%	-1.76%
Otros activos	4.96%	32.54%	-19.38%	142.48%	-53.29%
Total, activo	6.38%	19.29%	7.07%	-1.92%	2.67%
Cuentas Contingentes y de Orden	9.04%	27.83%	8.74%	29.69%	-5.31%
Pasivo y patrimonio neto					
Obligaciones con el público					
A la vista	23.93%	-6.22%	-3.05%	39.06%	101.88%
Depósitos de ahorro	1.96%	21.10%	-10.81%	21.25%	11.62%
Depósitos a plazo	1.49%	37.36%	-13.42%	2.87%	-20.74%
Depósitos recibidos de instituciones financieras	2436.91%	-94.12%	204.98%		
Otras obligaciones	3.36%	48.42%	-20.30%	-29.98%	244.00%
Total	11.91%	21.00%	-8.21%	5.45%	5.38%
Fondos Interbancarios	-100.00%	-69.50%		-100.00%	-71.37%
Depósitos del Sistema Financiero				-100.00%	213.04%
Deudas a Bancos y Corresponsales	0.70%	42.98%	62.05%	44.71%	-33.96%
cuentas por pagar	-2.95%	8.29%	-8.57%	139.59%	27.92%
Valores Títulos y obligaciones en circulación	-71.96%	-56.09%	352.53%	-35.93%	-20.12%
Provisiones y otros pasivos	44.82%	90.56%	-28.63%	-34.70%	-40.09%
Total, pasivo	7.60%	21.66%	7.47%	-3.79%	3.41%
Patrimonio neto					
Capital Social	0.00%	0.00%	1.67%	6.66%	-8.84%
Ajuste por deflación				-100.00%	-79.88%
Reserva Legal	37.37%	26.63%	17.49%		-100.00%
Resultados acumulados	-30.43%	76.18%	78.88%	63.03%	-140.49%
Total, patrimonio	-2.06%	5.20%	4.72%	10.58%	-2.01%
Total, pasivo y patrimonio neto	6.38%	19.29%	7.07%	-1.92%	2.67%
Cuentas Contingentes y de Orden	9.04%	27.83%	8.74%	29.69%	-5.31%

Nota. Adaptado de "Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2002- 2006", por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). (http://www.smv.gob.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

Tabla 35

Variaciones del Estado de Resultados Pichincha 2002-2006

Estado de resultados	2006	2005	2004	2003	2002
Ingresos financieros					
Intereses y comisiones por cartera de créditos	20.04%	13.02%	7.80%	12.67%	60.56%
Ingresos por inversiones negociables y a vencimiento	36.24%	68.28%	-15.29%	-25.37%	231.66%
Intereses por depósitos en otros bancos	36.57%	56.03%	29.30%	-37.83%	26.62%
Diferencia de cambio, neta	-100.00%	64.46%	-7.85%	-7.87%	20.30%
Otros	84.76%	-20.86%	-11.30%	468.42%	155.70%
	15.97%	17.48%	5.50%	10.00%	63.36%
Gastos financieros					
Intereses y comisiones por obligaciones con el público	37.09%	9.77%	-32.09%	-14.07%	43.85%
Intereses por fondos interbancarios y depósitos de empresas del sistema financiero	219.72%	93.70%	-29.25%	-95.64%	-29.22%
Intereses por deudas a bancos corresponsales	32.62%	62.11%	22.67%	12442.68%	-90.45%
Intereses por valores títulos y obligaciones en circulación	-46.44%	-17.08%	80.76%	19.83%	-42.44%
Diferencia en cambio, neta					
Otros	13.75%	8.61%	-14.58%	-20.77%	25.88%
Total	31.85%	19.33%	-15.24%	-8.23%	17.92%
Margen financiero bruto	8.62%	16.64%	18.62%	25.80%	145.32%
Provisión para desvalorización de inversiones	0.00%	-100.00%	278.24%	-90.39%	-65.52%
Provisión para incobrabilidad de créditos	8.81%	-32.87%	10.64%	232.24%	1081.14%
Margen financiero neto	7.94%	46.18%	22.88%	-7.30%	157.58%
Ingresos por servicios financieros	15.13%	-4.33%	-17.54%	81.40%	35.98%
Gastos por servicios financieros	278.27%	-0.29%	-40.48%	130.35%	31.92%
Margen operacional	-1.03%	33.26%	12.38%	8.25%	118.87%
Gastos de administración	15.18%	34.62%	-7.06%	-12.05%	56.53%
Margen operacional neto	-23.85%	31.40%	57.69%	134.13%	-248.81%
Provisión para incobrabilidad de cuentas por cobrar	-79.38%	71.63%	333.13%	-40.50%	2086.67%
Provisión para bienes realizables, recibidos en pago y adjudicados	0.00%	-100.00%	48.07%	122.19%	62.43%
Provisión para contingencias y otras	-100.00%	-80.41%	32.88%	0.00%	0.00%
Depreciación de inmuebles, mobiliario y equipo	4.45%	12.17%	-2.16%	7.61%	19.35%
Amortización de intangibles	-16.13%	76.92%	-6.78%	-34.28%	-28.05%
Amortización de "Goodwill"	-100.00%	-29.37%	-44.36%	0.00%	0.00%
Utilidad (perdida) de operación	-49.79%	1326.50%	-198.04%	-19.58%	-80.19%
Ingresos extraordinarios, neto	4704.30%	-97.94%	100.24%	-50.18%	480.69%
Ingresos de ejercicios anteriores, neto	-30.43%	-0.57%	-1.17%	0.00%	0.00%
Resultado de exposición a la inflación	-35.21%	-26.61%	166.41%	-610.46%	11.00%
Utilidad (perdida) antes de participaciones e impuesto a la renta	-26.01%	263.07%	4.81%	66.23%	-145.61%
Participación de los trabajadores	-19.41%	-538.19%	-553.57%	-30.00%	0.00%
Impuesto a la renta	-18.96%	-482.81%	-286.55%	43.89%	-214.35%
Utilidad (perdida) neta	-29.79%	77.67%	67.32%	74.30%	-139.00%

Nota. Adaptado de "Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2002- 2006", por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). (http://www.smv.gov.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

Tabla 36

Ratios Financieros Pichincha 2001-2006

Ratios financieros	Promedio	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Solvencia							
Ratio de Capital Global	7.31	7.9	7.7	6.7	7.2	7.5	6.9
Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces)	8.12	8.2	7.7	6.3	6.0	6.8	13.7
Calidad de activos							
Créditos Atrasados (criterio SBS)* / Créditos Directos	6.61	3.9	3.5	5.3	7.5	9.3	10.2
Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos	-						
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	11.63	2.3	4.6	5.3	15.3	20.3	22.0
Créditos Atrasados MN (criterio SBS)* / Créditos Directos MN	9.44	3.3	5.9	7.9	13.4	17.1	9.0
Créditos Atrasados ME (criterio SBS)* / Créditos Directos ME	6.04	4.1	2.8	4.7	6.2	8.2	10.3
Provisiones / Créditos Atrasados	129.67	110.5	172.5	128.2	141.5	131.7	93.6
Eficiencia y gestión							
Financiamiento a personas vinculadas / Patrimonio Efectivo	24.65	17.1	20.2	27.1	29.9	29.0	
Gastos de Administración Anualizados / Activo Rentable Promedio	4.41	4.9	4.7	3.7	4.3	4.9	3.9
Gastos de Operación / Margen Financiero Total	38.99	56.7	51.4	22.7	25.6	36.5	41.0
Créditos Directos / Personal (S/. Miles)	2,625.21	2,921.1	2,667.5	2,507.4	2,723.9	2,465.9	2,465.4
Depósitos / Número de Oficinas (S/. Miles)	32,266.20	36,515.8	34,999.0	29,798.0	30,705.8	32,850.3	28,728.3
Rentabilidad							
Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio Promedio	4.08	7.5	10.8	6.0	3.5	2.4	5.8
Utilidad Neta Anualizada / Activo Promedio	0.54	0.9	1.4	0.9	0.5	0.3	0.8
Ingresos Financieros / Ingresos Totales	76.95	82.6	84.6	67.4	67.1	77.7	82.3
Ingresos Financieros Anualizados / Activo Rentable Promedio	10.89	12.7	12.1	11.0	11.3	10.5	7.8
Liquidez							
Ratio de Liquidez MN (Promedio de saldos del mes)	30.25	35.5	47.4	36.7	10.8	18.8	32.3
Ratio de Liquidez ME (Promedio de saldos del mes)	46.92	28.0	33.6	28.7	37.7	35.2	118.4
Caja y Bancos MN / Obligaciones a la Vista MN (N° de veces)	0.87	0.3	0.9	1.0	0.5	0.6	1.8
Caja y Bancos en ME / Obligaciones a la Vista ME (N° de veces)	2.82	2.7	3.5	2.4	1.6	1.5	5.2

Nota. Adaptado de "Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2002- 2006", por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). (http://www.smv.gov.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

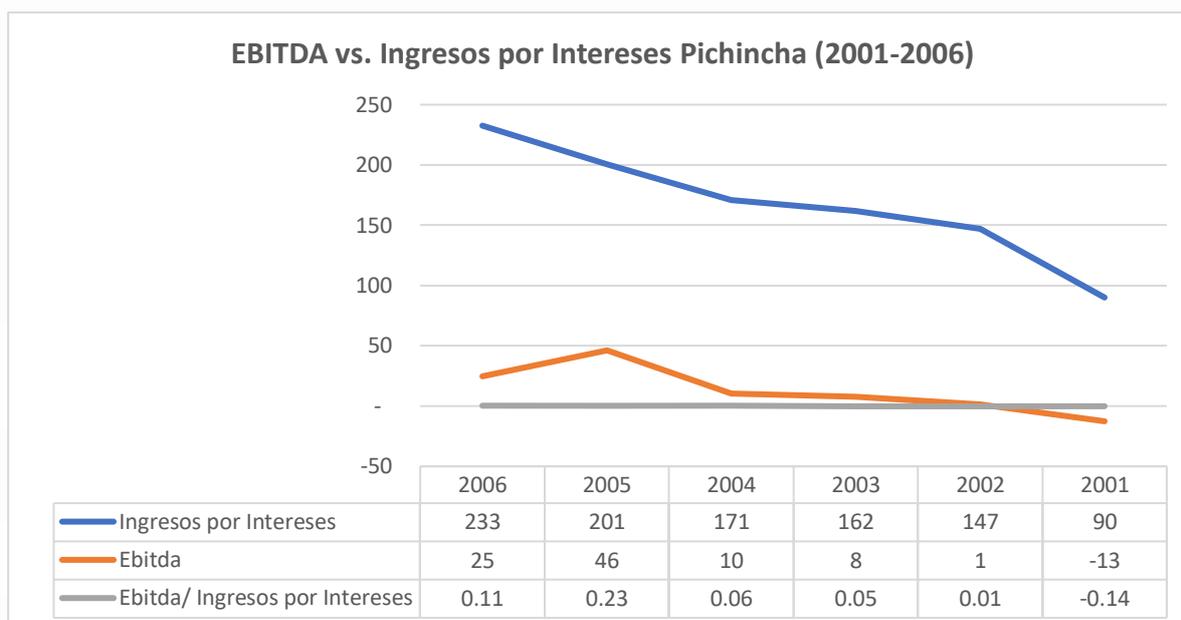


Figura 22. EBITDA versus ingresos por intereses Pichincha (2001-2006).
Adaptado de “*Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2001- 2006*”, por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).
(http://www.smv.gob.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

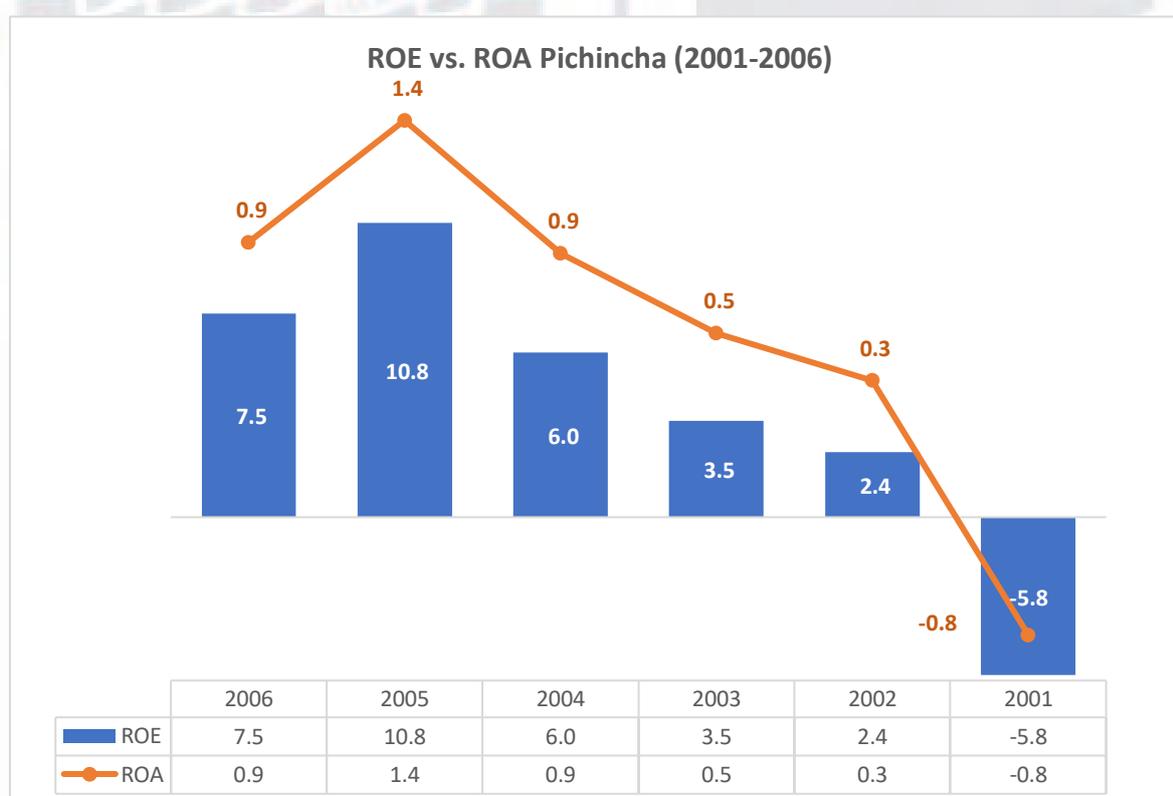


Figura 23. ROE versus ROA Pichincha (2001-2006).
Adaptado de “*Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2001- 2006*”, por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).
(http://www.smv.gob.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

Como se ha podido apreciar en la información mostrada durante los años 2001 al 2006 el Banco Pichincha de manera general ha venido atravesando una etapa de constante de crecimiento, lo cual se ve reflejado en los indicadores que a continuación presentamos: En el año 2002 luego de la adquisición el indicador financiero EBITDA el cual nos permite analizar el desempeño operativo de la empresa, mostro un crecimiento importante y sostenido a lo largo de todo el periodo estudiado, lo cual fue refrendado por el ratio margen EBITDA/Ingresos por Intereses el cual en el año 2005 llego a 23%, mientras que el siguiente año se presentó una leve desaceleración llegando a 11% en esa misma sintonía tanto el ratio ROA que mide el rendimiento del negocio y el ratio ROE que mide la rentabilidad del accionista mostraron un crecimiento importante hasta el año 2005, mientras que en el año 2006 en se produjo una ligera desaceleración. En lo que respecta a la adquisición del NBK Bank, en el 2001 permitió la consolidación de su crecimiento y diversificación de sus líneas de negocio demostrando un crecimiento en el valor de la empresa lo cual fue reflejado en los indicadores antes comentados.

Resumen del Análisis financiero de los casos de estudio y su comparación con el mercado:

A continuación, se hace un breve resumen de los resultados obtenidos por bancos de estudio frente a los resultados obtenidos por el mercado en los respectivos periodos para cada caso: 2013-2018 y 2001-2006 (ver Tablas 37 y 38, ver Figuras 24 y 25).

Como se ha podido apreciar en el análisis de los casos de estudio de los bancos: BCP, Scotiabank e Interbank durante los años 2013 al 2018 de manera general estas entidades han venido atravesando una etapa de crecimiento constante, lo cual fue reflejado sus indicadores: EBITDA , margen EBITDA/Ingresos por Intereses ratio, ROE y ROA, los cuales mostraron a grandes rasgos similitudes en comportamiento como respuesta a la coyuntura internacional y nacional presentada a partir del año 2015 que presento un escenario de bajo crecimiento de

Tabla 37

Ratios Financieros Promedio Mercado Versus Promedio Bancos Analizados 2013-2018

Ratios financieros promedio 2013-2018	Mercado	Interbank	BCP	Scotiabank
Solvencia				
Ratio de Capital Global	14.66	15.49	14.81	13.89
Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces) Calidad de activos	8.89	11.96	11.07	8.81
Créditos Atrasados (criterio SBS)* / Créditos Directos	2.95	2.45	2.56	2.86
Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos	2.55	2.46	1.75	2.71
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	1.49	0.84	0.90	0.78
Créditos Atrasados MN (criterio SBS)* / Créditos Directos MN	3.23	2.54	3.32	2.83
Créditos Atrasados ME (criterio SBS)* / Créditos Directos ME	2.36	2.30	1.51	2.98
Provisiones / Créditos Atrasados	153.58	185.04	150.02	140.81
Eficiencia y gestión				
Gastos de Administración Anualizados / Activo Productivo Promedio	3.19	3.70	3.01	2.62
Gastos de Operación / Margen Financiero Total	42.17	43.73	41.01	38.25
Ingresos Financieros / Ingresos Totales	81.46	83.91	79.06	82.60
Ingresos Financieros Anualizados / Activo Productivo Promedio	8.91	10.59	8.24	7.71
Créditos Directos / Personal (S/ Miles)	4,289.00	3,677.67	3,551.33	6,421.83
Depósitos / Número de Oficinas (S/ Miles)	119,891.96	91,867.17	164,714.03	144,168.05
Financiamiento a personas vinculadas / Patrimonio Efectivo	-	-	-	-
Rentabilidad				
Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio Promedio	18.41	23.83	22.51	17.02
Utilidad Neta Anualizada / Activo Promedio	2.21	2.25	2.29	2.14
Liquidez				
Ratio de Liquidez MN (Promedio de saldos del mes)	27.02	26.44	31.21	21.18
Ratio de Liquidez ME (Promedio de saldos del mes)	44.46	61.22	41.08	46.37
Caja y Bancos MN / Obligaciones a la Vista MN (N° de veces)	0.21	0.36	0.31	0.30
Caja y Bancos en ME / Obligaciones a la Vista ME (N° de veces)	1.38	1.64	1.22	1.48

Nota. Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla 38

Ratios Financieros Promedio Mercado Versus Promedio Banco Pichincha 2001 -2006

Ratios financieros promedio 2001-2006	Mercado	Pichincha
Solvencia		
Ratio de Capital Global	8.01	7.31
Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces)	12.77	8.12
Calidad de activos		
Créditos Atrasados (criterio SBS)* / Créditos Directos	1.63	6.61
Créditos Atrasados con más de 90 días de atraso / Créditos Directos		-
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	2.45	11.63
Créditos Atrasados MN (criterio SBS)* / Créditos Directos MN	1.88	9.44
Créditos Atrasados ME (criterio SBS)* / Créditos Directos ME	1.49	6.04
Provisiones / Créditos Atrasados	251.4	129.67
Eficiencia y gestión		
Gastos de Administración Anualizados / Activo Productivo Promedio	3.44	4.41
Gastos de Operación / Margen Financiero Total	50.64	38.99
Ingresos Financieros / Ingresos Totales		-
Ingresos Financieros Anualizados / Activo Productivo Promedio		-
Créditos Directos / Personal (S/ Miles)	1,867	2,625.21
Depósitos / Número de Oficinas (S/ Miles)	64,612	32,266.20
Financiamiento a personas vinculadas / Patrimonio Efectivo		24.65
Rentabilidad		
Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio Promedio	23.86	4.08
Utilidad Neta Anualizada / Activo Promedio	2.18	0.54
Liquidez		
Ratio de Liquidez MN (Promedio de saldos del mes)	43.08	30.25
Ratio de Liquidez ME (Promedio de saldos del mes)	44.99	46.92
Caja y Bancos MN / Obligaciones a la Vista MN (N° de veces)	0.29	0.87
Caja y Bancos en ME / Obligaciones a la Vista ME (N° de veces)	1.81	2.82

