

# Informe de Evaluador Independiente

## Comité de Directores

### Banco Santander Chile

---

Claro y Asociados

Septiembre | 2013

# Índice

- **Resumen Ejecutivo**
- Limitación de Responsabilidad
- Introducción
- Condiciones de la Operación
- Evaluación Económica
- Oportunidad y Consideraciones
- Conclusiones
- Anexos

# Resumen Ejecutivo

## Antecedentes

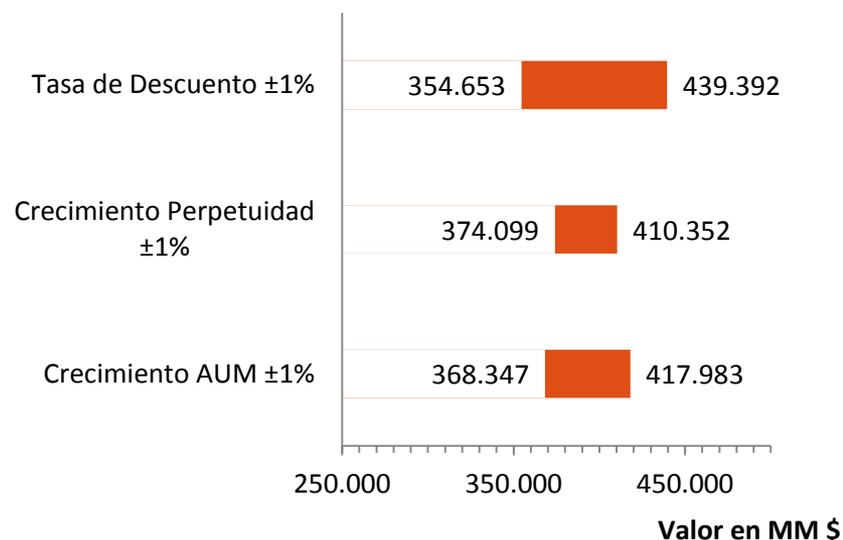
- Se presentan en este resumen la metodología utilizada y las principales conclusiones obtenidas por Claro y Asociados (el “Evaluador Independiente” o “CyA”), luego del análisis de la transacción propuesta por Banco Santander S.A. (España) (“Grupo Santander”) a Banco Santander Chile (“Santander Chile”), en adelante la “Transacción”.
- La Transacción, que contempla la compra por parte de Grupo Santander del 100% de las acciones de Santander Asset Management (“SAM”), filial de Santander Chile, se caracteriza como una operación entre partes relacionadas. Por lo anterior, y acogiéndose al Artículo N° 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Comité de Directores (“CdD”) de Santander Chile, ha solicitado a este Evaluador Independiente, que se pronuncie sobre:
  - i. Opinión sobre las condiciones de la operación propuesta, sus efectos y su potencial impacto en Banco Santander;
  - ii. Opinión sobre si la transacción agrega valor a Santander Chile en los términos propuesto, y en el evento negativo, en qué condiciones se cumpliría lo anterior;
  - iii. Opinión sobre si la transacción, en los términos propuestos, está alineada con transacciones similares de mercado.
- El presente informe fue desarrollado con información pública disponible, e información proporcionada bajo acuerdo de confidencialidad por Santander Chile y sus filiales.
- La Transacción se enmarca dentro de una operación que Grupo Santander está negociando en varios países (la “Operación Global”). Dicha operación consiste en la consolidación de las unidades de Asset Management de once países (entre ellos Chile), para luego vender el 50% de este conglomerado de activos a los fondos de inversión Warburg Pincus y General Atlantic .
- Con el objeto de determinar si la oferta se encuentra en rangos de valor justo y de mercado, se realizaron dos análisis independientes.

# Resumen Ejecutivo

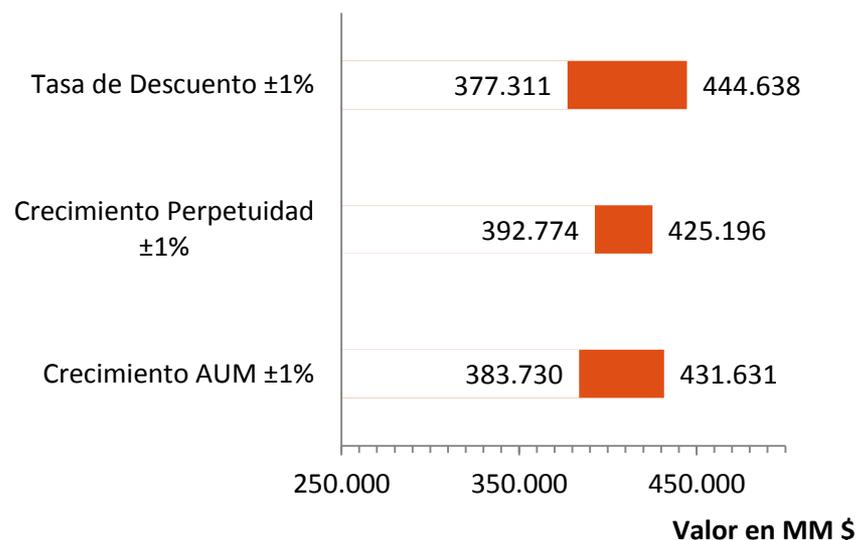
## Metodología

1. En un primer análisis se realiza un Descuento de Flujos de Caja (“DFC”) de los ingresos que SAM genera a Santander Chile, determinando de esta manera el valor generado por retener íntegramente las comisiones pagadas por los activos administrados. Este valor se comparó con el pago del precio (el “Precio”) ofrecido por Grupo Santander, más los flujos provenientes de un contrato de distribución (el “Contrato de Distribución”) a ser firmado entre Grupo Santander y Santander Chile.

**Valor Actual de SAM para Santander Chile<sup>1</sup>**



**Valor del Precio más el Contrato de Distribución**



- Se concluye que el valor de continuar con la operación de SAM tal como se encuentra en la actualidad, está en el mismo rango de valor en el cual se encuentra la Transacción.

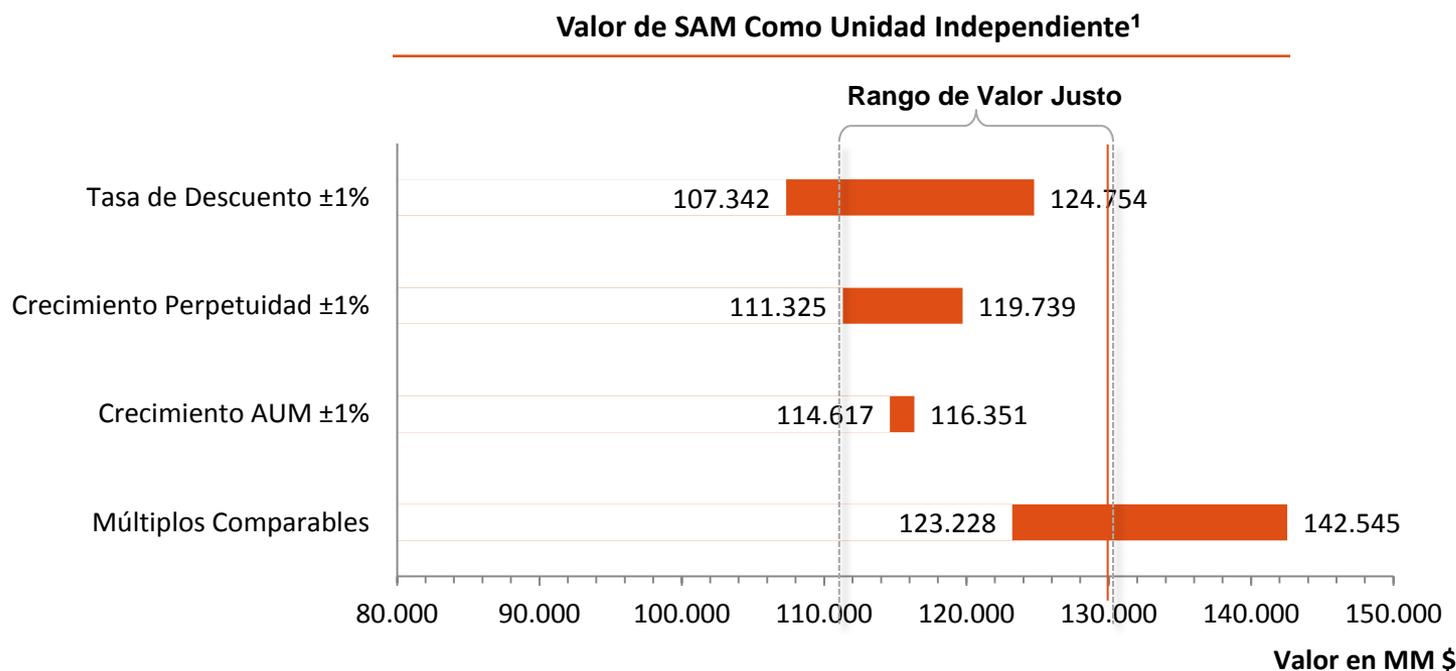
<sup>1</sup>Se considera dentro del valor actual de SAM, un monto de \$ 45.569 MM correspondiente a la caja disponible en la compañía.

# Resumen Ejecutivo

## Metodología

- En el segundo análisis se contempló a SAM como una unidad integral, la cual en vez de contar con una red de distribución propia, terceriza esta red mediante el pago de *rebates* a Santander Chile. Los rebates utilizados para este análisis, son los contemplados en el Contrato de Distribución que Grupo Santander propone estructurar.

Los resultados así obtenidos se ilustran en el siguiente gráfico:



- Esta aproximación complementaria ilustra que el valor combinado de la gestora de fondos y el Contrato de Distribución, se encuentra en rangos de valor cercanos al Precio (\$ 130.000 MM).

<sup>1</sup>A los valores obtenidos por DFC y por múltiplos comparables, se les adicionó el monto de la caja disponible (\$ 45.569 MM).

