



Facultad de Economía y Negocios

Informe

Operación Itaú Chile- CorpBanca



UNIVERSIDAD DE CHILE

Índice

Previsiones.....	4
Descripción de la Transacción.....	5
Resumen Ejecutivo.....	7
I.- Valorización de la línea de crédito.....	9
<i>a.- ¿Cuáles son las condiciones establecidas por ITAU a CORPGROUP en la línea de crédito?</i>	9
<i>b.- ¿Cómo se encuentra la tasa de interés de la línea de crédito respecto a otra deuda de referencia?</i>	10
II.- Las opciones del acuerdo de accionistas entre ITAU y CORPGROUP.....	14
(1) <i>Opción para mantener el control corporativo (Sección 3.6, p. 27).....</i>	15
(2) <i>Opción CALL en caso de ruptura del Pacto de Accionistas.....</i>	18
(3) <i>Opciones PUT y CALL de liquidez.....</i>	19
<i>Caso (i): CORPGROUP ejerce la opción PUT vendiendo las acciones fuera de bolsa a ITAU.....</i>	20
<i>Caso (ii): CORPGROUP ejerce la opción PUT en Bolsa.....</i>	22
<i>Impuestos y valor de las opciones.</i>	23
(4) <i>Opción PUT ligada a dividendos de CorpBanca.</i>	24
<i>Obligaciones del Shareholder Agreement</i>	25
III. Contexto de regulación respecto de un banco en Chile. Principios son de estabilidad y solvencia.....	27
IV. Decisión del directorio de aprobar la aceptación de la oferta de Itaú Unibanco, en relación al beneficio social.....	29
V.- Revisión del proceso de gobierno corporativo en la aprobación de la operación consultada (Informe favorable del Comité de Directores y acuerdo del Directorio de aceptar la oferta de Itaú Unibanco).....	38
A.- <i>Presupuestos legales del tipo de operación.</i>	39

<i>B.- Deber de cuidado:</i>	59
<i>C.- Deber de información:</i>	60
<i>D.- Deber de lealtad:</i>	60
<i>E.- Beneficios:</i>	62
VI. Conclusiones.	63

Previsiones

a.- El presente informe se funda en los antecedentes proporcionados por CorpBanca, en la información hecha pública por CorpBanca y CorpGroup y, en general, por información pública y de mercado.

b.- El presente informe procura expresar una opinión respecto del proceso de formación de la decisión del directorio de CorpBanca, conforme a la legislación y regulación vigente.

c.- Con fecha 4 de agosto de 2014 se recibió una presentación del abogado Sr. Fernando Jamarne Banduc, en representación de Cartica Management LLC, en adelante “Cartica”, en la que hace valer una serie de prevenciones respecto de la operación y de la labor de los informantes.

El día 5 de agosto el abogado Sr. Felipe Cousiño, en representación de Cartica se reunió con miembros del equipo informante, haciendo valer diversos argumentos que expuso verbalmente e hizo referencia a la presentación antes referida.

d.- Con fecha 14 de agosto de 2014 se recibió una nueva presentación del abogado Sr. Fernando Jamarne, esta vez refiriéndose a la declaración prestada por el gerente general de CorpBanca, Sr. Fernando Massú, enfatizando el concepto de premio por control que habría utilizado.

e.- El presente informe analiza conforme a la legislación y reglamentación vigente la decisión del Directorio y el proceso de formación de tal decisión por tal Cuerpo Colegiado.

Descripción de la Transacción

Con fecha 29 de enero, CorpGroup, CorpBanca, Itaú-Unibanco Holding, S.A. y Banco Itaú Chile, suscribieron un contrato en virtud del cual dichas partes acordaron la fusión de CorpBanca y Banco Itaú.

Se acordó también que previo a materializarse la fusión, CorpGroup enajenará acciones de CorpBanca de que es titular, directa o indirectamente, equivalentes al 1,53% del capital accionario de dicho banco.

También se pactó que previamente a la fusión, Banco Itaú Chile aumentará su capital en la suma de US\$652 millones, mediante la emisión de acciones de pago que serán suscritas y pagadas íntegramente por una sociedad de propiedad, directa o indirecta, de Itaú-Unibanco.

Posteriormente se materializará la fusión entre CorpBanca y de Banco Itaú Chile, absorbiendo CorpBanca a Banco Itaú Chile. Al efecto, se emitirán 172.048.565.857 acciones de CorpBanca, que representarán el 33,58% del capital accionario del banco fusionado, las que se distribuirán entre los accionistas de Banco Itaú Chile, manteniendo los actuales accionistas de CorpBanca el 66,42% del capital accionario del banco fusionado.

Producto de la fusión, Itaú-Unibanco se incorporará como accionista de CorpBanca y por efecto de la relación de canje de acciones aplicable en dicha fusión, adquirirá el control del banco fusionado, conservando CorpGroup un 32,92% del capital accionario.

Una vez materializada la fusión, el banco fusionado ofrecerá adquirir a los accionistas minoritarios de Banco CorpBanca Colombia S.A., el 33,61% de que no es titular, el que incluye un 12,38% actualmente de propiedad de CorpGroup, sociedad que se ha obligado a vender dichas acciones. El precio por acción será el mismo para todos los accionistas,

siendo el precio que se pagará a CorpGroup de US\$330 millones y al resto de los accionistas, de US\$ 594 millones.

Además, el banco fusionado adquirirá Itaú BBA Colombia S.A., Corporación Financiera, entidad a través de la cual el grupo Itaú-Unibanco desarrolla su negocio financiero en dicho país.

Se contempla la suscripción de un Pacto de Accionista en el cual se acuerda que el Directorio del banco fusionado esté integrado por 11 miembros titulares y 2 suplentes. De los Directores que puedan ser elegidos por el pacto de CorpGroup e Itaú-Unibanco la mayoría de ellos serán propuestos por Itaú-Unibanco.

Adicionalmente, se establecerá en el Pacto diversas opciones de compra (CALL) y de venta (PUT) entregadas por Itaú-Unibanco a CorpGroup en relación con 4 conceptos diferentes y que se analizarán por separados: (1) opción para mantener el control corporativo, (2) opciones en caso de ruptura del Pacto de Accionistas, (3) opciones de liquidez, y (4) opciones en caso de no distribuirse un mínimo de dividendos.

Finalmente, Banco Itaú BBA, Nassau Branch otorgó una línea de crédito a CorpGroup, por medio del cual CorpGroup tendrá a su disposición una línea de crédito por hasta US\$1.200 millones con vencimiento a siete años, a un interés de Libor más 2,7%, garantizada con prenda de acciones de CorpBanca. La línea de crédito podrá ser girada por parcialidades, venciendo el primer período de disponibilidad el 30 de septiembre de 2014.

Resumen Ejecutivo

El Directorio de CorpBanca ha acordado solicitar valorizar los derechos y obligaciones accesorios de CorpGroup contenidos en el Pacto de Accionistas, en relación a las condiciones de mercado, por lo cual se presenta dicha valorización en el capítulo I.-

Conforme al mismo encargo y esta vez respecto de las opciones y obligaciones se presenta su valorización en el capítulo II.

Asimismo, CorpBanca ha solicitado elaborar una opinión legal que analice la decisión del Directorio de esa Institución Financiera de aprobar la aceptación de la oferta de Itaú Unibanco, en relación al beneficio social, y la revisión del proceso de gobierno corporativo en la aprobación de la operación consultada (Informe favorable del Comité de Directores y acuerdo del Directorio de aceptar la oferta de Itaú Unibanco).

Al respecto se ha tenido en consideración que CorpBanca en su calidad de banco está sujeto a una serie de circunstancias, normas y regulaciones, atendida la importancia que los bancos e instituciones financieras tienen para la cadena de pagos en Chile. Desconocer ese hecho así como las exigencias de estabilidad y solvencia de los bancos, atendido posibles efectos de contagio en todo el sistema, supone cercenar esta materia de precisamente aquella credibilidad e historia de crecimiento lograda con posterioridad a la crisis financiera de 1982.

Para lo anterior, y atendida la situación vigente relativa a la operación de fusión entre CorpBanca e Itaú Chile, es necesario referirse a los principios ordenadores de nuestra regulación bancaria, razón por la cual se incluye un capítulo III. sobre el contexto de regulación respecto de un banco en Chile y sobre los principios de estabilidad y solvencia.

En segundo lugar, y conforme a los antecedentes tenidos en consideración por el Directorio de CorpBanca y la valorización y análisis de las características de la operación y conjunto de actos y contratos efectuados por los profesores de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, se trata en el capítulo VI, la decisión del Directorio de aprobar la aceptación de la oferta de Itaú Unibanco, en relación al beneficio social.

Finalmente, y conforme a los antecedentes tratados en el capítulo IV, se presenta en un capítulo V.- un análisis de las prácticas efectuadas en la toma de decisiones y acuerdo del Directorio de CorpBanca respecto a la misma, conforme a la legislación y reglamentación vigente.

I.- Valorización de la línea de crédito

Para efectos del Análisis se procedió a formular una serie de interrogantes las que fueron abordadas como se indica a continuación.

Previamente, es necesario señalar que el objeto de la línea, conforme a lo expresado en los antecedentes proporcionados, es pre pagar créditos de CorpGroup que estuvieran garantizados con prenda de acciones emitidas por CorpBanca y/o cláusulas de prohibición de cambio de control, facilitando por tanto la materialización de la Fusión.

a.- ¿Cuáles son las condiciones establecidas por ITAU a CorpGroup en la línea de crédito?

El monto de la línea de crédito mencionada asciende a MMUS\$1.200, de los cuales MMUS\$ 950 serán utilizados para refinanciar créditos de CorpGroup con acreedores distintos a Itaú que tuvieran en prenda acciones emitidas por CorpBanca, y MMUS\$ 250 serán para refinanciar deuda existente con Itaú. La tasa de interés aplicada a ésta línea de crédito será LIBOR + 2,70% (Libor en USD a 12 meses) y con vencimiento a 7 años.

Analizamos el Contrato de Financiamiento suscrito entre Banco Itaú BBA S.A., Nassau Branch e Inversiones CorpGroup Interhold Ltda., en particular las garantías, su valorización y el ratio de cobertura ahí estipulados. Este establece que los ratios de cobertura no pueden ser menores a 1,2 al momento de girar un crédito. Asimismo al revisar las variables existentes al día en que se suscribió el referido contrato de financiamiento, en el evento en que ese día se girara todo el crédito, la relación de cobertura asciende a 1,446¹

De acuerdo a documentación entregada por CorpBanca, el ratio de cobertura podría ser de 1,8, debido a la fórmula de cálculo informada en la documentación enviada a la SEC, que

¹ El precio de cierre de la acción del día anterior era \$ 7,031 y el valor de dólar \$ 547.

deduce del monto total de los préstamos los depósitos a plazo dejados en garantía. Tal situación haría que se excediera el monto actual de garantías de Corpgroup, que varía entre 1,2 y 1,3.

El plan de desembolsos de la línea de crédito se detalla el cuadro 1.

Cuadro 1: Desembolsos de Línea de Crédito.

Mes	Desembolso	Desembolso
	MMUS\$	Acumulado MMUS\$
Marzo	310	310
Abril	295	605
Junio	45	650
Julio	245	895
Agosto	15	910
Septiembre	10	920
Octubre - Diciembre	280	1.200

Fuente: Disbursement Schedule presentado a la SEC

b.- ¿Cómo se encuentra la tasa de interés de la línea de crédito respecto a otra deuda de referencia?

El costo financiero de la línea de Crédito que abrió Itaú Nassau Branch asciende a LIBOR+2,70%. En contrapartida, pudimos analizar que en Enero de 2014, mismo mes en que se suscribe el contrato de financiamiento entre Itaú y CorpGroup, el Banco Santander refinanció a un año un crédito por MMUS\$235 otorgado a CorpGroup Investments LTD a una tasa equivalente a LIBOR+1,35%, por los primeros 6 meses y LIBOR+1,70% por los 6 meses restantes, tasa que es significativamente menor a la pactada con Itaú. El crédito había sido otorgado en Mayo 2012 por un monto de MMUS\$ 300 a una tasa de LIBOR + 1,20%. Si bien en una tasa sustancialmente menor, pero por un plazo también menor, permite contextualizar los términos y condiciones de mercado en que financió sus deudas el grupo en un mismo momento.

La renovación mencionada es parte de la información enviada a la SEC con fecha 29 de Mayo de 2014.

Ahora bien, si se compara el costo financiero de la línea de crédito por MMUS\$ 1.200 otorgada por el Banco Itaú con otros costos financieros a los cuales han tenido acceso distintas instituciones financieras (incluido el Estado de Chile) podríamos observar que la tasa de interés de la línea de crédito se encuentra dentro del rango de mercado. Adicionalmente, de acuerdo a información publicada por Thomson Reuters LPC, las tasas para préstamos corporativos en USD (incluyendo instituciones no financieras) en Latinoamérica durante el año 2014 se han ajustado hasta un promedio de LIBOR + 3,10%, existiendo operaciones con tasas inferiores a LIBOR + 2%, entre las que se cuenta una operación del Banco Itaú por MMUS\$ 1.700 cerrada a una tasa de LIBOR + 1,35%

El Cuadro 2 muestra los montos emitidos y las tasas de colocación de las últimas emisiones de Bonos.

Cuadro 2: Comparativo tasas otros instrumentos financieros

Institución	Año	Monto MMUS\$	Plazo años	Tasa a Pagar Anual %
Chile (bono Soberano)	2012	750	10	2,379
CorpBanca	2013	800	5	3,240
BCI	2013	500	10	4,1928
BCI	2012	600	5	3,125
BancoEstado	2012	500	5	2,070
Banco Santander	2012	750	10	4,1025
BancoEstado	2010	500	10	4,1358

Fuente: Cuadro de elaboración propia a partir de Thomson One

Las tasas de colocación más relevantes para nuestra comparación, son los bonos corporativos transados en el mercado emitidos por CorpBanca y BCI con tasas de 3,24% y 3,125% respectivamente. En la actualidad, si se considera la tasa LIBOR y le sumamos un 2,70%, la tasa de la línea de crédito con el Banco Itaú tendría un costo aproximado anual de 3,26%, lo que se encuentra cercano a la tasa de colocación de los bonos de CorpBanca.

La referida similitud en las tasas no resulta sorprendente si consideramos que la línea de crédito se encuentra garantizada con prenda sobre acciones de CorpBanca y siendo las acciones del Banco, el principal activo de CorpGroup, el riesgo de crédito (específico de la línea) puede ser asociado al riesgo de crédito de CorpBanca. Ahora bien, dado el plazo de los créditos, las acciones que garantizan la línea de crédito serán finalmente acciones del Banco fusionado, por lo que tanto el riesgo asociado a la línea como el costo de ésta debiesen ser menores al anteriormente mencionado. Por lo demás, las acciones dejadas en garantía son de una entidad controlada por el propio acreedor, lo que disminuye aún más los riesgos asociados a dicha garantía y a su potencial pérdida de valor, dado que no quedará sujeta a contingencias distintas a decisiones del propio acreedor.