Nota. Adaptado de "Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2001- 2006", por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). (http://www.smv.gob.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

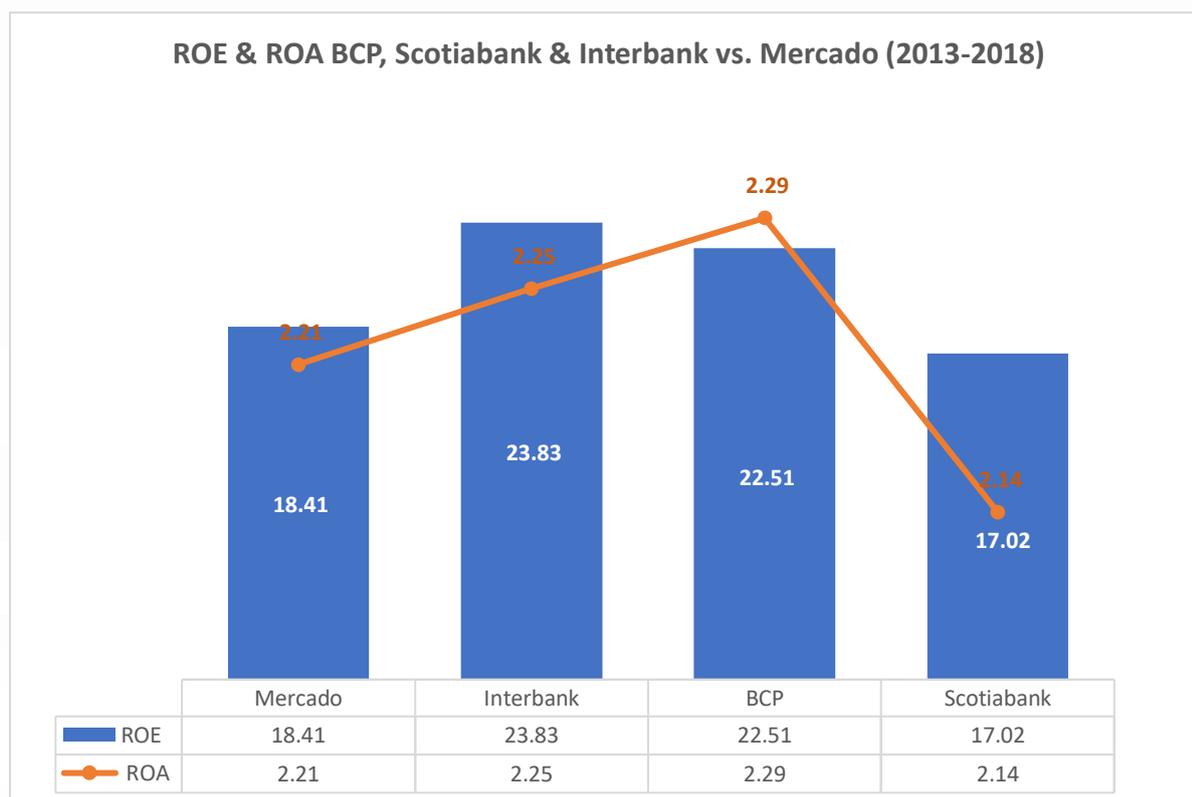


Figura 24. ROE & ROA BCP, Scotiabank & Interbank (promedio) versus Mercado (2013-2018).

Adaptado de “Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018,” por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

(http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

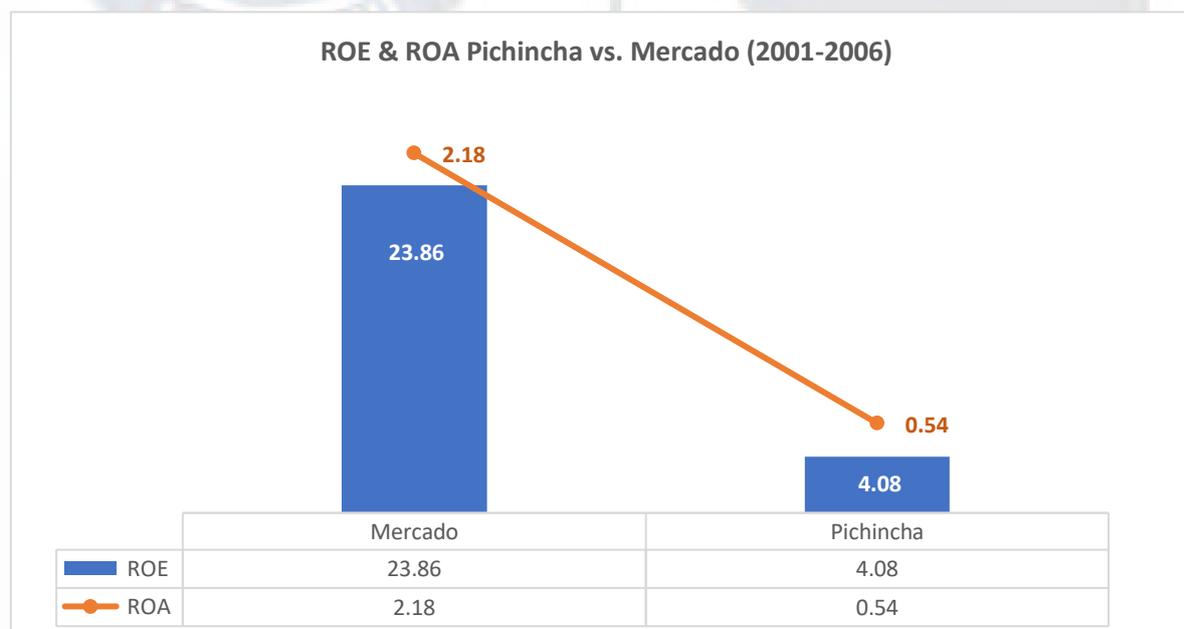


Figura 25. ROE & ROA Pichincha (promedio) versus Mercado (2001-2006).

Adaptado de “Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2001- 2006,” por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).

(http://www.smv.gob.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

la economía peruana, un incremento en la inflación, alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, generada por la desaceleración de la economía China y la caída de los precios de los minerales e hidrocarburos; que impacto negativamente a las economías de toda la región latinoamericana; lo cual fue trasladado reflejado principalmente en la rentabilidad del accionista ROE en estas entidades.

Con respecto al mercado en ese periodo, estas entidades con excepción del banco Scotiabank que estuvo ligeramente por debajo; las demás mostraron rentabilidades superiores al mercado. Para el análisis del caso de estudio del banco Pichincha (Ex Financiero) durante el periodo 2001 – 2006 esta entidad ha mantenido un crecimiento constante a lo largo de todo el periodo analizado, lo cual, si bien a simple vista se ve que obtuvo resultados inferiores a los registrados por el mercado, debe considerarse que este es banco es pequeño en comparación a las otras entidades antes analizados los cuales en líneas generales marcan la pauta en todo el mercado; es importante señalar que el banco Pichincha ha venido saliendo de una etapa de rendimientos negativos en el año 2001 con ROE y ROA de -5.8% y -0.8% respectivamente, para pasar a obtener rentabilidades positivas al año siguiente y con un pico en el año 2005 registrando un ROE de 10.8% y un ROA 1.4%.

4.2 Buenas Prácticas Identificadas por Entidad Financiera

De acuerdo con el análisis realizado en las entidades financieras que conforman la muestra de estudio en el presente trabajo de investigación, a continuación se presentan las prácticas identificadas en la gestión financiera, las mismas que serán detalladas en base a la información obtenida en las entrevistas realizadas a cada una de las entidades respectivamente (ver Tabla 38).

Se describe la metodología empleada para discriminar dentro del total de las prácticas antes descritas, cuales pueden calificarse como “Buenas Prácticas Financieras”, en tal sentido se procedió a realizar una calificación según la frecuencia de uso por parte de las entidades

financieras seleccionadas, lo cual arrojó como resultado que de las once prácticas financieras, sólo cinco de ellas fueron las más utilizadas (ver Tabla 39).

Tabla 39

Buenas Prácticas Financieras

Buenas prácticas financieras	BCP	Scotiabank	Interbank	Pichincha
Contar con una área de adquisiciones	X	X		
Utilizar diferentes métodos de valorización: Principalmente Flujo de caja descontados y Múltiplos EBITDA	X	X		X
Parámetro más importante en la valorización: Principalmente Colocaciones y Tiempo de proyección	X	X	X	
Factor determinante para factibilidad de la adquisición: TIR esperada		X	X	
Asesoramiento de empresas consultoras: Bigfour y SBS	X		X	X
Elemento fundamental para el cálculo del Modelo de CAPM: Cálculo del Beta y Prima Riesgo País	X	X		
Validar la transparencia de la información contable	X	X		X
Validar la credibilidad de los números históricos		X		X
Tener un equipo con experiencia en el sector financiero		X	X	X
Mostrar un rango a ofertar		X		X
Cultura empresarial		X		X

La calificación será la siguiente:

- Valor de 1 cuando 4 empresas realizan esta práctica
- Valor de 0.75 cuando 3 empresas realizan esta práctica
- Valor de 0.50 cuando 2 empresas realizan esta práctica
- Valor de 0.25 cuando 1 empresas realizan esta práctica

En la siguiente Tabla 40 se muestra el resultado del empleo de esta metodología, en donde las buenas prácticas financieras identificadas, las mismas que se encuentran ordenadas de mayor a menor puntuación, es decir, ordenadas por su frecuencia de uso.

Tabla 40

Frecuencia de Uso de Buenas Prácticas Financieras

Buenas prácticas financieras	BCP	Scotiabank	Interbank	Pichincha	%
Utilizar diferentes métodos de valorización: Principalmente Flujo de caja descontados y Múltiplos EBITDA	X	X		X	0.75
Parámetro más importante en la valorización: Principalmente Colocaciones y Tiempo de proyección	X	X	X		0.75
Asesoramiento de empresas consultoras: Bigfour y SBS	X		X	X	0.75
Validar la transparencia de la información contable	X	X		X	0.75
Tener un equipo con experiencia en el sector financiero		X	X	X	0.75
Contar con una área de adquisiciones	X	X			0.50
Factor determinante para factibilidad de la adquisición: TIR esperada		X	X		0.50
Elemento fundamental para el cálculo del Modelo de CAPM: Cálculo del Beta y Prima Riesgo País	X	X			0.50
Validar la credibilidad de los números históricos		X		X	0.50
Mostrar un rango a ofertar		X		X	0.50
Cultura empresarial		X		X	0.50

Tomando como base la sumatoria de la frecuencia de uso de buenas prácticas financieras se procedió a determinar cuáles fueron las entidades que aplicaron un mayor número de ellas; arrojando como resultado de este calculo que el Banco Scotiabank obtuvo una calificación de (6), el Banco Pichincha (4.5), el Banco de Créditos del Perú (4) y el Banco Interbank (4); de acuerdo con lo mostrado en la Tabla 41.

Posteriormente, se procedió a elaborar las Tablas 42 y 43 como resumen de los resultados de la ponderación de las buenas prácticas empleadas por entidades financieras estudiadas y que son contrastadas con los resultados de la sumatoria de las puntuaciones de los indicadores de generación de valor ROE y ROA en el año siguiente a la adquisición con la finalidad de poder hacer una evaluación entre las entidades y determinar una posible relación entre las buenas prácticas financieras y los indicadores de generación de valor.

Tabla 41

Ponderación de Entidades Financieras Según el Uso de Buenas Prácticas Financieras en Adquisiciones

Entidad Financiera	Utilizar diferentes métodos de valoración: Principalmente Flujo de caja descontados y Múltiplos EBITDA	Parámetro más importante en la valoración: Principalmente Colocaciones y Tiempo de proyección	Asesoramiento de empresas consultoras: Bigfour y SBS	Validar la transparencia de la información contable	Tener un equipo con experiencia en el sector financiero	Contar con una área de adquisiciones	Factor determinante para factibilidad de la adquisición: TIR esperada	Elemento fundamental para el cálculo del Modelo de CAPM: Cálculo del Beta y Prima Riesgo País	Validar la credibilidad de los números históricos	Mostrando un rango a ofertar	Cultura empresarial	Σ %
BCP	0.75	0.75	0.75	0.75		0.50		0.50				4.00
Scotiabank	0.75	0.75		0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	6.00
Interbank		0.75	0.75		0.75		0.50					2.75
Pichincha	0.75		0.75	0.75	0.75				0.50	0.50	0.50	4.50

Para tal efecto se optó por estandarizar a un año el periodo de análisis, debido a que, en el caso del Banco Interbank, este realizó su adquisición en el año 2017, pudiendo únicamente comparar sus resultados con los datos ofrecidos por los Estados Financieros Auditados del año 2018. El criterio de calificación fue el siguiente:

- Valor de 1 cuando la empresa tuvo un ROE y ROA superior al mercado (*)
- Valor de 0.66 cuando la empresa tuvo un ROE y ROA cercanos a los valores del mercado
- Valor de 0.33 cuando la empresa tuvo ROE y ROA considerablemente inferior al mercado

(*) Se consideró como mercado al valor promedio del ROE y ROA obtenido por todas las entidades financieras de banca múltiple supervisadas por la SBS durante el periodo 2001-2006 y 2013-2018 usado convenientemente para cada caso respectivamente.

Según se observa en la Figura 26 se muestra una relación entre las Buenas Prácticas Financieras y los Indicadores Financieros de Generación de Valor ROE y ROA. El Banco BCP ha tenido cuatro de calificación en buenas prácticas financieras y uno en Generación de Valor; siendo el más consistente en esta relación; seguidamente se encuentra el Banco Interbank con 2.75 de calificación en buenas prácticas y uno en Generación de Valor; luego tenemos al el banco Scotiabank que obtuvo la calificación más alta en buenas prácticas financieras, de seis, pero lamentablemente la generación de valor se acercó, pero no logró superar al promedio del mercado, obteniendo una calificación de 0.66. Finalmente, el Banco Pichincha obtuvo la segunda mejor calificación de buenas prácticas financieras, con puntaje de 4.5 pero lastimosamente la generación de valor estuvo muy por debajo del promedio del mercado.

Tabla 42

Ponderación de los Valores ROE y ROA Obtenidos por las Entidades Financieras con Relación a los Resultados Obtenidos por el Mercado ()*

Entidad Financiera	Calificación de Indicadores de Generación de Valor ROE y ROA
BCP	1.00
Scotiabank	0.66
Interbank	1.00
Pichincha	0.33

Nota. ()* Se consideró como mercado al valor promedio del ROE y ROA obtenido por todas las entidades financieras de banca múltiple supervisadas por la SBS durante el periodo 2001-2006 y 2013-2018 usado convenientemente para cada caso respectivamente.

Tabla 43

Relación entre las Buenas Prácticas Financieras y los Indicadores de Generación de Valor ROE y ROA

Entidad Financiera	Calificación Buenas Prácticas Financieras	Calificación Indicadores de Generación de Valor ROE y ROA
BCP	4.00	1.00
Interbank	2.75	1.00
Scotiabank	6.00	0.66
Pichincha	4.50	0.33

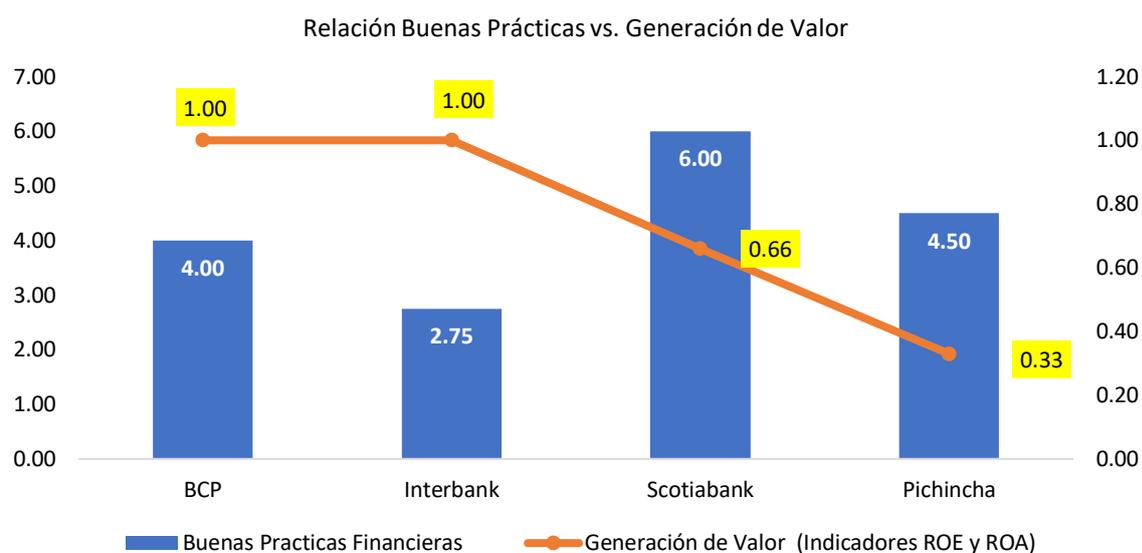


Figura 26. Relación entre las buenas prácticas financieras versus indicadores de generación de valor ROE y ROA

4.3 Resumen del Capítulo

En el presente capítulo, se efectuó el análisis financiero de las entidades financieras que realizaron adquisiciones y que fueron seleccionadas como muestra de estudio, empleándose para tal fin, los indicadores de generación de valor ROE y ROA obtenidos a partir del análisis de los estados financieros auditados proporcionados por la SBS y SMV en los periodos (2001-2006) y (2013-2018). Posteriormente, se efectuó un análisis de la información obtenida a través entrevistas realizadas a funcionarios del área de finanzas representantes de las entidades estudiadas, que narraron desde su experiencia y perspectiva cuales consideraban ser las mejores prácticas financieras aplicadas en adquisiciones. Lográndose identificar once prácticas financieras, dentro de las cuales se pudo determinar que sólo cinco de ellas, son empleadas por la mayoría de las entidades entrevistadas y que pueden ser consideradas como “Buenas Prácticas Financieras”. Por último, se determinó la relación existente entre las buenas prácticas financieras reconocidas y los indicadores de generación de valor.

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

Como planteamiento del problema de investigación, se expuso la necesidad de realizar un estudio cualitativo a empresas del sistema financiero peruano con la finalidad de identificar las buenas prácticas, partiendo de la metodología de valorización empleada en los procesos de adquisición. En tal sentido el presente trabajo de investigación tiene la finalidad de describir cuáles son las mejores prácticas de valorización empleadas en adquisiciones realizadas por las empresas seleccionadas como la muestra de estudio. Para tal fin, se efectuó un análisis financiero individual a cada una de ellas para que por intermedio de los indicadores de generación de valor se pueda determinar la creación o destrucción de valor luego de la adquisición.

Conjuntamente a esto se realizó el levantamiento de información mediante entrevistas semiestructuradas realizadas a funcionarios pertenecientes al área de finanzas representantes de cada entidad financiera estudiada a fin de tomar conocimiento desde su experiencia y perspectiva las mejores prácticas empleadas en las adquisiciones que puedan ser consideradas como “buenas prácticas”; también se consideró información secundaria proveniente de estados financieros auditados, memorias anuales, reportes e informes de gestión proporcionados por la SBS, SMV, BVL y por cada entidad propiamente; para que luego se proceda a realizar un análisis de las mejores prácticas identificadas y su relación con la generación de valor en los periodos analizados para cada caso. Cabe mencionar que esta investigación se realizó bajo un enfoque descriptivo – no experimental y de forma longitudinal.