# Resumen Ejecutivo

## *Consideraciones y Conclusiones*

- La combinación del pago de un Precio al momento del cierre de la operación, y la estructuración de un Contrato de Distribución a diez años (prorrogable por hasta diez años adicionales), pone cierto grado de complejidad a la Transacción.
- La sola demostración de que el efecto económico combinado de Precio y Contrato de Distribución se encuentra en un rango de valor justo, no es suficiente. Se necesita verificar que cada componente de la Transacción se encuentre a precio justo. De no ser así, un Contrato de Distribución desventajoso estaría compensado por una venta a sobreprecio de la gestora, y por el contrario, un precio bajo de venta de la gestora estaría compensado con un Contrato de Distribución atractivo. Ambas desviaciones serían negativas, especialmente la segunda, pues la interrupción del Contrato de Distribución al año diez, reflejaría una Transacción fuera de rangos de valor justos, y por ende en condiciones desventajosas para Santander Chile.
- El planteamiento de doble análisis utilizado permite determinar que si la Transacción en su totalidad se encuentra a valor justo (primer análisis), y una vez verificando que el Precio pagado por la gestora integrada también se encuentra a valor justo (segundo análisis), el Contrato de Distribución debe encontrarse necesariamente a condiciones de mercado.
- Respecto de la opinión sobre las condiciones de la operación, sus efectos y potencial impacto para Santander Chile, el informe incluye una detallada caracterización de las cláusulas que en opinión del Evaluador deben ser analizadas con detenimiento para evitar situaciones desventajosas para los accionistas de Santander Chile. Para algunas de estas cláusulas se proponen alternativas de ajustes.
- Ciertos aspectos de la Transacción se encuentran indefinidos. La cláusula de arbitraje está incompleta pues no se indica el lugar en donde se llevaría a cabo el arbitraje. En caso de definirse algún tribunal internacional, se podría poner en riesgo la posibilidad de dirimir diferencias menores entre las partes.
- La Transacción tiene una condición suspensiva respecto de la cual Santander Chile no tiene injerencia. En caso de que alguna de las administradoras de fondos involucradas en la Operación Global no acepte la oferta, la validez de la Transacción se extinguirá. Es decir, Santander Chile podría aceptar la oferta, y luego por razones ajenas a ella, Grupo Santander podría desestimar la Transacción.

# Resumen Ejecutivo

## *Consideraciones y Conclusiones*

- Respecto del valor agregado por la operación a Santander Chile, la evaluación concluye que la Transacción podría lograr los siguientes efectos:
  - i. Enfoque de las capacidades de Santander Chile en su mayor activo, la red de distribución;
  - ii. Monetización del valor de un activo que al día de hoy probablemente no se encuentra capturado en el valor de la acción;
  - iii. Posibilidad de mayor número y mejor calidad de fondos en la oferta futura de Santander;
  - iv. Enajenación en condiciones justas de un activo secundario al interior del grupo;
  - v. Captura del valor de la Transacción antes de que situaciones de riesgo regulatorio se materialicen sobre la industria y minimicen el valor de este tipo de activos.
- Habiendo mencionado los atributos positivos de la Transacción, CyA no identifica esta operación como una oportunidad estratégica. Sin embargo, la Transacción se enmarca dentro de una Operación Global, que sí puede caracterizarse como estratégica para Grupo Santander (España).
- Si la operación se adecua a las indicaciones y observaciones, y no existiendo evidencia económica negativa sobre las condiciones de precio y términos de la oferta, la Transacción se encuentra bajo condiciones de mercado.

# Índice

- Resumen Ejecutivo
- **Limitación de Responsabilidad**
- Introducción
- Condiciones de la Operación
- Evaluación Económica
- Oportunidad y Consideraciones
- Conclusiones
- Anexos

# Limitación de Responsabilidad

- El presente informe (el “Informe”) ha sido preparado por Claro y Asociados Limitada en su calidad de evaluador independiente, desde una perspectiva financiera, a solicitud del Comité de Directores de Banco Santander Chile S.A. en los términos establecidos en el artículo 147 de la Ley 18.046 (“LSA”).
- En el desarrollo de esta evaluación, CyA tuvo acceso a: (i) revisión de la Carta Oferta referida a la Transacción; (ii) información pública de empresas comparables; (iii) información pública de Santander Chile, principalmente estados financieros y memorias; (iv) información entregada bajo confidencialidad por Santander Chile y las empresas sujeto de la Transacción, incluidos presupuestos, informes de gestión, proyecciones y análisis financieros de la oferta; y (v) otras fuentes de información pertinentes para el propósito de la evaluación.
- CyA asume que la información de Santander Chile y de las compañías sujeto de la Transacción referida a sus estados financieros, presupuesto, informes de gestión y otros antes indicados, es fidedigna y refleja el mejor entendimiento de la gerencia respecto de la empresa y la Transacción. CyA no ha realizado una verificación independiente de la veracidad de la información. En consecuencia, CyA no asume responsabilidad por el efecto que omisiones o incorrecciones en la información antes indicada puedan tener en este informe. Respecto de los análisis financieros y proyecciones elaborados por la gerencia, CyA asume que han sido preparados razonablemente. En las valorizaciones, estos supuestos han sido modificados en toda oportunidad que ha parecido justificado.
- CyA no es experto en materias legales, regulatorias o tributarias y no asume responsabilidades en estas materias. También queda establecido que cualquier aprobación gubernamental, regulatoria u otro tipo de consentimiento para la realización de la Transacción, no son materia del Informe.
- CyA ha realizado la evaluación independiente de la Transacción en los términos que ésta ha sido presentada, y no asume responsabilidad respecto de cualquier modificación que se introduzca a la estructura, términos y condiciones de ésta, entre la fecha del informe y la posterior presentación a junta extraordinaria de accionistas. El informe contiene conclusiones basadas en información económica, financiera, de mercado y otras condiciones válidas al momento de su redacción. Por consiguiente se debe entender que cualquier evento o desarrollo posterior podría afectar la validez o vigencia del informe y sus conclusiones.
- El informe se limita a una evaluación independiente y no constituye una recomendación de inversión, ni puede ser utilizado o interpretado para fines distintos de los expresamente señalados. El informe no constituyen una recomendación para los accionistas de Santander Chile respecto de cómo votar las materias a ser tratadas en junta extraordinaria. Por lo anterior, el contenido de este informe deberá ser utilizado únicamente como una valorización independiente para el análisis del CdD y los directores en las declaraciones individuales que éstos deben elaborar, así como para el análisis de todos los accionistas de Santander Chile. El Informe se presenta para todo otro fin que disponga la ley y la normativa vigente al efecto y no debe ser utilizado para fines diferentes a los mencionados.

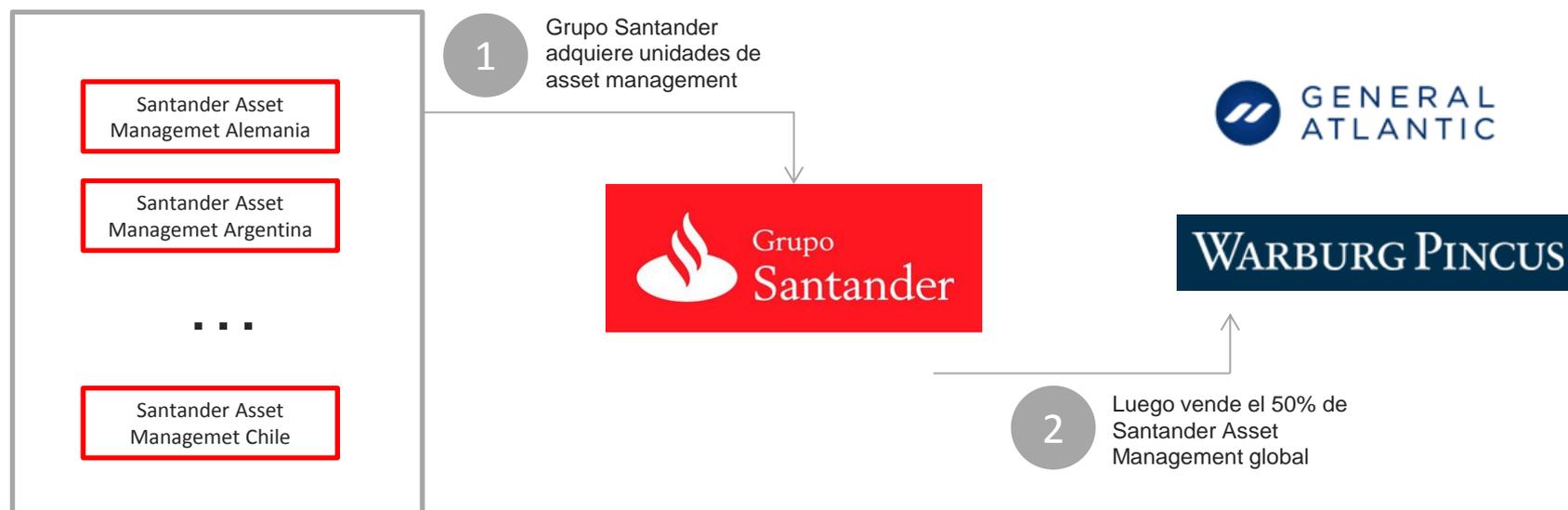
# Índice

- Resumen Ejecutivo
- Limitación de Responsabilidad
- **Introducción**
- Condiciones de la Operación
- Evaluación Económica
- Oportunidad y Consideraciones
- Conclusiones
- Anexos

# Introducción

## Contexto de la Operación Global

- Con fecha 30 de Mayo de 2013, Banco Santander S.A. (España) comunicó el acuerdo de asociación con Warburg Pincus y General Atlantic, para impulsar el negocio global de gestión de activos .
- Dicho acuerdo estipula que Warburg Pincus y General Atlantic tendrán una participación del 50% del holding que integrarán 11 gestoras radicadas en Europa y América Latina.
- Grupo Santander ya tiene acordados los términos bajo los cuales enajenará el 50% del paquete de administradoras de fondos, pero al día de hoy no cuenta con la propiedad directa de varias de dichas administradoras.
- A consecuencia de esto, antes de concretar su asociación con Warburg Pincus y General Atlántic, Grupo Santander debe adquirir las participaciones de las diferentes administradoras que hoy se encuentran bajo la propiedad de sus filiales o de otros socios. El cierre de estas adquisiciones es condición suspensiva para la validez de la oferta realizada en cada país.



# Introducción

## *Encargo al Evaluador Independiente*

- Grupo Santander ha entregado una oferta económica a Santander Chile por la compra del 100% de las acciones de su filial Santander Asset Management S.A. Administradora General de Fondos. En el Anexo II de dicha oferta, Grupo Santander ha entregado los lineamientos para estructurar un Contrato de Distribución con Santander Chile
- El Comité de Directores de Santander Chile ha acordado contratar a Claro y Asociados como evaluador independiente para que se pronuncie, al menos, sobre las siguientes materias :
  - i. Opinión sobre las condiciones de la operación propuesta, sus efectos y su potencial impacto en Santander Chile.
  - ii. Opinión sobre si la transacción agrega valor a Santander Chile en los términos propuestos, y en caso de que no fuera así, en qué condiciones se cumpliría lo anterior.
  - iii. Opinión sobre si la transacción, en los términos propuestos, está alineada con transacciones similares de mercado según la experiencia o antecedentes que recoja el evaluador, o en caso negativo, cómo debiera adecuarse al mercado.
- El encargo se enmarca dentro de las disposiciones del Artículo N° 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, el cual estipula la contratación de al menos un evaluador independiente ante una operación entre partes relacionadas.