El costo de endeudamiento adicional que CorpBanca tiene puede ser aproximado a través de la evolución de la “Yield to Maturity” del bono en dólares que CorpBanca emitió a comienzos de 2013, puesto que representa las perspectivas que tiene el mercado acerca del instrumento de deuda e implícitamente de su riesgo de endeudamiento. En este sentido, el Cuadro 3 muestra la diferencia del *Yield to Maturity* promedio comparado con la tasa LIBOR, de manera que su diferencia es aproximativa del spread sobre la LIBOR a 12 meses.

Cuadro 3: Spread promedio sobre la tasa LIBOR

Período	Rendimiento al Vencimiento	Tasa Libor 360 días	Rendimiento Promedio Spread sobre Libor (%)	Desviación Estándar
14/ene/13 al 31/may/13	3,21	0,74	2,47	0,1767
03/jun/13 al 29/ene/14	4,69	0,63	4,06	0,5722
30/ene/14 al 31/mar/14	3,75	0,56	3,19	0,2265
01/abr/14 al 23/jul/14	3,25	0,55	2,70	0,2078

Fuente: Cuadro de elaboración propia a partir de Thomson One

Como se aprecia en el Cuadro 3, el spread promedio sobre la LIBOR para los últimos 113 días (hasta el 23 de Julio de 2014) asciende a 2,70%, el cual es equivalente al costo por

sobre la LIBOR estipulada en la Línea de Crédito aprobada por el Banco Itaú a CorpGroup. En enero del 2013, (entre el 14 y 31) el spread del bono por sobre la LIBOR ascendía a 2,34%, tasa inferior al costo de la Línea de Crédito.

De manera análoga, como robustez de los resultados, resulta conveniente analizar las fechas en las que CorpBanca ha publicado sus reportes trimestrales y comparar el spread de la *Yield to Maturity* sobre la LIBOR. Para efectos de comparación, se considera la *Yield* del bono el día después de conocida la emisión de los reportes trimestrales en el mercado.

Cuadro 4: Spread promedio sobre la tasa LIBOR para Emisión de Reportes trimestrales

	Fecha Informe	Rendimiento al Vencimiento	Tasa Libor 360 días	Spread sobre Libor (%)	Desviación Estándar
2013Q1	04/Junio/13	3,65	0,69	2,96	
Junio 2013		4,16	0,68	3,48	0,4988
2013Q2	23/Agosto/13	5,90	0,67	5,23	
Agosto 2013		5,14	0,67	4,47	0,5175
2013Q3	05/Noviembre/13	4,94	0,60	4,34	
Noviembre 2013		4,77	0,59	4,18	0,3246
2013Q4	20/Febrero/14	3,65	0,56	3,09	
Febrero 2014		3,85	0,55	3,30	0,1966
2014Q1	04/Junio/2014	2,99	0,54	2,45	
Junio 2014		3,07	0,54	2,53	0,085

Fuente: Cuadro de elaboración propia a partir de Thomson One

De igual manera a partir del Cuadro 4 es posible argumentar que la tasa cobrada por la Línea de Crédito se puede considerar como una tasa de mercado en el momento de la Emisión.

Finalmente, es posible mencionar que la operación en sí misma, tal como se encuentra planteada favorece la posición de liquidez del grupo, pero parece tener un efecto neutro en

los intereses de los accionistas minoritarios de CorpBanca,. Con el Acuerdo de Línea de Crédito analizado, CorpGroup queda con una mayor concentración de acreedores, lo cual le resta poder de negociación frente a futuras operaciones.

Por último, es necesario mencionar que la Línea de Crédito puesta a disposición de CorpGroup por parte de Itaú será utilizada para facilitar la materialización del Transaction Agreement entre CorpBanca e Itaú ya que algunos acreedores de CorpGroup tienen cláusulas de cambios de control o garantías reales que podrían dificultar el cierre de la Transacción, y el uso de la línea permitirá refinanciar esas obligaciones. Además no existe riesgo crediticio marginal, dado que solo se refinanciará deudas existentes, situación que queda establecida en la sección 3.9 del Credit Facility Agreement.

II.- Las opciones del acuerdo de accionistas entre ITAÚ y CorpGroup

Acápite emitido por Salvador Zurita L.

El acuerdo de accionistas entre ITAÚ y CorpGroup contempla diversas opciones de compra (CALL) y/o de venta (PUT) entregados por ITAÚ a CorpGroup en relación con cuatro conceptos diferentes, los que aquí se analizan y valorizan en forma separada: (1) opción para mantener control corporativo, (2) opciones en caso de ruptura del Pacto de Accionistas, (3) opciones de liquidez, y (4) opciones en caso de no distribuir un mínimo de dividendos.

En principio, las opciones objeto del pacto podrían tener valor por tres consideraciones: (i) por transar el control corporativo, (ii) debido a los beneficios por diferencia entre precio de mercado y precio de ejercicio, y (iii) por primas por liquidez. Puesto que ninguna de las opciones del Pacto de Accionistas conlleva la posibilidad de alcanzar el control corporativo, la primera fuente de valor no aparece.

Además, por razones que se indican en el informe (y que tienen que ver con obligaciones y privilegios simétricos), estimamos en \$0 el valor neto de las primeras dos opciones mencionadas. Sin embargo, las últimas dos podrían tener valor en base a primas por liquidez, y (dependiendo de consideraciones tributarias) también podrían tener valor por diferencia de precios de mercado y de ejercicio de la opción.

(1) Opción (PUT) para mantener el control corporativo (Sección 3.6, p. 27)

ITAÚ adquirirá el control corporativo de CorpBanca como resultado de la fusión de Itaú Chile con CorpBanca. Además Itaú firmará de un Pacto de Accionistas con CorpGroup, según el cual esta última se compromete a nombrar directores en CorpBanca y a votar ciertas materias en bloque con ITAÚ. La Sección 3.2.d requiere que CorpGroup mantenga un porcentaje mínimo de la propiedad de CorpBanca, definido como el mínimo entre:

- a) El 16,42% de las acciones de CorpBanca, y
- b) El mínimo requerido para que en conjunto los accionistas ITAÚ y CorpGroup posean al menos el 50% más 1 acción de CorpBanca, asegurando de este modo el control de esta última.

Además, la Sección 3.6 del Pacto de Accionistas establece que si por alguna de las condiciones de la Sección 3.2.d se genera una restricción de venta para CorpGroup y en la medida en que lo sea, CorpGroup tiene la opción de vender a ITAÚ cualquier número de acciones de CorpBanca, cuya venta tiene prohibida, a un precio igual al precio de mercado.²

² El Precio de Mercado se define como el promedio ponderado de los precios de cierre de esta acción en los últimos 30 días calendario, y donde los ponderadores son el volumen transado diario; ver Artículo 1, Definiciones (p. 7)

Análisis.

El Pacto de Accionistas permite a ITAÚ asegurar el control corporativo sin necesidad de comprar el 50% de las acciones. Por la cláusula 3.2.d CorpGroup se obliga a mantener al menos un 16,42% o suficientes acciones para alcanzar en conjunto con ITAÚ el 50% (lo que sea menor). Esta es una restricción a la libre disposición de las acciones de su propiedad que representa un perjuicio para CORPGROUP y que ningún otro inversor o accionista enfrenta.

En compensación, la opción que analizamos da a CorpGroup una forma de enajenar su participación en CorpBanca (si así lo estima conveniente), pero garantizando que ITAÚ mantenga el control corporativo de esta última.

En consecuencia, consideramos que esta opción de CorpGroup compensa su obligación de mantener su participación en CorpBanca, y no es una fuente de valor adicional para CorpGroup. Al contrario, de acuerdo al contrato si CorpGroup decide ejercer dicha Opción, Itaú podrá optar por dos caminos: 1) Adquirir las acciones fuera de Bolsa, alternativa que generaría para CorpGroup un pago de impuestos significativos o, 2) Iniciar un poder comprador de acciones en Bolsa dirigido a todos los accionistas por un porcentaje de acciones equivalente al número de acciones al que CorpGroup haya decidido vender Itaú al ejercer la Opción. Por lo tanto, en caso de la alternativa 1) vemos un valor negativo en el ejercicio de esa Opción y en el caso de la alternativa 2) vemos un valor neutro toda vez que todos los accionistas de CorpBanca podrán ofrecer sus acciones a ese poder comprador.

Por lo tanto, valoramos esta opción junto con la obligación de la cláusula 3.2.d en \$0 (es decir, la obligación de mantener la propiedad de CorpBanca se compensa con el derecho de venderlo a ITAÚ).

Incluso, el lock up de las acciones de CorpGroup genera un beneficio importante para Itau, toda vez que, en todo momento en que CorpGroup quiera vender aquellas acciones objeto del lock Up, Itaú podrá incrementar su participación en CorpBanca hasta un 50% de la propiedad sin tener que pagar un sobreprecio por esta adquisición.

Dos consideraciones finales:

(a) La condición no es restrictiva a la fecha del Pacto de Accionistas: CorpGroup podría vender hasta del 16% del capital accionario de CorpBanca a un tercero y todavía mantener (en conjunto con ITAÚ) un 50% o más de las acciones de esta última. En este rango ITAÚ no tiene obligación alguna de comprar, porque la obligación no es restrictiva.

(b) Finalmente, es importante notar que el precio de ejercicio se define esencialmente como el precio de mercado, de modo que no hay una diferencia en valor esperado entre el precio de ejercicio de la opción y el valor del activo subyacente (como ocurre habitualmente con las opciones PUT que se negocian en bolsa).³

³ Podría haber una acotada fuente de valor o pérdida en caso de movimientos fuertes en el precio de la acción. Por ejemplo, si la acción viene bajando fuertemente, entonces el precio promedio será mayor que el precio del último día. Pero esta diferencia es probablemente pequeña en valor esperado, porque (a) movimientos grandes en el precio de la acción tienen baja probabilidad de ocurrencia, y (b) siempre existe la posibilidad de una recuperación rápida, lo que sería imposible de anticipar con certeza al momento de ejercer la opción, cuyos pagos además serán recibidos 90 días después de notificar el ejercicio de la opción.

(2) *Opción CALL en caso de ruptura del Pacto de Accionistas*

Esta estipulación debe analizarse en el contexto que constituye legalmente una cláusula penal, esto es, una evaluación anticipada de los perjuicios en caso de incumplimiento del contrato y por tanto, un eventual valor del derecho debe asimilarse a la multa por incumplimiento contractual, que por lo demás es recíproco en el sentido que lo detenta la parte cumplidora en contra de la incumplidora.

En caso de quebrantar el Pacto de Accionistas y de no remediar la falta dentro de 50 días después que ésta le fue comunicada por el otro accionista, la sección 5.2 del Pacto de Accionistas da al accionista no ofensor una opción CALL con precio de ejercicio igual a 80% de su precio de mercado. Además, en caso que el accionista ofensor sea ITAÚ, CorpGroup adquiere una opción PUT para vender a ITAÚ las acciones de CorpBanca a un precio de ejercicio igual a 120% el precio de mercado.

Análisis.

Estas opciones son simétricas y recíprocas (las tienen ambos accionistas), y no se considera que añadan valor a CorpGroup. La existencia de una opción adicional PUT en poder de CorpGroup y no en poder de ITAÚ se atribuye a la diferente capacidad patrimonial de las dos instituciones, pero no se considera que se trate de un valor adicional para CorpGroup porque (por la naturaleza de la situación), las dos opciones son excluyentes: en caso que ITAÚ sea el accionista ofensor, CorpGroup deberá optar entre ejercer la CALL o la opción PUT, pero no podrá ejercer ambas simultáneamente. Y en ambos casos, el valor económico de la opción será aproximadamente 20% del precio de mercado de la acción (equivalente al valor intrínseco de la opción a esa fecha).

Puesto que las opciones son simétricas (involucran obligación de compensar en 20% y derecho a ser compensado en 20%) y representan una cláusula penal por quebrantar el pacto, la posición neta de estas opciones se valora en cero. Otra forma de decirlo: se valora la obligación de compensar exactamente igual al derecho a ser compensado.

(3) *Opciones PUT y CALL de liquidez*

La Sección 5.1 del Pacto de Accionistas da opciones PUT americanas de liquidez a CorpGroup, por un plazo de hasta 18 meses desde la fecha del Pacto de Accionistas. Las opciones son hasta por un 6,6% de la propiedad de CorpBanca, de modo que el precio de ejercicio corresponde al precio de mercado, definido como se indica en la nota al pie 1.

La venta de las acciones puede efectuarse a través de uno de los siguientes dos mecanismos: (i) venta directa, o (ii) remate en la Bolsa de Comercio de Santiago. En este último caso ITAU se compromete a poner una orden de compra por las acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, al precio acordado (el precio de mercado del día en que CORPGROUP notifica su decisión de ejercer la opción de venta).

Además, en caso de ejercer la opción PUT de liquidez, CorpGroup tiene una opción CALL a través de la cual Itaú está obligado a colocar en venta hasta por 5 años desde la fecha de venta de las acciones, al mismo precio de compra más intereses por el período transcurrido. La forma en que se ejecuta esta transacción es igual a la forma en que se ejecutó la transacción anterior.

Conviene notar que si el primer proceso de venta es a través de un remate en la Bolsa de Comercio de Santiago (opción (ii)), existe el riesgo que en forma inesperada una tercera parte distinta a ITAÚ compre las acciones. Si ello ocurre, entonces las opciones CALL de recompra expiran automáticamente, e ITAÚ no está obligado a venderlas de vuelta a CorpGroup.

Discusión.

En lo que sigue, analizamos por separados estos dos mecanismos de ejercicio de la opción PUT debido a sus diferentes implicancias tributarias y por tanto de valor de las opciones.

Caso (i): CorpGroup ejerce la opción PUT vendiendo las acciones fuera de bolsa a ITAÚ

Las opciones PUT no tienen valor a partir de diferencia de precios, porque la venta es esencialmente a precio de mercado (las consideraciones de la nota al pie 2 se aplican).

Sin embargo, podría tener un valor de liquidez: Permite a CorpGroup evitar el castigo que podría sufrir al vender en bolsa un porcentaje relevante pero sin control corporativo. No es clara una estimación del valor de liquidez,⁴ pero conviene notar que no da un valor a CorpGroup por sobre los accionistas minoritarios, sino que más bien tiene el efecto de igualar las condiciones de mercado para este inversor relevante con la situación de los minoritarios, que en cualquier caso podrían vender en bolsa al precio de mercado.