5.1 Conclusiones

A fin de cuantificar la relación existente entre las buenas prácticas en los procesos de adquisición de las empresas del sistema financiero peruano y su capacidad para generar valor; se estableció el uso de los indicadores ROE y ROA ya que sobre ellos recae la capacidad de

medir la generación de valor y en relación a la identificación de las buenas prácticas financieras, esta se logró principalmente por la información recogida en las entrevistas realizadas a los funcionarios de las entidades seleccionadas.

En el presente trabajo de investigación se planteó como pregunta de investigación la necesidad de identificar cuáles son las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en el proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001 realizadas por empresas del sistema financiero peruano; por lo cual fue necesario delimitar la población a las empresas del sistema financiero peruano que hayan realizado adquisiciones durante el periodo de estudio.

Asimismo, la investigación se restringió a las empresas de banca múltiple por tener la mayor participación de mercado y las que estaban consideradas dentro del índice MERCO dentro el periodo de estudio y sobre los cuales se efectuó un proceso de selección. El presente estudio busca responder las siguientes interrogantes:

- ¿Cuáles son las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en el proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001 realizadas por empresas del sistema financiero peruano?
- ¿Cuáles son las empresas del sistema financiero peruano y qué empresas pueden ser consideradas como objeto de estudio? ¿Cuáles son los métodos de valorización que utilizaron cada una de las empresas del sistema financiero peruano en la adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001? y finalmente
- ¿Cuáles son los criterios cualitativos que incidieron en la toma de decisión de la adquisición de empresas durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001?

A partir de las cuales se orientaron los esfuerzos de búsqueda de información y

análisis; llegando a las siguientes conclusiones:

5.1.1 Identificación de las buenas prácticas de valorización que se llevaron a cabo en el proceso de adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001 realizadas por empresas del sistema financiero peruano.

Con los resultados obtenidos del análisis de las entrevistas a los ejecutivos que dirigen las áreas financieras, se identificaron las siguientes:

Utilizar diferentes métodos de valorización: Se identificó como buena práctica principalmente al empleo del método de flujo de caja descontados y al método de múltiplos de EBITDA.

Parámetro más importante en la valorización: Se definió como buena práctica considerar como el principal parámetro a la hora de valorizar, a las colocaciones y el tiempo de proyección.

Asesoramiento de empresas consultoras Big four y SBS: Se precisó como una buena práctica, el recibir el asesoramiento de consultoras del Big Four, la cual se refiere a las cuatro más grandes firmas de consultorías contables mundialmente conocidas: Deloitte, Price wáter house coopers (PwC), KPMG y Ernest & Young (EY) y también de la Super Intendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

Validar la transparencia de la información contable: Se definió como una buena práctica validar la transparencia de la información contable e historia que se va a utilizar para las proyecciones.

Tener un equipo con experiencia en el sector financiero: Se determinó que es una buena práctica contar con un equipo de análisis que tenga experiencia en temas de valorización, conozcan el sector que están valorizando o adquiriendo y que de preferencia haya trabajado fuera del Perú lo cual permite traer nuevas experiencias y formas de trabajo de

otras entidades.

5.1.2 Identificar a las empresas del sistema financiero peruano y seleccionar a las empresas objeto de estudio *Empresas privadas que componen el sistema financiero peruano*

En la Tabla 43 se presentan a las empresas privadas que componen el sistema financiero peruano y que son reguladas por la SBS.

Tabla 44

Empresas Privadas que Conforman el Sistema Financiero Peruano (Diciembre 2018)

Empresas de Banca Múltiple	Empresas Financieras	Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	EPYDMES
B. de Crédito del Perú	Crediscotia Financiera	CMAC Arequipa	CRAC Raíz	EDPYME Acceso Crediticio
Scotiabank Perú	Compartamos Financiera	CMAC Huancayo	CRAC Los Andes	EDPYME Inversiones La Cruz
B. Continental	Financiera Confianza	CMAC Piura	CRAC Prymera	EDPYME Santander
Interbank	Financiera Oh!	CMAC Cusco	CRAC del Centro	EDPYME BBVA Consumer Finance
Mibanco	Mitsui Auto Finance	CMAC Trujillo	CRAC Incasur	EDPYME GMG
B. Interamericano de Finanzas	Financiera Efectiva	CMAC Sullana	CRAC Sipán	EDPYME Marcimex
Citibank	Financiera Credinka	CMAC Ica		EDPYME Alternativa
B. Pichincha	Financiera TFC	CMAC Tacna		EDPYME Micasita
B. Falabella Perú	Financiera Proempresa	CMAC Maynas		EDPYME Credivisión
B. Santander Perú	Financiera Qapaq	CMCP Lima		
B. GNB	América Financiera	CMAC Paita		
B. Ripley		CMAC Del Santa		
B. de Comercio				
B. ICBC				
B. Cencosud				
B. Azteca Perú				

Adaptado de “Sistema Financiero: Información por Tipo de Institución Financiera”, por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2018. (<http://www.sbs.gob.pe/estadisticas-y-publicaciones/estadisticas-/sistema-financiero>)._

Selección de las empresas de estudio: Se tuvo por conveniente considerar a las siguientes empresas de banca múltiple: (a) Banco Scotiabank Perú S.A.A, (b) Banco de Crédito del Perú (BCP), (c) Banco Interbank, y (d) Banco Pichincha; siendo estas empresas de reconocida importancia, y como lo reflejan los datos observados, estas empresas se ubican dentro de las diez primeras instituciones financieras privadas en el Perú. La metodología realizada para llegar a esta conclusión se desarrolló ampliamente en el Capítulo III.

5.1.3 Identificar los métodos de valorización que utilizaron cada una de las empresas del sistema financiero peruano en la adquisición durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001

En la Tabla 45 se detallan los métodos de valoración empleados por las empresas seleccionadas como muestra de estudio.

Tabla 45

Métodos de Valoración Empleados por las Empresas Seleccionadas

Métodos de Valoración	BCP	Scotiabank	Interbank	Pichincha
Múltiplos de patrimonio				X
Múltiplos de EBITDA	X		X	
Flujo de caja descontado.	X	X		
Transacciones comparables	X			

5.1.4 Identificar Cuáles son los criterios cualitativos que incidieron en la toma de decisión de la adquisición de empresas durante el periodo 2013 – 2018 y un caso particular ejecutado en el año 2001

En base al desarrollo del análisis de toda la información presentada en este trabajo de investigación, se logró identificar los siguientes criterios cualitativos que incidieron en la toma de la decisión para la adquisición de empresas:

- Efectuar la valorización de la empresa objetivo empleando diferentes métodos de valorización: Principalmente Flujo de caja descontada y Múltiplos EBITDA con la finalidad de obtener un rango por el cual se va a negociar el precio de la transacción compraventa.
- Considerar como el parámetro más importante dentro del proceso de valorización principalmente a las colocaciones y el tiempo de proyección para saber de antemano cuánto dinero se va a obtener producto de las colocaciones y en cuanto tiempo.
- Contar con el apoyo de un asesoramiento técnico de una empresa consultora

especialmente del grupo de la Big Four (Deloitte, Price wáter house coopers (PwC), KPMG y Ernest & Young (EY) y también de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) durante el proceso de adquisición.

- Validar la veracidad de la información contable antes de aplicar las metodologías de valoración.
- Designar a un equipo de análisis encargado del proceso de adquisición que tenga experiencia en el sector financiero
- Considerar como un factor determinante para la factibilidad de la adquisición a la TIR esperada.
- Considerar como elemento fundamental para el cálculo del modelo CAPM, los cálculos previos del Beta y la Prima de Riesgo País.
- Validar la veracidad de los números históricos de la empresa a ser adquirida.
- Mostrar un rango a la hora de ofertar.
- Considerar la cultura organizacional, poder de negociación y plan de estrategias.

5.2 Recomendaciones

Las recomendaciones que se plantean para futuras investigaciones, adicionales al presente trabajo de investigación, son las siguientes:

1. Ampliar el periodo de observación más allá del rango 2013-2018 con el fin de volver analizar y validar los resultados obtenidos, comprobando si las buenas prácticas actualmente identificadas se siguen aplicando en el tiempo, así como teniendo en consideración el uso de nuevas tecnologías se pueda identificar potenciales nuevas buenas prácticas.
2. Expandir la presente investigación a empresas de otros sectores con la finalidad de ampliar la identificación de las buenas prácticas financieras.

Referencias

- Amat, O. (2011). *Valoración de empresas: enfoques convencionales y nuevas tendencias*. Business Review, 203. Recuperado de <https://www.harvard-deusto.com/valoracion-de-empresas-enfoques-convencionales-y-nuevas-tendencias>
- Apoyo & Asociados (2019). *Informe anual Interbank*. Recuperado de <http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2019/03/Interbank-Dic18.pdf>
- Armijo, M. (2004). *Buenas prácticas de gestión pública en América Latina IX Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, Madrid, España, 2 - 5 Nov*. Recuperado de <https://administracionpublicacomparada.files.wordpress.com/2013/12/buenas-prc3a1cticas-gestic3b3n-al.pdf>
- Arellano, M. D. (2014). Buenas prácticas educativas para el aprendizaje del inglés en la enseñanza no formal. *Revista De Lenguas Modernas*, (20), 197-211.
- Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2013). *Memoria anual 2013*. Recuperado de <https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/MemoriaAnualASBANC2013.pdf>
- Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2014). *Memoria anual 2014*. Recuperado de <https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/Memoria%20Anual%2014.pdf>
- Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2015). *Memoria anual 2015*. Recuperado de https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/Memoria_ASBANC%202015.pdf
- Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2016). *Memoria anual 2016*. Recuperado de <https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/MA-asbanc-2016.pdf>
- Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2017). *Memoria anual 2017*. Recuperado de https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/Asbanc_Memoria_anual_2017_BAJA.pdf
- Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2018) *Boletín mensual diciembre 2018*. Recuperado

https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/BOLETIN_MENSUAL_DICIEMBRE_2018.pdf

Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2015). Solidez de la banca peruana. ASBANC Semanal, 168(4). Recuperado de

<https://www.asbanc.com.pe/Paginas/Noticias/DetalleNoticia.aspx?ItemID=156>

Asociación de Bancos del Perú [ASBANC]. (2019) Ratio de Capital Global año 2013 – 2018, Indicadores Financieros (%). *Boletín mensual, Información Bancaria - Perú diciembre 2018*. Recuperado de

https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/BOLETIN_MENSUAL_ENERO_2019.

Avolio, B. (2015). *Métodos cualitativos de investigación: una aplicación al estudio de caso*. México, D.F.: Cengage Learning.

Bancel, F., & Tierny, J. (2011). Valuing Companies with Cash-Flow@Risk. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(2), 85–93. Recuperado de <https://doi-org.ezproxybib.pucp.edu.pe/10.1111/j.1745-6622.2011.00330.x>

Barrionuevo, F. (2014). *Métodos de valoración de empresas*. Recuperado de

<https://franciscobarrionuevo.eu/files/2015/03/ensayo-métodos-de-valoración-de-empresas.pdf>.

Banco de Crédito del Perú [BCP]. (2011). *Memoria anual 2011*. Recuperado de

<http://ww3.viabcp.com/Connect/Nuestrobanco/pdf2006/memoria/Memoria2011.pdf>

Banco de Crédito del Perú [BCP]. (2015). *Memoria anual 2015*. Recuperado de

http://ww3.viabcp.com/Connect/VIABCP_2015/Memoria%20anual%20BCP%202015.pdf

Banco de Crédito del Perú [BCP]. (2019). *Historia Newsletter - Información al Instante*.

Recuperado de <https://bcpperu.wordpress.com/historia/>

Banco Pichincha (2019). *Nuestra historia*. Recuperado de

<https://www.pichincha.pe/conoce-sobre-nosotros/nuestra-historia/historia>

Bioye Tajudeen Aluko & Abdul, Rasheed Amidu (2005). Corporate business valuation for mergers and acquisitions. *International Journal of Strategic Property Management*, 9(3), 173-189.

Blanco, P. (2017). *Fusiones y adquisiciones crecerán un 15% en América Latina en 2018*.

Baker Mckenzie. Recuperado de

<https://www.bakermckenzie.com/es/newsroom/2017/11/latin-america-ma-activity-to-jump-15-in-2018>

Block, S. (2007). The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies. *Journal of Applied Finance*, 17(2), 33–40. Recuperado de

<http://search.ebscohost.com.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=32604419&lang=es&site=eds-live&scope=site>

BMI Country Industry Reports; London (Fourth Quarter 2018). Peru Banking & Financial Services Report - Q4 2018. *Fitch Solutions Group Limited*. Retrieved from

<https://search-proquest-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/docview/2112353047/FF31C0BC4C404B3FPQ/17?accountid=28391>

BBVA (2015). *Productos financieros: ¿que son las opciones financieras?* Recuperado de

<https://www.bbva.com/es/que-son-las-opciones-financieras/>

BIS (2018, 5 de junio) *Purpose and role. Basel Committee Charter*. Recuperado de

<https://www.bis.org/bcbs/charter.htm>

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2019a). *Empresas con valores listados: histórico de cotizaciones*. Recuperado de

https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones12000_Q1JFREIUQzE.html

Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2019b). *Empresas con valores listados: información*

- financiera BCP*. Recuperado de
https://www.bvl.com.pe/inf_financiera12000_Q1JFREIUQzE.html
- Cabré, M. T. (2010). *Terminología y buenas prácticas*. Publifarum, (12).
 Recuperado de http://www.publifarum.farum.it/ezone_articles.php?art_id=161
- Calvo, A., Parejo, J., Rodríguez, L., & Cuervo, Á. (2014). *Manual del sistema Financiero español* (25 ed.) Ariel economía y Empresa. Recuperado de
https://static0planetadelibroscom.cdnstatics.com/libros_contenido_extra/29/28771_Manual_Sistema_Financiero.pdf
- Cárcamo, E. (2015). *Valorización de empresas: fusiones y adquisiciones*. Recuperado de
<https://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2015/07/15/valorizacion-empresas-fusiones-adquisiciones/>
- Castillo, W.; Morales, J.; Palomino, L., & Vicente, J. (2018). *Tesis Buenas Prácticas de Valorización en el Proceso de Adquisición de Empresas Peruanas que Cotizan en la BVL*. (Tesis de Maestría) Centrum Pucp.
- Class & Asociados S.A.(2018). Fundamento de clasificación de riesgo Banco Pichincha del Perú (antes Banco Financiero). Recuperado de
<https://www.bvl.com.pe/hhii/B80009/20181214190901/CLASS32SET18.PDF>
- Class & Asociados S.A. (2019a). Sistema Financiero Peruano 2019 Fundamento de Clasificación de Riesgo Banco Pichincha. Recuperado de
<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Informe%20Class%20Jun191.pdf>
- Class & Asociados S.A. (2019b). ROE del sistema financiero peruano dic 2015 – jun 2019. Fundamento de Clasificación de Riesgo Banco Pichincha. Recuperado de
<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Informe%20Class%20Jun191.pdf>
- Class & Asociados S.A. (2019c). Ratio de capital global del sistema financiero peruano dic 2015 - jun 2019. Fundamento de Clasificación de Riesgo Banco Pichincha. Recuperado

de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Informe%20Class%20Jun191.pdf>

Copeland, T., Coller, T., & Murrin, J. (2004). *Valorización*. España

Credicorp aumenta su participación en Mibanco hasta 98.65%. (2018). *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/credicorp-aumenta-participacion-mibanco-98-65-231892-noticia/>

C-TB Ho, C-K Liao, & H-T Kim. (2011). Valuing Internet companies: a DEA-based Multiple Valuation Approach. *The Journal of the Operational Research Society*, 62(12), 2097. Recuperado de <http://search.ebscohost.com.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/login.aspx?direct=true&db=edsjsr&AN=edsjsr.23409286&lang=es&site=eds-live&scope=site>

Damodaran. A. (2012). *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd ed. Recuperado de https://www.academia.edu/22511929/Ebook_Investment_Valuation_3rd_Aswath_Damodaran

Deloitte & Co. S.A. Financial Advisory (2017). *Informe anual. Mercado de Fusiones y Adquisiciones para Latinoamérica*. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/pe/es/pages/finance/articles/mercado--fusiones-y-adquisiciones-de-latinoamerica.html>

Deloitte & Co. S.A. Financial Advisory (2015). *Informe anual. Mercado de Fusiones y Adquisiciones para Latinoamérica*. Recuperado de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/MA_8avo_Deloitte%202015.pdf

Diccionario empresarial Wolters kluwer (2019). *Acciones Bancarias*. Recuperado de <http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEACtJTCq2NVBLTC4pTcxyU->

2NQSxM8tSQxKTgOKZKSm2rhEGIGBkaGZprlaWWlScmZ9nG5aZnppXkgoAhORY
8z8AAAA=WKE

Diego, C. (2014). Definición de Colocación. *Economía Simple*. Recuperado de
<https://www.economiasimple.net/glosario/colocacion>

EALDE Business School (28 setiembre 2016). *Análisis Financiero Versus Análisis Económico*. Recuperado de <https://www.ealde.es/analisis-financiero/>

Educa Portal de Educación Financiera (2019). *Acciones nominativas*. Recuperado de
<https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-729.html>

El Economista América (2018). *Scotiabank adquiere el 51% de Banco Cencosud en Perú*.
Recuperado de <https://www.economistaamerica.pe/empresas-eAm-peru/noticias/9129960/05/18/ooyala.com/privacy>

Espinoza, S.; Ramírez, C., & Reyna, E. (2017). *Tesis Métodos de Valoración de Empresas Startup*. Aplicación a Cinepapaya.