# Índice

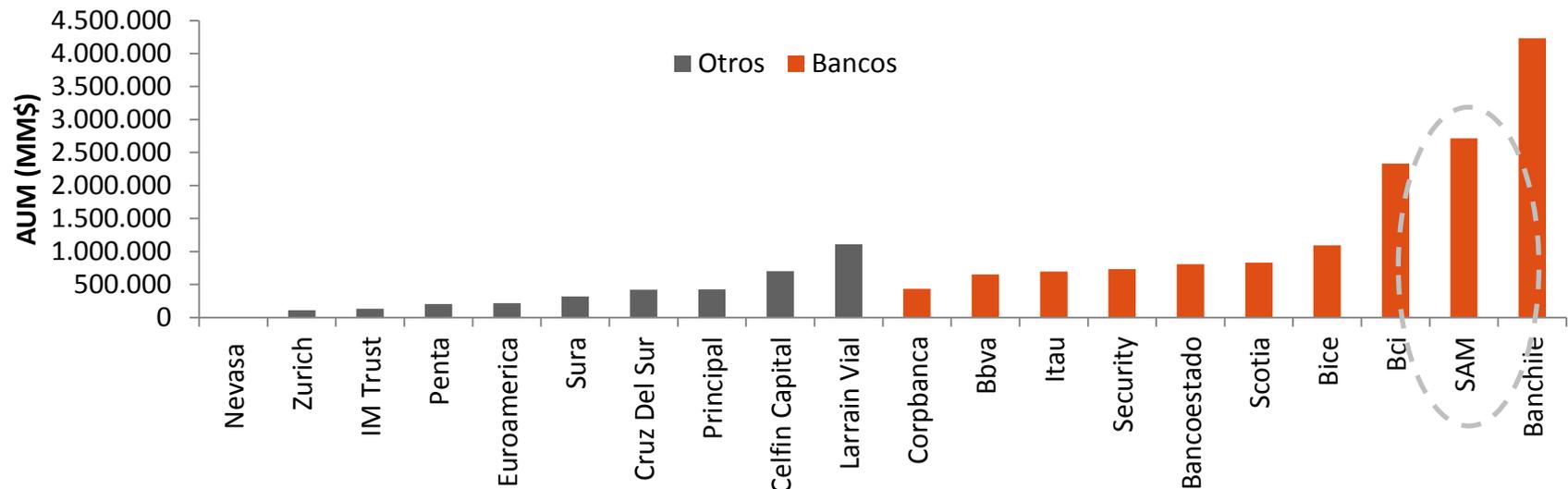
- Resumen Ejecutivo
- Limitación de Responsabilidad
- Introducción
- **Condiciones de la Operación**
- Evaluación Económica
- Oportunidad y Consideraciones
- Conclusiones
- Anexos

# Condiciones de la Operación

## Antecedentes de la Industria Chilena de Asset Management

- En Chile existen 20 Administradoras Generales de Fondos (“AGF”) adheridas a la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos. De ellas 10 corresponden a instituciones bancarias y 10 corresponden a otro tipo de instituciones.
- Los bancos tradicionales (entendiéndose como tal los que se encuentran activos en banca retail) reúnen el 80% de los activos bajo administración (“AUM”).
- El 20% restante está administrado por bancos de inversión y corredoras de bolsa.
- Banco Santander participa de este mercado a través de Santander Asset Management (“SAM”) sociedad que ostenta un 15% de la participación de mercado total. Sólo Banchile es mayor en tamaño, con un 23,3% del total, mientras que BCI ocupa el tercer lugar con una participación del 12,9%.

**AuM en Fondos Mutuos (MM\$)**



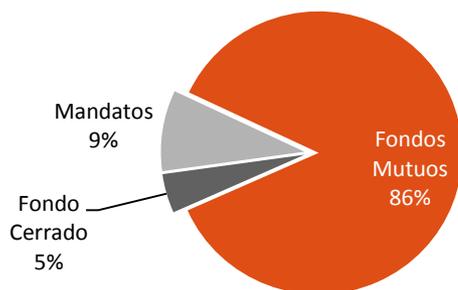
# Condiciones de la Operación

## Negocio de SAM a Diciembre 2012

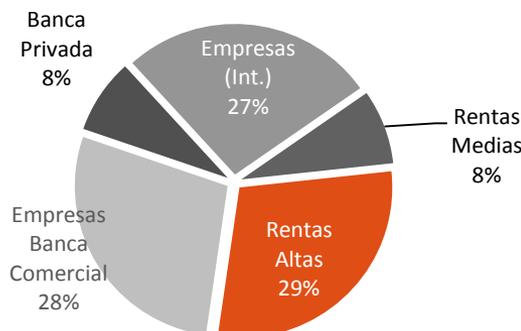
- SAM se caracteriza por ser gestor de fondos mutuos de tipo abierto, con una baja participación respecto de otras clases de fondos.
- Los segmentos a los cuales se distribuyen los productos están balanceados entre personas (Banca Privada, Rentas Altas, y Rentas Medias) y empresas (Internacional y Banca Comercial).
- La mayor parte de los fondos administrados corresponden a fondos Money Market, sin embargo, debido a los bajos fees cobrados por estos productos, su peso respecto de los ingresos de la Administradora es menor que el de su participación según AUM.

Productos	Fee (%)	Ingresos %
Money Market	0,53%	37,7%
Renta Fija	1,35%	21,9%
Renta Variable	2,78%	26,1%
Nacional	2,57%	16,1%
Internacional	3,19%	9,9%
Garantizados	0,46%	0,3%
Balanceados	1,91%	10,7%
<b>Total</b>	<b>0,94%</b>	<b>96,7%</b>
FFII Inmobiliario	0,77%	3,3%
<b>Total SAM</b>	<b>0,93%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Total ex-Money Market</b>	<b>1,72%</b>	<b>62,3%</b>

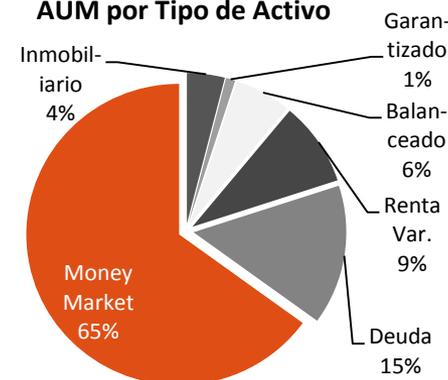
AUM por Tipo de Fondo



AUM por Segmento



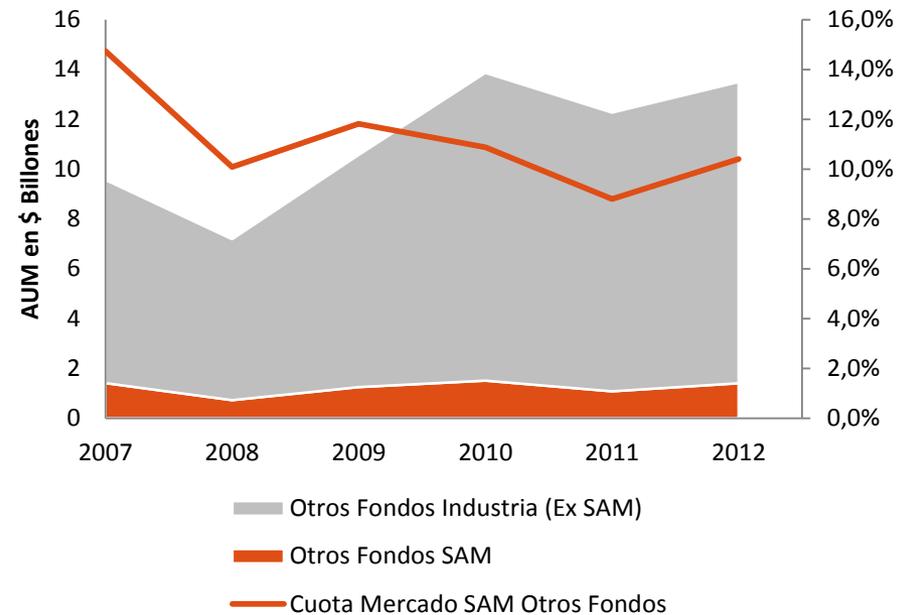
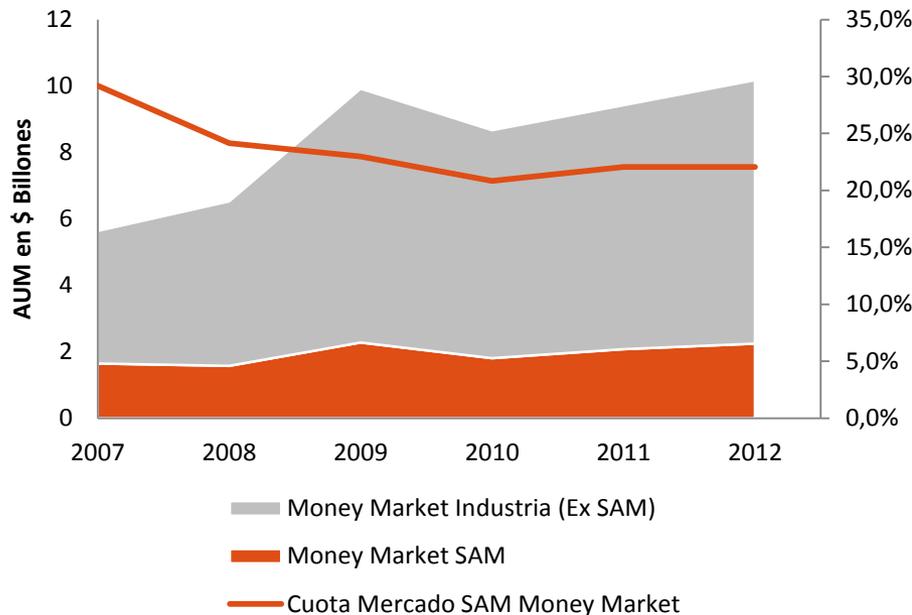
AUM por Tipo de Activo



# Condiciones de la Operación

## Desempeño de SAM Respecto de la Industria

- Después del año 2009, los activos administrados por SAM no se recuperaron con la misma velocidad con que lo hizo el resto de la industria.
- Desde entonces, los AUM de SAM se han mantenido planos, implicando una baja en su cuota de mercado.
- Su participación de mercado en activos Money Market es más alta que su participación en otros fondos.