Por otra parte, la opción CALL para recomprar las acciones vendidas sí puede tener valor de una opción sobre el precio de la acción. Lo anterior, dado que el precio de ejercicio esta vez no es a precio de mercado, sino el precio pagado (que se vuelve fijo), más intereses

⁴ El valor de la PUT corresponde al valor de evitar el descuento por transar un paquete relevante de acciones, y es por tanto una prima por liquidez. Desgraciadamente no hay estimaciones sobre a cuánto podría ascender este descuento por liquidez en el mercado chileno. Un artículo reciente estima entre 1.0% y 1.3% la prima por liquidez para el mercado chileno, ver Yakov Mihud, Allaudeen Hameed, Wenjin Kang y Hiping Zhang, “The illiquidity Premium: International evidence” de julio de 2013 (p. 38). Sin embargo, esta estimación se obtuvo en base a comparar las acciones más transadas y menos transadas en la bolsa de comercio de Santiago. Lo que nos interesa es más bien lo que se conoce como transacciones en bloque. Varios autores reportan en otras economías un descuento por transar montos grandes, por ejemplo en EEUU. Dicho descuento se atribuye a afirmación asimétrica (selección adversa) y consideraciones de inventario de los dealers. Otros encuentran un beneficio de precio por transacciones grandes en la bolsa de Londres, lo que atribuyen a una diferente microestructura de mercado que permite más competencia entre intermediarios, ver Vernhardt, Dvoracek, Hughson y Werner, *Review of Financial Studies*, vol. 18, No. 4, 2005. Ninguna de estas indicaciones es directamente transferible al mercado chileno, que es un mercado de corredores y no de hacedores de mercado.

competitivos (tasa cámara más el mínimo spread de deudores no gubernamentales en Chile). Esta opción es a 5 años plazo, contado desde la fecha en que CorpGroup ejerce la opción PUT de liquidez.

Estimamos el valor de la CALL de recompra como un porcentaje del precio de la acción en la fecha de ejercicio de la PUT en 10%.⁵ El valor de esta opción representa un 2,0625% del valor de las acciones de CorpBanca en poder de CorpGroup.

Finalmente, para obtener este valor a la fecha del Pacto de Accionistas, esta cifra debe multiplicarse por el producto de la probabilidad que CorpGroup ejerza la opción PUT vendiendo a ITAÚ fuera de bolsa las acciones de CorpBanca.

Análisis de sensibilidad.

La tabla que sigue reporta los valores de la opción CALL de recompra, expresados como porcentajes del precio de la acción a la fecha de ejercicio de la opción PUT, para volatilidades de 18% (primer semestre 2012) y 33% (segundo semestre 2013), que fueron las volatilidades mínima y máxima, respectivamente de los últimos 10 semestres. Además, considera tasas de retorno por dividendos de 3,2% (promedio últimos 2 años) y 5,8% (promedio últimos 5 años). Como se aprecia en la Tabla, el valor de la opción de recompra fluctúa entre 4% (con mínima volatilidad y máximo dividendo) y 19% (con máxima volatilidad y mínimo dividendo) del precio de la acción.

⁵ La estimación se realizó utilizando la fórmula de Black & Scholes con tasa de dividendo conocida. Los parámetros fueron: precio de la acción: 1 (numerario), precio de ejercicio = 1.30 (1 más intereses a tasa cámara más spread por 5 años, la tasa cámara se estimó en 4.5%, y el spread en 1%), volatilidad del precio de la acción de CorpBanca = 24% (volatilidad promedio últimos 5 años), tasa de dividendos de CorpBanca = 4.5%, tasa de interés libre de riesgo = 4.5%, y madurez de la opción = 5 años. El valor de la tasa cámara corresponde al valor corriente de dicha tasa para un plazo de 5 años. La volatilidad del precio de la acción se estimó en base a transacciones diarias de la acción en la Bolsa de Comercio de Santiago en períodos semestrales, anualizando en base a días de transacción. Los últimos 10 semestres, dicha volatilidad se situó entre 18% y 33%. La tasa libre de riesgo corresponde al promedio de las licitaciones de BCP a 5 años de los últimos tres meses (mayo, junio, julio). La tasa de dividendos de se ha situado entre 3.2% (promedio últimos 2 años) y 5.8% (promedio últimos 5 años y también últimos 10 años).

Tabla: valor de la CALL como porcentaje del precio de la acción⁶

	Volatilidad		
Retorno por dividendos	18%	24%	33%
3,20%	8%	12%	19%
4,50%	6%	10%	16%
5,80%	4%	8%	14%

Fuente: elaboración propia, en base al modelo de Black & Scholes

Caso (ii): CorpGroup ejerce la opción PUT en Bolsa

En este caso, ITAÚ se obliga a poner una orden de compra a precio de mercado, pero pudiera ocurrir que algún otro inversor pusiera una orden de compra levemente mayor y compre las acciones. En este último caso, la opción de recompra de CORPBANCA desaparece.

Además, si es ITAÚ quien compra las acciones (como probablemente debiera ocurrir, ya que se transan sin control corporativo), entonces ITAÚ se obliga a poner una orden de venta al precio de ejercicio de la PUT anterior más intereses. Si a la fecha de ejercicio de la opción CALL ésta se "in the money", entonces es razonable anticipar que las fuerzas de la competencia lleven el precio de la acción a su valor actual, con lo cual CORPGROUP no obtendría un beneficio neto de ejercer su opción CALL. En otras palabras, lo único fijo aquí es el precio de la orden de venta que pone ITAÚ, pero probablemente éste no será el precio pagado por CorpGroup, quien entraría a competir en un remate público con otros inversionistas interesados en comprar las acciones de CorpBanca, lo que presumiblemente

⁶ Los valores de la CALL para tasa de retorno por dividendos de 5,8% podrían estar sub-estimados, porque si la tasa de dividendos es superior a la tasa de interés libre de riesgo, el ejercicio temprano de la CALL podría ser óptimo, mientras que la opción se valoró como si fuera europea.

llevaría el precio a su valor de mercado.⁷ De este modo, la competencia en el remate público haría desaparecer o al menos reduciría fuertemente el valor de la opción producto a diferencia de precios.

Impuestos y valor de las opciones

Si no consideramos los efectos de impuestos, es evidente que está en el mejor interés de CorpGroup el ejercer la opción PUT por la alternativa de venta directa, fuera de bolsa (método (i)), porque en dicho caso obtendría una opción CALL a 5 años cuyo precio aproximadamente es de un 10% del valor de la acción en la fecha en que ejerce la opción PUT.

Sin embargo, un informe de Deloitte el que tuvimos muestra la vista concluye que en caso que CorpGroup ejerza la opción PUT fuera de bolsa, no puede beneficiarse de la exención del impuesto a la ganancia de capital que beneficia las transacciones en bolsa con suficiente liquidez, y deberá incurrir en un impuesto adicional de un 17% del precio de venta de la acción (suponiendo una tasa de impuestos de 25%).⁸ Naturalmente, el pasivo fiscal de la transacción aumenta si la tasa es 27%.

⁷ O cerca de su valor de Mercado. Si hubiera un descuento por transacciones en bloque en el mercado chileno, la estrategia de ejercer la opción PUT y después ejercer la opción CALL en este caso proveería una forma de arbitrar ese descuento: CORPGROUP vende sin el descuento, pero re-compra (en competencia con otros inversores) con el descuento, obteniendo como ganancia neta el eventual descuento por paquetes grandes. Pero no sería una ganancia libre de riesgo, y en este sentido no sería un arbitraje puro: la eventual diferencia de precios está supeditada a la presión competitiva de otros inversores.

⁸ El impuesto depende del costo tributario de las acciones y del precio de venta. Deloitte estima el costo tributario promedio de las acciones en poder de CORPGROUP en \$3.21 por acción, y en su ejercicio supone un precio de venta de \$10 por acción. Bajo estos supuestos, si COPR GROUP vende las acciones en bolsa incurre en un impuesto que equivale a un 2% del precio de venta de las acciones, pero si las vende fuera de bolsa, a 19% del precio de venta de las acciones. Por supuesto, el impuesto está calculado sobre la ganancia de capital, pero lo expresamos en términos del precio de venta para facilitar la comparación con el valor de la opción. Ambas estimaciones suponen una tasa de impuesto de 25%. En consecuencia, el impuesto adicional por vender las acciones fuera de bolsa es 17% del precio de venta de las acciones de CorpBanca. Si alternativamente suponemos un precio de venta de las acciones cercano al precio actual (\$7 por acción en vez del \$10 por acción supuesto por Deloitte), entonces las ventas fuera de bolsa y en bolsa implican un gasto de

En consecuencia, consideraciones de impuestos vuelven inviable el método (i): dado que no es razonable pagar un 17% más de impuesto por ganar una opción que vale 10% (ambos porcentajes medidos sobre el precio de venta de la acción).

En conclusión, en ausencia de consideraciones tributarias, valoramos la opción en 10% del precio de venta y 0,66% del patrimonio de CorpBanca. Pero consideraciones tributarias hacen menos oneroso ejercer la opción PUT en bolsa, en cuyo caso presumiblemente las fuerzas competitivas llevan a que la ventaja de precios de la opción desaparece.

(4) Opción PUT ligada a dividendos de CorpBanca

La sección 6.2.c del Pacto de Accionistas da a CorpGroup una opción PUT de tipo “barrera”, por los primeros 8 años después de la suscripción del pacto: si los dividendos pagados por CorpBanca son inferiores a US\$370 millones anuales y por ello CorpGroup recibe menos de US\$120 millones en dividendos, entonces CORPGROUP tiene el derecho a vender suficientes acciones de CorpBanca a ITAÚ para completar un ingreso de US\$120 millones ese año (o su equivalente en acciones dueñas de CorpBanca). Las opciones se venden a precio de mercado.

Además y por los siguientes 5 años después de ejercer la opción PUT de dividendos, CorpGroup tiene el derecho a recomprar estas acciones (opción CALL), a un precio de ejercicio igual al precio de venta, más intereses acumulados.

impuestos de 2% y 18% respectivamente, con lo que la carga tributaria adicional por vender fuera de bolsa equivale a 16% del precio de venta de la acción.

Análisis.

Estas opciones son similares a las opciones de liquidez, con dos diferencias: (1) el vencimiento de las opciones PUT es 8 años en vez de 18 meses, y (2) lo que da origen a las opciones PUT es el hecho que CorpBanca reparta menos de USD \$120 millones a CorpGroup.

Existen los mismos dos mecanismos para ejercer las opciones PUT, los cuales son también vinculantes al ejercicio de las opciones CALL: CorpGroup puede vender en bolsa (con beneficios tributarios) o fuera de bolsa (con beneficio de opción, pero más que compensado por costo tributario). Un análisis similar al anterior nos lleva a descartar la venta fuera de bolsa, con lo cual las opciones CALL no tienen valor por diferencia de precio. Finalmente, el valor hoy de estas opciones se ve limitado por la probabilidad que CorpBanca no distribuya los dividendos mínimos establecidos en el pacto.⁹

Obligaciones del Shareholder Agreement

Por otra parte, y en relación a ciertas condiciones del Shareholder Agreement, cabe hacer presente que el mismo establece una serie de regulaciones relativas a la composición y número de miembros de los directorios de CorpBanca y su filial en Colombia; decisiones que los directores debieran adoptar; consecuencias de que los directores no siguieran instrucciones; así como los nombramientos de ciertas posiciones claves dentro de CorpBanca Chile y Colombia; ausencia de voto dirimente del Presidente, etc.

⁹ La probabilidad que esto ocurra es despreciable para el primer año (en lo que va transcurrido del año CorpBanca lleva 400 millones de dólares de utilidad e ITAÚ lleva 150 millones de dólares), pero pudiera tener un valor positivo en los años siguientes.

Sin perjuicio del tratamiento que se indicará más adelante, cabe precisar que las regulaciones entre accionistas para efectos de regular su influencia en la administración o gestión social, es un asunto de común ocurrencia y uso dentro de la práctica corporativa. Tales regulaciones son propias de los accionistas, y por tanto su ámbito involucra el nivel de propiedad de la sociedad.

Ahora bien, independientemente de los acuerdos que puedan existir entre los accionistas mayoritarios o controladores, todos aquéllos referidos a actuaciones que se espera se realicen por parte de los directores, por cuanto se trata de actos que no se han realizado, y cuya materialización dependerá de la decisión individual que cada director deberá adoptar, en concreto, respecto de cada acto en cuya evaluación, deberá dar cumplimiento al mandato legal de velar por el interés social y los intereses de todos los accionistas.

Esto es, la responsabilidad por la administración recae en el Directorio, y es aquél, como órgano colegiado, y cada director el responsable de la correcta gestión social; que se vele por el interés social y el de los accionistas, y si ello no ocurre será responsable frente a la sociedad y a los accionistas en su caso.

Lo anterior es sin perjuicio de la responsabilidad que por actos concretos el controlador o los accionistas puedan tener respecto a la sociedad, y/o a otras accionistas.

Las actuaciones que se espera se realicen por parte de los directores, por cuanto se trata de actos cuya materialización dependerá de la decisión individual que cada director, deberá ser adoptada en concreto respecto de cada acto en cuya evaluación, cada director y el directorio

deberá dar cumplimiento al mandato legal de velar por el interés social y el de todos los accionistas.

Por lo cual, independiente de lo que establezca un acuerdo entre accionistas, una posible infracción legal o normativa, dependerá enteramente de la decisión individual de cada director y del Directorio como cuerpo, por cuanto es en ellos en los que, cumpliendo sus deberes fiduciarios, recae la administración de la sociedad.

III. Contexto de regulación respecto de un banco en Chile. Principios son de estabilidad y solvencia

La legislación y regulación aplicable a los bancos e instituciones financieras tiene como finalidad lograr y conservar su solvencia y estabilidad. Ejemplo de la necesidad de procurar tales objetivos lo muestran las lecciones aprendidas de la crisis económica de 1982 en Chile, así como de las recientes crisis bancarias a nivel internacional.

Por otra parte, y en adición a lo anterior, cabe precisar que los bancos son los agentes más importantes en el correcto funcionamiento de la cadena de pagos en Chile. Existe abundante doctrina en la materia que afirma esta conclusión.¹⁰

En tal sentido, cabe tener presente que la regulación encuentra su justificación en elementos muy particulares, tales como, poder de mercado, externalidades e información asimétrica entre el banco y sus clientes. Esos tres elementos se combinan en el entendimiento común de que es necesario generar una red de seguridad de la actividad bancaria, en que se privilegia su estabilidad y solvencia, atendidas las externalidades que sus fallas pueden ocasionar a sus clientes, y con ello al mercado en su integridad, así como atendida la asimetría de información entre los bancos y sus clientes.¹¹

¹⁰ Documento de Trabajo del Banco Central, N° 503, Riesgo de Crédito de la Banca, De Rodrigo Alfaro, Daniel Calvo y Daniel Oda, Noviembre 2008.