EY (15, apr 2019). *Global M&A appetite at 10-year high fueled by portfolio reshaping*.
Recuperado de https://www.ey.com/en_gl/news/2019/04/global-m-a-appetite-at-10-year-high-fueled-by-portfolio-reshaping

FAO (July 2015). *Good Practices Template. Food and Agriculture Organization of the United Nations*. Recuperado de
<http://www.fao.org/search/es/?cx=018170620143701104933%3Aqq82jsfba7w&q=bunas+practicass&cof=FORID%3A9&siteurl=www.fao.org%2Fcapacity-development%2Fes%2F&ref=www.fao.org%2Fcapacity-development%2Fen%2F&ss=3330j1066544j16>

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Universidad de Navarra - IESE Business School. Recuperado de
<https://pdfs.semanticscholar.org/18d1/5f8f3474991960016b9b5fbf5faafbe4a5d5.pdf>

- Fernández P. (2016). Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías. Versión 2019. Universidad de Navarra - IESE Business School. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623
- Fortuño M.(2016) Valor contable frente al valor de mercado y la ratio P/B. Euribor. Recuperado de <https://www.euribor.com.es/bolsa/valor-contable-frente-al-valor-de-mercado-y-la-ratio-pb/>
- Fernández, P. (2007). *120 errores en valorización de empresas*. Recuperado de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0681.pdf>
- Fernández, P. (2013). *Valoración de empresas y sensatez*. Índice 3ª edición.
- Fernández, P. (2017). *Valoración de empresas*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987
- Fernández, P. (2019). *Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores*. Recuperado de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0760.pdf>
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Indicadores de solidez financiera*. Guía de compilación. Recuperado de <https://americalatina.elibrary.imf.org/view/IMF069/02422-9781589063983/02422-9781589063983/ch01.xml>
- Gutiérrez, C. (2013). Evolución e impacto de la regulación bancaria internacional Hasta Basilea III: El caso de américa latina. *Pecunia: revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, ISSN 1699-9495, N°. 16-17 (ene-dic), 2013, págs. 147-173. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4765624>
- Informe de inversión (2019) Recuperado de <http://www.informedeinversion.com/ratio-precio-valor-contable/#respond>
- Infront Analytics (2019) Sobre los distintos mercados. Recuperado de <https://www.infrontanalytics.com/fe-ES/30010NU/JPMorgan-Chase-Co-/valorizacion-bursatil>

- Instituto Mexicano de Mejores Prácticas Corporativas [IMMPC]. (2019). *Qué son las mejores prácticas corporativas?* Recuperado de <http://www.immpc.org.mx/instituto>
- Interbank (2017). *Memoria anual 2017*. Recuperado de <https://interbank.pe/documents/20182/2263274/memoria-anual-2017.pdf/bf59dc45-ed54-426e-a469-b72aa02a3fc5>
- Interbank (2018). *Informe semestral*. Recuperado de http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:z-x8_-eNJTWJ:www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Interbank%2520jun18.pdf+&cd=6&hl=es-419&ct=clnk&gl=pe
- Interbank (2019). *Nuestra historia*. Recuperado de <https://interbank.pe/nosotros>
- Kengelbach & Roos. (2011). *Riding the next wave in M&A ¿We are the opportunities to create value?* Boston Consulting Group. Recuperado de <https://www.bcg.com/documents/file78141.pdf>
- Komus, A. (ed.). (2011). *BPM Best Practice, Wie führende Unternehmen ihre Geschäftsprozesse managen?* Berlin: Springer Berlin. ISBN 978-3-642-16724-9.
- Leandro, G. (2013). *Sistema financiero: concepto y participantes de mercados financieros*. Recuperado de <https://www.youtube.com/watch?v=nOw9ruZPXK4>
- Lizarzaburu, E. & Del Brío, J. (2016). Evolución del sistema financiero peruano y su reputación bajo el índice Merco. Período: 2010-2014. *Suma de Negocios* 7 (2016) 94-112. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2215910X16300313>
- Martínez, H., & Ávila, E. (2010). *Metodología de la investigación*. México D. F., México: Cengage Learning.
- Martynova, M., Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance* 32. 2148–2177. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426608000241>

- Merco (2018) Ranking Monitor Corporativo de Referencia en Latinoamérica y España, Bancario del Perú. Recuperado de <http://www.merco.info/pe/ranking-merco-empresas>
- MERCO (2019). *Ranking Monitor Corporativo de Referencia en Latinoamérica y España, Bancario del Perú*. Recuperado de <http://www.merco.info/pe/rankings-merco>
- MERCO (2019). *Ranking Monitor Corporativo de Referencia en Latinoamérica y España, Bancario del Perú*. Recuperado de <http://www.merco.info/pe/ranking-merco-empresas>
- Meyer, N., Meyer, D. F., & Kot, S. (2016). Best practice principles for business incubators: A comparison between south Africa and the Netherlands. *Journal of Advanced Research in Law and Economics*, 7(5), 1110-1117.
- Moon-Kyum, K. (2009). *Mergers and Acquisitions Issues and Perspective from the Asia-Pacific Region*. Recuperado de www.apo-tokyo.org
- NB Noticias Bancarias (2014). *Citibank vende cartera minorista y comercial a Scotiabank*. Recuperado de <https://noticiasbancarias.com/bancos/22/12/2014/citibank-vende-cartera-minorista-y-comercial-a-scotiabank/77457.html>
- Olivieri, C. (2005). *Cuánto vale una empresa*. Colombia: La ley
- Osorio, L (2015). *Lo que todos debemos saber de las buenas prácticas clínicas*. Biomédica. Recuperado de <https://revistabiomedica.org/index.php/biomedica/article/view/2404>
- Pacheco, R.(2011). Free cash flow y el valor de la empresa. *Pensamiento crítico* N° 16, pp. 51-67. Revista UNMSM. Recuperado de <https://n9.cl/wnd7>
- Paredes, Burga & Asociados S. Civil de R. L. (2019). *Estados financieros al 31 de diciembre de 2018 y de 2017*. Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank. Recuperado de <https://interbank.pe/documents/20182/2263274/estados-financieros-auditados.pdf/6b54d12b-e98d-44aa-a2d1-644e41d2dd60>
- Parra, A. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto*, (2), 87-100.
- Peñaranda, C. (2018, 18 de febrero). *El Boom de las Fusiones y Adquisiciones*. *Revista de la*

CCL N°814. Recuperado de <https://www.camaralima.org.pe/principal/archivos-publicados/4>

Pereyra, M. (2008). Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales.

Documento de Trabajo Nro. 41 Facultad de Administración y Ciencias Sociales

Universidad ORT Uruguay. ISSN 1510-7477. Recuperado de

<https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/handle/20.500.11968/2806/documentodetrabajo41.pdf>

?sequence=1&isAllowed=y

Pérez, R. (2013). *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones: las grandes empresas en México*.

Recuperado de <http://www.redalyc.org/pdf/676/67628073007.pdf>

Peter, E. K. (1997). International mergers and acquisitions: A review of some current issues.

Managerial Finance, 25(3), 72-88.

Petitt, X., & Ferris, X. (2013). *Valoración para fusiones y adquisiciones* edición. Pearson

Education.

Piesse, J., Lee, C. F., Lin, C., & Kuo, H. C. (2013). *Merger and acquisition: Definitions,*

motives, and market responses. *Encyclopedia of Finance*, 411-420.

PWC (2015). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2014*. Recuperado de

<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/fa2015.pdf>

PWC (2017). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2016*. Recuperado de

<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/estudio-fusiones-y-adquisiciones.pdf>

PWC (2018). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2017*. Recuperado de

<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-deals-survey-2018.pdf>

PWC (2019). *Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2018*. Recuperado de

<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-Deals-Survey-2019.pdf>

PwC Perú (2018). *Fusiones y Adquisiciones Estudio 2018 (M&A)*. Recuperado de

<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-deals-survey-2018.pdf>

- Reddy, K.; Agrawal, R.; Nangia, V. (2013). Reengineering, crafting and comparing businevaluation models - the advisory exemplar. *International Journal of Commerce and Management; Bingley* 23(3), 216-241. Recuperado de <https://search-proquest.com.ezproxybib.pucp.edu.pe/docview/1427389978/fulltext/39D5D93AD27D4115PQ/3?accountid=28391#center>
- Rico, L. (2006) *Cuánto vale mi empresa*, 2da edición. Argentina: Mayol ediciones SA
- Rodríguez, A, Ardila, L., & Riaño, E. (2016). Factores de éxito en proyectos de cooperación. caso universidad industrial de santander. *Revista Ciencias Estratégicas*, 24(36), 413-429. doi:<http://dx.doi.org.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/rces.v24n36.a10>
- Rojo, A. (2007). *Valoración de empresas y Gestión basada en valor*. España: Editorial
- Rompotis, G. (2015). Mergers and Acquisitions: Types, Principles, Historical Information and Empirical Evidence from the Greek Banking Sector. *Aestimatio, the IEB international journal of finance*, 10, 32-65.
- SBS con el Banco Financiero y el BIF Acuerdan transferencia del NBK Bank y Nuevo Mundo*. (2001). La República. Recuperado de <https://larepublica.pe/economia/330896-sbs-con-el-banco-financiero-y-el-bif-acuerdan-transferencia-del-nbk-bank-y-nuevo-mundo/>
- Seguros Sura (2018). *Memoria anual 2017*. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/hhii/CS0005/20180227214701/MEMORIA32SEGUROS32SU-RA322017.PDF>
- Semana Económica (03 mayo 2015). Scotiabank cerró la compra de la banca personal y comercial de Citibank en el Perú. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/159607-scotiabank-cerro-la-compra-de-la-banca-personal-y-comercial-de-citibank-en-el-peru/>
- Semana Económica (06 abril 2018). Interseguro completó la compra de Seguros Sura.

Recuperado de <https://semanaeconomica.com/articulo/mercados-y-finanzas/seguros/274725-interseguro-completo-la-compra-de-seguros-sura/>

Scotiabank (2015). *Memoria anual 2015*. Recuperado de

https://scotiabankfiles.azureedge.net/scotiabank-peru/PDFs/acerca-de/scotiabank-peru/Scotiabank_Memoria_2015.pdf

Scotiabank (2019). *Reseñas institucionales*. Recuperado de

<https://www.scotiabank.com.pe/Acerca-de/Scotiabank-Peru/Scotiabank-en-Peru/resenas-institucionales>

Scotiabank cerró compra de banca personal y comercial del Citi. (2015). *El Comercio*.

Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/negocios/scotiabank-cerro-compra-banca-personal-comercial-citi-358491-noticia/>

Scotiabank cerró hoy adquisición de la banca personal y comercial de Citibank. (2015).

Gestión. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/scotiabank-cerro-hoy-adquisicion-banca-personal-comercial-citibank-88324-noticia/>

Sevilla, A. (2019). *Definición: EBITDA*. Econopedia. Recuperado de

<https://economipedia.com/definiciones/ebitda.html>

Stickney, C., Weil, R., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B., (2012). *Principales índices de rentabilidad*. Contabilidad financiera una introducción a conceptos, métodos y usos (1ed.), 281-283.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2019). *Resolución SBS N°901, 2000*.

Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/supervisados-y-registros/entidades-en-liquidacion/liquidaciones-concluidas/sistema-financiero-liquidacion/bancos/nbk-bank/intervencion-de-nbk-bank>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2019). *Reportes del Sistema Financiero*

2000- 2019. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/estadisticas-y->

publicaciones/estadisticas-/sistema-financiero_

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2019). *Ranking de Créditos, Depósitos y Patrimonio*. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2018/Diciembre/B-2332-di2018.XLS>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2019). *Memoria anual 2018*.

Recuperado de http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/PUB_MEMORIAS/SBS_M2018.pdf

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2018). *Sistema Financiero: Información por Tipo de Institución Financiera (2018)*. Recuperado de

<http://www.sbs.gob.pe/estadisticas-y-publicaciones/estadisticas-/sistema-financiero>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2013). *Evolución del Sistema Financiero (2013)*. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2013/Diciembre/SF-2103-di2013.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2014). *Evolución del Sistema Financiero (2014)*. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2014/Diciembre/SF-2103-di2014.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2015). *Evolución del Sistema Financiero (2015)*. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015/Diciembre/SF-2103-di2015.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2015). *Glosario de términos e indicadores financieros (2015)*. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015/Setiembre/SF-0002-se2015.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2016). *Evolución del Sistema Financiero (2016)*. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2016/Diciembre/SF-2103-di2016.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2017). *Evolución del Sistema*

Financiero (2017). Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2017/Diciembre/SF-2103-di2017.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. [SBS]. (2018). *Evolución del Sistema*

Financiero (2018). Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2018/Diciembre/SF-2103-di2018.PDF>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP [SBS]. (2019). Información Estadística de Banca

Múltiple: Ratios de Liquidez años 2013- 2018. Recuperado de

http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP [SBS]. (2019). Regulación > Basilea II y Basilea

III. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/regulacion/basilea-ii-y-basilea-iii>

Westreicher, G. (2019). *Rentabilidad de los activos – ROA*. Econopedia. Recuperado de

<https://economipedia.com/definiciones/rentabilidad-de-los-activos-roa.html>

Zozaya, N. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*.

Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Madrid. Recuperado

de <http://www.ipyme.org/es-ES/publicaciones/Paginas/Fondodocumental.aspx>

Apéndice A: Estados Financieros

Tabla A1

Estado de Situación Financiera BCP 2013-2018 (En miles de soles).

Estado de situación financiera	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Activo						
Caja y canje	5'319,562	4'329,354	3'486,713	3'332,861	4'363,606	3'516,518
Depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú	12'845,178	14'836,571	8'385,064	13'338,210	14'003,756	15'634,276
Depósitos en bancos del país y del exterior	941,432	1'903,382	2'148,505	2'167,549	2'547,718	2'002,451
Fondos sujetos a restricción	3'459,758	6'814,812	10'410,312	9'878,681	3'873,133	151,302
Rendimientos devengados del disponible	18,667	4,339	2,018	794	547	4,476
	22'584,597	27'888,458	24'432,612	28,718,095	24,788,760	21'309,023
Fondos interbancarios	70,005	155,461	33,008	68,221	30,223	139,463
A valor razonable con cambios en resultados	74,473	2'126,700	2'285,229	1,373,098	1'968,298	1'217,955
Disponibles para la venta	12'317,036	10'174,992	5'626,846	6,246,499	7'087,111	10'485,097
A vencimiento	3'504,041	3'859,970	4'612,723	3,455,795	2'667,663	676,976
	15'965,555	16'317,123	12,557,806	11,075,392	11'723,072	12'380,028
Cartera de créditos, neto	88'855,242	79'601,523	75,813,260	73,544,572	74'117,331	60'085,666
Inversiones en subsidiarias y asociadas	1'800,416	1,600,587	1,525,620	1,924,731	46,617	41,338
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	1'164,385	1,244,300	1,319,700	1,429,296	1'793,662	1'543,460
Otros activos, neto	3'395,402	2,566,008	2,761,200	3,502,184	3'150,840	2'444,236
Total, activo	133'765,597	129'217,999	118,410,198	120,194,270	115'620,282	97'803,751
Riesgos y compromisos contingentes	84'543,806	33'218,412	34,128,386	30,040,634	34'915,262	24'849,259
Pasivo						
Depósitos y obligaciones	84'579,705	78'084,865	67'904,976	71'880,511	72'749,718	64'747,081
Fondos interbancarios	617,347	540,563	348,181	449,051	334,834	476,104
Cuentas por pagar por pactos de recompra	7'075,768	11'079,648	13'360,561	12'180,785	6'790,872	2'433,811
Deudas a bancos, corresponsales y otras entidades	7'500,663	6'848,467	7'344,927	7'714,513	10'684,641	9'123,781
Valores, títulos y obligaciones en circulación	14'372,495	14'983,463	13'790,291	13'606,240	12'912,762	11'429,081
Otros pasivos	2'662,216	2'503,384	2'060,145	2'507,639	2'235,456	1'520,862
Total, pasivo	116'808,194	114'040,390	104'809,081	108'338,739	105'708,283	89'730,720
Patrimonio						
Capital social	8'770,365	7'933,342	7'066,346	5'854,051	4'722,752	3'752,617
Reserva legal	3'075,495	2'776,680	2'473,404	2'049,092	1'652,963	1'313,416
Reserva facultativa	1'108,814	1'108,814	1'108,814	1'108,814	1'108,814	1'108,814
Resultados no realizados	9,793	73,399	21,891	3,010	376,647	364,454
Resultados por traslación	824	4,729	5,112	107,396	9,509	8,309
Resultados acumulados	3'992,112	3'280,645	2'925,550	2'807,409	1'914,519	1'647,418
Total, patrimonio	16'957,403	15'177,609	13'601,117	11'923,752	9'785,204	8'195,028
Intereses no controlador					157,018	17,466
Total, pasivo y patrimonio	133'765,597	129,217,999	118'410,198	120'262,491	115'650,505	97'943,214
Riesgos y compromisos contingentes	84'543,806	33'218,412	34'128,386	34'040,634	34'915,262	24'849,259

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla A2

Estado de Situación Financiera Scotiabank 2013-2018 (En miles de Soles)

Estado de situación financiera	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Activo						
Caja	93,275	80,898	54,764	67,292	59,928	59,922
Depósitos en el Banco Central de Reserva de Perú	388,845	238,229	460,555	440,944	338,800	595,511
Depósitos en bancos del país y del exterior	25,019	59,124	28,448	25,859	33,676	26,983
Canje	59	106	157	170	11	351
Disponibles restringidos	936	904	3,409	3,440	3,021	2,779
	508,134	379,261	547,333	537,705	435,436	685,546
Fondos interbancarios	115,509	116,031	96,822	11,001	110,000	54,390
Inversiones disponibles para la venta	277,344	355,223	147,965	287,581	215,304	-
Cartera de créditos, neto	3'817,422	3'498,699	3'066,455	3'007,722	2'847,742	2,581,184
Cuentas por cobrar, neto	51,666	52,548	46,918	43,017	43,157	26,347
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	34,914	37,203	35,259	42,854	47,542	38,925
Impuesto a la renta diferido	40,751	41,265	40,229	44,183	49,882	70,933
Otros activos, neto	50,329	47,918	116,649	37,372	51,459	59,749
Total, Activo	4'896,069	4'528,148	4'097,630	4'011,435	3'800,522	3,517,074
Riesgos y compromisos contingentes	3'593,621	3'840,205	3'754,138	3'424,905	3'870,357	4,203,594
Pasivo						
Obligaciones con el público y depósitos de empresas del sistema financiero:						
Depósitos a la vista	10,609	9,187	5,813	7,768	7,906	9,895
Depósitos de ahorro	278,115	253,935	173,943	96,042	97,210	75,860
Depósitos a plazo	2'709,213	2'487,175	2'191,638	2'240,619	2'057,483	1'702,051
Otras obligaciones	12,717	10,825	9,755	10,691	9,501	9,968
	3'010,654	2'761,122	2,381,149	2,355,120	2'172,100	1'797,774
Adeudos y obligaciones financieras	776,390	826,222	871,793	984,725	1'065,840	1'064,639
Provisiones y otros pasivos	137,507	108,025	163,518	103,891	86,760	118,427
Total, Pasivo	3'924,551	3'695,369	3'416,460	3'443,736	3'324,700	2'980,840
Patrimonio neto						
Capital social	605,110	485,108	387,914	320,854	320,854	320,854
Reserva lega	118,516	98,516	82,317	64,034	53,922	45,230
Resultados no realizados	-61	410	207	-16	-74	-
Resultados acumulados	247,953	248,745	210,732	182,827	101,120	170,150
Total, patrimonio neto	971,518	832,779	681,170	567,699	475,822	536,234
Total, pasivo y patrimonio neto	4'896,069	4'528,148	4'097,630	4'011,435	3'800,522	3'517,074
Riesgos y compromisos contingentes	3'593,621	3'840,205	3'754,138	3'424,905	3'870,357	4'203,594

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla A3

Estado de Situación Financiera Interbank 2013-2018 (En miles de Soles)

Estado de situación financiera	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Activo						
Caja y canje	1,860,186	2,072,874	1,545,594	1,700,782	1,488,829	1,562,306
Depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú	3,644,853	5,879,731	5,304,901	6,055,141	3,269,808	4,339,421
Depósitos en bancos del país y del exterior	924,316	703,630	840,547	439,110	399,192	784,403
Fondos sujetos a restricción	1,285,547	1,976,725	3,266,161	3,649,861	910,842	193,733
	<u>7,714,902</u>	<u>10,632,960</u>	<u>10,957,203</u>	<u>11,844,894</u>	<u>6,068,671</u>	<u>6,879,863</u>
Fondos interbancarios	495,037	403,526	5,002	245,028	310,030	204,905
Inversiones a valor razonable con cambios en resultados – negociación	38,894	-	10,909	47,060	17,496	16,415
Inversiones disponibles para la venta	3,886,580	4,827,881	3,927,729	3,069,075	3,511,369	1,907,001
Inversiones a vencimiento	1,864,891	1,248,474	611,293	479,561	-	-
Cartera de créditos, neto	31,268,464	26,771,412	25,226,907	24,172,949	21,035,989	19,151,431
Inversiones en subsidiarias y asociadas	132,148	134,472	131,318	134,152	124,060	128,349
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	420,454	429,414	416,015	429,548	433,739	441,996
Otros activos, neto	1,194,750	814,751	869,017	894,777	1,147,076	906,046
Activo diferido por impuesto a la renta, neto	111,490	59,313	77,365	121,584	66,628	62,828
Total, activo	<u>47,127,610</u>	<u>45,322,203</u>	<u>42,232,758</u>	<u>41,438,628</u>	<u>32,715,058</u>	<u>29,698,834</u>
Riesgos y compromisos contingentes	23,885,231	22,183,166	22,768,142	26,728,488	12,246,949	11,184,998
Pasivo						
Obligaciones con el público	31,046,331	30,132,185	26,724,753	25,694,120	20,950,061	20,081,771
Fondos interbancarios	-	30,008	332,255	-	-	100,022
Depósitos de entidades del sistema financiero	277,156	462,522	200,281	208,374	190,539	183,792
Cuentas por pagar por pactos de recompra	2,097,190	2,223,812	3,089,956	3,050,670	-	-
Adeudos y obligaciones financieras	1,871,558	2,162,913	2,169,529	3,087,874	3,219,075	2,881,271
Valores, títulos y obligaciones en circulación	5,400,185	4,537,981	4,599,027	4,690,675	4,197,958	3,071,520
Provisiones y otros pasivos	1,128,379	1,015,777	932,758	1,155,597	1,062,451	728,818
Total, pasivo	<u>41,820,799</u>	<u>40,565,198</u>	<u>38,048,559</u>	<u>37,887,310</u>	<u>29,620,084</u>	<u>27,047,194</u>
Patrimonio neto						
Capital social	3,470,409	3,064,509	2,670,725	2,291,199	1,972,290	1,680,226
Acciones en tesorería	-33,910	-33,910	-33,910	-33,910	-33,910	-33,910
Reservas legales y especiales	794,754	704,554	617,047	532,708	461,839	397,130
Resultados no realizados	35,495	119,852	55,262	-82,071	-13,931	-38,896
Resultados acumulados	1,040,063	902,000	875,075	843,392	708,686	647,090
Total, patrimonio neto	<u>5,306,811</u>	<u>4,757,005</u>	<u>4,184,199</u>	<u>3,551,318</u>	<u>3,094,974</u>	<u>2,651,640</u>
Total, pasivo y patrimonio neto	<u>47,127,610</u>	<u>45,322,203</u>	<u>42,232,758</u>	<u>41,438,628</u>	<u>32,715,058</u>	<u>29,698,834</u>
Riesgos y compromisos contingentes	23,885,231	22,183,166	22,768,142	26,728,488	12,246,949	11,184,998