# Condiciones de la Operación

## Antecedentes de la Operación Propuesta

- Grupo Santander tiene propiedad indirecta sobre la sociedad SAM. Esta última entidad pertenece casi en su totalidad a banco Santander Chile, que a su vez es controlada por Grupo Santander.
- Esta realidad explica la naturaleza de operación entre partes relacionadas existente en la Transacción.
- Con fecha 17 de Mayo de 2013, Banco Santander Chile recibió una carta oferta por la compra del 100% de las acciones de Santander Asset Management<sup>1</sup>.
- En el Anexo I de dicha carta oferta, se detalla un plan de negocios, estructurado en base a los ingresos netos a ser percibidos por SAM entre los años 2013 y 2017 (el “Plan de Negocios”).
- El Anexo II de la oferta detalla los términos y condiciones de un Contrato de Distribución (documento en inglés rotulado como “*Confidential Term Sheet dated May, 2013*”), a suscribirse entre las partes.
- Con fecha 24 de Julio de 2013, Banco Santander Chile recibió una carta aclaratoria respecto de varios puntos incluidos en su oferta original.
- CyA tuvo acceso a borradores anteriores a los actuales documentos, y si bien estos últimos son los únicos válidos y dejan sin efecto borradores anteriores, en algunas secciones se harán comentarios respecto de la evolución de los documentos.

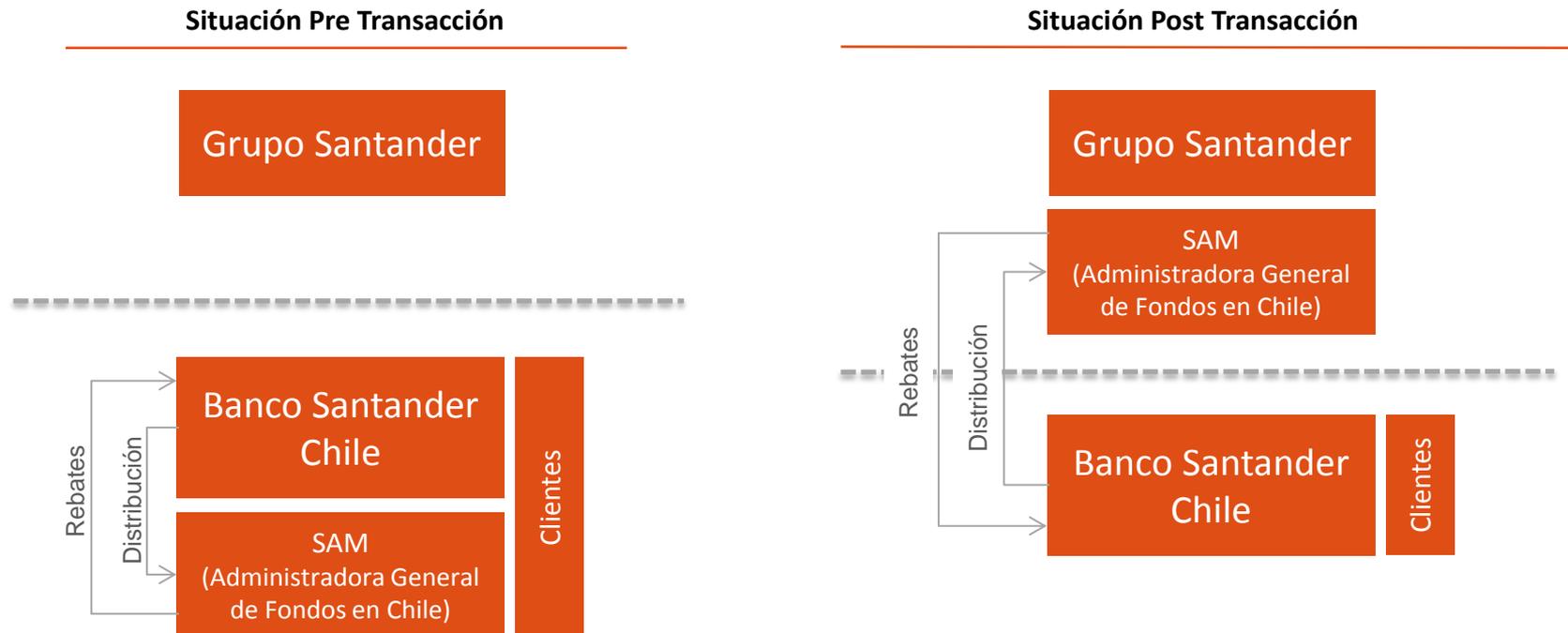


<sup>1</sup> La oferta también está dirigida a Santander Inversiones Ltda. y Santander Corredora de Seguros Limitada, sociedades dueñas del 0,014% de SAM.

# Condiciones de la Operación

## Antecedentes de la Operación Propuesta

- Se presenta un diagrama explicativo de la operación, antes y después de llevarse a cabo la Transacción..



# Condiciones de la Operación

## *Antecedentes de la Operación Propuesta*

- La Transacción contempla el traspaso de la propiedad de SAM a Grupo Santander, como contraprestación al pago de un Precio y a la estructuración de un Contrato de Distribución.



- El pago del Precio toma en consideración una caja disponible de \$ 45.569 MM en SAM, a ser retirada por el vendedor antes de la transacción como abono al Precio<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para ver un detalle del cálculo de la caja disponible véase Anexo I

# Condiciones de la Operación

## Principales Términos de la Oferta

### Precio

- La Transacción contempla un pago en efectivo por un monto de \$ 130.000.- MM por la totalidad de las acciones de Santander Asset Management AGF.
- Este Precio considera los excedentes de caja de SAM, los cuales pueden ser retirados con anterioridad a la Transacción como abono al Precio.

### Ajuste del Precio

- Si luego de ejecutarse la operación, Grupo Santander enajenare sus acciones de SAM obteniendo un sobreprecio respecto de lo pagado en la Transacción, compartirá dicho sobreprecio con Banco Santander Chile de acuerdo al siguiente esquema:
  - Si la enajenación ocurriera dentro de los seis meses siguientes al cierre de la Transacción, Grupo Santander pagará el 100% del sobreprecio a Banco Santander Chile.
  - Si la enajenación ocurriera entre los seis y los 18 meses luego del cierre de la Transacción, Grupo Santander pagará el 50% del sobreprecio a Banco Santander Chile.

### Conflictos

- La oferta se regirá por las leyes de la República de Chile, y cualquier controversia se someterá a los Tribunales de Santiago de Chile.

### Anexos

- El Anexo I de la oferta detalla un Plan de Negocios base definido sobre ingresos netos a percibir. Este plan se utilizará para ajustar la comisión de *rebates* a pagar a Santander Chile.
- El Anexo II de la oferta detalla las principales condiciones de cara a la estructuración de un Contrato de Distribución.
- Con fecha 24 de Julio de 2013, Santander Chile recibió carta aclaratoria respecto de algunos de los puntos levantados por Santander Chile sobre la oferta original. Esta carta es parte integral de la oferta.

# Condiciones de la Operación

## Principales Términos del Contrato de Distribución

### Período

- El Contrato de Distribución tendrá una duración inicial de diez años, con cinco renovaciones automáticas de dos años, de manera de considerar un período potencial de veinte años.

### Rebates

- La distribución que Santander Chile prestará a SAM se retribuirá mediante el pago del 75% de las comisiones percibidas por SAM de los clientes *retail*, y de un 50% de las comisiones provenientes de clientes institucionales.
- Asimismo, se contemplan ajustes a aplicar a la tasa de rebates antes señalados, dependiendo del grado de cumplimiento del Plan de Negocio estipulado en el Anexo I de la oferta.

### Exclusividad

- Santander Chile distribuirá en exclusiva productos ofrecidos por SAM.
- El área de Banca Privada, debidamente detallada en el Contrato de Distribución, queda eximida de esta exclusividad.
- Si el desempeño de uno o varios productos ofrecidos por SAM sufriera una caída de 15%, o si alguno de los productos cayera bajo el percentil 60% respecto de los fondos comparables en el mercado, Santander Chile podrá terminar la exclusividad en cada uno de los períodos de renovación automática.
- También se podrá terminar con la exclusividad en las fechas de renovación, si la estructura de *rebates* ofrecida por un tercero para un producto en específico, es más favorable a los intereses de Santander Chile.

### Desarrollo de Productos

- Si Santander Chile quisiera ofrecer a sus clientes un producto no presente en la oferta de SAM, podrá negociar con dicha entidad el desarrollo de este nuevo producto.
- Si SAM no puede o no quiere ofrecer dicho producto, Santander Chile podrá ofrecer fondos alternativos de terceros.

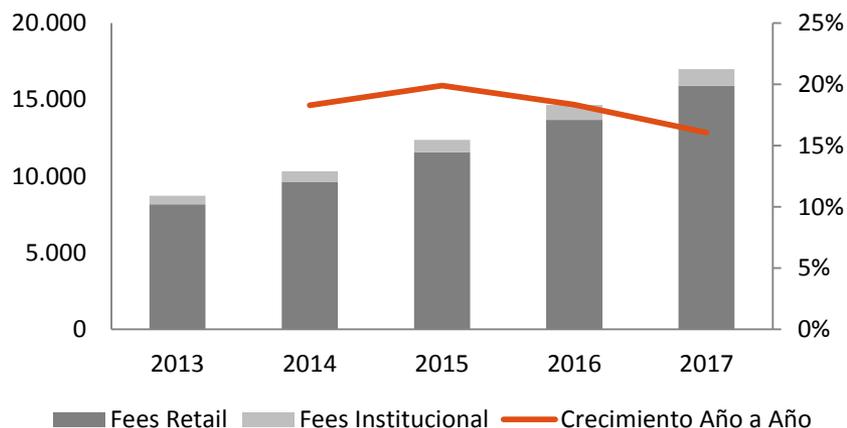
# Condiciones de la Operación

## Plan de Negocios Base y Ajuste de Rebates

- El Plan de Negocios comprometido en la oferta, contempla un crecimiento agresivo para los próximos años.
- Observando el desempeño de la industria en los últimos años, es muy posible que los crecimientos estipulados en el Plan de Negocios no se alcancen. Es por esto que las proyecciones realizadas internalizan los ajustes de rebates que gatillarían un no cumplimiento del Plan.

### Plan de Negocios (2013-2017)

Fees Netos SAM (\$MM)	2013	2014	2015	2016	2017
Fees Retail	8.146	9.629	11.548	13.675	15.881
Fees Institucional	580	691	824	965	1.109
<b>Total Retail + Institucional</b>	<b>8.726</b>	<b>10.320</b>	<b>12.372</b>	<b>14.639</b>	<b>16.990</b>
<i>Crecimiento Año a Año</i>		<i>18,27%</i>	<i>19,88%</i>	<i>18,32%</i>	<i>16,06%</i>



### Mecánica de Ajuste de Rebates

- Cada año se revisará el nivel de cumplimiento del Plan de Negocios, tanto para su segmento de clientes *retail*, como para el institucional.
- Si el nivel de cumplimiento se encuentra en un rango entre 85% y 115%, no habrá ajuste alguno.
- Si el nivel de cumplimiento se encuentra por sobre 115% o por debajo del 85%, se aplicará a los *rebates* un factor de ajuste al alza o a la baja según se detalla en el Apéndice B de los términos del Contrato de Distribución.
- Sin importar el nivel de cumplimiento del plan, el factor de ajuste no podrá ser mayor a 1,133 ni inferior a 0,733.