¹¹ Microeconomics of banking, Xavier Freixas y Jean-Charles Rochet.

Las premisas recién planteadas son determinantes para efectos de conceptualizar y entender el tipo de empresa y características de los bancos. Esto es, los bancos son empresas respecto de los que se debe privilegiar determinados aspectos, de manera adicional a la creación de valor el cual es propio de toda organización y, ello corresponde, armónicamente al anterior, a su estabilidad y solvencia, frente a los cuales otras posibles consideraciones resultan menos valiosas.

Precisamente tales elementos son los que perfilan la regulación, la actuación del fiscalizador, así como el tipo de empresa respecto de la que se efectúa la operación analizada.

Lo anterior no importa que los bancos no respondan a criterios de agregación de valor, rentabilidad y rendimiento, pues de hecho lo deben hacer, pero es la estabilidad y solvencia las que corresponden a consideraciones que deben conducir y que en definitiva moldean e influyen las actividades y operaciones en las que un banco pueda verse involucrado, así como los riesgos que pueda adoptar.

Lo expresado se traduce en que los responsables del gobierno de este tipo de sociedades deben tener siempre presente el cumplimiento de tales objetivos, por cuanto, de otra forma, podrían poner en riesgo no sólo el éxito de la organización, sino que afectar al sistema bancario y con ello a la cadena de pagos.

La razón de lo anterior, no sólo tiene en consideración el efecto público del negocio bancario, especialmente respecto de los bancos chilenos, sino que fundamentalmente que la forma fundamental de que un banco conserve valor, es mediante el logro y cuidado de su estabilidad y solvencia. Ellos son la base a partir de la cual se agrega valor a la organización. Por cuanto la duda o resquemores respecto al cumplimiento de tales características en relación a un banco, puede llegar a producir consecuencias gravísimas, no

sólo en un banco en particular sino que, dado el riesgo de contagio¹² en la generalidad del sistema bancario y con ello afectar la cadena de pagos.

IV. Decisión del directorio de aprobar la aceptación de la oferta de Itaú Unibanco, en relación al beneficio social

Al respecto cabe tener presente ciertas consideraciones:

1.- La primera es que respecto de los bancos los principios fundamentales y prevalecientes, que guían tanto la regulación como la actuación de los bancos, corresponde a la estabilidad y solvencia de los mismos.

2.- El directorio tiene el deber de velar por el bien de la sociedad y de todos y cada uno de los accionistas, respetando el inciso 3° del artículo 39 de la Ley N° 18.046¹³, lo que debe ser leído en conjunto con lo dispuesto en el artículo 30 del mismo texto legal¹⁴. La lectura armónica de ambas disposiciones, así como de otras¹⁵ permite concluir que el principio que

¹²Decimotercera Conferencia Anual del Banco Central de Chile “Política Monetaria bajo Turbulencia Financiera” Santiago, Chile, noviembre de 2009, Competencia y Estabilidad en la Banca, Xavier Vives T.

¹³ Artículo 39. Ley de Sociedades Anónimas, N° 18.046: “...Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron...”

¹⁴ Artículo 30. Ley de Sociedades Anónimas, N° 18.046: “Los accionistas deben ejercer sus derechos sociales respetando los de la sociedad y los de los demás accionistas.”

¹⁵ Artículo 31. Ley de Sociedades Anónimas, N° 18.046: “La administración de la sociedad anónima la ejerce un directorio elegido por la junta de accionistas...”

Artículo 40. Ley de Sociedades Anónimas, N° 18.046: El directorio de una sociedad anónima la representa judicial y extrajudicialmente y para el cumplimiento del objeto social,...”

Artículo 41. . Ley de Sociedades Anónimas, N° 18.046: Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables.

Artículo 42. Ley de Sociedades Anónimas: Los directores no podrán:

1) Proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social;

5) Tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio, de sus parientes, representados o sociedades a que se refiere el inciso segundo del artículo 44, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin previa autorización del directorio otorgada en conformidad a la ley;

debe regir la actuación del directorio y de los directores, es velar por el interés social y por el de todos los accionistas.

3.- En el período comprendido entre julio a noviembre de 2013, y fruto del efecto de las noticias relacionadas a SMU S.A. y errores contables que habrían incrementado las utilidades de esta última sociedad, y la reacción de distintos inversionistas del mercado en el sentido de no renovar sus depósitos, CorpBanca vio afectada su liquidez, situación que fue monitoreada y controlada por el Directorio y la Alta Administración de la empresa. Este importante factor debe ser considerado al momento de efectuar el proceso de revisión de la operación de fusión propuesta.

4.- Los informes de los profesores Mauricio Jara, Dieter Linneberg, José Olivares, Julio Rebolledo, Juan Carlos Fuentealba y Salvador Zurita, dan cuenta de que los actos y contratos involucrados en la operación, presentan distintos beneficios a CorpBanca, todos los cuales debieran incrementar el bienestar social.

5.- Todos esos beneficios fueron previamente analizados y conocidos por el Directorio de la sociedad, a contar del día 23 de diciembre de 2013, en la sesión del directorio, que se extendió por 5 horas y media, ocasión en la que expusieron los representantes de los bancos de Inversión Merrill Lynch y Goldman Sachs, así como ejecutivos principales de CorpBanca y abogados contratados para el proceso, respecto a la situación de la operación a esa fecha.

6.- Al respecto en dicha sesión al directorio se le expuso los beneficios de una operación de fusión:

6) Usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo, y

7) En general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos o al interés social o usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social.

Primero, “... una posición mayor en el negocio financiero,...” consecuencia de la combinación de dos bancos lo que “... traería un mayor volumen y mayores recursos para competir más eficientemente,... tanto en Chile como en Colombia.”

En segundo lugar, una eventual fusión “...importaría asociarse con un “Socio Global”, en el sentido que la alianza sería con un socio con liderazgo y presencia, tanto regional como global.” Así como, agregan, “...deben considerarse los beneficios implícitos proporcionados por un socio con una capitalización bursátil superior a US\$60.BN y la capacidad de aprovechar las sólidas relaciones del socio global.”

Tercero, se producirían “... sinergias y potencialidad de resultados. En este sentido señalan que la entidad resultante tendría el potencial de generar importantes sinergias en Chile (sea en la alianza con Banco X o Itaú) y en Colombia, en el caso si la alianza fuera con Banco X.”

Las que consistirían en: “...una reducción de los gastos, acceso a un menor costo de fondeo, oportunidades de efectuar ventas cruzadas de productos complementarios a los clientes y una plataforma de mayor escala que podría implicar sinergias significativas con impacto en los ingresos.”

En cuarto lugar, se informa que “...debiesen esperarse dividendos sustentables atendida la mayor escala y la capacidad de generar ingresos de la empresa combinada, como asimismo debe considerarse una potencial mejora en los flujos de dividendos.”

Y en quinto lugar, “...“valoración”, dado el potencial que se tendrá para una expansión múltiple, dada por la mayor escala y la capacidad de competir más efectivamente en un ambiente competitivo. Adicionalmente, aumenta el potencial de cobertura de investigación, lo que podría alentar el interés de los inversores.”

7.- Tales beneficios presentados fueron luego refrendados por los gerentes del Banco que expusieron en tal oportunidad.

En la misma ocasión referida en el numeral anterior se informó respecto a las ofertas que se seguían considerando para efectos de la evaluación, dándose cuenta que se trataba de las ofertas de Banco X e Itaú. Así como de los respectivos procesos de due diligence, y que sólo respecto de Itaú era recíproco por cuanto Banco X solicitaba exclusividad en la negociación.

Se presentaron otras propuestas recibidas, a saber las de Banco 1 y Banco 2, así como los beneficios, certezas y características de cada propuesta. Y, específicamente, se hizo una presentación comparativa entre las propuestas de Banco X e Itaú.

Luego el Gerente de Planificación, Sr. Jerez, hizo una presentación respecto de la valorización de las posibles utilidades de las propuestas, así como las posibles sinergias que se podrían obtener con la fusión.

Tras lo cual el directorio efectuó una serie de requerimientos específicos de información adicional, para una próxima sesión, respecto a los efectos de las propuestas en indicadores relevantes para un banco, como son el cálculo del límite a que se refiere el artículo 80 N° 1 de la Ley General de Banco y la evolución que tendrá el Índice de Basilea post fusión.

8.- Casi un mes después el día 24 de enero de 2014, el Comité de Directores, conformado por 3 directores independientes, sesionó por 3 horas y 45 minutos y tomó conocimiento y discutió respecto de los fairness opinions presentados por los bancos de inversión Merrill Lynch y Goldman Sachs, respecto de la propuesta recibida de parte de Itaú, atendido que la de Banco X no había avanzado con igual velocidad ni reciprocidad dado que no efectuó una oferta vinculante. Se recibió la exposición del fiscal de CorpGroup respecto del Pacto de

Accionistas que suscribirían el controlador de CorpBanca con el controlador de Itaú y respecto de las condiciones de la línea de crédito.

También se presentaron una serie de contratos que requerirían ser modificados. Tras lo cual el Comité acordó informar favorablemente el conjunto de actos, contratos y operaciones conocidos, por ajustarse en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalecen en el mercado a esa fecha, de acuerdo a los antecedentes que ese Comité tuvo a la vista.

El Comité de Directores recibió el informe del Bank of America Merrill Lynch, representada por el Sr. Marcos Kantt, al respecto cabe destacar:

“A continuación, el señor Kantt precisó que la opinión de Bank of America Merrill Lynch se refiere a la fusión y a los términos de intercambio de la misma, sin perjuicio de las otras operaciones anexas, entre las cuales se encuentra la referida línea de crédito que Itaú BBA otorgará a CorpGroup y un Pacto de Accionistas a ser suscrito entre ésta e Itaú.

Indica el Sr. Kantt que sin perjuicio de lo señalado, la conclusión de Merrill Lynch Bank of América es que la línea de crédito ha sido otorgado en condiciones de mercado, siendo un elemento necesario para garantizar el éxito en la concreción de la operación según se ha explicado.”

En cuanto a si se consideró o no la valorización de CorpBanca Colombia Merrill Lynch informó que “En relación a la compra que se efectuará a CorpGroup de su participación y Banco CorpBanca Colombia S.A. y ante una consulta, indica que la relación de intercambio está basada en el informe que obviamente supone la valorización de CorpBanca, incluido CorpBanca Colombia.

Por tanto, el precio que se pagará a CorpGroup y a los ex controladores de Helm por su participación en Banco CorpBanca Colombia que como se señaló será el mismo precio por acción, es un precio justo.

Agrega que, si bien la opinión de Bank of America Merrill Lynch no recae expresamente sobre la oferta de compra en particular, las evaluaciones y valorizaciones para determinar las relaciones de intercambio sí asumen un precio de CorpBanca Colombia. Así, el valor asignado a CorpBanca para calcular la cantidad de acciones que Itaú Unibanco recibirá producto de la fusión incluye una valorización equivalente al 66,39% que este banco posee en el capital de la entidad colombiana, lo que en definitiva supone valorarla íntegramente.

De esta forma, el precio que se pagará por las acciones de CorpBanca Colombia será idéntico para todos sus accionistas, incluido a los ex controladores de Helm Bank, que, como se señaló, detentan el 21,23 % del capital accionario de dicho banco.”

En relación a la línea de crédito el representante de Merrill Lynch indicó: “Ante otras consultas recalca que la línea de crédito por la suma de US\$1.200 millones de los cuales el monto adicional por girar para financiamientos adicionales asciende a US\$ 950 millones, se explica que la finalidad de ésta es asegurar la materialización de la fusión.

Respecto de dicha línea, indica el Sr. Kantt que, habiendo revisado los términos en que habría de concederse y el resto de la documentación pertinente, ésta se presenta en términos generales, como un crédito a tasa y condiciones de mercado.”

Asimismo, y en relación a los términos de intercambio cabe precisar que Merrill Lynch: “Concluye que en todos los criterios analizados la relación de canje es más conveniente para el Banco que la que resultaría de considerar la contribución patrimonial de Itaú; esto

es, que la proporción del patrimonio final aportada por Itaú es superior a la proporción de las acciones que recibe a cambio de tal aporte en el total de acciones finales.¹⁶

Finalmente, la presentación expone: “Por último, el Sr. Kantt se refiere a las sinergias que se producirán en el banco fusionado y que se concluyen de los cálculos de la administración y que son las siguientes:

- a) MMUS\$60 en recursos humanos,
- b) MMUS\$58 en costo de fondo;
- c) MMUS\$17 millones en tecnología;
- d) MMUS\$16 millones en administración,
- e) MMUS\$9 en otras materias.

Por todas las consideraciones anterior, el Sr. Kantt da cuenta que Bank of America Merrill Lynch emite opinión formal o *fairness opinion* respecto de la relación de canje propuesta, considerando, al efecto, el análisis para Itaú por una parte, y por otra, para CorpBanca y para CorpBanca Colombia.”

¹⁶ El acta al respecto indica que Merrill Lynch informó: “Así, y según da cuenta la presentación que forma parte de la presente acta:

- a) Si se considera el capital tangible, la participación de Itaú debiera ser de un 56,2% de la entidad fusionada.
- b) Si se consideran los ingresos no ajustados a octubre de 2013, la participación de Itaú debiera ser de un 40,3%;
- c) Si se consideran los ingresos no ajustados estimados a diciembre de 2013, la participación de Itaú debiera ser de un 38,1%;
- d) Si se consideran los ingresos no ajustados estimados a diciembre de 2014, la participación de Itaú debiera ser de un 42,3%;
- e) Si se consideran los ingresos no ajustados estimados a diciembre de 2015, la participación de Itaú debiera ser de un 40,3%.
- f) Si se considera los ingresos ajustados a octubre de 2013, la participación de Itaú debiera ser de un 43,6%;
- g) Si se consideran los ingresos ajustados estimados a diciembre de 2013, la participación de Itaú debiera ser de un 39,7%;
- h) Si se consideran los ingresos ajustados estimados a diciembre de 2014, la participación de Itaú debiera ser de un 40,7%;
- i) Si se consideran los ingresos ajustados estimados a diciembre de 2015 la participación de Itaú debiera ser de un 39,6%. ”

En cuanto a la presentación de Goldman Sachs, efectuada por el Sr. Matías Rotella, quien expuso como sigue:

“A continuación el Sr. Rotella señala que la determinación de la relación de intercambio entre ambos bancos considera la valorización de Itaú por un lado y por el otro, de CorpBanca incluido su operación en Chile (CorpBanca Chile) y en Colombia (Banco CorpBanca Colombia S.A.).”