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla A4

Estado de Situación Financiera Pichincha 2013-2018 (En miles de Soles)

Estado de situación financiera	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Activo						
Caja y canje	50,787	99,298	47,229	56,906	62,169	45,945
Depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú	204,489	190,425	176,477	114,755	192,065	90,410
Depósitos en bancos del país y del exterior	47,984	68,221	83,717	29,063	27,633	76,549
Rendimientos devengados	432	417	316	456	422	509
	303,692	358,361	307,739	201,180	282,289	213,413
Fondos Interbancarios	17,006	4,001	47,037	22,031	39,011	53,042
Inversiones Negociables, neto	251,771	232,684	95,500	181,858	204,727	300,450
Inversiones a vencimiento					33,995	-
Cartera de créditos, neta	1,419,409	1,227,279	1,060,632	1,064,030	918,516	828,677
Cuentas por cobrar, neta	35,455	46,804	50,727	42,117	49,557	68,346
Bienes realizables, recibidos en pago y adjudicados, neto					61,530	43,844
Inversiones permanentes, neto	87,788	112,030	93,436	6,898	6,500	6,165
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	69,375	71,245	72,373	76,041	76,353	77,722
Otros activos	86,966	82,858	62,515	77,546	31,981	68,473
Total, activo	2,271,462	2,135,262	1,789,959	1,671,701	1,704,459	1,660,132
Cuentas Contingentes y de Orden	15,119,836	13,865,750	10,847,384	9,975,634	7,691,649	8,122,662
Pasivo y patrimonio neto						
A la vista	193,288	155,960	166,298	171,532	123,352	61,103
Depósitos de ahorro	192,924	189,209	156,243	175,175	144,470	129,430
Depósitos a plazo	766,718	755,480	550,019	635,300	617,546	779,174
Depósitos recibidos de instituciones financieras	97,062	3,826	65,113	21,350	-	-
Otras obligaciones	168,450	162,967	109,799	137,772	196,754	57,196
	1,418,442	1,267,442	1,047,472	1,141,129	1,082,122	1,026,903
Fondos Interbancarios	-	915	3,000	-	75	262
Depósitos del Sistema Financiero					161,313	51,531
Deudas a Bancos y Corresponsales	492,095	488,684	341,781	210,908	145,743	220,698
cuentas por pagar	18,204	18,757	17,321	18,944	7,907	6,181
Valores Títulos y obligaciones en circulación	12,247	43,675	99,456	21,978	34,304	42,944
Provisiones y otros pasivos	65,439	45,186	23,712	33,226	50,882	84,924
Total, pasivo	2,006,427	1,864,659	1,532,742	1,426,185	1,482,346	1,433,443
Patrimonio neto						
Capital Social	235,853	235,853	235,853	231,968	217,492	238,580
Ajuste por deflación	-	-	-	-	695	3,455
Reserva Legal	10,145	7,385	5,832	4,964	-	4,719
Resultados acumulados	19,037	27,365	15,532	8,683	5,326	13,155
Total, patrimonio	265,035	270,603	257,217	245,615	222,123	226,689
Total, pasivo y patrimonio neto	2,271,462	2,135,262	1,789,959	1,671,800	1,704,469	1,660,132
Cuentas Contingentes y de Orden	15,119,836	13,865,750	10,847,384	9,975,634	7,691,649	8,122,662

Apéndice B: Estados de Resultados

Tabla B1

Estado de resultados BCP 2013-2018 (En miles de soles).

Estado de resultados	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ingresos por Intereses	7,864,022	7,524,718	7,564,111	9,338,845	8,072,776	6,573,454
Gastos de Intereses	-2,247,581	-2,241,822	-2,193,639	-2,393,623	-2,152,053	-1,996,835
Margen financiero bruto	5,616,441	5,282,896	5,370,472	6,945,222	5,920,723	4,576,619
Provisión de Créditos de cobranza Dudosa	-1,078,267	-1,287,479	-1,454,109	-1,931,842	-1,754,963	-1,239,943
Ganancia neta por diferencia de cambio				17516	245,406	155,072
Margen financiero Neto	4,538,174	3,995,417	3,916,363	5,030,896	4,411,166	3,491,748
Ingresos no financieros						
Comisiones por servicios bancarios, neto	2,379,891	2,267,279	2,169,129	2,155,447	1,953,907	1,755,663
Resultados productos financieros derivados	-3,656	104,915				
Participación en las utilidades de las inversiones Subsidiaria	442,456	356,060	336,081			
Ganancia neta en valores	16,944	49,957	141,345	415,760	63,221	-78,754
Ganancia neta en operaciones de cambio	691,766	614,136	656,220	741,553	457,489	515,562
Otros ingresos no financieros	231,002	129,558	84,146	78,170	51,186	81,348
	3,758,403	3,521,905	3,386,921	3,390,930	2,525,803	2,273,819
Gastos Operativos						
Remuneraciones y beneficios sociales	- 1,763,793	- 1,638,582	- 1,599,371	- 2,357,258	- 2,104,991	- 1,707,008
Generales y administrativos	- 1,456,450	- 1,380,901	- 1,313,368	- 1,529,838	- 1,415,875	- 1,210,170
Depreciación y amortización	- 295,097	- 281,484	- 272,015	- 349,986	- 344,314	- 289,718
Provisión para bienes adjudicados	- 16,775	- 1,071	- 11,233	- 1,661	- 4,404	- 7,325
Impuestos y contribuciones	- 166,868	- 151,750	- 159,011	- 165,678	- 148,953	- 135,904
Otros gastos operativos	- 141,358	- 99,739	- 93,984	- 113,892	- 135,803	- 122,370
	- 3,840,341	- 3,553,527	- 3,448,982	- 4,518,313	- 4,154,340	- 3,472,495
Ganancia neta por diferencia en cambio	23,748	19,461	44,940			
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	4,456,236	3,963,795	3,854,302	3,903,513	2,782,629	2,293,072
Impuesto a la renta	- 1,138,044	- 995,166	- 883,812	- 1,096,151	- 875,540	- 650,638
Utilidad neta de las operaciones continuadas	3,341,940	2,988,090	2,925,550	2,807,362	1,907,089	1,642,434
Utilidad neta de las operaciones discontinuadas						6,865
Utilidad neta	3,341,940	2,988,090	2,925,550	2,807,362	1,907,089	1,649,299
Ebitda	4,751,333	4,245,279	4,126,317	4,253,499	3,126,943	2,582,790

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla B2

Estado de Resultados Scotiabank 2013-2018 (En miles de soles).

Estado de resultados	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ingresos por Intereses	4,967,894	4,739,940	4,459,222	3,916,568	2,380,542	2,204,011
Gastos de Intereses	-1,140,873	-1,151,484	-1,093,988	-855,955	-496,307	-499,760
Margen financiero bruto	3,827,021	3,588,456	3,365,234	3,060,613	1,884,235	1,704,251
Provisión de Créditos de cobranza Dudosa	-1,225,929	-1,173,087	-1,068,909	-959,046	-467,139	-480,497
Margen financiero Neto	2,601,092	2,415,369	2,296,325	2,101,567	1,417,096	1,223,754
Ingresos por servicios financieros	646,258	636,966	664,060	590,967	503,775	480,611
Gastos por servicios Financieros						
Margen financiero Neto de ingresos y gastos por servicios financieros	3,247,350	3,052,335	2,960,385	2,692,534	1,920,871	1,704,365
Resultados por operaciones financieras	300,948	316,785	309,626	447,682	437,848	498,333
Gastos de Administración	-1,693,453	-1,615,473	-1,584,618	-1,577,065	-1,052,489	-1,011,958
Depreciación	-60,317	-61,662	-63,727	-65,872	-51,643	-47,203
Amortización	-14,704	-14,345	-15,382	-15,330	-10,123	-7,851
Margen Operacional Neto	1,779,824	1,677,640	1,606,284	1,481,949	1,244,464	1,135,686
Provisión por Contingencias	-60,565	-39,117	-30,283	-46,408	-17,686	-19,016
Resultados de operación	1,719,259	1,638,523	1,576,001	1,435,541	1,226,778	1,116,670
Otros ingresos netos	37,108	13,913	11,590	13,478	66,439	21,102
Resultados Antes Imp a la Renta	1,756,367	1,652,436	1,587,591	1,449,019	1,293,217	1,137,772
Impuesto a la Renta	-479,680	-439,328	-423,582	-437,811	-337,007	-282,855
Resultado Neto	1,276,687	1,213,108	1,164,009	1,011,208	956,210	854,917
Ebitda	1,854,845	1,753,647	1,685,393	1,563,151	1,306,230	1,190,740

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla B3

Estado de resultados Interbank 2013-2018 (En miles de soles).

Estado de resultados	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ingresos por Intereses	3,589,757	3,369,366	3,295,739	3,284,709	2,810,473	2,374,500
Gastos de Intereses	-1'040,730	-1,010,325	-975,086	-827,673	-705,762	-590,344
Margen financiero bruto	2'549,027	2,359,041	2,320,653	2,457,036	2,104,711	1,784,156
Provisión de Créditos de cobranza Dudosa	-803,501	-817,608	-750,692	-662,406	-445,120	-367,468
Margen financiero Neto	1'745,526	1'541,433	1'569,961	1'794,630	1'659,591	1'416,688
Ingresos por servicios financieros	993,072	960,069	932,080	528,092	483,616	450,354
Gastos por servicios Financieros	-327,035	-316,328	-312,503	-219,232	-199,191	-193,862
Margen financiero Neto de ingresos y gastos por servicios financieros	2'411,563	2'185,174	2'189,538	2'103,490	1'944,016	1'673,180
Resultados por operaciones financieras	417,526	358,009	306,045	449,646	287,541	357,786
Gastos de Administración	-1'321,776	-1'239,920	-1'213,256	-1'258,570	-1'138,668	-1'079,392
Depreciación	-67,193	-64,426	-61,025	-61,274	-68,477	-70,072
Amortización	-73,898	-64,854	-57,356	-41,722	-40,540	-34,168
Margen Operacional Neto	1'366,222	1'173,983	1'163,946	1'191,570	983,872	847,334
Provisión por Contingencias	-4,718	-16,250	-18,869	-21,178	-9,960	-4,115
Resultados de operación	1'361,504	1'157,733	1'145,077	1'170,392	973,912	843,219
Otros ingresos netos	2,660	40,469	25,815	-1,436	10,789	35,376
Resultados Antes Imp a la Renta	1'364,164	1'198,202	1'170,892	1'168,956	984,701	878,595
Impuesto a la Renta	-324,101	-296,202	-295,817	-308,615	-276,015	-231,505
Resultado Neto	1'040,063	902,000	875,075	860,341	708,686	647,090
Ebitda	1'225,131	1'044,703	1'45,565	1'088,574	874,855	743,094

Adaptado de "Información Estadística de Banca Múltiple: Boletín Mensual 2013- 2018", por Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (http://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.aspx?p=1#).

Tabla B4

Estado de resultados Pichincha 2001-2006 (En miles de soles).

Estado de resultados	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Intereses y comisiones por cartera de créditos	200,046	166,647	147,449	136,778	121,394	75,608
Ingresos por inversiones negociables y a vencimiento	17,232	12,648	7,516	8,873	11,890	3,585
Intereses por depósitos en otros bancos	7,880	5,770	3,698	2,860	4,600	3,633
Diferencia de cambio, neta	-	11,484	6,983	7,578	8,225	6,837
Otros	7,446	4,030	5,092	5,741	1,010	395
	232,604	200,579	170,738	161,830	147,119	90,058
Intereses y comisiones por obligaciones con el público	- 43,751	- 31,914	- 29,073	- 42,809	- 49,819	- 34,632
Intereses por fondos interbancarios y depósitos de empresas del sistema financiero	- 1,573	- 492	- 254	- 359	- 8,233	- 11,632
Intereses por deudas a bancos corresponsales	- 27,125	- 20,453	- 12,617	- 10,285	- 82	- 859
Intereses por valores títulos y obligaciones en circulación	- 2,779	- 5,189	- 6,258	- 3,462	- 2,889	- 5,019
Diferencia en cambio, neta	- 2,278	-	-	-	-	-
Otros	- 6,097	- 5,360	- 4,935	- 5,777	- 7,291	- 5,792
Total	- 83,603	- 63,408	- 53,137	- 62,692	- 68,314	- 57,934
Margen financiero bruto	149,001	137,171	117,601	99,138	78,805	32,124
Provisión para desvalorización de inversiones	- 688	-	- 730	- 193	- 2,009	- 5,827
Provisión para incobrabilidad de créditos	- 31,111	- 28,593	- 42,595	- 38,497	- 11,587	- 981
Margen financiero neto	117,202	108,578	74,276	60,448	65,209	25,316
Ingresos por servicios financieros	33,209	28,846	30,151	36,564	20,157	14,823
Gastos por servicios financieros	- 19,511	- 5,158	- 5,173	- 8,691	- 3,773	- 2,860
Margen operacional	130,900	132,266	99,254	88,321	81,593	37,279
Gastos de administración	- 89,057	- 77,321	- 57,438	- 61,803	- 70,267	- 44,890
Margen operacional neto	41,843	54,945	41,816	26,518	11,326	- 7,611
Provisión para incobrabilidad de cuentas por cobrar	- 1,795	- 8,705	- 5,072	- 1,171	- 1,968	- 90
Provisión para bienes realizables, recibidos en pago y adjudicados	- 15,203	-	- 26,313	- 17,771	- 7,998	- 4,924
Provisión para contingencias y otras	-	- 19	- 97	- 73	-	-
Depreciación de inmuebles, mobiliario y equipo	- 4,459	- 4,269	- 3,806	- 3,890	- 3,615	- 3,029
Amortización de intangibles	- 1,061	- 1,265	- 715	- 767	- 1,167	- 1,622
Amortización de "Goodwill"	-	- 2,200	- 3,115	- 5,598	-	-
Utilidad (perdida) de operación	19,325	38,487	2,698	- 2,752	- 3,422	- 17,276
Ingresos extraordinarios, neto	8,936	186	9,031	4,510	9,053	1,559
Ingresos de ejercicios anteriores, neto	10,240	14,718	14,803	14,978	-	-
Resultado de exposición a la inflación	- 7,048	- 10,879	- 14,823	- 5,564	1,090	982
Utilidad (perdida) antes de participaciones e impuesto a la renta	31,453	42,512	11,709	11,172	6,721	- 14,735
Participación de los trabajadores	- 1,794	- 2,226	508	- 112	- 160	-
Impuesto a la renta	- 10,284	- 12,690	3,315	- 1,777	- 1,235	1,080
Utilidad (perdida) neta	19,375	27,596	15,532	9,283	5,326	- 13,655
Ebitda	24,845	46,221	10,334	7,503	1,360	- 12,625

Adaptado de "Información Financiera: Estados Financieros y Dictamen 2002- 2006", por Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). (http://www.smv.gob.pe/Bp_InformacionFinanciera?op=bq11).

Apéndice C: Guía de Entrevista

La presente entrevista tiene como finalidad determinar las principales variables y métodos utilizados para la valorización de empresas dentro del contexto de una adquisición en el sector financiero peruano, e identificar el grado de éxito de la operación.

INSTRUCCIONES

Esta entrevista dura aproximadamente 30 minutos. De ante mano se le agradece su participación y apoyo en sus respuestas.

1. Lea detenidamente cada una de las preguntas siguientes del cuestionario y responda con total transparencia y veracidad.
2. En caso no tenga clara alguna de las preguntas, no dude en consultar con la persona que le está entregando este cuestionario.
3. Si alguna de las preguntas desea evitar su respuesta, consultar con el entrevistador para darle una orientación.

Información del entrevistado

Edad:

Posición (dirección, gerencia o departamento):

Empresa:

Fecha inicio: (MM/AÑO)

Fecha de término: (MM/AÑO)

Información sobre la Empresa

1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿Cuáles son o eran sus responsabilidades?
 2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valorización? Si la respuesta es negativa, ¿Cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?
-

Sobre la metodología de valorización

3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor, coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.
4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?
5. En relación con la metodología de valorización usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?

Sobre la factibilidad de la adquisición

6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?
7. ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta?, ¿Qué factores se toman en consideración?, ¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

Sobre los resultados de la valorización en la Empresa

8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración?, De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?
 9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?
 10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s)? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, o neutros en los procesos en que participó?
-

Sobre las Prácticas de valorización

11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?
12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿Cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?
13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?
14. En su experiencia, sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿Existen otros criterios relevantes que no se hayan mencionado en el presente cuestionario de preguntas y que usted considera importantes en la toma de decisiones para efectuar adquisiciones?

Apéndice D: Entrevistas

Entrevista Credicorp capital - BCP

Programa: Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgo

Financiero – Lima (MCIFNZ IX)

Guía de entrevista sobre: Métodos de valorización para adquisiciones, buenas prácticas y medición del éxito de la operación.

Fecha: 15/11/19

Lugar: Lima-Perú.

Información del entrevistador:

Nombre: Susana Blas Aranda

Información del entrevistado:

Nombre del entrevistado: Gonzalo de la Cruz

Edad: 25 años

Posición (dirección, gerencia o departamento): Analyst – Investment Banking Corporate Finance

Empresa: Credicorp capital - BCP

Fecha inicio: (MM/AÑO) 2017

Fecha de término: (MM/AÑO) A la actualidad

Información sobre la Empresa

1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿Cuáles son o eran sus responsabilidades?

Mi posición es de analista de finanzas corporativas y yo veo M&A y mercados capitales.

Dependiendo del producto en caso de M&A es realizar la valorización de la empresa, o sea el modelo financiero, encargarme de reunir información porque tienes que preparar un material que tiene que ser presentado a los inversionistas, el cual incluye información del sector,

información de la empresa, proyecciones financieras y demás. En resumen esas son las funciones de un analista en el caso de M&A; y en caso de mercados capitales es asesorar y ayudar al asociado, encargado de la transacción, en prácticamente todo el proceso desde que haces la presentación, hace la documentación para la inscripción del programa, el prospecto marco, el contrato marco, contratos complementarios, ahí hay lugar en un momento en que crea una nueva emisión, nuevamente actualizar los documentos, el prospecto, el contrato en caso sea necesario el caso y hacer un nuevo file ante la SMV, en realidad ese fue todo el proceso.

2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿Cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?