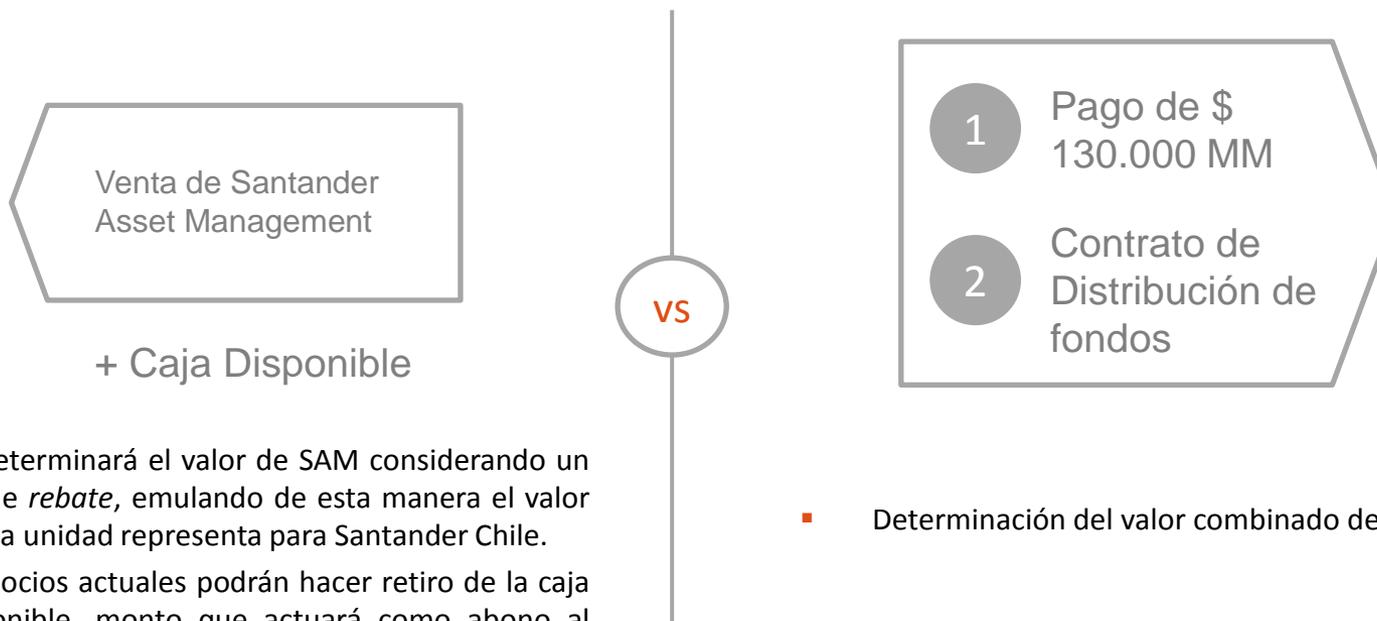
# Índice

- Resumen Ejecutivo
- Limitación de Responsabilidad
- Introducción
- Condiciones de la Operación
- **Evaluación Económica**
- Oportunidad y Consideraciones
- Conclusiones
- Anexos

# Evaluación Económica

## Enfoque Utilizado

- Santander Chile recibirá por la venta de SAM, el pago de un Precio y la estructuración de un Contrato de Distribución. En opinión de CyA la Transacción debe ser evaluada en su globalidad (efecto conjunto de Precio y Contrato de Distribución), pero también es necesario determinar que cada uno de sus componentes se encuentra a valor justo.



- Se determinará el valor de SAM considerando un 0% de *rebate*, emulando de esta manera el valor que la unidad representa para Santander Chile.
- Los socios actuales podrán hacer retiro de la caja disponible, monto que actuará como abono al pago del Precio.
- La Caja disponible alcanza los \$ 45.569 MM.

- Determinación del valor combinado de 1 y 2.

# Evaluación Económica

## Enfoque Utilizado

### Validación Transacción en su Globalidad

---

- Para determinar si la transacción en su globalidad se encuentra a valor justo, se comparará el valor que SAM representa hoy día para Santander Chile, con el monto del Precio más el valor del Contrato de Distribución:

1	Determinación del valor actual de SAM
2	Determinación del valor del Contrato de Distribución de fondos, más pago del Precio
3	Comparación del valor obtenido en 1 con el valor obtenido en 2

### Validación Transacción en sus Componentes

---

- Evaluación del Precio a pagar por SAM como unidad integrada, es decir, “tercerizando” una red de distribución que se subcontrata en la modalidad de pago de *rebates*.
- Determinado un valor justo para SAM como una unidad integrada, y en consideración a que la Transacción en su globalidad se encuentre a valor justo, se puede concluir que los términos pactados en el Contrato de Distribución se encuentran a valor justo.

4	Valorización de SAM como una unidad integrada
---	---

## Metodología Tradicional de DCF y Múltiplos Comparables

- De manera de implementar el esquema antes individualizado, se llevaron a cabo las evaluaciones de cada uno de los componentes utilizando los métodos generalmente aceptados.

### Método

### Consideraciones

Flujos de Caja  
Descontados

- Utilización de modelos financieros con proyecciones iniciales de la compañía, con un horizonte de 10 años plazo, para descontar flujos de caja a tasas apropiadas según riesgo.
- Las proyecciones consideran un crecimiento de 10% año a año de los montos de los fondos administrados. Esta variable se sensibilizó en un  $\pm 1\%$  para generar rangos de valor.
- Los flujos de caja se proyectan en cifras nominales y en pesos chilenos.
- Para la aplicación del método, se requiere una alta comprensión de la compañía y sus negocios.

Múltiplos  
Bursátiles

- Valorización en base a múltiplos bursátiles de otras compañías similares cotizadas en bolsa.
- Este método permite tener referencias de valor de mercado sobre la compañía.

Múltiplos  
Transacciones  
Comparables

- Análisis de múltiplos implícitos en transacciones de empresas comparables.

# Evaluación Económica

## Estimación tasa WACC<sup>1</sup>, y Criterio de Valor Terminal

Moneda, Tasa  
libre de riesgo y  
de mercado

- Determinación de una tasa WACC nominal en pesos chilenos.
- Se utilizó como referencia de tasa libre de riesgo el BCP<sup>2</sup> a 10 años.
- Se definió un premio por riesgo de mercado de 6,0%

Estimación del  
Beta

- Selección de empresas sin incluir los datos de las AFP chilenas que transan en bolsa, información que se decidió descartar dadas las características particulares de esas entidades, diferentes a las de la industria en donde se desenvuelven el resto de las Administradoras Generales de Fondos (listado de compañías en Anexo II).

Tasa de  
Descuento  
Resultante

- Se determinó una tasa de descuento de 13,27%.
- Dada la alta volatilidad de los resultados respecto de la tasa de descuento, se sensibilizó esta variable en  $\pm 100$  pb<sup>3</sup>, generando así rangos de valor.

Valor Terminal

- Se estimó un crecimiento perpetuo de 4% nominal en los diferentes casos, y se sensibilizó dicho crecimiento en un  $\pm 1\%$  para generar rangos de valor.
- El uso de un Valor Terminal presupone que la operación de la compañía y las condiciones del Contrato de Distribución exceden el período de proyección de diez años.
- En ese sentido es aceptable razonar que o bien el contrato se renovará, o que se acordarán condiciones similares a las que rigen el actual Contrato de Distribución.

<sup>1</sup> *Weighted Average Cost of Capital* (Costo de Capital Promedio Ponderado).

<sup>2</sup> Bono Soberano en Pesos Chilenos.

<sup>3</sup> Puntos Básicos (1 pb corresponde a 0,01%)

# Evaluación Económica

## Múltiplos Bursátiles Comparables

Nombre	Market Cap (US\$ MM)	AUM (US\$ MM)	FV/EBITDA (LTM)	Equity/AUM
Affiliated Managers Group, Inc	8.095	431.800	16,9	1,9%
Ameriprise Financial, Inc.	15.153	562.364	7,9	2,7%
BlackRock, Inc.	45.608	3.791.588	12,9	1,2%
Cohen & Steers, Inc.	1.686	45.797	14,8	3,7%
Diamond Hill Investment Group, Inc.	247	8.671	8,4	2,8%
Eaton Vance Corp.	4.940	199.508	10,6	2,5%
Franklin Resources, Inc.	32.982	749.900	10,4	4,4%
GAMCO Investors, Inc.	1.394	36.405	11,4	3,8%
Invesco Ltd.	13.175	687.700	15,9	1,9%
Janus Capital Group Inc.	1.791	156.800	7,4	1,1%
Lazard Ltd	4.467	167.060	19,6	2,7%
Northern Trust Corporation	13.304	758.900	NA	1,8%
Pzena Investment Management, Inc.	390	17.100	10,2	2,3%
T. Rowe Price Group, Inc.	19.681	576.800	13,0	3,4%
U.S. Global Investors Funds	52	1.624	18,7	3,2%
Virtus Investment Partners, Inc.	1.500	45.537	20,2	3,3%
W.P. Stewart & Co. Ltd.	36	1.400	NA	2,6%
Waddell & Reed Financial, Inc.	3.753	96.365	9,5	3,9%
Westwood Holdings Group, Inc.	350	14.200	11,0	2,5%
Winmill & Co. Incorporated	3	125	NA	2,7%
<i>Promedio</i>			12,2	2,7%

# Evaluación Económica

## Transacciones Comparables

- Se presentan transacciones comparables recientes en la región, con su múltiplo Equity/AUM.
- Es importante destacar que este múltiplo debe observarse con cuidado, pues las compañías transadas tienen características disímiles de las observadas en SAM. Algunas corresponden a Administradoras de Fondos de Pensión, que tienen una dinámica totalmente distinta, y otras corresponden a administradoras de fondos o corredores de bolsa que también tienen otros negocios asociados.
- Por otra parte, y tal vez la diferencia más significativa entre las características de estas operaciones y la Transacción, es que en estos ejemplos se está adquiriendo una base de clientes, cosa que no ocurre en la Transacción.