Posteriormente, informó: “Recuerda que la relación de intercambio acordada entre las partes es de un 33,58% del capital accionario del banco fusionado para Itaú Unibanco

Los resultados de los análisis efectuados por Goldman Sachs son los siguientes:

- a) Si se consideran los ingresos netos de los bancos a diciembre de 2013, la participación de Itaú debiera ser de un 36%.
- b) Si se consideran los ingresos netos estimados a diciembre de 2014, la participación de Itaú Unibanco debiera ser de un 39,4%.
- c) Si se considera el patrimonio tangible, la participación de Itaú Unibanco debiera ser de un 57,8%.
- d) Si se considera el total del capital, la participación de Itaú Unibanco debiera ser de un 33,5%.”

Ahora bien, llama la atención que el grado de detalle de la presentación de Goldman Sachs sea menor que el de Merrill Lynch, no obstante lo cual el primero concluyó con que: “Que la operación descrita y en los términos señalados es justa y conveniente para CorpBanca y todos sus accionistas, mayoritario y minoritario. Y que en la relación de intercambio señalada se ha valorizado a Banco Itaú Chile por un lado, y por el otro, a CorpBanca Chile y Banco CorpBanca Colombia.”

9.- Luego el 27 de enero de 2014 tuvo lugar la sesión de directorio que aprobó la operación, así como el conjunto de actos y contratos relacionados en ella. El directorio recibió, entre otros antecedentes, la información de los bancos de inversión ya mencionados respecto a las características de la operación el informe del Comité de Directores (el que aparece fechado con un evidente error formal el día 21 de enero, en circunstancias que tuvo lugar el día 24 de enero), y la exposición del fiscal de CorpGroup respecto del Pacto de Accionistas que suscribirían el controlador de CorpBanca con el controlador de Itaú y de la línea de crédito. Asimismo, se informó respecto del Índice Basilea post fusión, así como respecto de los efectos que tendrá la fusión en el límite que establece el artículo 80 N°1 de la Ley General de Bancos. Para luego, con la abstención del Sr. Jorge Andrés Saieh Guzmán, aprobar la operación propuesta por Itaú y el conjunto de actos necesarios para su concreción y las modificaciones de contratos a efectuar.

10) Con posterioridad a ello, el Directorio ha seguido siendo informado del curso del proceso de fusión.

11) Expuesto lo anterior cabe hacer presente que el Directorio debe cumplir los deberes de cuidado y lealtad, los cuales corresponden a estándares de conducta para medir la responsabilidad a la que los directores de empresa se encuentran sujetos.

El cumplimiento de estos deberes, permite determinar si la actuación del directorio ha sido diligente y, por tanto, por una parte, los éxitos son atribuibles a su buena gestión y desempeño, o, por otra parte, que posibles pérdidas o resultados negativos no esperados, puedan ser atribuidos a la negligencia de los directores, acarreando responsabilidad a los mismos, o por el contrario se pueda atribuir a los riesgos propios del negocio, a las condiciones cambiantes del mercado, o a la incertidumbre que se encuentra, o debiera encontrarse siempre presente en el mundo de los negocios.

En suma, conforme a los análisis expuestos respecto de las actuaciones del Directorio de CorpBanca; las valorizaciones efectuadas por los profesores Sres. Jara, Linneberg, Olivares, Rebolledo, Fuentealba y Zurita; la coincidencia de sus resultados con aquellos examinados por el directorio en dos ocasiones, así como con las expuestas al Comité de Directores tras lo cual informó al Directorio; las condiciones propuestas por los interesados en efectuar una operación de asociación con CorpBanca; las condiciones que enfrentó el banco entre julio a noviembre de 2013; y el objetivo del Directorio de agregar valor a la empresa, de manera armónica con los principios de estabilidad y solvencia, cabe concluir que la decisión del directorio es concordante con el interés social de CorpBanca, desde que esta operación, conforme a los datos analizados por el directorio y refrendados por los estudios de los profesores antes citados, son compatibles con una alta probabilidad de que CorpBanca se convierta en un banco con mayor solvencia y capacidad de operar en Chile y en otros mercados, así como poder beneficiarse de sinergias que le permitirán el ahorro de sustanciales recursos.

Todo lo anterior es conteste con un escenario probable de un banco de mayor participación de mercado y mayor capital, de mayor capacidad de acción en Chile y en el extranjero, con permanencia en el tiempo y que genere mayores beneficios a sus accionistas. Esto es, una organización sustentable en el tiempo, estable y solvente, que cree valor y otorgue beneficios a sus accionistas.

V.- Revisión del proceso de gobierno corporativo en la aprobación de la operación consultada (Informe favorable del Comité de Directores y acuerdo del Directorio de aceptar la oferta de Itaú Unibanco).

Al respecto se puede indicar de manera previa:

Se puede dar cuenta de que el gobierno corporativo de toda organización puede ser entendido como un ordenamiento determinado, en que los órganos o instancias competentes de toda organización determinan como necesarios y convenientes para la consecución de

los objetivos, metas de ella, así como conforme a los medios e instrumentos que se han determinado como adecuados para el logro de los mismos.

Dicho ordenamiento se refiere a los órganos o entes de gobierno, administración, gestión, ejecución, evaluación y monitoreo de los objetivos, medios y resultados, se encuentran organizados de manera tal que la organización se orienta al logro de las metas trazadas y definidas por los accionistas, para lo cual se han colocado los incentivos de una manera que dirige a los miembros de la organización al logro de los mismos, así como se ha establecido un ambiente de control que se orienta al cumplimiento de las metas, de una manera que cumpla tanto, las restricciones y/o requisitos que puedan contemplar el ordenamiento regulatorio externo como el interno, y en la que prevalece el interés de la organización por sobre cualquier otro distinto.

En la práctica, el gobierno corporativo depende del conjunto de principios y políticas que hubieren sido definidas internamente por la organización y/o externamente por las leyes y regulaciones existentes, los que debieran materializarse en prácticas concretas usadas por la organización.

A.- Presupuestos legales del tipo de operación.

1° En ese sentido, y esta vez desde una perspectiva de las restricciones y requisitos regulatorios externos, cabe hacer presente que la Ley General de Bancos, la Recopilación Actualizada de Normas emitida por la SBIF, la Ley N° 18.046 y el Reglamento de la referida ley, D.S. N° 702, del Ministerio de Hacienda, establecen un ordenamiento de gobierno corporativo determinado, a saber:

2° En cuanto a la relación entre el Directorio y el gerente, el artículo 17 de la Ley General de Bancos dispone que: “El gerente de una institución fiscalizada o la persona que haga sus

veces dará cuenta al directorio o al cuerpo directivo correspondiente en la próxima reunión que éste celebre de toda comunicación recibida del Superintendente y de ello se dejará testimonio en el acta de la sesión.

En los casos en que el Superintendente lo pida, la comunicación será insertada íntegramente en el acta.”

3° Por otra parte, y en cuanto a la injerencia de la SBIF, el artículo 20 reza: “Cuando una institución financiera fiscalizada presente inestabilidad financiera o administración deficiente, el Superintendente, por resolución fundada, podrá imponerle total o parcialmente y por el plazo máximo de seis meses, renovable por una vez por el mismo período, una o más de las siguientes prohibiciones:

- 1) Otorgar nuevos créditos a cualquiera persona natural o jurídica vinculada, directamente o a través de terceros, a la propiedad o gestión de la institución.
- 2) Renovar por más de ciento ochenta días cualquier crédito.
- 3) Alzar o limitar las garantías de los créditos vigentes.
- 4) Adquirir o enajenar bienes corporales o incorporales que correspondan a su activo fijo o a sus inversiones financieras.
- 5) Enajenar documentos de su cartera de colocaciones.
- 6) Otorgar créditos sin garantía.
- 7) Celebrar determinados actos, contratos o convenciones o renovar los vigentes con las personas que señala el N° 1.

8) Otorgar nuevos préstamos o adquirir inversiones financieras, siempre que el crecimiento de la suma de las colocaciones e inversiones financieras, en relación al mes inmediatamente anterior, supere la variación de la unidad de fomento en el mismo período.

9) Otorgar nuevos poderes que habiliten para efectuar cualquiera de los actos señalados en los números anteriores.

Se presumirá, en todo caso, que una empresa presenta inestabilidad financiera o administración deficiente cuando:

a) Se encuentra en cualquiera de las circunstancias descritas en los artículos 118 ó 122, que hagan temer por su situación financiera o permitan estimar que presenta problemas de solvencia.

b) Tres o más estados financieros arrojen pérdidas que en promedio superen el 10% del capital pagado y reservas inicial durante el mismo año calendario.

c) Haya recurrido al financiamiento de urgencia del Banco Central de Chile en tres o más meses de un mismo año calendario.

d) Haya pagado tasas de interés al público que superan en un 20% o más los promedios que correspondan a las instituciones financieras de su misma especie, en el curso de tres o más meses del mismo año calendario.

e) Haya otorgado créditos a personas relacionadas, directamente o a través de terceros, a la propiedad o gestión de la empresa en términos más favorables en cuanto a plazo, tasas de interés o garantías que los concedidos a terceros en operaciones similares o cuando haya

concentrado créditos a dichas personas relacionadas por más de una vez su capital pagado y reservas.

f) Haya celebrado contratos de prestación de servicios o adquisición o enajenación de activos de cualquiera naturaleza con personas relacionadas, directamente o a través de terceros, con su propiedad o gestión, y que hayan sido objetados con un fundamento preciso por la Superintendencia, en forma previa a su celebración o con posterioridad a ella.

g) Los auditores externos de la empresa señalen reservas acerca de la administración o de la estabilidad de la entidad como empresa en marcha.

h) Se haya incumplido gravemente el plan a que se refiere el artículo 31.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 21, los directores, gerentes, administradores o apoderados que, sin autorización escrita del Superintendente, acuerden, ejecuten o hagan ejecutar cualquiera de los actos prohibidos en virtud de este artículo, serán sancionados con presidio menor en sus grados medio a máximo.

Durante el lapso a que se refiere este artículo, la revocación o renuncia de los directores de la institución o la renuncia o término de contrato de sus gerentes, administradores o apoderados no producirán efecto alguno, si tales actos no han sido autorizados por el Superintendente.

Si durante ese mismo período se convocara a Junta de Accionistas para aumentar el capital de la institución, fusionarla o vender sus activos, el Superintendente podrá modificar el plazo de convocatoria y el número de avisos que deben publicarse con este mismo objeto.”

4° Refuerza la importancia de dicha injerencia lo dispuesto en el Artículo 24: “Si una institución financiera fiscalizada hubiere incurrido en infracciones o multas reiteradas, se

mostrare rebelde para cumplir las órdenes legalmente impartidas por el Superintendente o hubiere ocurrido en ella cualquier hecho grave que haga temer por su estabilidad económica, el Superintendente podrá designarle un inspector delegado quien contará con facultades para “... suspender cualquier acuerdo del directorio o de los apoderados de la institución.”

En esa misma situación, el Superintendente puede, previo acuerdo del Consejo del Banco Central de Chile, nombrar un administrador provisional de la institución, “... el que tendrá todas las facultades del giro ordinario que la ley y los estatutos señalan al directorio o a quien haga sus veces y al gerente.”

Asimismo, el mismo artículo indica que “... El administrador provisional tendrá los deberes y estará sujeto a las responsabilidades de los directores de sociedades anónimas.”

5° Por su parte, dando cuenta del rol del Directorio en la gestión social, establece el Artículo 22 que se refiere al recurso procedente en contra de multas que pueda imponer la SBIF, y contra las resoluciones de la Superintendencia que impongan las prohibiciones o limitaciones contenidas en el artículo 20; que designen inspector delegado o administrador provisional, o renueven esas designaciones; revoquen la autorización de existencia o resuelvan la liquidación forzosa., indica que respecto de la reclamación contra tal tipo de medidas debe ser suscrita por la mayoría de los directores de la empresa afectada, aun cuando sus funciones hayan quedado suspendidas o terminadas por efecto de la resolución reclamada.”

6° En el mismo sentido anterior, el artículo 21 dispone que: “Los directores, administradores, gerentes, apoderados o empleados de una institución fiscalizada que aprueben o ejecuten operaciones no autorizadas por la ley, por los estatutos o por las normas impartidas por la Superintendencia, responderán con sus bienes de las pérdidas que dichas operaciones irroguen a la empresa.”

7° También presenta el mismo sentido expuesto lo dispuesto en el inciso 5° del artículo 27, referido al inicio de las operaciones de un banco, en cuanto precisa que los fondos que reciban por el pago de suscripción de acciones de la empresa bancaria, sólo podrán usarse una vez que haya sido autorizada la existencia de la sociedad y que entre en funciones su Directorio. Agregando que “... Los accionistas fundadores serán personal y solidariamente responsables de la devolución de dichos fondos y su responsabilidad podrá hacerse efectiva sobre la garantía a que se refiere el inciso anterior.”

8° Por otra parte, el artículo 42 indica que “Los estatutos de un banco deberán contener las siguientes disposiciones, además de las exigidas a las sociedades anónimas:... ..

2) La ciudad de la República en que se instalará su casa matriz u oficina principal,
Siendo esa ciudad donde deberán celebrarse las sesiones ordinarias de directorio y funcionar la gerencia general de la empresa.

3) El número de los directores del banco y el nombre de los integrantes del directorio provisional que deban ser designados por los accionistas.

4) El nombre y domicilio del gerente provisional y el subgerente que lo remplazará en caso de ausencia o incapacidad.

9° Complementando lo indicado en el numeral 2 anterior, el artículo 45.-, indica que “El directorio celebrará sesión ordinaria por lo menos una vez al mes y todos los acuerdos que adopte se consignarán en el acta respectiva.”

10° Asimismo, el artículo 43.-señala que “La dirección y la administración de las empresas bancarias se ejercerán en conformidad a las disposiciones legales que rijan la materia, a los estatutos de cada banco y con sujeción a las normas impartidas por el Superintendente.”

11° El artículo 44, dando cuenta de la importancia de la administración de todo banco, indica “Toda elección de directores será publicada en un periódico del domicilio de la empresa y deberá ser puesta en conocimiento de la Superintendencia, a quien se enviará copia autorizada de la escritura pública a que debe reducirse el acta de la junta de accionistas o sesión de directorio en que los nombramientos se hubieren hecho.

Deberán igualmente comunicarse y reducirse a escritura pública los nombramientos de gerente general y subgerente general.”

12° Ahora bien, y respecto de los deberes del directorio el artículo 46 precisa que “El directorio deberá adoptar las medidas e impartir las instrucciones necesarias con el objeto de mantenerse cabal y oportunamente informado, con la correspondiente documentación, del manejo, conducción y situación de la entidad bancaria que administra.

La Superintendencia podrá dictar normas tendientes a asegurar la debida y adecuada información del directorio.”