Sí, nosotros. Nosotros somos los que nos encargamos en caso de que un tercero nos contrate, nosotros brindamos servicio a terceros no lo hacemos para Credicorp. Te contratan y tú te encargas de evaluar la compra o el caso que te contraten para vender la venta del cliente.

Para hacer la valorización usamos normalmente tres métodos. El primero es DCF, el segundo es empresas comparables y el tercero es transacciones presentes. ¿Cuál es mi rol? Hacer las tres valorizaciones. En el caso de DCF, hacer modelo; en el caso de empresas comparables es buscar los inputs y en el caso de transacciones presentes también es buscar las transacciones presentes. Siempre utilizamos los tres métodos, lo que varía es como proyectas en el DCF, cada empresa, cada rubro tiene diferentes inputs.

Sobre la metodología de valorización

3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor, coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.

Sí he participado en valorizaciones para empresas, no te puedo decir cuales, porque es confidencial, pero el proceso a seguir es más o menos el siguiente: primero tienes que entender bien cómo funciona la empresa, tienes que entender cómo se generan sus ventas, como se generan sus costos y en base a eso tú tienes que proyectar a futuro. Por lo general utilizas información histórica para predecir cómo se va a comportar en el futuro. Entonces tú tienes que determinar exactamente cómo es que se componen sus ventas y como las vas a proyectar porque imagínate que una empresa que vende no sé: cemento, imagínate que vende bolsas de cemento y no todas las bolsas son iguales, no todas tienen las mismas cantidades de kilos, etc., entonces tú tienes que proyectar una por una sus líneas tomando en cuenta tanto como que de cada una y ver cómo vas a proyectar exactamente cada una. Básicamente ese es el proceso, sea cual sea la empresa cada una tiene su método en proyectar su propio que, por ejemplo si es de oficinas vas a querer más o menos cuantos metros cuadrados tiene, cuantos metros cuadrado son arrendable, cuánto cuesta el metro cuadrado, cuanto creo yo que va a costar el metro cuadrado, sus costos son más o menos similar cuanto me cuesta a mí el alquiler del espacio no utilizado, en base a eso tu proyectas hasta que llegas hasta tu EBITDA, para empezar a tu proyección de tu flujo de caja y balance proyectado, y luego flujo de caja descontado, y lo traes a valor presente con una tasa de descuento determinada para cada empresa.

4. ¿Cuál fue el método de valoración que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?

DCF, empresas comparables, transacciones comparables. Estos dos últimos te dan una idea de donde debe estar el múltiplo para tu DCF.

5. En relación con la metodología de valoración usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valoración?

El tiempo de proyección, por lo general se hace por 10 años. Otro parámetro importante es tu crecimiento, sensibilidades, crecimiento de ventas, crecimiento de costos. Otro parámetros a considerar son CAPEX que tanta inversión vas a meter a la empresa, es un CAPEX que va a incrementar tus ventas?, también tu tasa de descuento, como la construyes, nosotros por lo general hacemos un WACC que viene del COK nosotros usamos el beta de la industrial lo desampalancamos, tu empresa debería estar tendiendo como la mediana de la industrial.

Sobre la factibilidad de la adquisición

6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?

Una cosa que es súper importante, que en realidad lo ves acá en Perú porque no creo que lo veas en mercados de afuera consolidados, acá tener confianza en los estados financieros es algo súper importante, cosa que no todo el mundo tiene mapeado, que los estados financieros sean auditados de una súper importante empresa. Varias empresas acá en Perú son familiares, no están ordenadas. También es importante las proyecciones de crecimiento, cuando haces una compra el vendedor te pasa unas proyecciones optimistas, es importante que vas a proyectarte tú, y como llegas a un punto medio. El vendedor quiere vender caro y tú quieres comprar barato. Hay bastantes sinergias difíciles de cuantificar, y el vendedor pueda estar dispuesto a sacar el valor que está dispuesto a pagar.

7. ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta?, ¿Qué factores se toman en consideración?, ¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

Por ejemplo, en los procesos de ventas que pasamos, nosotros tenemos una reunión donde nosotros mostramos el modelo financiero o el informe de valorización, este informe es una presentación que tiene como input el modelo, pones tus proyecciones, resultados,

sensibilidades. Estas reuniones son bastante importantes porque nosotros no somos expertos en la industria. Respecto a la expectativa del cliente, entregando un valor que está de acuerdo con los que ellos tienen mapeado, entregables de calidad, relación de confianza con el cliente. En caso de que nosotros veamos que una compra no es recomendable se lo decimos.

Sobre los resultados de la valorización en la Empresa

8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración?, De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?

Nosotros no, porque nosotros mismo hacemos el modelo. Pero si contratamos a empresa consultoras para que nos ayuden con GVT y DTS financiero, laboral, legal y tributario porque son inputs para tu modelo. Porque digamos que contingencias laborales, tributarias tiene que incluirse en tu modelo. Trabajamos con cualquier consultora de la Big Four.

9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?

Errores en la marcha hay, pero no en el producto final. Todos los modelos financieros lo hacemos en Excel, es bastante fácil equivocarte y eso te puede cambiar el valor. Debes tener mucho cuidado y entender el impacto. Los aciertos y errores es que tienes que prestar mucha atención increíble al detalle y revisar muchas veces.

10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s)? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, o neutros en los procesos en que participó?

En realidad, no estoy seguro porque nuestro trabajo acaba cuando se hizo la compra. No hacemos evaluación post.

Sobre las Prácticas de valorización

11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?

No, por lo general no hacemos seguimiento post.

12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿Cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?

Nosotros sacamos una fórmula simple. El Risk free a 10 años. El beta depende de la industria. El beta lo desampalancamos y lo apalancamos con la estructura optima de deuda capital de los comparable. El riesgo país usamos el Spread EMBIC.

13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?

Tenemos un manual de modelación, que te da las pautas que debes seguir. También tenemos un temple de modelo que te dice como tienes que ir construyendo el modelo. Tenemos reuniones constantes con nuestros jefes, porque el modelo lo vas construyendo de la mano, hace que error sea menor. La construcción del modelo lo hace una persona, con la supervisión de uno de los jefes.

14. En su experiencia, sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿Existen otros criterios relevantes que no se hayan mencionado en el presente cuestionario de preguntas y que usted considera importantes en la toma de decisiones para efectuar adquisiciones?

En mi experiencia también hay factores cualitativos que te pueden mover la flecha en una transacción. La confianza en la industria, factores externos, hay cosas que escapen de tu alcance como acuerdo entre los dueños. La transacción nos solo es valoración implica manejo de dos partes, negociaciones. Respecto a la compra de Edificar y Mibanco se dio

antes de cuando ingrese a trabajar. Es muy probable que la persona que vio esa valorización ya no trabaje. Considero que sí, estas compras a contribuido al crecimiento BCP, me parece que había un mercado totalmente desatendido que son estos préstamos a personas naturales y empresas pequeñas, donde hay bastante rentabilidad, donde hay gente que requiere el préstamo para salir adelante.

Entrevista Banco Scotiabank

Programa: Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero – Lima (MCIFNZ IX)

Guía de entrevista sobre: Métodos de valorización para adquisiciones, buenas prácticas y medición del éxito de la operación.

Fecha: 21/11/19

Lugar: Lima-Perú.

Información del entrevistador:

Nombre: Susana Blas Aranda

Información del entrevistado:

Nombre del entrevistado: Rodrigo Alfonso Ruiz Huidobro González

Edad: 28 años

Posición (dirección, gerencia o departamento): Senior Associate Strategy & Business Transformation Unit

Empresa: Scotiabank

Fecha inicio: Julio 2017

Fecha de término: A la actualidad

Información sobre la Empresa

1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿Cuáles son o eran sus responsabilidades?

Nuestra área es un área de estrategia, tenemos varios mandatos de diseñar y ejecutar la estrategia del banco, eso incluye estrategias de iniciativas orgánicas como inorgánicas. Yo me enfoque un poco más de las iniciativas inorgánicas que son las oportunidades de inversión de compra de empresas o también desinversión, si el grupo Scotiabank se quiere deshacer de alguna participación de alguna subsidiaria o alguna empresa asociadas también eso lo evaluamos acá.

2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿Cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?

Vendría a ser esta, esta área se creó en el 2016, antes de eso distribuían la responsabilidad con el área de finanzas corporativas, y el área de global Risk Management, pero desde que se crea esta se quedó centrada en la estrategia scotiabank, ahora todas las evaluaciones financieras de adquisición de empresas pasan por esta área. El proceso de valorización depende si es una empresa bancaria o no bancaria. Para empresas bancarias normalmente hacemos un modelo financiero en Excel, normalmente nos pasan los balances financieros y la información del negocio, del banco o institución que queramos adquirir, y proyectamos un balance, un estado de resultados y una proyección del patrimonio para que al final del día llegar a una distribución de dividendos que podríamos luego traerlo a valor presente y luego podríamos calcular un valor por esas acciones de la empresa. Respecto al grupo de trabajo, el liderazgo lo llevamos en esta área, sin embargo, nos apoyamos mucho del área de M&A de adquisiciones que hay en Toronto. Scotiabank es un banco Canadiense y tenemos nuestra matriz en Toronto y siempre que hay oportunidad de adquisiciones grandes en el país, ellos

están bastante involucrados en el análisis, en la negociación y en la contraparte. Rol que desempeña: Elaboración del modelo, desde pedir la información hasta hacer la valorización, hasta hacer una debida diligencia, reunirse con la contraparte para entender la visión del negocio. Como área lideramos todas esas funciones durante todo el proceso, y mi rol es ese tratar de alinear a todas las partes para que cumplamos con los tiempos y lleguemos a la ejecución de los proyectos, lleguemos a valorizar la empresa y al final del día podamos llegar una oferta que creamos que es justa. El proceso en el caso de Banco Cencosud comenzó en octubre 2017 y lo cerramos en mayo 2018. Más o menos 7 meses que me parece promedio, siendo una empresa grande con contingentes. El tiempo de proyección con el banco Cencosud es una alianza por 15 años.

Sobre la metodología de valorización

3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor, coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.

Creo que el más reciente es del Banco Cencosud, compramos el 51% de las acciones que las tenía Cencosud el retail, Cencosud Perú. Para esto hicimos una evaluación inicial en base a información limitada que ellos nos pasaron simplemente para que tuviéramos lo suficiente para decir que estamos dispuestos a ofrecerte cierta cantidad de plata. Después de esa oferta inicial, ellos dijeron ok tu número me parece razonable sigamos conversando con esto. En ese momento lo que se hace es una debida diligencia donde ya nosotros como Scotiabank entramos y pedimos información mucho más a detalle de todas las diferentes áreas que nos importan como riesgos, tributario, finanzas, legal, comercial, es una lista de 200 documentos más o menos, nuestro trabajo ahí es ver una contingencia o un riesgo que no estamos identificando, entonces hacemos ese trabajo de pedir información y distribuirlo en las diferentes áreas del banco para que ellos puedan evaluar, ver y decir oye acá me parece que

hay un riesgo que no hemos evaluado antes y por esto creo que debemos ofrecer tanta plata menos, porque al final al comprar la empresa nosotros nos llevamos ese riesgo con nosotros. Entonces se hace ese proceso de debida diligencia que más o menos dura 2 meses donde pedimos información, la revisamos, ajustamos el modelo y luego tenemos lo que son los Management Presentación, en los cuales los líderes de las diferentes áreas se juntan con el Gerente general, Gerente financiero, Gerente comercial, participan las cabezas de cada área, al final del scotiabank participaron activamente 15 personas en la evaluación. Luego de la debida diligencia, y de haber ajustado el modelo, se hace una segunda oferta ya final. Durante todo ese proceso se trabaja también en los contratos de comercial, contrato de compra venta, al final fueron aproximadamente 12 contratos, una vez hecho eso se llega a un acuerdo del precio, luego se firman los contratos, se hace la transferencia de los fondos, transferencia de las acciones, luego toca la aprobación del regulador, SBS. En este caso fue particular porque queríamos hacer las 2 cosas, uno que nos apruebe la compra del Banco Cencosud y dos que nos apruebe la conversión de la licencia. Por regulación los accionista de un banco no puede ser accionista de otro banco, por eso tuvimos que cambiar la licencia a caja rural Cencosud. Hoy no existe banco Cencosud solo existe caja Cencosud. Estábamos entre Caja y Edpyme, pero al final decidimos por que sea una caja. Este proceso demoró un buen tiempo se pusieron de acuerdo en el precio y en firmar los documentos en mayo 2018 y más o menos en febrero 2019, la SBS nos da la aprobación de la conversión de la licencia y de la compra de las acciones. Durante ese proceso se implementó ciertos cambios, por ejemplo, hubo un cambio en la gerente general y algunas personas de la primera línea, y habíamos compartido ciertos conocimiento de cómo manejar el negocio con ellos sin embargo todavía no podíamos consolidar los resultado de la caja Cencosud en Scotiabank hasta tener la aprobación del regulador es por eso en que marzo 2019 recién se consolidan los resultados. Actualmente para la SBS son 2 entidades diferentes, solo que Scotiabank tiene el 51% y por eso le toca

consolidar la información. La información consolidada se puede ver los estados financieros auditados.

4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?

Fue un modelo de flujo de caja descontado. A diferencia de otras industrias en la Banca lo primero que se proyecta es el balance, son las colocaciones y los depósitos por que en base a las colocaciones se saca el interés y los ingresos financieros. Fue un modelo de flujo de caja porque proyectamos el balance, las colocaciones y depósitos. No usamos ni comparables ni múltiplos en este caso porque no había muchas empresas comparables en la industria porque banco Cencosud solo tiene un producto que es tarjeta de crédito y no es muy comparable con BBVA, o BCP o Interbank, y otras empresas que cotizan en bolsa no solo en lima sino a nivel regional, porque esos son bancos más diversificados porque tiene préstamos personales, prestamos corporativos, préstamo hipotecario, tarjetas, en cambio bancos Cencosud solo tiene un producto que es tarjetas. En el caso de Citibank 2015, se compró cartera consumo que incluye tarjetas de crédito y préstamos personales, pues Citibank ya había tomado la decisión estratégica de salir de ese negocio, no solo a nivel Perú sino a nivel regional. Ellos se quedaron con la cartera corporativa. En compra de cartera también se aplica el método del flujo de caja descontado, porque se analiza nivel de riesgo de la cartera, morosidad de clientes, ver la tasa de interés y luego calcular los ingreso financieros y como tratar de sacar mayor rentabilidad.

5. En relación con la metodología de valorización usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?

Es importante tener una buena visión de cómo creemos que van a ir creciendo esos préstamos en los siguientes años. Es importante ver el consumo de los clientes, banco Cencosud utiliza su tarjeta principalmente en los retail de Cencosud como Wong, Metro, y parís, era bastante

importante tener claro la visión comercial si iban a empujar su tarjeta dentro de los Retailers., conocer si iban a seguir promocionando la tarjeta, además de analizar el tráfico de personas en retail, como ha evolucionado a través de los años. En tema colocaciones, tasas y provisiones. Ya que al final del día va a ver personas que no van a pagar su tarjeta o su deuda. A diferencia de otras industrias los bancos tenemos que cumplir con ciertas normas que exige la SBS como el requerimiento de patrimonio o de capital, eso es importante porque a la hora de proyectar los flujos no puedes repartir necesariamente todos los flujos que quisieras, porque a medida que crece el negocio, tú también tienes que crecer en patrimonio para cumplir con ciertos ratios que exige la SBS.

Sobre la factibilidad de la adquisición

6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?

El modelo financiero, es importante que la TIR o el valor presente sea algo en lo que estábamos cómodos, nosotros teníamos un número en la cabeza de la TIR que queríamos e hicimos varios escenarios para saber si podíamos llegar a ese retorno. Algo que es más importante, es saber con quién estas entrando al negocio, estudiar de la empresa, conocer la relación con ellos, conocer su gobierno corporativo. Porque es una relación para toda la vida, en este caso 15 años. Después de ese periodo Scotiabank tiene la opción de vender sus acciones otra vez a CENCOSUD o alargar la alianza.

7. ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta?, ¿Qué factores se toman en consideración?, ¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

Después de la adquisición y de hacer el pago, nosotros hacemos seguimiento a los resultados de la caja, hoy en día el área de finanzas les hace seguimiento mensual a los resultados de

caja Cencosud y los compara con lo que habíamos estimado en el flujo proyectado. Hasta ahora estaba bastante en línea con lo proyectado.

Antes de la compra, ellos empezaron a vender tarjeta a clientes no bancarizados, por lo cual incrementó el riesgo y la mora, después de 4 meses dejaban de pagar. Lo que hicimos fue dejar de ofrecer esa tarjeta a esos clientes.

Sobre los resultados de la valorización en la Empresa

8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración?, De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?

En este caso no, no usamos los servicios de ninguna consultora. Como te digo trabajamos con el equipo interno y con el equipo de Toronto, normalmente no usamos asesores financieros externos, me parece que para el CITIBANK tampoco se usó, nuestro consultor externo vendría a ser el equipo de Toronto.

9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?

Aciertos y errores, creo que fuimos conservadores a la hora de proyectar los préstamos, de hecho, el negocio creció mucho más rápido de lo que esperamos. Diría que el tema de provisiones, hubiésemos podido hacer mejor estimación, no esperamos que la provisiones crecieran tanto como lo hicieron. Sin embargo, hicimos el mejor trabajo para controlarlo.

Donde hicimos un buen trabajo, es en el tema de eficiencia, costos y gastos de la empresa entre los ingresos. Nosotros creíamos que íbamos a poder disminuir los costos y gastos de la caja en un nivel rápido, y la eficiencia ha bajado bastante. Cuando nosotros compramos la eficiencia era un 60%, hoy en día está en 45%. Como bancos Scotiabank es el banco más eficiente de la industria.

10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la

generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s)? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, o neutros en los procesos en que participó?

Yo creo que ahorita es muy temprano para dar respuesta a esa pregunta. Yo creo que esperaríamos un poco más para dar esa respuesta. Sin embargo, vemos una buena tendencia de los ingresos, de la utilidad neta, de las provisiones, los cuales finalmente van a tener un buen impacto en los resultados generales de Scotiabank. La compra de cartera de Citibank diría que fue bueno porque dio la oportunidad para incrementar la participación en la tarjeta de crédito. La compra de cartera nos colocó como una empresa relevante en tarjetas de crédito, tuvo un impacto positivo porque posicionó a Scotiabank.

Sobre las Prácticas de valorización

11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?

No, acá en Perú no se hizo el seguimiento al valor de la acción. Creo que la bolsa peruana no es tan líquida para reaccionar de esa forma a noticias como esta. Es más, pregunte en Toronto si cuando ellos hacen una adquisición revisaban el comportamiento de la acción para ver si había tenido resultado positivo o no, tú puedes tener una visión rápida del mismo día que salen en la noticia, si la acción sube o baja; pero una vez que comienza a hacer el seguimiento a la acción es difícil generar el valor generado, pues no es posible poder separar esas dos cosas, no sabes cuánto viene por la nueva empresa.

12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿Cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?

La tasa de descuento es la parte más subjetiva dentro del modelo de valorización. Dentro de la tasa de descuento lo que diría que es importante es la parte del beta, y tratar con empresas

de nivel de riesgo comparable, y línea de negocio similar es importante y bien difícil. Por ejemplo, en el caso de Cencosud, cuántas empresas en el mundo hay que su único negocio sea tarjeta de créditos, y cuántas de esas hay en Perú. Algo que se usa y a veces no se usa es la prima de riesgo país y también la prima por tamaño de empresa, que ya son variaciones al modelo. Creo que lo más importante es verlo tú como accionista cuanto quieres de retorno por estas inversiones.

13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?

Primero que nada, hacer escenarios tanto optimista y pesimista para poder tener un rango para saber cuánto estarías dispuesto a ofertar. Siempre es bueno validar los números con los equipos de apoyo. También es importantes diferentes métodos de valoración para estar seguro del valor de la oferta de acuerdo con el mercado. Una valoración por flujo de caja es totalmente intrínseca. Pero el de comparable o múltiplos es salirte de la empresa para saber que está pasando en el mercado. Y diría que la última es este proceso de debida diligencia, ya que nos permite conocer diferentes tipos de riesgos.