Fecha			Valor Compañía (US\$		
Anuncio	Compañía Objetivo	Comprador	MM)	AUM (US\$ MM)	Equity/AUM
01-feb-13	Provida Internacional S.A	MetLife, Inc.	1.977	45.260	4,4%
25-jul-11	AFP Integra S.A (80% Stake)	General Atlantic LLC	3.842	33.935	11,3%
08-oct-12	AFP Cuprum SA	Principal Financial Group, Inc	1.513	32.829	4,6%
31-jul-12	IM Trust (60.6% Stake)	Banco de Credito del Peru	180	1.550	11,6%
04-dic-08	BancoEstado SA AGF (49.99% Stake)	BNP Paribas	54	707	7,6%
24-ene-08	Legg Mason (Chile) AGF SA	Banco de Chile	13	700	1,9%
<i>Promedio</i>					<i>6,9%</i>

- La detallada revisión de la muestra disponible, lleva al convencimiento de que existe una diferencia significativa entre estas compañías y la unidad involucrada en la Transacción en evaluación.

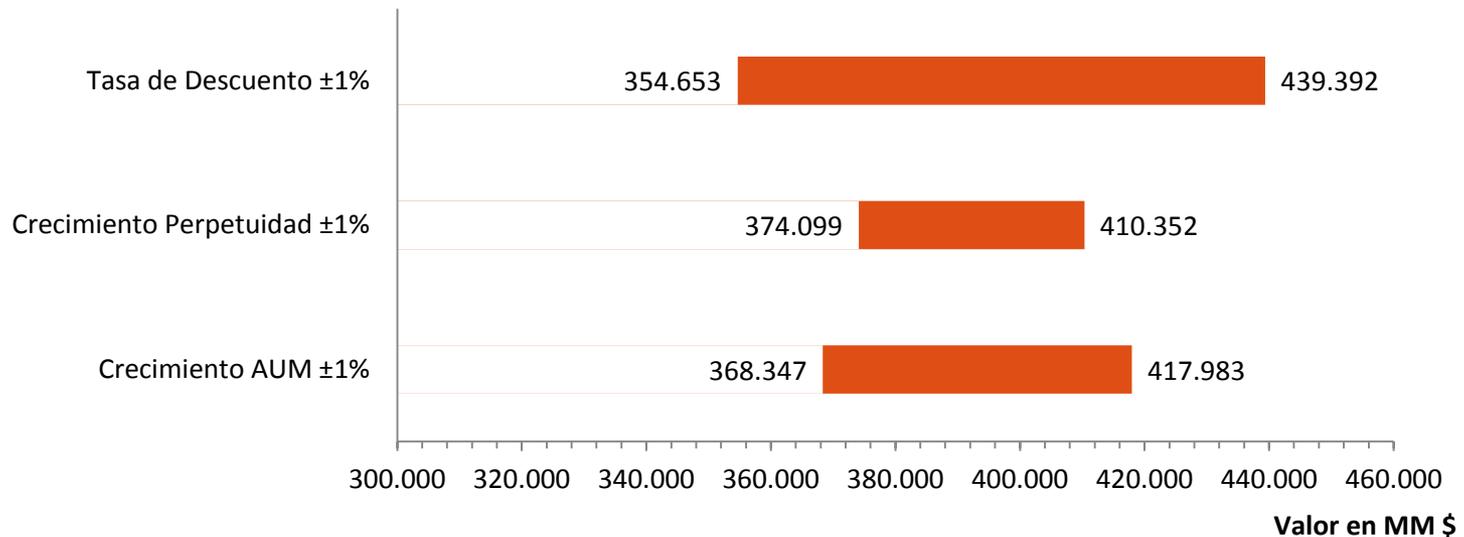
# Evaluación Económica

## Resultados Evaluación de la Transacción en su Globalidad

1

Determinación del valor actual de SAM

- En esta valorización por flujos de caja descontados se considera a SAM en su condición actual, percibiendo el 100% de las comisiones por administración de activos (*rebate* de 0%).
- El modelo financiero utiliza proyecciones que corresponden a una visión moderada del Evaluador Independiente, y no toma en consideración el Plan de Negocios propuesto en la oferta.
- Dada la naturaleza poco comparable de la entidad que se valoriza, no aplica el método de múltiplos comparables.
- A los resultados obtenidos mediante el modelo, se les adicionó la caja disponible de \$ 45.569 MM.



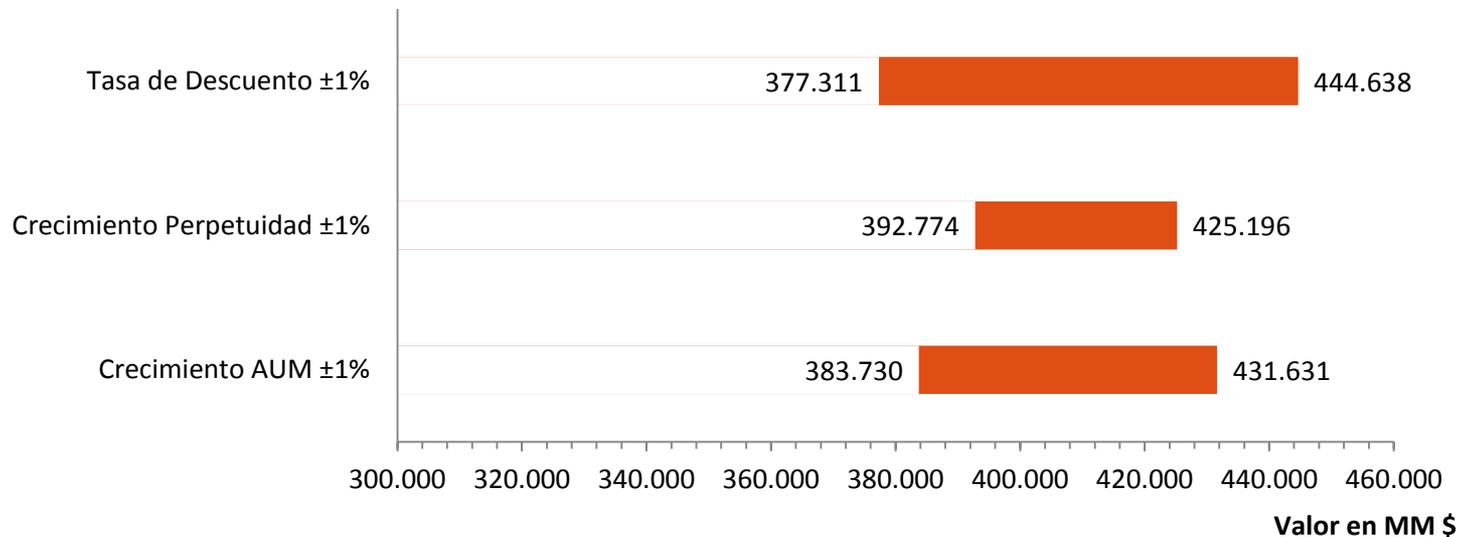
# Evaluación Económica

## Resultados Evaluación de la Transacción en su Globalidad

2

Determinación del valor del Contrato de Distribución de Fondos, más pago del Precio

- Para esta segunda valorización se consideraron los flujos que recibiría Santander Chile por el Contrato de Distribución.
- Estos flujos se analizaron bajo las mismas premisas utilizadas en la primera valorización, pero aquí se consideran solamente los ingresos provenientes de los *rebates*. Debido a esto, tampoco existen comparables de mercado, y el único método utilizado es el de Flujos de Caja Descontados.
- Al valor obtenido mediante Descuento de Flujos de Caja, se le adiciona el pago del Precio (\$ 130.000 MM), obteniéndose los siguientes resultados:

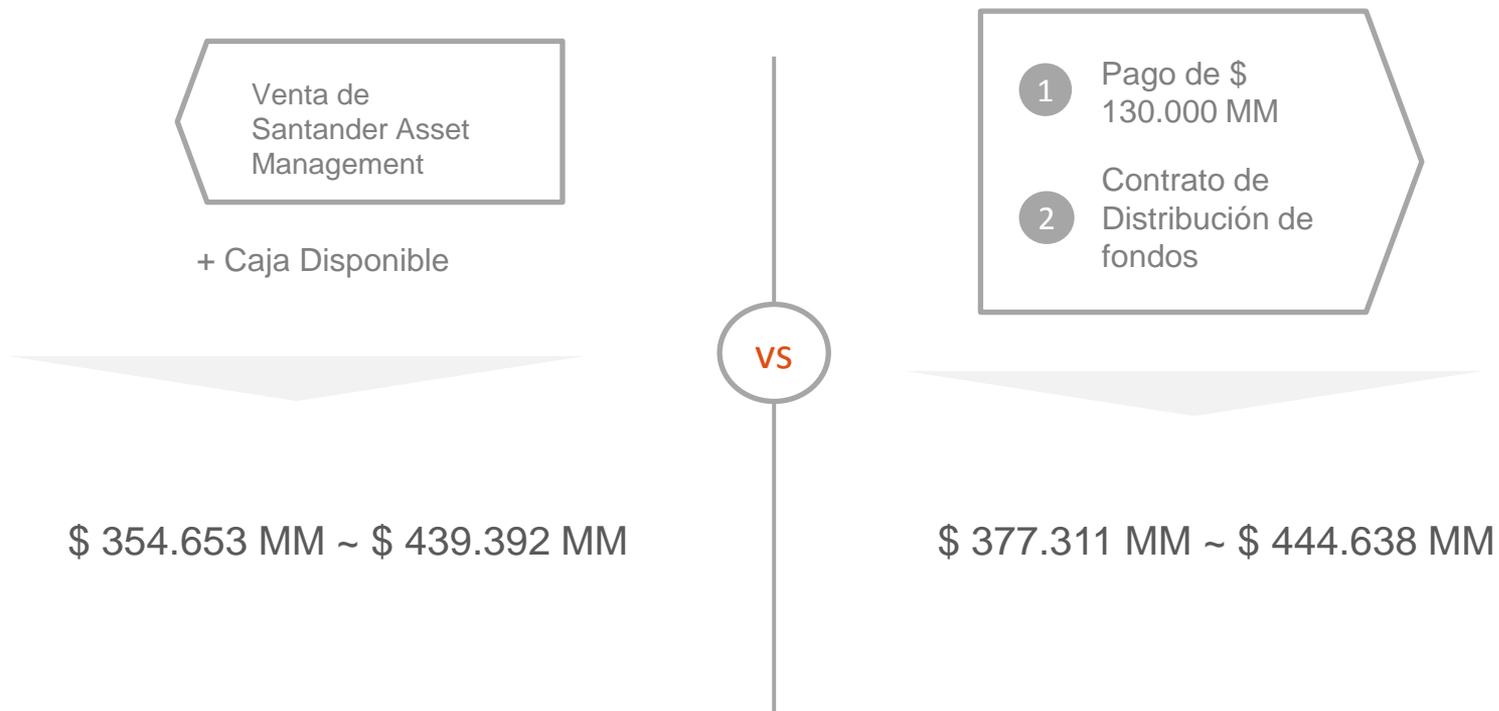


# Evaluación Económica

## Resultados Evaluación de la Transacción en su Globalidad

3

Comparación del valor obtenido en 1 con el valor obtenido en 2



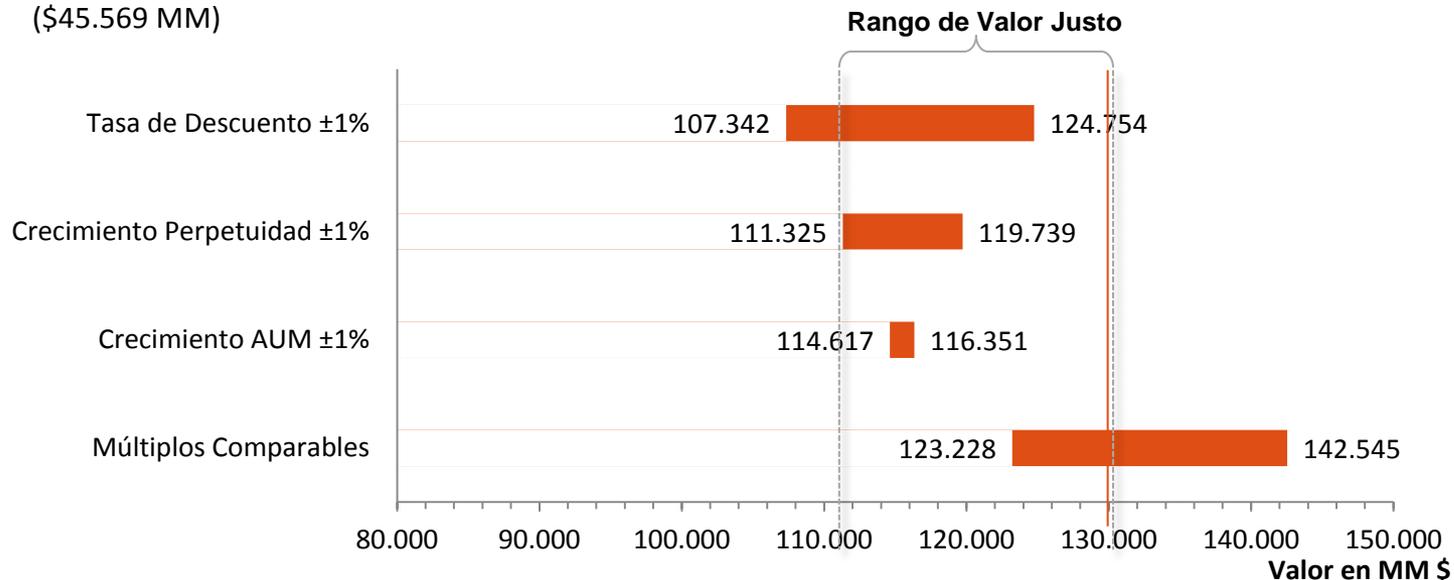
- Se concluye que la Transacción en su globalidad, se encuentra en un rango de valor justo.

## Resultados Evaluación de la Transacción en sus Componentes

4

Valorización de SAM como una unidad integrada

- Se presentan a continuación los resultados obtenidos mediante DFC y múltiplos comparables para SAM como unidad integrada (pagando *rebates* equivalentes a los del Contrato de Distribución propuesto), más el valor de la caja disponible (\$45.569 MM)

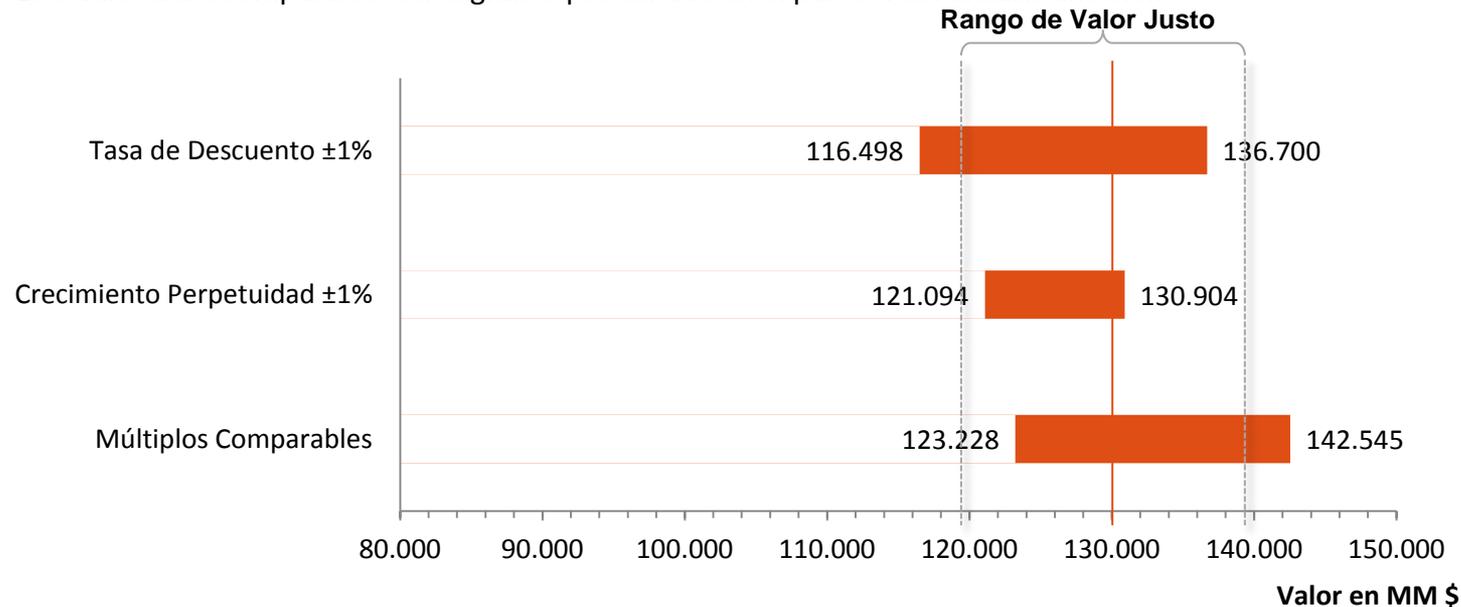


- Se determina que el Precio ofertado (\$ 130.000 MM), cae en el extremo superior del rango de valor justo generado mediante la ponderación de 70% para los resultados del DFC y 30% para los resultados obtenidos por múltiplos comparables.
- Es importante observar que el rango más alto determinado por compañías cotizadas, corresponde a múltiplos de empresas con activos bajo administración sustancialmente mayores que los activos administrados por SAM.
- Dada esta realidad, podemos concluir que las condiciones del Contrato de Distribución también se encuentran a mercado.

# Evaluación Económica

## Análisis Plan de Negocios

- El Plan de Negocios establecido en la Transacción exige crecimientos muy agresivos para los primeros cinco años, y luego un crecimiento acorde al movimiento de mercado, en torno a un 10% de crecimiento anual.
- A pesar de que el Evaluador ve muy poco probable el cumplimiento de este Plan de Negocios, se incluye el valor que tendría la gestora en caso de que lograra cumplir dicho plan.
- Este valor debe compararse con el gráfico presentado en el punto 4 del análisis anterior.



- Se observan mejoras en los valores obtenidos por DFC, y al mismo tiempo se observa que el Precio sigue encontrándose en un rango de valor justo.
- El rango se obtuvo por la ponderación de 70% para los resultados del DFC y 30% para los resultados de múltiplos comparables.

## *Antecedentes Adicionales Sobre la Operación Global*

- Con fecha 30 de Mayo de 2013, Grupo Santander comunicó el acuerdo alcanzado con Warburg Pincus y General Atlantic para su próxima asociación en el negocio de gestión de activos.
- En dicho comunicado se indica que la valorización a la cual se realizará la transacción supone un valor intrínseco para Santander Asset Management de € 2.047 MM.
- La noticia indica que los activos actualmente gestionados por SAM en los 11 países en donde se encuentra presente (entre ellos Chile), alcanzan los € 152.000 MM.
- Estos antecedentes permiten calcular un ratio de 1,35% para el múltiplo Equity/AUM.
- Si se analiza el ratio implícito de la Transacción entre Santander Chile y Grupo Santander, tendremos:

### Cálculo del Ratio Existente en la Transacción

$$\frac{\$ 130.000 \text{ MM} - 45.569 \text{ MM}}{\$ 3.219.539 \text{ MM}} = 2,62\%$$

- Sin conocer a fondo los detalles de la Operación Global, la información desprendida del comunicado permite asumir que no se activará la cláusula de ajuste de precio incluida en la Transacción.

# Índice

- Resumen Ejecutivo
- Limitación de Responsabilidad
- Introducción
- Condiciones de la Operación
- Evaluación Económica
- **Oportunidad y Consideraciones**
- Conclusiones
- Anexos

# Oportunidad y Consideraciones

## *Análisis de la Oportunidad Para Santander Chile*

### Foco en Distribución

- Analizando las estructuras de rebates, es innegable la mayor importancia del canal de distribución, por sobre la de la gestora de fondos.
- La Transacción representa una oportunidad para enfocarse en las potencialidades del canal de distribución, y tercerizar la función de la AGF.

### Calidad de Producto

- Aumento en la cantidad de fondos disponibles para clientes.
- Eventuales cambios en la calidad de la oferta de productos internacionales y domésticos.

### Captura de Valor

- Entendiéndose que la AGF es una unidad menor dentro de la estructura de Santander Chile, y que por esta condición el aporte de la unidad no se encuentra reflejado en el precio de la acción, la Transacción permitiría monetizar el valor de la AGF.

### Riesgo Industria

- Los últimos años han estado marcados por una creciente regulación al sistema financiero (creación Sernac Financiero, cambios normativa SBIF respecto de cobro de comisiones, etc.).
- Es probable que dichos riesgos no estén del todo capturados en la tasa de descuento, y que por ende, el valor final del activo a traspasar sea menor que el contemplado en la Transacción.

### Oportunidad Estratégica

- Si bien la Transacción se presenta en rangos de valor justos, no se visualiza una oportunidad estratégica material para Santander Chile.
- La Operación Global sí tiene la condición de estratégica para Grupo Santander.