13° La exigencia de responsabilidad en la administración del banco queda patente en el artículo 47.-, que indica que, a pesar de que no exista la obligación de designar directorio, tal obligación se sustituye con la designación de “...un agente ampliamente autorizado para que las represente con todas las facultades legales.”, en tal caso, es respecto de aquél que recaen “Las responsabilidades y sanciones que afecten al directorio o a los directores de las empresas bancarias corresponderán o podrán hacerse efectivas en el apoderado de las sucursales de los bancos extranjeros.”

14° Asimismo, el artículo 49 contiene una serie de disposiciones en las que se perfila el gobierno corporativo considerado por la Ley, es así como sus numerales indican:

“...

4) Los directorios de los bancos estarán compuestos por un mínimo de cinco y un máximo de once directores titulares y, en todo caso, por un número impar de ellos. Podrán, además, tener hasta dos directores suplentes. Los directores durarán 3 años en sus funciones y podrán ser reelegidos.

Para rebajar el número de directores contemplado en el estatuto, el banco deberá obtener previamente autorización de la Superintendencia, la que para dar su aprobación deberá tomar en cuenta la composición accionaria de la empresa y la protección de los derechos de las minorías.

5) No podrá ser director de un banco la persona que hubiere sido condenada o estuviere procesada por delito sancionado con pena principal o accesoria de suspensión o inhabilitación temporal o perpetua para desempeñar cargos u oficios públicos.

Tampoco podrá serlo el fallido no rehabilitado.

6) No podrán establecerse requisitos especiales para ser elegido director derivados de la nacionalidad o profesión.

7) Es incompatible el cargo de director de un banco con el de parlamentario o director o empleado de cualquiera institución financiera, y con el de empleado de la designación del Presidente de la República.

También es incompatible el cargo de director de un banco con el de empleado o funcionario de cualquiera de las entidades a que se refiere el número 10) de este artículo. Estas incompatibilidades no alcanzarán a los que desempeñen cargos docentes.

8) No podrá una persona desempeñar, a la vez, el cargo de director y de empleado del mismo banco. Esta disposición no obsta para que un director desempeñe, en forma transitoria y por no más de noventa días, el cargo de gerente.

9) El miembro del directorio que, sin permiso de éste, dejare de concurrir a sesiones durante un lapso de tres meses, cesará en su cargo por esa sola circunstancia....

... 11) Un banco o sociedad financiera podrá adquirir acciones de otro banco con el único objeto de efectuar una fusión entre ambas instituciones, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:” cuando entre otros requisitos: “b) Que el directorio de la empresa adquirente haya adoptado un acuerdo favorable sobre la operación.”

15° En el mismo sentido ya expresado, el Artículo 55.- referido a la emisión de bonos subordinados que, en caso de concurso de acreedores, se pagarán después de que sean cubiertos los créditos de los valistas, da cuenta de la intervención del directorio al indicar: “Cuando el directorio del banco deba presentar convenio a sus acreedores y éste sea aprobado, los bonos subordinados que el banco adeude, estén o no vencidos, serán capitalizados por el solo ministerio de la ley...”.

16° Lo que se reitera en los artículos 56 y 58 sobre distribución de dividendos.

17° Adicionalmente, en los incisos 2° y 3° del artículo 118.- se indica que respecto de un banco en que ocurrieren hechos que afecten su situación financiera y su directorio no la hubiere normalizado dentro del plazo de 30 días, aquél deberá convocar a una junta de accionistas para que conozca las condiciones de un aumento de capital.

18° En un sentido similar se pronuncia el artículo 122.-, en cuanto a que “... el directorio de un banco que revele problemas de solvencia que comprometan el pago oportuno de sus obligaciones, deberá presentar proposiciones de convenio a sus acreedores”. Lo que se

reitera en el inciso 3° del artículo 123, el inciso 6° del artículo 124, los incisos 1°, 2° y 3° del artículo 125, incisos 1° y 3° del artículo 127, inciso 2° del artículo 140, artículos 142, 157 y 158.

19° Por otra parte, y en relación a las disposiciones contenidas en la Recopilación Actualizada de Normas, en adelante “RAN”, emitidas por la SBIF, es posible destacar los capítulos 1-4 de la RAN que en su regulación respecto de los Directores, da cuenta de los que entiende por sesión, la labor del Presidente del Directorio de los Comités del Directorio, características de las actas, la obligación de envío de las actas a la SBIF, la separación entre las funciones ejecutivas de las del directorio, y la obligación de mantener información disponible al público tanto respecto del Directorio, de la propiedad accionaria estructura organizacional y de los elementos contemplados en los manuales internos del Banco.

20° En un sentido similar el “Capítulo 1-15. Comités de Auditoría”, regula el funcionamiento del Comité de Auditoría. Al respecto señala que entre los objetivos del referido comité se encuentra reforzar y respaldar tanto la función de las contralorías internas como su independencia de la administración, y servir a la vez de vínculo y coordinador de las tareas entre la auditoría interna y los auditores externos, ejerciendo también de nexo entre éstos y el Directorio de la empresa.

Al respecto el capítulo en comento señala que la función del Comité de Auditoría es distinta a la del Comité de Directores, pero que por acuerdo previo del Directorio de la institución, el Comité de Directores puede asumir las funciones que le corresponden al Comité de Auditoría, asumiendo, en consecuencia, también sus obligaciones y responsabilidades.

21° Por otra parte, la ley N°18.046 contiene una serie de disposiciones en la materia, estableciendo un principio similar al que da cuenta la Ley General de Bancos, esto es, un

gobierno corporativo en que la responsabilidad recae en el Directorio, y conforme a lo dispuesto en el artículo 35 del mismo texto legal el gerente, quien haga sus veces y los ejecutivos principales. Es así como:

21.1.- Los accionistas deben ejercer sus derechos respetando los de la sociedad y los de los demás accionistas. La ley da preeminencia al interés social por sobre el de los accionistas, sean estos últimos controlador, mayoritario o minoritario. Es tan patente este principio, que el artículo 39 inciso tercero impone la responsabilidad del director respecto de la sociedad y todos los accionistas, separando al director, elegido con votos determinados, de sus electores.

21.2.- Abona lo expuesto, el Artículo 133 bis de la LSA el cual otorga legitimidad activa a los accionistas para demandar en nombre y beneficio de la sociedad a los directores por el incumplimiento de las normas de la LSA, su reglamento, los estatutos sociales, las normas dictadas por el directorio en conformidad a la ley o las normas que imparta la Superintendencia, y cuyo incumplimiento haya generado pérdidas al patrimonio de la sociedad.

Al respecto cabe destacar que el ejercicio de dicha acción es a nombre y beneficio de la sociedad, y no de los mismos accionistas, lo que nuevamente deja claro que el interés social perfectamente puede ser distinto del de los accionistas.

La amplitud de la norma no permite radicar en los accionistas, la tutela de los intereses de la sociedad, sino que delimita el ejercicio del derecho de los accionistas, a fin que su ejercicio no se desarrolle de forma abusiva y en perjuicio de los derechos de la sociedad.

21.3.- Por otra parte, los artículos 42, 43 y 44 de la LSA ponen énfasis en los deberes de abstención y límites de acción de los directores respecto de la sociedad, evidenciando que tales deberes son los de proteger el interés social. Al respecto, el artículo 42 N° 7 de la LSA

indica que los directores no pueden: “En general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos o al interés social o usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social.”

21.4.- El interés social no puede verse afectado por el interés individual de un director.

21.5.- El título XVI de la Ley N° 18.046, respecto de las sociedades anónimas abiertas, y respecto del caso en análisis, conforme a lo dispuesto en el Capítulo 1-1 de la RAN, ha dispuesto lo que entiende por operaciones entre partes relacionadas de una sociedad anónima abierta¹⁷.

En tales situaciones la sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas si ellas:

- contribuyen al interés social;
- se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, y
- cumplan con los requisitos y procedimientos que establece el artículo 147¹⁸.

¹⁷ Artículo 146 de la Ley de Sociedades Anónimas, N°18.046. Son operaciones con partes relacionadas de una sociedad anónima abierta toda negociación, acto, contrato u operación en que deba intervenir la sociedad y, además, alguna de las siguientes personas:

- 1) Una o más personas relacionadas a la sociedad, conforme al artículo 100 de la ley N° 18.045.
- 2) Un director, gerente, administrador, ejecutivo principal o liquidador de la sociedad, por sí o en representación de personas distintas de la sociedad, o sus respectivos cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad inclusive.
- 3) Las sociedades o empresas en las que las personas indicadas en el número anterior sean dueños, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, de un 10% o más de su capital, o directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales.
- 4) Aquellas que establezcan los estatutos de la sociedad o fundadamente identifique el comité de directores, en su caso, aun cuando se trate de aquellas indicadas en el inciso final del artículo 147.
- 5) Aquellas en las cuales haya realizado funciones de director, gerente, administrador, ejecutivo principal o liquidador, un director, gerente, administrador, ejecutivo principal o liquidador de la sociedad, dentro de los últimos dieciocho meses.

¹⁸ Artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, N°18.046. Una sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten

en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, y cumplan con los requisitos y procedimientos que se señalan a continuación:

1) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores que tengan interés o participen en negociaciones conducentes a la realización de una operación con partes relacionadas de la sociedad anónima, deberán informar inmediatamente de ello al directorio o a quien éste designe. Quienes incumplan esta obligación serán solidariamente responsables de los perjuicios que la operación ocasionare a la sociedad y sus accionistas.

2) Antes que la sociedad otorgue su consentimiento a una operación con parte relacionada, ésta deberá ser aprobada por la mayoría absoluta de los miembros del directorio, con exclusión de los directores o liquidadores involucrados, quienes no obstante deberán hacer público su parecer respecto de la operación si son requeridos por el directorio, debiendo dejarse constancia en el acta de su opinión. Asimismo, deberá dejarse constancia de los fundamentos de la decisión y las razones por las cuales se excluyeron a tales directores.

3) Los acuerdos adoptados por el directorio para aprobar una operación con una parte relacionada serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas, debiendo hacerse mención de los directores que la aprobaron. De esta materia se hará indicación expresa en la citación a la correspondiente junta de accionistas.

4) En caso que la mayoría absoluta de los miembros del directorio deba abstenerse en la votación destinada a resolver la operación, ésta sólo podrá llevarse a cabo si es aprobada por la unanimidad de los miembros del directorio no involucrados o, en su defecto, si es aprobada en junta extraordinaria de accionistas con el acuerdo de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

5) Si se convocase a junta extraordinaria de accionistas para aprobar la operación, el directorio designará al menos un evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad. En su informe, los evaluadores independientes deberán también pronunciarse acerca de los puntos que el comité de directores, en su caso, haya solicitado expresamente que sean evaluados. El comité de directores de la sociedad o, si la sociedad no contare con éste, los directores no involucrados, podrán designar un evaluador independiente adicional, en caso que no estuvieren de acuerdo con la selección efectuada por el directorio.

Los informes de los evaluadores independientes serán puestos por el directorio a disposición de los accionistas al día hábil siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de la sociedad, de contar la sociedad con tales medios, por un plazo mínimo de 15 días hábiles contado desde la fecha en que se recibió el último de esos informes, debiendo comunicar la sociedad tal situación a los accionistas mediante hecho esencial.

Los directores deberán pronunciarse respecto de la conveniencia de la operación para el interés social, dentro de los 5 días hábiles siguientes desde la fecha en que se recibió el último de los informes de los evaluadores.

6) Cuando los directores de la sociedad deban pronunciarse respecto de operaciones de este Título, deberán explicitar la relación que tuvieren con la contraparte de la operación o el interés que en ella tengan. Deberán también hacerse cargo de la conveniencia de la operación para el interés social, de los reparos u objeciones que hubiese expresado el comité de directores, en su caso, así como de las conclusiones de los informes de los evaluadores o peritos. Estas opiniones de los directores deberán ser puestas a disposición de los accionistas al día siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales así como en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, y dicha situación deberá ser informada por la sociedad mediante hecho esencial.

7) Sin perjuicio de las sanciones que correspondan, la infracción a este artículo no afectará la validez de la operación, pero otorgará a la sociedad o a los accionistas el derecho de demandar, de la persona relacionada infractora, el reembolso en beneficio de la sociedad de una suma equivalente a los beneficios que la operación hubiera reportado a la contraparte relacionada, además de la indemnización de los daños correspondientes. En este caso, corresponderá a la parte demandada probar que la operación se ajustó a lo señalado en este artículo. No obstante lo dispuesto en los números anteriores, las siguientes operaciones con partes relacionadas podrán ejecutarse sin los requisitos y procedimientos establecidos en los números anteriores, previa autorización del directorio:

21.6.- Asimismo, el artículo 46 de la LSA establece que “El directorio deberá proporcionar a los accionistas y al público las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley, y, en su caso, la Superintendencia determinen respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad.” Esta norma refuerza la responsabilidad que recae sobre el directorio, ya que es el órgano encargado -además- de dar información fidedigna respecto de la sociedad.

21.7.- Otro elemento a considerar es que las decisiones del directorio, cualesquiera sean deben ser fundadas y constar en el acta de directorio.¹⁹

22.- Ahora bien, conforme a las normas expuestas y, respecto del proceso de formación de la decisión del directorio, cabe dar cuenta de lo siguiente:

22.1. En la sesión de directorio de 23 de diciembre de 2013 como consecuencia de la solicitud aprobada en la sesión de directorio de 16 de diciembre anterior, se efectuaron

a) Aquellas operaciones que no sean de monto relevante. Para estos efectos, se entiende que es de monto relevante todo acto o contrato que supere el 1% del patrimonio social, siempre que dicho acto o contrato exceda el equivalente a 2.000 unidades de fomento y, en todo caso, cuando sea superior a 20.000 unidades de fomento. Se presume que constituyen una sola operación todas aquellas que se perfeccionen en un período de 12 meses consecutivos por medio de uno o más actos similares o complementarios, en los que exista identidad de partes, incluidas las personas relacionadas, u objeto.

b) Aquellas operaciones que, conforme a políticas generales de habitualidad, determinadas por el directorio de la sociedad, sean ordinarias en consideración al giro social. En este último caso, el acuerdo que establezca dichas políticas o su modificación será informado como hecho esencial puesto a disposición de los accionistas en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, sin perjuicio de informar las operaciones como hecho esencial cuando corresponda.

c) Aquellas operaciones entre personas jurídicas en las cuales la sociedad posea, directa o indirectamente, al menos un 95% de la propiedad de la contraparte.