14. En su experiencia, sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿Existen otros criterios relevantes que no se hayan mencionado en el presente cuestionario de preguntas y que usted considera importantes en la toma de decisiones para efectuar adquisiciones?

Creo que es saber bien quien es tu socio, cuál es su visión para el negocio, que es lo que tiene planeado realizar. Si los accionistas no están en buenos términos, el negocio del futuro se ve en peligro. Lo que también es importante es alinear bien las estrategias y expectativas de los clientes, es muy importante diferenciar el valor que le quieres dar al cliente.

Entrevista Banco Interbank

Programa: Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgo

Financiero – Lima (MCIFNZ IX)

Guía de entrevista sobre: Métodos de valorización para adquisiciones, buenas prácticas y medición del éxito de la operación.

Fecha: 01/10/19

Lugar: Lima-Perú.

Información del entrevistador:

Nombre: Susana Blas Aranda

Información del entrevistado:

Nombre: Gonzalo Dias de la Torre

Edad: 36 años

Posición (dirección, gerencia o departamento): Jefe de Proyectos – Finanzas Corporativas

Empresa: Interbank

Fecha inicio: Abril 2019

Fecha de término: A la actualidad

Información sobre la Empresa

1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿Cuáles son o eran sus responsabilidades?

Llevo 6 meses en Interbank, anteriormente he trabajado casi 15 años en BCP, en corporativa, empresarial, institucional, riesgos, leasing, y transformación. Tengo a mi cargo un equipo de asociados que ven temas de financiamientos, finanzas corporativas básicamente operaciones de montos mayores a 20 millones de dólares. Algunos sectores económicos y cargo todo lo que es financiamiento de adquisición.

2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿Cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?

Lo ve el equipo de Finanzas corporativas, nuestro equipo lo ve.

La parte de la valorización no lo ve mi equipo directamente, mi equipo ve la parte de financiamiento de adquisiciones para que otras compañías para terceros. Hay otro equipo que si ve valorizaciones que da asesoría básicamente para clientes, pero también lo podría dar interno. Directamente yo lo que veo es el proceso de financiar adquisiciones.

Sobre la metodología de valorización

3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor, coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.

Directamente en la valorización no, lo que he participado es en el proceso de financiamiento de diversas adquisiciones sobre todo en BCP y aquí en Interbank estoy viendo un proceso que todavía no puedo hacer disclosure por obvias razones.

4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?

Acá es importante mencionar y salvar la diferencia entre valorización de una empresa y una cartera de créditos, sin entrar a mucho detalle de lo que se hizo con Bancolombia, porque no sé hasta qué nivel de disclosure se ha hecho al mercado al respecto. Desde el punto de vista banco para valorizar y financiar una compra de empresa no se basa en un tema de flujo de caja sino básicamente se ven los múltiplos de EBITDA de la transacción, tanto del EBITDA apalancado y no apalancado y ver básicamente si está dentro o no de los estándares del mercado y también que tanto está poniendo el Sponsor y que tanta lógica hace o no el nivel de deuda que tendría la compañía si la compra desapalancada. Pero eso es para la compra

tradicional de una empresa. La compra de una cartera de créditos para hacerlo de un modo muy simple es parecida a un bono, en qué sentido ya tienes un crédito que tiene una tasa, si tú lo compras a la par básicamente tu rendimiento es la tasa que tiene vigente, si tú lo compras bajo la par o sobre la par con tasas más altas o más bajas de la transacción, y esto de acá depende de la calidad de la cartera, depende de las pérdidas de tasas del mismo banco, como se mueva el mercado de que si la compra es competida, cartera sana o no, en el caso de la cartera Bancolombia fue es una cartera sana, no es deteriorada, por tema de organización del grupo Bancolombia que hasta donde tengo entendido estaban saliendo dejando su red Office en Perú, básicamente estaban buscando alguien más que lo quiera comprar, lo que se ve ahí para valorizar una cartera es cuál es la rentabilidad que esperas obtener de la cartera y en base a eso si vas a pagar bajo o sobre la par por la misma.

5. En relación con la metodología de valorización usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?

Sobre la factibilidad de la adquisición.

6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?

La rentabilidad esperada, si estás viendo solamente una compra de cartera y no estás viendo una compra de una empresa es la rentabilidad esperada.Cuál es la expectativa que tienes de cómo se va a mover dicha cartera, si compras la cartera a 110 y al día siguiente te prepagan todo entonces vas a perder plata, es bastante relativo como ver el éxito o no, y también la compra es con una presunción de morosidad y esa presunción de morosidad se cumple o no se cumpla. Si estamos hablando de una compra de cartera diferenciándolo de una compra de empresa donde tienes un supuesto de generación y si se cumple o no el supuesto de generación te va a decir si has acertado o no el valor pagado.

7. ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta?, ¿Qué factores se toman en consideración?, ¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

Básicamente lo que se tiene que hacer es aprobarse por todas las instancias correspondientes, lo que pasa es que hay una expectativa de valor en un proceso de adquisición siempre y esperas tener un valor objetivo y en base a ello cual es el precio que estás dispuesto a pagar muy similar a una compra de empresa a una compra de cartera, tú lo que buscas es tener mayor retorno con la compra. Como verificas si tiene éxito o no, bastante complicada en un tema de cartera porque la cartera te viene con clientes nuevos. Depende mucho con el valor que se quiere ver en una adquisición, si solo es el tema económico y crecer en participación en el mercado como han hecho algunos bancos a la compra la cartera, la participación puede ser simplemente el valor que buscaban, depende del enfoque. En el mercado no es tan usual la compra de bancos en Perú, en otros países si en Estados Unidos, es mucho más dinámico que acá.

Sobre los resultados de la valorización en la Empresa

8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración?, De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?

De hecho, para todo ese tipo de cosas se requiere consultoras. Básicamente no solo se utilizan consultar para la valorización sino en muchos casos por temas tributarios, el tema tributario se vuelve bastante relevante en tema de procesos. Habitualmente el mismo auditor suele ser el consultor, o alguna de las Big four para estos temas tributarios, y aquí en Perú además por las forma de las regulaciones es el Check con la SBS directamente. La SBS tiene que hacer autorizaciones para esto, y estas autorizaciones tienen ciertos parámetros, fechas y estándares

que se deben cumplir para que pueda autorizar, la misma SBS valida que se cumpla o no se cumpla.

9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?

Es una pregunta bastante, no tanto por el lado de bancos sino por el lado comercial, lo que pasa es que los supuestos suelen ser bastante teóricas muchas veces. Hay cierto albur al hacer una compra, hay compras de empresa que incluso se hace por temas tributarios, son empresas que tienen pérdidas, al lado de las pérdidas acumuladas suelen ser más rentable que los flujos que genere. Hay gente que se dedica a negocios así. Aciertos y errores, hay cierta broma que se puede decir en el mercado que si tú pagas 105 por una cartera y luego te enteras de que el siguiente postor pagaba 98.98 es bien obvio que has podido pagar 99 por una cartera, pero quizás lo que buscaba esta entidad era participación de mercado, o su costo de fondos es tal que en verdad eso le sigue siendo rentable mientras que a otros bancos no. Y es lo mismo que en una compra de compañías alguien paga 10 veces EBITDA y luego se entera que el otro postor quería pagar 8 veces EBITDA, es como que has pagado un poquito de más versus de lo que paga el mercado, si hay un segmento de bastante información. Y eso es palanca de negociación o apetito por tipo de riesgo. Sin embargo, siempre vienen los consultores con sus famosas sinergias y al final el valor que le dan a las sinergias puede compensar esas diferencias. Eso nunca, en mi experiencia nada lo llega a saber. Es un albur total.

10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s)? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, o neutros en los procesos en que participó?

Muy similar a lo que he comentado antes, este tipo de información no se comparte por razones de confidencialidad. Resultados positivos, de hecho no acá, pero los resultados positivos bastantes obvios que se ha visto en el mercado fue el grupo Credicorp con la adquisición de Mibanco, es muy obvio el resultado es bastante positivo, y el ROE de Mibanco es uno de los mejores de Credicorp, es una caso bastante exitoso porque tienes una cadena de adquisiciones por que fue por un lado Edificar, luego fue Mibanco luego fue la fusión de los 2 y ahí fue no compra de cartera sino de empresa completa. Entonces si quieren ver casos súper exitosos es ese, caso neutros suelen darse en la parte de venta de carteras deterioradas, porque básicamente le banco pierde y el que lo compra no suele ganar ni perder, es un segmento bastante específico, se venden bajo la par.

Sobre las Prácticas de valorización

11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?

De todos modos, si es una empresa pública y ahora que aún más Intercorp está cotizando en New York se ve la evolución del valor del acción es un tema bastante importante, pero depende como tome el mercado una compra de deuda puede como reacción inicial subir o bajar el valor, es bastante relativo porque puede ser volátil por otro factores y no sé si en bancos sea el mejor indicador. Podrían ver cómo evolucionó la acción de Credicorp en bolsa cuando compró Mibanco, y el valor de la acción cuando compró Mibanco era mucho menor del valor que tiene ahora Mibanco en el portafolio. En el caso de Interbank, puede ver el valor en la bolsa en Perú, como se movió cuando se hizo la compra de la cartera bank Colombia el año pasado, setiembre octubre.

12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿Cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?

Para empezar, todos los supuestos deben tener los supuestos claros. Los modelos en general son bastante teóricos. Lo que manda es lo que pones detrás del modelo, cuáles son los supuestos en los que te basas. Y es tomar la mayor información posible para hacer cualquier tipo de modelo. Información relevante, hace sentido con el mercado, la historia, las transacciones similares que ha habido, al final el resultado del modelo es el resultado de fórmulas matemáticas y te puede ser cualquier cosa, lo que va a valer es cuál es el IMPUT, y en verdad lo que hacemos es definir los INPUTS para los modelos, si metes basura en el modelo, te va a salir basura. Bloomberg es una base importante de información, datos de otras consultoras, datos históricos.

13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?

La ventaja que tiene el equipo es la experiencia, dentro del equipo hay gente que tiene experiencia en diversos bancos, gente que ha trabajado fuera del Perú y permite traer experiencias de otras entidades y otras formas de trabajo. Esta suma de experiencias es la que permite recoger ideas. Esas experiencias, como muchas cosas se replican.

14. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Existen otros criterios relevantes que no se hayan mencionado en el presente cuestionario de preguntas y que usted considera importantes en la toma de decisiones para efectuar adquisiciones?

Hay un tema importantísimo en la estrategia de adquisiciones, no solamente dentro del segmento financiero, otros factores que no sólo son una guía económica. Algunas veces es simplemente por entrar a un segmento que no tienes y compras al que lo tiene, el caso puntual es Credicorp con Mibanco. La compra es una decisión más estratégica, el factor económico es uno, pero es construir desde otros puntos de vista, no solamente basado en el modelo.

Ahora que está de moda el tema de FINTECH, en el mundo tecnológico el valor de las empresas no está dado por los modelos tradicionales, los valores están dados por la cantidad de usuarios que tienen y fórmulas que no las entiende nadie sobre el valor en base a los usuarios reales. Cada vez más bancos están tendiendo a comprar FINTECH, en el mundo también hay algunas compras de FINTECH. El que conoce más del negocio habitualmente es el que está vendiendo, y el que está comprando es el que va a asumir el riesgo, por lo tanto, está buscando minimizar su riesgo, o sea pagar el mínimo, cada uno va a valorizar la empresa, en esta negociación entra algunos factores adicionales en empresas, Escrow Accounts, temas pendientes, procesos legales judiciales. Salvo que en verdad quiere el activo por capricho, o el que venda tenga la obligación de venderlo porque tenga el mandato de su sede principal. Va a tener que cerrarlo con el que legalmente lo pueda comprar.

Entrevista Banco Pichincha

Programa: Maestría Corporativa Internacional en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero – Lima (MCIFNZ IX)

Guía de entrevista sobre: Métodos de valorización para adquisiciones, buenas prácticas y medición del éxito de la operación.

Fecha: 01/10/19

Lugar: Lima-Perú.

Información del entrevistador:

Nombre: Susana Blas Aranda

Información del entrevistado:

Nombre: Karina Taype Nunura

Edad: 40 años

Posición (dirección, gerencia o departamento): Gerente Financiero Vinculadas

Empresa: Grupo Pichincha

Fecha inicio: 2015

Fecha de término: A la actualidad

Información sobre la Empresa

1. ¿Cuál es la posición que ocupa u ocupó en la empresa? y ¿Cuáles son o eran sus responsabilidades?

Tengo 40 años, soy Gerente de Finanzas Vinculadas en el Banco Pichincha, trabajo casi 5 años en el Banco Pichincha. Comencé a trabajar en abril o mayo 2015, como Controller de vinculadas. El grupo Pichincha es un grupo ecuatoriano, la mayor inversión que tiene en Perú es el Banco Pichincha, pero además tiene Diners Club, tienes CARSA, Crecer Seguros, otras empresas. Yo me encargo que estén alineadas con la estrategia del grupo las otras empresas, los gerentes financieros coordinan conmigo y presento al Directorio los resultados. Toda mi vida he trabajado en finanzas desde que tengo 22 años, desde que era practicante en finanzas, comencé en tesorería, después hidrocarburos, después me fui a retail hice toda la línea de carrera en finanzas desde presupuestos hasta llegar a subgerencia de finanzas y en el banco empecé como Controller de finanzas vinculadas hasta llegar a Subgerencia de vinculadas.

Principales responsabilidades:

- Reporte directo al vicepresidente de Finanzas y tesorería y coordinación directa con los gerentes generales de las compañías vinculadas al grupo.
- Supervisar todos los aspectos financieros de los negocios de retail, tarjeta de crédito y seguros del grupo Pichincha en Perú, los cuales están valorizados en USD 50 millones.
- Responsable de la información y proyecciones financieras para negocios tales como resultados mensuales, variaciones frente al presupuesto y análisis de solicitud.

- Responsable del planeamiento financiero de largo plazo de las empresas vinculadas con visión a 3 años.
- Responsable del manejo de los excedentes de efectivo del negocio de tarjeta de créditos, con un crecimiento en el ingreso de inversiones del 2018 de 88%

2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿Cómo realizaban el proceso de valorización de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valorización?

El Banco Pichincha no cuenta con un área de adquisiciones, cuenta con un área de Finanzas y esta tiene alguien de presidencia de finanzas y tesorería, ese presidente tiene todo el tema de tesorería, que es los activos del banco como captar dinero y la mesa de dinero, estrategias de captación y control de cualquier inversión que se haga como depósitos en renta variable o renta fija en el banco. En cuanto a las otras empresas la aseguradora también está regulada igual que el banco, entonces también sus inversiones se hacen según las políticas del grupo, y de los que autoriza la superintendencia, límites de clasificaciones y demás. Y en el caso de la otra empresa superavitaria que es Diners por definición es exceso de flujo de caja de la operación y es a renta fija, no hay mayores inversiones hoy. Si se hace adquisiciones, Diners adquirió hace poco mi banca, pero era del banco y se hizo una valorización interna.

Sobre la metodología de valorización

3. ¿Participó en algún proceso de valorización para la adquisición de alguna empresa? ¿Cuál fue la empresa? Por favor, coméntenos sobre los procesos realizados para la valorización y los puntos que considere de mayor relevancia.

No, el banco hace tiempo no adquiere una empresa. Casi hace 19 años el banco adquirió NBK, absorbió 2 bancos más en esa época. En ese momento se hizo un estudio, tengo entendido, o como se hoy día, dependiendo de la inversión, hacemos un estudio interno, normalmente viene de finanzas y riesgos es un equipo multidisciplinario en finanzas y riesgos

que sacan un modelo y ese modelo dependiendo del valor se eleva después a que sea auditado o revisado por una Big Four o internamente se decide el número a pagar o a ofertar y según eso comienzas las negociaciones y de ahí intervienen estudios de abogados y demás.

4. ¿Cuál fue el método de valorización que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?

Hoy día utilizamos en otros temas el Flujo de caja descontado, en bancarias es distintos es por múltiplos de patrimonio. En el caso de NBK lo vieron el Gerente General Esteban Hurtado, con el señor Bandick que era el gerente de riesgos en la época y Olivera que era gerente de Finanzas.

5. En relación con la metodología de valorización usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valorización?

Nosotros le damos el modelo a la consultora y ellos validan.

Sobre la factibilidad de la adquisición

6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?

No respondió a la pregunta.

7. ¿Cuáles son los procedimientos que la empresa tienen en cuenta para validar si el proceso de valorización se realizó de forma correcta?, ¿Qué factores se toman en consideración?, ¿Cómo se evalúa si el proceso de valorización cubre la expectativa del cliente?

No hay una política para la elección del modelo de valorización, es según la experiencia del grupo. Los factores que se considera son conocimiento del negocio y valor agregado que puede tener el negocio.

Sobre los resultados de la valorización en la Empresa

8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración?, De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?

Si se ha recurrido a empresas del grupo Big Four como EY, sin embargo, puede variar de acuerdo con el proyecto; la empresa consultora valida, da lineamientos y aporta otras ideas. Nunca hemos tenido ningún problema con el servicio de las consultoras.

9. En su experiencia, sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cuáles son los aciertos y/o errores que considera relevantes y que nos podría comentar?

Eso también lo puedes ver tú también, fijate que tamaño tenía el Banco Pichincha antes de, y como fue creciendo después de. Y vas a ver que si le generó valor. En esa época adquirió NBK, una América financiera pequeña enfocada en el tema de leasing. Es información pública en la SBS, hechos de relevancia.

10. Sobre los procesos de valorización en los que participó, ¿Cómo se evalúa si los resultados de la valorización utilizados han sido positivos, negativos o neutros sobre la generación de valor de la(s) empresa(s) adquirida(s)? ¿Nos puede proporcionar información acerca de qué tan frecuente es encontrar resultados positivos, o neutros en los procesos en que participó?

No tengo el dato para compartirlo.

Sobre las Prácticas de valorización

11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?

Las compras que se han hecho son de empresas que nos públicas.

12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿Cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?

Diners, que es la empresa que valorizo, fue por flujo coordinado con EY. Es la que más te

acerca al mercado y comparable. Para el tema de transferencias, Diners aporta el negocio emisor y se valoriza en el negocio para el cual al que aporta al banco. No es una adquisición, es una valorización que se hace a futuro descontando flujos de caja. Y ahí se utiliza el CAPM.

13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?

La transparencia de la información contable e historia que tengas que se va a utilizar para las proyecciones, pero si la información contable no es creíble o están en algo raro, va a ser complicada tu proyección; la credibilidad que tengan los números históricos te va a ayudar a proyectar.

14. En su experiencia, sobre los procesos de valoración en los que participó, ¿Existen otros criterios relevantes que no se hayan mencionado en el presente cuestionario de preguntas y que usted considera importantes en la toma de decisiones para efectuar adquisiciones?

Las personas que estén a cargo en el grupo del equipo de análisis tengan experiencia en el tema de valoración es importante que conozcan el sector que están valorizando o adquiriendo. Tienes varias formas de valorizar, esto es más teórico, pero depende como lo quieres valorizar y que valor agregado le pongas, o que optimista o pesimista vas a ser en el flujo de caja futuros. A la consultora le pagas para que revise y de un visto bueno y de escenarios, pero ya si tú conoces el modelo es donde está la verdadera capacidad. La última adquisición que he visto en el grupo fue de América Financiera, si hubo despidos, la cultura no era similar, tienes que tomar en cuenta cómo te afecta la valoración en la parte comercial, la productividad de la gente al pasar a una cultura nueva.

Lo importante no es sacar un número, lo importante es sacar un rango de precios y sobre ese rango negociar.