# Oportunidad y Consideraciones

## *Evaluación de los Términos y Condiciones de la Oferta*

### Pago del Precio

- La Carta Oferta explicita claramente la definición del Precio y su mecanismo de pago, tomando en consideración el exceso de caja, el cual se entiende como abono al Precio. Así mismo, las utilidades que se generen entre el 28 de Febrero de 2013 y la fecha definitiva de cierre, podrán ser retiradas por los socios actuales de SAM. A pesar de la carta aclaratoria del 24 de Julio, no queda del todo claro si el retiro de utilidades antes mencionado se considerada como abono al Precio o no. En opinión de CyA dicho retiro no debiese constituir un abono al Precio.

### Operación Global

- El Evaluador Independiente considera adecuado incluir en la Carta Oferta, un delineamiento general de la Operación Global que Grupo Santander está llevando a cabo con los fondos Warburg Pincus y General Atlantic.

### Ajuste de Precio

- La Carta Oferta incluye una cláusula de ajuste de precio en caso de que Grupo Santander obtenga un sobreprecio en una futura venta de SAM (Operación Global).
- Sin contar con mayores detalles de la Operación Global, no se conoce un mecanismo definido para establecer qué proporción del precio pagado en la Operación Global corresponde al pago por cada una de las AGF que compondrán el paquete completo.

### Validez de la Oferta

- La validez de la oferta está supeditada a la aprobación conjunta de las transacciones en las 11 diferentes jurisdicciones en el marco de la Operación Global.
- Dicha condición podría generar un proceso de aprobación fallido para la venta de SAM, en donde luego de cumplir con todos los pasos requeridos, la oferta podría extinguirse por causas ajenas a Santander Chile.

### Efecto Conjunto

- En apreciación de CyA, la Transacción debe ser evaluada como el efecto conjunto del Precio y las condiciones del Contrato de Distribución, siendo importante determinar que cada una de estas componentes se encuentren a valor justo.

# Oportunidad y Consideraciones

## *Evaluación de las Condiciones del Contrato de Distribución*

### Exclusividad

- El Contrato de Distribución estipula exclusividad por parte de Santander Chile, no así para SAM.
- CyA estima que no es necesario forzar una exclusividad recíproca, pero sí sería importante contar con una cláusula que prohíba la oferta de productos SAM a terceros en mejores condiciones que las pactadas con Santander Chile. Este último punto fue recogida en carta aclaratoria del día 24 de Julio.
- Respecto de las excepciones a la exclusividad, CyA considera que las condiciones bajo las cuales se pueden invocar dichas excepciones, son complicadas de alcanzar. La definición de desempeño parece limitada, y los fondos deben tener un deterioro severo y prolongado para invocar la cláusula. En carta del 24 de Julio se reconoce que la definición de desempeño es ambigua, y se determina que de cara a la estructuración final del Contrato de Distribución se establecerán reglas específicas.
- La excepción a la exclusividad se analiza fondo a fondo, lo que parece desventajoso para Santander Chile pues para la competitividad de fondos es relevante el desempeño de toda la familia de productos. En carta del 24 de Julio se incluyen algunas aclaraciones más sobre este punto, aclaraciones que apuntan a la mantención de la calidad y amplitud de los productos a ofrecer.

### Banca Privada

- En las condiciones del Contrato de Distribución se define la actividad de Banca Privada.
- Dicha definición podría ser limitante en el desarrollo futuro de las estrategias de segmentación de Santander Chile. Sin embargo, CyA considera atendible por parte del comprador dicha definición, por cuanto representa la única excepción a la exclusividad exigida.

### Nuevos Productos

- Los documentos consideran una solución a una eventual falta de productos exigidos por Santander Chile, en el sentido de poder exigirle dichos productos a SAM, y eventualmente utilizar productos de terceros.
- Este punto constituye un avance respecto de versiones anteriores de la documentación.

# Oportunidad y Consideraciones

## Evaluación de las Condiciones del Contrato de Distribución

### Término del Contrato

- Las condiciones bajo las cuales el distribuidor puede poner fin al contrato en cada una de las ventanas de renovación, son bastante exigentes, haciendo poco factible dicha terminación.
- CyA levantó el punto de que en caso de no renovación del contrato, no existía una política para determinar los *rebates* que se seguirían aplicando a los AUM que quedarán bajo la administración de Santander Chile. Esto vino a corregirse con una indicación en carta del 24 de Julio.

### Transacción Fundamental

- En caso de verificarse una transacción fundamental (cambio de controlador del distribuidor), Grupo Santander tendría una opción *put* para vender SAM a la distribuidora a un precio definido en un esquema establecido.
- CyA consideró que dicha opción es altamente agresiva hacia los accionistas minoritarios de Santander Chile, más aún cuando la entidad que decide una transacción fundamental es la misma que se haría dueña de la opción *put*.
- Esto también se corrigió en carta del 24 de Julio, en donde se incluye una aclaración al tema, indicando que en caso de verificarse una transacción fundamental, Grupo Santander asumiría los riesgos de adquisición de SAM en caso de que quisiera ejercer la opción *put*.

### Plan de Negocios

- El Plan de Negocios contemplado para los ajustes de *rebates* es bastante agresivo en comparación con los crecimientos observados en los últimos años. A partir del año 2017 el plan deberá ajustarse a crecimientos de la industria global.
- El Plan de Negocio está estructurado en base a *fees* netos. En versiones anteriores estaba basado en *fees* brutos. Independientemente de cuál se utilice, lo importante es observar una consistencia en toda la documentación.

# Oportunidad y Consideraciones

## Evaluación de las Condiciones del Contrato de Distribución

### Cambio Regulatorio Severo

- CyA detectó el riesgo de que ante la posibilidad de que algún ente regulador inhabilite la compartición de *fees*, Santander Chile debería seguir distribuyendo los fondos sin percibir remuneración alguna por ello. Esto se reguló en carta del 24 de Julio, en la cual se señala que en caso de verificarse la situación antes descrita, las partes negociarán de buena fe un mecanismo que replique la estructura previamente acordada.

### Cambios Regulatorios, Legales o Tributarios

- Las excepciones por cambios regulatorio, legales o tributarios, al ajuste de *rebates* contemplado en el contrato parecen necesarias pero incompletas.
- Dichas excepciones no cubren eventualidades de mercado ajenas a Santander Chile, y que podrían afectar el cumplimiento del Plan de Negocios.
- Un ejemplo de estas eventualidades podría ser el de fraudes al interior de la industria, evento que gatilla una salida masiva de este tipo de instrumentos.
- CyA estima conveniente que la cláusula de excepción incluya este tipo de eventos.

### Restricciones a Movimientos de Fondos

- El contrato contiene ciertas restricciones bajo las cuales Santander Chile no puede trasladar fondos de clientes para atender futuros requerimientos de fondeo del banco.
- El Evaluador Independiente entiende estas restricciones y las considera adecuadas de cara a los objetivos de SAM.

### Ley Aplicable y Tribunales Competentes

- El Contrato de Distribución se rige por las leyes de la República de Chile, y que en caso de arbitraje, se deberá someter a la Cámara de Comercio Internacional, con lugar del arbitraje a definir.
- En borradores anteriores el lugar de arbitraje se definía en la ciudad de Paris, cláusula incompatible con controversias menores que no justificaran los gastos asociados a un proceso en Francia.

# Índice

- Resumen Ejecutivo
- Limitación de Responsabilidad
- Introducción
- Condiciones de la Operación
- Evaluación Económica
- Oportunidad y Consideraciones
- **Conclusiones**
- Anexos

# Conclusiones

## *Comentarios Finales*

- Luego de analizar las condiciones económicas presentes en la Transacción, el informe no propone modificaciones a los rangos de valor de la Transacción.
- Se verifican ciertas indefiniciones respecto de algunos términos y condiciones del Contrato de Distribución. Principalmente no se especifica de manera clara el significado del deterioro de desempeño de los fondos, de cara a la activación de las excepciones a la exclusividad. Dicha indefinición debiese corregirse de manera conveniente antes del cierre de la Transacción, tal como se estipula en carta de fecha 24 de Julio.
- En la documentación original se identificaron una serie de puntos y condiciones abiertamente desventajosas para los accionistas de Santander Chile . Estos puntos vinieron a solucionarse o a reconocerse en carta aclaratoria del 24 de Julio. En dicha carta se da solución definitiva o se esboza la mecánica con que se solucionarán los problemas detectados.
- El tamaño económico de la Transacción no representa un factor de riesgo
- Si bien la Transacción revierte ciertos elementos positivos para Santander Chile, el Evaluador Independiente no logra identificar materialidad en estos elementos como para sustentar una oportunidad estratégica incuestionable. Por otro lado, aparte de las condiciones individualizadas que requieren de cierta revisión y redefinición, tampoco se pueden identificar factores de riesgo para los accionistas.
- En la misma línea del punto anterior, el Evaluador Independiente destaca el carácter de estratégica que representaría la Operación Global para Grupo Santander.
- La administración de Santander Chile tiene las capacidades de administrar el desarrollo futuro del negocio, potenciando las ventajas de la integración internacional de las gestoras de fondos.

# Índice

- Resumen Ejecutivo
- Limitación de Responsabilidad
- Introducción
- Condiciones de la Operación
- Evaluación Económica
- Oportunidad y Consideraciones
- Conclusiones
- **Anexos**

# Anexo I

## Modo de Pago del Precio

- El pago del Precio de la Transacción estará sujeto a un abono de acuerdo a las condiciones en que se encuentre el patrimonio de la compañía al momento de la Transacción.
- Al 28 de Febrero de 2013 el patrimonio neto alcanzaba los \$ 51.686.918.286.- Este monto debe ajustarse a la baja o al alza de manera de que el patrimonio neto justo antes de la Transacción, se ajuste a un valor equivalente al 0,19% del total de activos bajo administración.
- Considerando AUM totales del orden de los \$ 3.220 MM a fines de Diciembre 2012, el patrimonio neto debiese ajustarse para llegar a un valor de \$ 6.117 MM, es decir, Santander Chile debiese realizar un retiro de caja por un monto de \$ 45.569 MM, con lo que el flujo neto del Precio a pagar alcanzaría un valor de \$ 84.430.- MM.
- Adicionalmente, los aumentos o disminuciones de activos administrados que se verifiquen en el período considerado desde el 28 de Febrero del presente hasta la fecha efectiva de cierre de la Transacción, participarán también de este abono al Precio.

### Cálculo del Flujo Neto a Traspasar



# Anexo II

## *Compañías Utilizadas Para el Cálculo de Beta*

<b>Compañía</b>	<b>País</b>	<b>AUM (US\$ MM)</b>	<b>Beta</b>
Blackrock	Estados Unidos	3.791.588	1,191
Legg Mason	Estados Unidos	643.300	1,452
T. Rowe Price	Estados Unidos	576.800	1,434
Invesco	Estados Unidos	687.700	1,716
Aberdeen	Gran Bretaña	322.300	1,134
Schroders	Gran Bretaña	212.000	1,276