¹⁹ Causa caratulada “Kravetz Miranda, Jacobo con Superintendencia de Valores y Seguros” Rol N° 7.578-2009, la Corte Suprema conociendo de un recurso de casación en el fondo deducido en contra de la sentencia que condenaba al reclamante de multa impuesta por la SVS y que en definitiva fue rechazado, indicó en su considerando décimo cuarto lo siguiente: “La deliberación, no sólo importa afirmar como dice el acta que “se analizó en extenso el negocio propuesto” (motivo quinto aludido), sino que implica, según el concepto que da el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, “Considerar atenta y detenidamente el pro y el contra de los motivos de una decisión, antes de adoptarla, y la razón o sinrazón de los votos antes de emitirlos”. Ello resulta evidente, más aun en estos casos, si se tiene en vista que no se trata de una operación cualquiera sino de una que interesa a un director que es precisamente quien propone el negocio, por lo que dada la transparencia que debe existir en esta materia, la exigencia del artículo 44, debe ser entendida de esta forma, y no basta para cumplir con ella, la simple constancia en las actas acerca de que se discutió el punto.”

sendas presentaciones por parte de los representantes de los bancos de inversión Merrill Lynch y Goldman Sachs, del Gerente General y del de Planificación don Pablo Jerez Hanckes.

En ella se informaron los beneficios que se podrían obtener de las operaciones propuestas, se presentaron de manera comparada las ofertas que parecían más convenientes a esa fecha (Banco X e Itaú).

Se presentaron también otras propuestas recibidas, a saber las de Banco 1 y Banco 2, así como los beneficios, certezas y características de cada oferta. También se informó de los respectivos procesos de due diligence, y que sólo respecto de Itaú era recíproco por cuanto Banco X solicitaba exclusividad en la negociación, para permitir el due diligence a su respecto.

Luego el gerente de Planificación, Sr. Jerez, hizo una presentación respecto de la valorización de las posibles utilidades de las propuestas, así como las posibles sinergias que se podrían obtener de las propuestas de fusión.

Tras lo cual el directorio efectuó una serie de requerimientos específicos de información adicional, para su recepción en una próxima sesión, respecto a los efectos de las propuestas en indicadores relevantes para un banco, como son el cálculo del límite a que se refiere el artículo 80 N° 1 de la Ley General de Banco y la evolución que tendría el Índice de Basilea post fusión.

22.2. Posteriormente, cabe referirse a la sesión del Comité de Directores de 24 de enero de 2014, en la que se informó respecto a las ofertas que se seguían considerando para efectos de la evaluación, dándose cuenta que se trataba de la oferta de Itaú y la propuesta de interés no vinculante de Banco X. En ella se trataron una serie de materias relativas a la operación de fusión entre CorpBanca e Itaú, y el conjunto de actos relativos al mismo. Dicha sesión tuvo una duración de 3 horas y 45 minutos (se inició a las 17 horas y terminó a las 20:45

horas), y se informó ese mismo día al Presidente del Directorio de las conclusiones del análisis de la sesión del referido comité, por medio de carta datada con fecha 24 de enero de 2014 para efectos de la sesión de directorio a que se sometería dicha opinión respecto de la decisión relativa a la operación de fusión que se propondría.

Entre las conclusiones del Comité de Directores de 24 de enero, cabe hacer presente que se determinó que se trataba de una operación entre partes relacionadas, razón por la cual era necesaria la opinión del Comité de Directores, el cual revisó las condiciones de la operación, modificación de contratos y un nuevo contrato, dando su opinión favorable a la operación.²⁰

Dentro de las consideraciones para estimar que la operación de fusión y sus actos y operaciones complementarias son beneficiosas para CorpBanca, se indicó por parte del Comité que: “Estos contratos accesorios se enmarcan dentro de la operación de fusión explicada pormenorizadamente al Comité por los bancos de inversión Goldman Sachs y Bank of America Merrill Lynch de acuerdo a valorización efectuada por los bancos de inversión.

Dicha valoración incluyó proyecciones construidas por los bancos de inversión, apoyados por la administración de los bancos respecto de los costos y beneficios que la operación supondría para el banco fusionado, materia en la cual se identificó una creación de valor relevante, causada por el aprovechamiento de sinergias, haciéndose hincapié en la

²⁰ Párrafo final de la carta de 24 de enero de 2014 del Comité de Directores al Presidente del Directorio de CorpBanca: “Sobre la base de las consideraciones expuestas y de conformidad con lo prescrito por el artículo 50 bis de la Ley de Sociedades Anónimas, cúplome comunicar a usted, y por su intermedio al directorio de CorpBanca, que este Comité de Directores informa favorablemente la Operación, el Transaction Agreement, así como las modificaciones y el nuevo contrato indicados en el número 2 precedente, para que los mismos sean sometidos al conocimiento y decisión del Directorio. Este informe favorable se funda en que las propuestas analizadas se ajustan, en cada caso, en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalecen en el mercado a esta fecha, de acuerdo a los antecedentes expuestos a este Comité y tenidos a la vista en su última sesión.”

posibilidad de reducir el costo de fondeo de CorpBanca. Desde esta perspectiva, concluyeron los bancos de inversión que la operación contribuye al interés de CorpBanca.”

También, el análisis del Comité, conforme consta en el acta, habría tenido presente la importancia de aspectos claves de una fusión, tales como, (i) la relación de canje, incluso a su respecto se indica que podrían ser analogados (“en cierta medida”) al concepto de precio por la adquisición de Banco Itaú Chile por CorpBanca; (ii) la dificultad de determinar un mercado de fusiones que facilite la determinación de la relación de canje y; (iii) que los métodos de valorización serían los habituales para operaciones de fusiones o de adquisiciones de bancos. Así a pesar de que las valorizaciones empleadas por los bancos de inversión presentan ciertas diferencias “...cada uno de ellos concluya y opine en forma precisa y expresa e independiente que la relación de canje de 85.420 acciones de CorpBanca por cada acción de Banco Itaú Chile propuesta para la Operación resulta conveniente para todos los actuales accionistas de CorpBanca.”²¹

²¹ Acta de sesión del Comité de Directores de CorpBanca de 24 de enero de 2014: “Se concluye por el Comité que es un aspecto clave a considerar respecto de la fusión, la relación de canje propuesta, por cuanto ella puede, aunque sólo en cierta medida, analogarse al concepto de precio que pagaría CorpBanca adquirir el patrimonio de Banco Itaú Chile.

Al respecto, el Comité deja constancia de la enorme dificultad de determinar un “mercado de fusiones” al cual se pueda recurrir para evaluar la relación de canje, por cuanto este tipo de operación ocurre sólo en forma esporádica respecto de bancos, al menos en nuestro país.

No obstante, a consideración del Comité es preciso destacar que los diversos criterios de valorización empleados por ambos bancos de inversión serían aquellos utilizados habitualmente para operaciones de fusión o de adquisición de bancos. De hecho, en sus evaluaciones incluyeron comparaciones con operaciones recientes de este tipo según consta de las presentaciones que forman parte de esta acta, si bien no sólo en Chile, que a juicio de los bancos de inversión son comparables a la Operación. Asimismo, utilizaron para estos efectos ciertas referencias a otros bancos de la plaza, en especial en lo relativo a la proyección de utilidades del banco fusionado.

A la luz de estas valorizaciones y criterios, la opinión experta de los bancos de inversión es que la relación de canje propuesta, evaluada en función de los diferentes criterios que la industria utiliza para valorizar bancos, resulta justa en relación con los estándares aplicables para operaciones de esta naturaleza “fairness opinion”.

A mayor abundamiento, si bien las formas de valorización empleadas por los dos bancos de Inversión presentan ciertas diferencias, éstas no obstan para que cada uno de ellos concluya y opine en forma precisa y expresa e independiente que la relación de canje de 85.420 acciones de CorpBanca por cada acción de Banco Itaú Chile propuesta para la Operación resulta conveniente para todos los actuales accionistas de CorpBanca.”

Finalmente, el Comité se pronunció favorablemente respecto del Transaction Agreement, la modificación de otros contratos complementarios y un nuevo contrato de arrendamiento entre Corp Imagen y Diseño S.A.

22.3. Finalmente, en la sesión extraordinaria del directorio de 27 de enero de 2014, el Directorio de CorpBanca se reunió por espacio de 5 horas y 15 minutos, ocasión en la que aprobó la operación, así como el conjunto de actos y contratos relacionados. En ella el Directorio recibió la información de los bancos de inversión ya mencionados respecto a las características de la Operación, el informe del Comité de Directores que tuvo lugar el día 24 de enero, la exposición del fiscal de CorpGroup respecto del Pacto de Accionistas que suscribirían el controlador de CorpBanca con el controlador de Itaú y la línea de crédito que se le otorgaba al primero. Asimismo, se informó, en cumplimiento del requerimiento de información efectuado por el Directorio en la sesión de 23 de diciembre de 2013, el resultado del Índice Basilea post fusión, así como respecto de los efectos que tendría la fusión en el límite que establece el artículo 80 N°1 de la Ley General de Bancos.

En el transcurso de la sesión a que nos referimos se efectuaron diversas consultas, entre otras:

- respecto a si lo que se pagaría por las acciones de CorpBanca Colombia es justo;
- a por qué a los beneficios esperados por sinergia se efectúa un cargo;
- la posible pérdida de mercado producto de la Fusión;
- a las implicancias de la operación en la situación de los accionistas minoritarios de CorpBanca Colombia;
- cómo se administraría CorpBanca en el periodo de transición entre la firma de los contratos y la materialización de la Fusión;
- a pactos anteriores entre CorpGroup y otros accionistas de CorpBanca

Para luego aprobar, con la abstención del Sr. Jorge Andrés Saieh Guzmán, la operación propuesta por Itaú, el conjunto de actos necesarios para su concreción así como otras operaciones tales como la compra del porcentaje de propiedad de CorpGroup en CorpBanca Colombia y las modificaciones de contratos a efectuar.

En suma, cabe informar que el proceso de formación de la decisión de aprobar la operación de fusión y los contratos y actos relacionados y conducentes a ello, fue acorde a las exigencias legales requeridas por la legislación y regulación aplicables a tal tipo de operación.

Si bien, la constancia en actas no resulta de la pulcritud adecuada para una fácil comprensión del conjunto de requisitos y actos necesarios para esta aprobación, se encuentra presentes entre los distintos elementos conducentes a ello los requisitos legales a cumplir, a saber:

- contribuir al interés social;
- ajustarse en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación,
- cumplir con los requisitos y procedimientos que establece el artículo 147²².

²² Artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, N°18.046. Una sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, y cumplan con los requisitos y procedimientos que se señalan a continuación:

1) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores que tengan interés o participen en negociaciones conducentes a la realización de una operación con partes relacionadas de la sociedad anónima, deberán informar inmediatamente de ello al directorio o a quien éste designe. Quienes incumplan esta obligación serán solidariamente responsables de los perjuicios que la operación ocasionare a la sociedad y sus accionistas.

2) Antes que la sociedad otorgue su consentimiento a una operación con parte relacionada, ésta deberá ser aprobada por la mayoría absoluta de los miembros del directorio, con exclusión de los directores o liquidadores involucrados, quienes no obstante deberán hacer público su parecer respecto de la operación si son requeridos por el directorio, debiendo dejarse constancia en el acta de su opinión. Asimismo, deberá dejarse constancia de los fundamentos de la decisión y las razones por las cuales se excluyeron a tales directores.

3) Los acuerdos adoptados por el directorio para aprobar una operación con una parte relacionada serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas, debiendo hacerse mención de los directores que la aprobaron. De esta materia se hará indicación expresa en la citación a la correspondiente junta de accionistas.

4) En caso que la mayoría absoluta de los miembros del directorio deba abstenerse en la votación destinada a resolver la operación, ésta sólo podrá llevarse a cabo si es aprobada por la unanimidad de los miembros del directorio no involucrados o, en su defecto, si es aprobada en junta extraordinaria de accionistas con el acuerdo de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

5) Si se convocase a junta extraordinaria de accionistas para aprobar la operación, el directorio designará al menos un evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad. En su informe, los evaluadores independientes deberán también pronunciarse acerca de los puntos que el comité de directores, en su caso, haya solicitado expresamente que sean evaluados. El comité de directores de la sociedad o, si la sociedad no contare con éste, los directores no involucrados, podrán designar un evaluador independiente adicional, en caso que no estuvieren de acuerdo con la selección efectuada por el directorio.

Los informes de los evaluadores independientes serán puestos por el directorio a disposición de los accionistas al día hábil siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de la sociedad, de contar la sociedad con tales medios, por un plazo mínimo de 15 días hábiles contado desde la fecha en que se recibió el último de esos informes, debiendo comunicar la sociedad tal situación a los accionistas mediante hecho esencial.

Los directores deberán pronunciarse respecto de la conveniencia de la operación para el interés social, dentro de los 5 días hábiles siguientes desde la fecha en que se recibió el último de los informes de los evaluadores.

6) Cuando los directores de la sociedad deban pronunciarse respecto de operaciones de este Título, deberán explicitar la relación que tuvieran con la contraparte de la operación o el interés que en ella tengan. Deberán también hacerse cargo de la conveniencia de la operación para el interés social, de los reparos u objeciones que hubiese expresado el comité de directores, en su caso, así como de las conclusiones de los informes de los evaluadores o peritos. Estas opiniones de los directores deberán ser puestas a disposición de los accionistas al día siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales así como en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, y dicha situación deberá ser informada por la sociedad mediante hecho esencial.

7) Sin perjuicio de las sanciones que correspondan, la infracción a este artículo no afectará la validez de la operación, pero otorgará a la sociedad o a los accionistas el derecho de demandar, de la persona relacionada infractora, el reembolso en beneficio de la sociedad de una suma equivalente a los beneficios que la operación hubiera reportado a la contraparte relacionada, además de la indemnización de los daños correspondientes. En este caso, corresponderá a la parte demandada probar que la operación se ajustó a lo señalado en este artículo. No obstante lo dispuesto en los números anteriores, las siguientes operaciones con partes relacionadas podrán ejecutarse sin los requisitos y procedimientos establecidos en los números anteriores, previa autorización del directorio:

a) Aquellas operaciones que no sean de monto relevante. Para estos efectos, se entiende que es de monto relevante todo acto o contrato que supere el 1% del patrimonio social, siempre que dicho acto o contrato exceda el equivalente a 2.000 unidades de fomento y, en todo caso, cuando sea superior a 20.000 unidades de fomento. Se presume que constituyen una sola operación todas aquellas que se perfeccionen en un período de 12 meses consecutivos por medio de uno o más actos similares o complementarios, en los que exista identidad de partes, incluidas las personas relacionadas, u objeto.

b) Aquellas operaciones que, conforme a políticas generales de habitualidad, determinadas por el directorio de la sociedad, sean ordinarias en consideración al giro social. En este último caso, el acuerdo que establezca dichas políticas o su modificación será informado como hecho esencial puesto a disposición de los accionistas en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, sin perjuicio de informar las operaciones como hecho esencial cuando corresponda.

c) Aquellas operaciones entre personas jurídicas en las cuales la sociedad posea, directa o indirectamente, al menos un 95% de la propiedad de la contraparte.