Apéndice E: Codificación de Datos

Tabla E1

Codificación de los Datos Obtenidos en las Entrevistas

2. ¿La empresa cuenta con un área de Adquisiciones en la cual evalúan los procesos de valoración? Si la respuesta es negativa, ¿Cómo realizaban el proceso de valoración de una empresa? ¿Qué rol desempeñaba usted en el proceso de valoración?				
	SI	NO		
BCP	X			
Scotiabank	X			
Interbank		x		
Pinchincha		x		
4. ¿Cuál fue el método de valoración que se usó o usaron dentro de estos procesos de adquisición?				
Descripción	BCP	Scotiabank	Interbank	Pinchincha
Múltiplos de patrimonio				X
Múltiplos de EBITDA	X		x	
Flujo de caja descontado.	X	x		
Transacciones precedentes	X			
5. En relación con la metodología de valoración usada: ¿Cuáles fueron los parámetros más importantes que usted considera se usaron para dicha la valoración?				
Descripción	BCP	Scotiabank	Interbank	Pinchincha
Visión comercial		x		
Colocaciones	X	x	x	
Tasas		x		
Provisiones		x		
Morosidad			x	
requerimiento de patrimonio		x		
Tiempo de proyección	X	x		
Sensibilidades	X			
tasa de descuento	x			
Capex	x			
6. ¿Qué factores considera que fueron determinantes para validar si la adquisición era factible o si no lo era?				
Descripción	BCP	Scotiabank	Interbank	Pinchincha
TIR esperada		x	x	
Gobierno corporativo		x		
Confianza en los estados financieros	x			
Estados financieros auditados	x			
Sinergias	x			
Comportamiento de la cartera				X
8. ¿Se ha recurrido a empresas consultoras para realizar el proceso de valoración?, De ser afirmativo: ¿Cuáles fueron? ¿Resultaron conformes con el servicio?				
Bigfour y SBS	SI	NO		
BCP	x			
Scotiabank		x		
Interbank	x			
Pinchincha	x			
11. ¿Utilizan el comportamiento del valor de la acción de la empresa como indicador después de haber realizado la adquisición para determinar si se generó valor?				
	SI	NO		
BCP		x		
Scotiabank		x		
Interbank	x			
Pinchincha		x		
12. En su experiencia dentro del Área de Valorizaciones: ¿Cuáles considera que son los elementos fundamentales para realizar adecuadamente el cálculo del Modelo de CAPM?				
Descripción	BCP	Scotiabank	Interbank	Pinchincha
Realizado por una consultora Bigfour				x
Validar los INPUTS			x	
El cálculo del beta	x	x		
Prima Riesgo país	x	x		
La tasa de descuento		x		
Prima Riesgo de mercado		x		
13. Desde su punto de vista: ¿Cuáles son las buenas prácticas de valoración que se llevan a cabo dentro de su empresa?				
Descripción	BCP	Scotiabank	Interbank	Pinchincha
Validar la transparencia de la información contable	x	x		x
Validar la credibilidad de los números históricos		x		x
Tener un equipo con experiencia en el sector financiero		x	x	
Tener un manual de modelación	x			
Reuniones constantes para revisar el modelo	x			
Tener en consideración que solo una persona realiza el modelo base	x			
Mostrar diferentes escenarios dentro del proceso de valoración		x		
Mostrar un rango a ofertar		x		x
Utilizar diferentes métodos de valoración	x	x		x
Realizar seguimiento y control utilizando indicadores		x		
Realizar el proceso de Debida Diligencia		x		
Descripción	BCP	Scotiabank	Interbank	Pinchincha
Tener en consideración la experiencia en valoración del grupo de trabajo				x
Tener conocimiento del sector por el grupo de trabajo		x		x
Utilizar diferentes métodos de valoración				x
Identificar la Cultura empresarial		x		x
Plantear Estrategia de adquisiciones			x	
Desarrollar Confianza en la industria o sector	x			
Tener en consideración el poder de Negociación	x			
Tener en consideración conocer a tu socio		x		
Tener en consideración estrategias para las expectativas del cliente		x		

Apéndice F: Guía de Consentimiento Informado

Estimado Señor:

Los alumnos de CENTRUM Católica, Graduate Business School de la Pontificia Universidad Católica del Perú, escuela en la cual se imparte entre otros, el programa de Maestría en Finanzas Corporativa y Riesgo Financiero estará llevando a cabo una investigación aplicada relacionada con las Buenas Prácticas de Valorización en el proceso de Adquisición realizado por Empresas del Sistema Financiero Peruano, la cual involucrará una entrevista basada en el proceso y métodos de valorización. Es importante resaltar que la evaluación sólo tendrá en cuenta los resultados globales de toda la muestra y no los resultados individuales específicos.

Los estudiantes Susana Blas Aranda, Eder Escobedo Iparraguirre y Brayan Palomino Delgado son los investigadores principales del presente estudio, existiendo la posibilidad de que los resultados de la investigación sean publicados en algún artículo o en parte de algún libro o en otro tipo de publicación, científica, técnica o de interés general. Su firma al final de este Consentimiento indica que usted voluntariamente acepta participar en este estudio, que ha leído y entendido su propósito, que ha entendido sin ninguna duda lo que se hará con los resultados obtenidos en esta investigación y que acepta que éstos sean publicados en varias formas.

Acepto conforme, estoy informado y firmo en forma voluntaria.

Nombre y Firma del Representante de la Empresa

Lima, 01 de octubre, 2019

Apéndice G: Consentimiento Informado

Funcionario Credicorp Capital - BCP

Consentimiento Informado

Estimada sr.

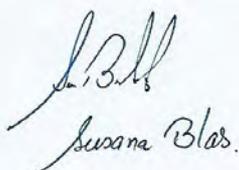
Los alumnos de CENTRUM Católica, Graduate Business School de la Pontificia Universidad Católica del Perú, escuela en la cual se imparte entre otros, el programa de Maestría en Finanzas Corporativa y Riesgo Financiero estarán llevando a cabo una investigación aplicada relacionada con las Buenas Prácticas de Valorización en el proceso de Adquisición realizado por Empresas Bancarias privadas que cotizan en la BVL, la cual involucrará una entrevista basado en el proceso y métodos de valorización. Es importante resaltar que la evaluación sólo tendrá en cuenta los resultados globales de toda la muestra y no los resultados individuales específicos.

Los estudiantes Susana Blas Aranda, Eder Escobedo Iparraguirre y Brayan Palomino Delgado son los investigadores principales del presente estudio, existiendo la posibilidad de que los resultados de la investigación sean publicados en algún artículo o en parte de algún libro o en otro tipo de publicación, científica, técnica o de interés general. Su firma al final de este Consentimiento indica que usted voluntariamente acepta participar en este estudio, que ha leído y entendido su propósito, que ha entendido sin ninguna duda lo que se hará con los resultados obtenidos en esta investigación y que acepta que éstos sean publicados en varias formas.

Acepto conforme, estoy informado y firmo en forma voluntaria.



Gonzalo La Cruz Franco Nombres y Apellidos
 Analista de Finanzas Corporativas Posición en la empresa
 Credicorp Capital Firma



Lima, 15 de Noviembre, 2019

Funcionario Banco Scotiabank

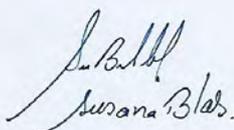
Consentimiento Informado

Estimado sr.

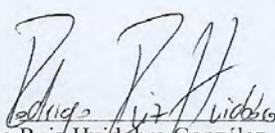
Los alumnos de CENTRUM Católica, Graduate Business School de la Pontificia Universidad Católica del Perú, escuela en la cual se imparte entre otros, el programa de Maestría en Finanzas Corporativa y Riesgo Financiero estarán llevando a cabo una investigación aplicada relacionada con las Buenas Prácticas de Valorización en el proceso de Adquisición realizado por Empresas Bancarias privadas que cotizan en la BVL, la cual involucrará una entrevista basado en el proceso y métodos de valorización. Es importante resaltar que la evaluación sólo tendrá en cuenta los resultados globales de toda la muestra y no los resultados individuales específicos.

Los estudiantes Susana Blas Aranda, Eder Escobedo Iparraguirre y Brayan Palomino Delgado son los investigadores principales del presente estudio, existiendo la posibilidad de que los resultados de la investigación sean publicados en algún artículo o en parte de algún libro o en otro tipo de publicación, científica, técnica o de interés general. Su firma al final de este Consentimiento indica que usted voluntariamente acepta participar en este estudio, que ha leído y entendido su propósito, que ha entendido sin ninguna duda lo que se hará con los resultados obtenidos en esta investigación y que acepta que éstos sean publicados en varias formas.

Acepto conforme, estoy informado y firmo en forma voluntaria.



Susana Blas.



Rodrigo Alfonso Ruiz Huidobro González
Senior Associate Strategy & Business Transformation Unit

Lima, 21 de noviembre, 2019

Funcionario Banco Interbank

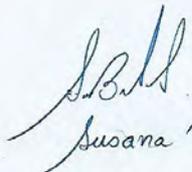
Consentimiento Informado

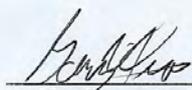
Estimada sr .

Los alumnos de CENTRUM Católica, Graduate Business School de la Pontificia Universidad Católica del Perú, escuela en la cual se imparte entre otros, el programa de Maestría en Finanzas Corporativa y Riesgo Financiero estarán llevando a cabo una investigación aplicada relacionada con las Buenas Prácticas de Valorización en el proceso de Adquisición realizado por Empresas Bancarias privadas que cotizan en la BVL, la cual involucrará una entrevista basado en el proceso y métodos de valorización. Es importante resaltar que la evaluación sólo tendrá en cuenta los resultados globales de toda la muestra y no los resultados individuales específicos.

Los estudiantes Susana Blas Aranda, Eder Escobedo Iparraguirre y Brayan Palomino Delgado son los investigadores principales del presente estudio, existiendo la posibilidad de que los resultados de la investigación sean publicados en algún artículo o en parte de algún libro o en otro tipo de publicación, científica, técnica o de interés general. Su firma al final de este Consentimiento indica que usted voluntariamente acepta participar en este estudio, que ha leído y entendido su propósito, que ha entendido sin ninguna duda lo que se hará con los resultados obtenidos en esta investigación y que acepta que éstos sean publicados en varias formas.

Acepto conforme, estoy informado y firmo en forma voluntaria.


Susana Blas


Nombres y Apellidos
Posición en la empresa
Firma
Gonzalo Díaz de la Torre
Jefe proyectos - finanzas corporativas
Lima, 01 de octubre, 2019

Funcionario Banco Pichincha

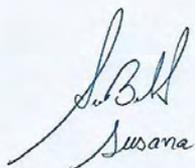
Consentimiento Informado

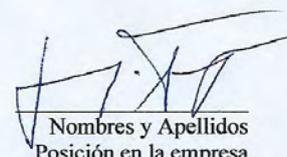
Estimada srta.

Los alumnos de CENTRUM Católica, Graduate Business School de la Pontificia Universidad Católica del Perú, escuela en la cual se imparte entre otros, el programa de Maestría en Finanzas Corporativa y Riesgo Financiero estarán llevando a cabo una investigación aplicada relacionada con las Buenas Prácticas de Valorización en el proceso de Adquisición realizado por Empresas Bancarias privadas que cotizan en la BVL, la cual involucrará una entrevista basado en el proceso y métodos de valorización. Es importante resaltar que la evaluación sólo tendrá en cuenta los resultados globales de toda la muestra y no los resultados individuales específicos.

Los estudiantes Susana Blas Aranda, Eder Escobedo Iparraguirre y Brayan Palomino Delgado son los investigadores principales del presente estudio, existiendo la posibilidad de que los resultados de la investigación sean publicados en algún artículo o en parte de algún libro o en otro tipo de publicación, científica, técnica o de interés general. Su firma al final de este Consentimiento indica que usted voluntariamente acepta participar en este estudio, que ha leído y entendido su propósito, que ha entendido sin ninguna duda lo que se hará con los resultados obtenidos en esta investigación y que acepta que éstos sean publicados en varias formas.

Acepto conforme, estoy informado y firmo en forma voluntaria.

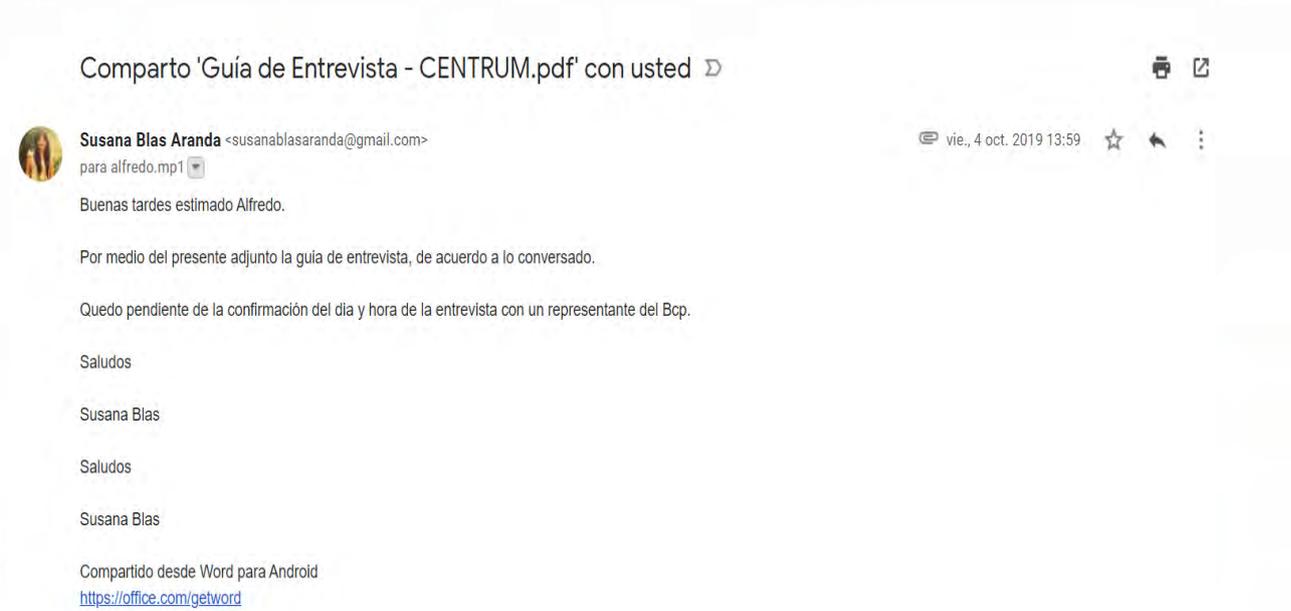

Susana Blas


Nombres y Apellidos
Posición en la empresa
Firma
Gerente de Finanzas Vinculadas
Banco Pichincha
Lima, 01 de octubre, 2019

Apéndice H: Evidencia de Entrevista

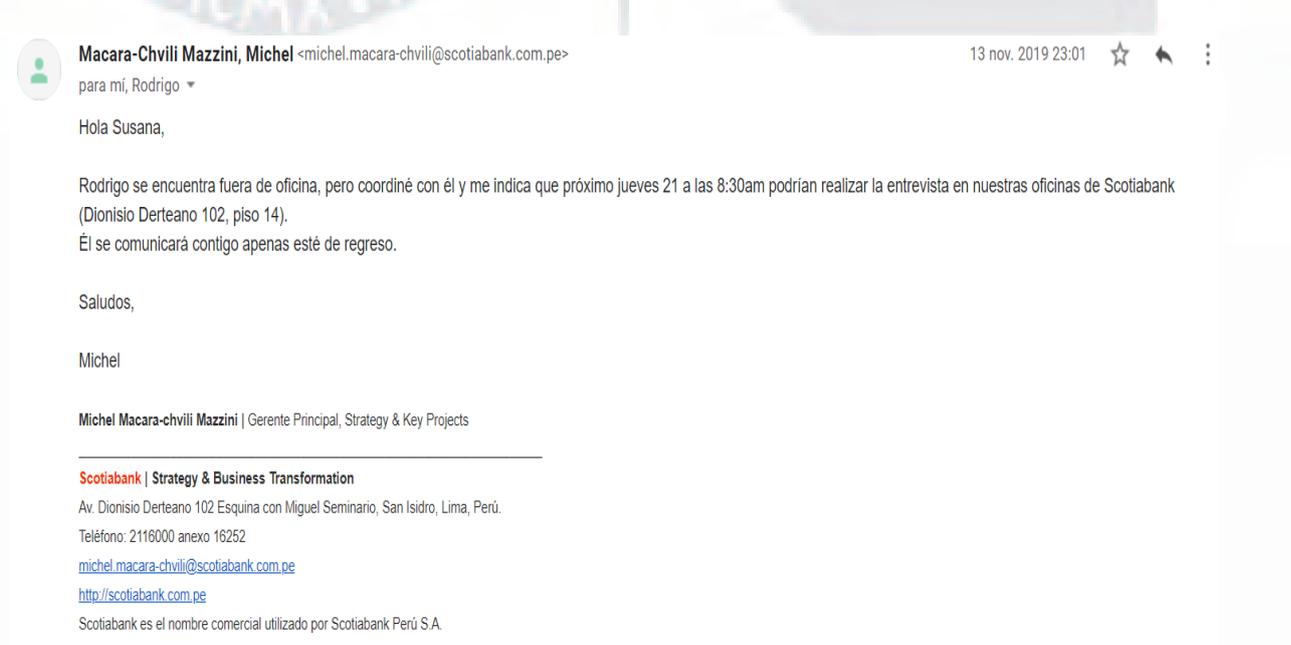
Entrevistado: Gonzalo de la Cruz

Empresa: Credicorp Capital - BCP



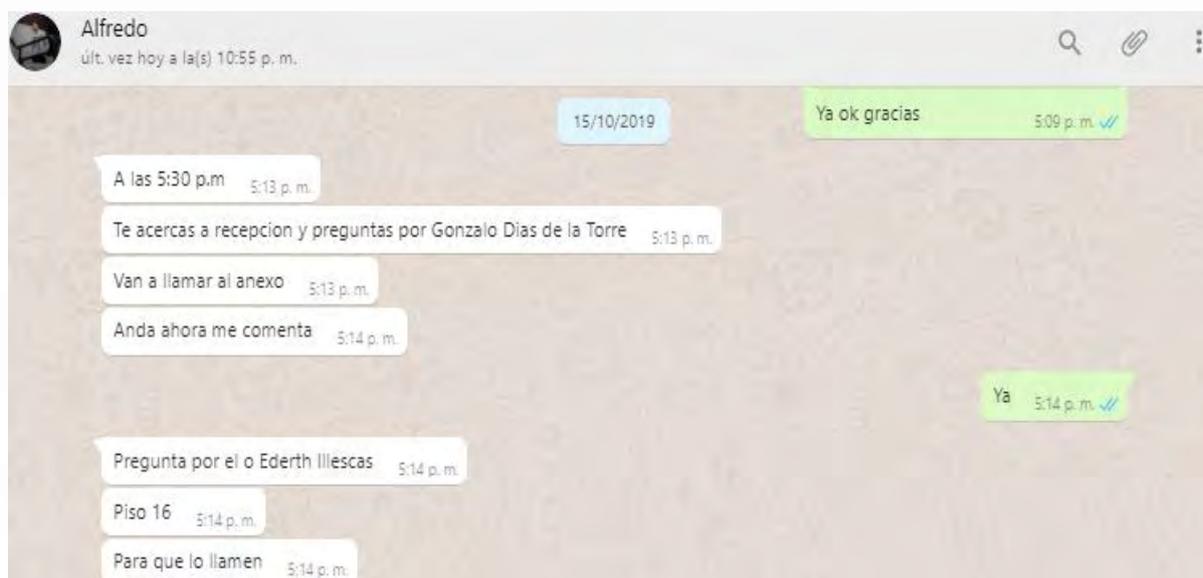
Entrevistado: Rodrigo Alfonso Ruiz Huidobro González

Empresa: Banco Scotiabank



Entrevistado: Gonzalo Díaz de la Torre

Empresa: Banco Interbank



Entrevistado: Karina Taype Nunura

Empresa: Banco Pichincha