B.- Deber de cuidado

A contar de julio de 2013 el Directorio se reunió periódicamente con los fines de conocer el estado de liquidez del banco, así como las medidas adoptadas, y el cumplimiento de las medidas destinadas a resolver dicha situación. Posteriormente, el Directorio fue informado de la decisión del controlador de estudiar alguna fórmula de negocios con terceros, para lo cual se contrató los servicios de dos bancos de inversión de dilatada experiencia y renombre mundial, luego solicitó ser informado del estado de sus análisis y del tipo de propuestas, lo que tuvo lugar formalmente el día 23 de diciembre de 2013, en sesión de directorio, ocasión en la que el Directorio requirió información específica adicional.

Luego el Comité de Directores en sesión de 24 de enero de 2014, y debido al grado de avance de una de las propuestas, cuyo proponente sí había otorgado reciprocidad del análisis de antecedentes mutuos, conoció los resultados de los análisis de los dos bancos de inversión, el informe del Fiscal del controlador, del Fiscal y del Gerente General y del de Planificación y Desarrollo de CorpBanca, habiendo participado en el referido proceso una oficina de abogados reconocida de la plaza y con experiencia en la materia.

El 27 de enero el Directorio fue informado de la evaluación por parte de los dos bancos de inversión, por el Fiscal del controlador, por el propio Fiscal y Gerentes ya mencionados de CorpBanca, por la misma oficina de abogados que informó al Comité de Directores el día 24 de enero de 2014, y tras analizar los antecedentes, adoptó la decisión de proponer una operación y actos, cuyo beneficio en favor del interés social les fue detalladamente entregado por los asesores externos y gerentes del banco, y que, en base a tales antecedentes y a tal conocimiento, se determinó en la mejor conveniencia del interés social de CorpBanca y ajustarse a las condiciones y precios del mercado.

Así, si bien la operación fue conocida y discutida desde el 23 de diciembre y se aprobó el 27 de enero, las situaciones de liquidez antes comentada se venían conociendo y evaluando desde el mes de julio de 2013.

C.- Deber de información

Como ya se ha detallado, el Comité de Directores y el Directorio en distintas ocasiones y formalmente reunido en sesión de directorio, recibió información, solicitó información adicional e inquirió respecto de las dudas que los análisis que efectuó tanto respecto de la situación de CorpBanca atendidos los temores del mercado a posibles efectos en el banco por parte de la contabilización efectuada por una sociedad relacionada, como respecto de posibles alternativas de asociación de negocios con terceros, el estado de los mismos, las características de las propuestas recibidas, y finalmente de aquella que se ajustaba en mejores condiciones al interés social de CorpBanca, en condiciones y precios de mercado, conforme a la información solicitada, recibida y aquella adicional solicitada como consecuencia del análisis de los antecedentes recibidos.

D.- Deber de lealtad

Conforme a lo dispuesto en el capítulo 1-1 de la RAN, en relación al título XVI de la Ley N° 18.046, el Comité de Directores, integrado por 3 directores independientes, conociendo de las características de la operación y actos y contratos a informar, acordó aprobar las mismas y así lo informó al Presidente del Directorio de CorpBanca por escrito. Durante la sesión de 27 de enero de 2014, el Presidente, Jorge Andrés Saieh Guzmán, se abstuvo de participar en el acuerdo de la decisión de dicho cuerpo colegiado, el cual resolvió en base a los antecedentes proporcionados por terceros de renombre internacional (Merrill Lynch y Goldman Sachs) y por un estudio de abogados con experiencia en este tipo de operaciones y en legislación bancaria, de mercado de valores y de sociedades anónimas (Claro & Cía), además de la información y antecedentes proporcionados por Gerentes de CorpBanca.

Los 3 Directores independientes que integran el Comité de Directores son José Luis Mardones Santander, Hugo Verdegal y Gustavo Arriagada Morales, elegidos según acta de Junta de Accionistas que se tuvo a la vista con los votos y apoyo de las AFP, IFC de y del controlador, respectivamente.

E.- Beneficios

Conforme a los antecedentes proporcionados por terceros de renombre internacional (Merrill Lynch y Goldman Sachs), por un estudio de abogados con experiencia en este tipo de operaciones y en legislación bancaria, de mercado de valores y de sociedades anónimas (Claro & Cía), y además de la información y antecedentes proporcionados por Gerentes de CorpBanca, se concluye que la operación en la forma propuesta otorga beneficios al interés social de CorpBanca y a todos sus accionistas. Lo que conforme a las conclusiones y las valorizaciones efectuadas por los profesores Sres. Jara, Linneberg, Olivares, Rebolledo, Fuentealba y Zurita, han sido confirmadas en el presente informe, ratificando la información que se les entregaron al Comité de Directores de 24 de enero de 2014 y al Directorio en las sesiones de 23 de diciembre de 2013 y de 27 de enero de 2014, y en base al cual tomaron sus decisiones.

Adicionalmente, atendidas las condiciones que enfrentó el Banco entre julio y noviembre de 2013 y el objetivo del Directorio de agregar valor al Banco de manera armónica a los principios de estabilidad y solvencia, cabe concluir que la decisión del Directorio fue, no sólo concordante con el interés social, sino también beneficiosa conforme a las valorizaciones efectuadas en el presente informe por los profesores ya individualizados.

En suma, el proceso de formación de la decisión del Directorio de 27 de enero de 2014, respondió a los procedimientos legales y reglamentarios vigentes a la fecha y resultó en una decisión que conforme a la información solicitada y obtenida, y al análisis de la misma, se dirigía a beneficiar al interés social de CorpBanca y de los accionistas, al resguardar la estabilidad y solvencia de CorpBanca y, a asegurar su permanencia en el tiempo agregando valor a la Compañía, en condiciones y precio de mercado.

VI. Conclusiones

I.- Valorización de la línea de crédito

Al comparar los intereses pactados en por la línea de crédito a favor de CorpGroup con otros créditos otorgados a empresas de la misma industria y riesgo similar, y tomando en cuenta las condiciones, el nivel de cobertura y características de la garantía otorgada (acciones de CorpBanca), se puede considerar que esta se encuentra dentro de un rango de mercado.

II.- Las opciones del acuerdo de accionistas entre ITAÚ y CorpGroup

El acuerdo de accionistas entre ITAÚ y CorpGroup contempla opciones de compra (CALL) y/o de venta (PUT) entregados por la ITAÚ a CorpGroup en relación con cuatro conceptos diferentes, los que se analizaron y valorizaron en forma independiente: (1) opción para mantener control corporativo, (2) opciones en caso de ruptura del Pacto de Accionistas, (3) opciones de liquidez, y (4) opciones en caso de no repartir un mínimo de dividendos.

De ellas, se puede concluir que las dos primeras tienen valor neto cero, porque conllevan obligaciones y privilegios mutuamente compensatorios. La primera compensando restricciones de venta que asume sólo CorpGroup (y ningún otro accionista) y la segunda estableciendo, en rigor una indemnización de perjuicios convencional por incumplimiento.

Incluso, el lock up de las acciones de CorpGroup genera un beneficio importante para Itau, toda vez que, en todo momento en que CorpGroup quiera vender aquellas acciones objeto del lock Up, Itau podrá incrementar su participación en CorpBanca hasta un 50% de la propiedad sin tener que pagar un sobreprecio por esta adquisición.

Las opciones PUT de liquidez y dividendos no tienen valor por diferencias entre precio de ejercicio y precio de mercado, pero sí podrían tener valor de liquidez, respecto del cual no es clara su estimación, y en realidad sólo ponen a CorpGroup en la misma posición del resto de los accionistas minoritarios (a quienes el tamaño de su posición no incide en la liquidez de la misma). Las opciones CALL de liquidez y de dividendos tienen valor potencial por diferencia de precio, el cual estimamos en 10% del precio de la acción a la fecha de ejercicio de las opciones PUT. Luego las CALL de liquidez representarían una prima de a lo más 2,0625% de las acciones de CorpBanca en poder de CorpGroup, y las de dividendo un valor muy inferior. Sin embargo, este valor desaparece al incluir efectos de impuestos, de acuerdo a un análisis independiente efectuado por Deloitte, y que se tuvo a la vista, que obligan a vender las acciones en bolsa y a recomprarlas después en un remate público donde las fuerzas de la competencia pueden erosionar la diferencia de precio.

III. Contexto de regulación respecto de un Banco en Chile. Principios son de estabilidad y solvencia

La legislación y regulación aplicable a los bancos e instituciones financieras tiene como objetivos la estabilidad y solvencia, de cuya importancia son prueba las lecciones que la crisis económica de 1982 produjo en el sector bancario, así como las que más recientemente se han producido en el ámbito internacional.

Los bancos son los agentes más importantes en el correcto funcionamiento de la cadena de pagos en Chile.

Las premisas recién planteadas son determinantes para efectos de conceptualizar y entender que los bancos son empresas respecto de los que se debe privilegiar determinados aspectos como son la estabilidad y solvencia de los mismos, además de la creación de valor, frente a

los cuales otras posibles consideraciones resultan menos significativas. Todos los elementos anteriores en los bancos conforman el interés social.

IV. Decisión del directorio de aprobar la aceptación de la oferta de Itaú Unibanco, en relación al beneficio social

El Directorio debe velar por el interés social y luego por el bien de todos y cada uno de los accionistas. El Directorio fue formalmente informado de una serie de beneficios a contar del día 23 de diciembre de 2013, ocasión en la que expusieron los representantes de los bancos de Inversión Merrill Lynch y Goldman Sachs, así como ejecutivos principales de CorpBanca, habiendo participado en el proceso de evaluación abogados contratados para el mismo.

Los informes de los profesores Mauricio Jara, Dieter Linneberg, José Olivares, Julio Rebolledo, Juan Carlos Fuentealba y Salvador Zurita, contenidos en este documento dan cuenta de que las operaciones involucradas en la operación, presentan diversos beneficios a CorpBanca, todos los cuales debieran incrementar el bienestar social.

La coincidencia de sus resultados con aquellos examinados por el Directorio en dos ocasiones, así como por el Comité de Directores, tras el cual este último se pronunció favorablemente respecto de la operación, informando en tal sentido al Directorio; las condiciones propuestas por los interesados en efectuar una operación de asociación con CorpBanca; las condiciones que enfrentó el banco entre julio a noviembre de 2013; y, los principios de estabilidad y solvencia, cabe concluir que la decisión del directorio es concordante con el interés social de CorpBanca, conforme a los datos analizados por el directorio, y refrendados por los estudios de los profesores antes citados; es compatible con una alta probabilidad de que CorpBanca se convierta en un banco con mayor solvencia y capacidad de operar en Chile y en otros mercados; así como le permitiría beneficiarse de sinergias que le permitirán el ahorro de recursos sustanciales.

Todo lo cual es consistente con un escenario probable de un banco más grande, de mayor capacidad de acción en Chile y en el extranjero, con permanencia en el tiempo y que genere mayores beneficios a sus accionistas. Esto es, una organización sustentable en el tiempo, estable y solvente, que cree valor, y otorgue beneficios a sus accionistas.

V.- Revisión del proceso de gobierno corporativo en la aprobación de la operación consultada (Informe favorable del Comité de Directores y acuerdo del Directorio de aceptar la oferta de Itaú Unibanco)

- **Presupuestos legales del tipo de operación:** El proceso de formación de la decisión de aprobar la operación de fusión y los contratos y actos relacionados y conducentes a ello, fue acorde a las exigencias legales y a la regulación aplicables a tal tipo de operación.

Si bien, la constancia en actas podría tener una mayor pulcritud para una fácil comprensión de la presencia del conjunto de requisitos y actos legales, y en ellos se encuentran presentes entre los distintos elementos conducentes a ello, a saber:

- contribuye al interés social;
- se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación,
- cumpla con los requisitos y procedimientos que establece el artículo 147.

- **Deber de cuidado:** Si bien la operación fue conocida y discutida desde el 23 de diciembre de 2013 y se aprobó el 27 de enero de 2014, las situaciones de liquidez comentadas se venían conociendo y evaluando desde el mes de julio de 2013

Así ejerció el rol de informarse, requirió la asesoría de terceros reputados en la materia, tanto desde el punto de vista financiero, de auditoría y legal, así como con los recursos

propios del Banco, tanto respecto de la situación de CorpBanca debido a las dudas del mercado a posibles efectos en la situación del Banco por operaciones con una sociedad relacionada, como respecto de posibles alternativas de asociación de negocios con terceros, el estado de los mismos, las características de las propuestas recibidas, y finalmente de aquélla que se ajustaba en mejores condiciones al interés social de CorpBanca. Todo ello conforme a la información solicitada, recibida de bancos de inversión de vasta trayectoria, así como de un estudio de abogados expertos en el tipo de operaciones y bancaria.

- **Deber de información:** Como se detalló, el Comité de Directores y el Directorio en distintas ocasiones y formalmente reunido en sesiones de Directorio y una de Comité de Directores, recibió información, solicitó información adicional e inquirió respecto de las dudas que los análisis que efectuó y aquella adicional solicitada del análisis de los antecedentes recibidos.

- **Deber de lealtad:** Conforme a lo dispuesto en el capítulo 1-1 de la RAN, en relación al título XVI de la Ley N° 18.046, el Comité de Directores, que contaba con 3 directores independientes, conociendo de las características de la operación y actos y contratos a informar, acordó aprobar las mismas y así lo informó, por escrito, al Presidente del Directorio de CorpBanca.

Durante la sesión de 27 de enero de 2014, el Presidente del Directorio, Sr. Jorge Andrés Saieh Guzmán, se abstuvo de participar en el acuerdo del Directorio y este resolvió en base a los antecedentes proporcionados por terceros y personal del Banco, conforme ya se ha detallado.

- **Beneficios:** Conforme a los antecedentes proporcionados por bancos de inversión de renombre internacional (Merril Lynch y Goldman Sachs) y por un estudio de abogados (Claro & Cía), además de por gerentes de CorpBanca, la operación en la forma propuesta proporcionaba beneficios al interés social de CorpBanca y a todos sus accionistas. Lo que

conforme a las conclusiones y las valorizaciones efectuadas por los profesores Jara, Linneberg, Olivares, Rebolledo, Fuentealba y Zurita, ha sido ratificado.

En resumen, conforme a los antecedentes proporcionados, el proceso realizado para la toma de decisión del directorio del 27 de enero de 2014 se efectuó conforme a los procedimientos legales y a la normativa vigente, e incluyó el análisis de la información solicitada y recibida, apareciendo de tales antecedentes que se buscó beneficiar el interés social de CorpBanca y de sus accionistas, resguardando la estabilidad y solvencia de la empresa para así asegurar su permanecía en el tiempo, y agregar valor a la compañía.