



UNIVERSIDAD DEL BIOBIO
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
DEPARTAMENTO DE GESTIÓN EMPRESARIAL
MAGISTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**ANÁLISIS COMPARATIVO DEL EFECTO EN EL RETORNO
ACCIONARIO ANTE LA DIVULGACIÓN DE HECHOS ESENCIALES
REFERIDOS A PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN DE LAS
EMPRESAS EN CHILE DURANTE EL PERIODO 2010-2014**

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS

AUTOR : CAMPOS FUENTES DANILO ALEXIS

Profesor Guía : Dr. Améstica Rivas Luis

Profesor Co-Guía : Dr. (c) Cornejo Saavedra Edinson

CHILLÁN, 2016

AGRADECIMIENTOS

Antes que todo, quiero agradecer a Dios, ya que, en mis planes académicos no tenía previsto realizar un postgrado, sin embargo al confiar y dejar en él las decisiones importantes de nuestras vidas, todo se hace más fácil y perfecto. Gracias por darme la posibilidad de cumplir cada una de mis metas y permitirme hacerlo de la mejor forma posible. A mi familia, por forjar a la persona que soy hoy en día, por la educación que me dieron y los valores que me inculcaron. Y especialmente a mi pareja Paulina, por estar en cada momento de flaqueza, entregándome su apoyo y amor incondicional.

Por último, agradecer a mis profesores guías por contar siempre con la mejor disposición para resolver mis inquietudes y ocupar muchas veces su tiempo personal en la realización de esta investigación.

RESUMEN

Este trabajo tiene por objetivo analizar y comparar el efecto que produce la divulgación de información, que realizan las empresas chilenas en forma de hechos esenciales, en el retorno de sus acciones durante el periodo 2010-2014, específicamente los anuncios sobre procesos de fusiones y adquisiciones que conlleven toma de control por parte del adquirente. A través de la metodología de estudio eventos (Brown & Warner, 1980; Fama, Fisher, Jensen, & Roll, 1969), la muestra quedó constituida por 30 acciones con 61 eventos seleccionados para el estudio. Los resultados indican que para el caso de las Adquisiciones, existen retornos anormales positivos y significativos estadísticamente en torno al día del evento ($t=0$). Por el contrario, el evento Fusión muestra resultados significativos, sin embargo no entrega evidencia clara sobre el comportamiento de los retornos anormales.

Palabras claves: Fusión, Adquisición, Hechos esenciales, Retornos anormales.

ABSTRACT

This work aims to analyze and compare the effect of the disclosure, which perform Chilean companies in the form of essential facts in the return of their shares during the period 2010-2014, specifically announcements about mergers and acquisitions involving takeover by the purchaser. Through the study methodology events (Brown & Warner, 1980; Fama et al., 1969), the sample was composed of 30 stocks, with 61 events selected for the study. The results indicate that in the case of acquisitions, there are positive and statistically significant abnormal returns around the day of the event ($t = 0$). By contrast, the fusion event shows significant results, however does not provide clear evidence about the behavior of abnormal returns.

Keywords: Merger, Acquisition, essential facts, abnormal returns.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	14
1.1 ANTECEDENTES	15
1.2 EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	17
1.3 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO	18
1.4 OBJETIVOS E HIPÓTESIS DEL ESTUDIO	19
OBJETIVO GENERAL	19
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	20
HIPÓTESIS	20
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO-CONCEPTUAL	21
2.1 MERCADO DE VALORES	22
2.1.1 PARTICIPANTES DEL MARCADO DE VALORES	22
2.1.2 MERCADO DE VALORES CHILENO	24
2.1.3 SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS	25
2.1.4 HECHOS ESENCIALES	26
2.1.5 ÍNDICES BURSÁTILES	27
2.1.5.1 IPSA	28
2.1.5.2 IGPA	28
2.1.5.3 INTER-10	28
2.1.5.4 ADRÍAN	29
2.1.6 MERCADOS EFICIENTES	29
2.1.6.1 HIPÓTESIS DE MERCADOS EFICIENTES	31
2.2 DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN	32
2.2.1 ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN	33
2.2.2 MOTIVOS DE LA DIVULGACION DE INFORMACION	33
2.2.3 EFECTOS DE LA DIVULGACIONES EN EL MERCADO	34

2.3 INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	36
2.3.1 CONCEPTO INSIDERS TRADING.....	37
2.3.2 EFECTOS EN EL MERCADO	38
2.3.3 ORIGEN Y FUNDAMENTOS DE LA PROHIBICIÓN	42
2.3.3.1 ESTADOS UNIDOS	42
2.3.3.2 UNIÓN EUROPEA.....	43
2.3.3.3 CHILE	43
2.4 FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	45
2.4.1 CONCEPTO FUSIÓN	45
2.4.2 CONCEPTO ADQUISICIÓN	45
2.4.3 TIPOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES	46
2.4.3.1 TIPOS DE FUSIONES.....	46
2.4.3.2 TIPOS DE ADQUISICIONES.....	47
2.4.4 OLEADAS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES: BREVE RESEÑA	48
2.4.4.1 PRIMERA OLEADA (1897-1904): “LA OLEADA DE LA MONOPOLIZACIÓN”	49
2.4.4.2 SEGUNDA OLEADA (1916-1929): “LA OLEADA DE LOS OLIGOPOLIOS”	50
2.4.4.3 TERCERA OLEADA (1965-1972): “LA OLEADA DE LOS CONGLOMERADOS”	50
2.4.4.4 CUARTA OLEADA (1982-1989): “LA OLEADA DE LAS MEGAFUSIONES”	51
2.4.4.5 QUINTA OLEADA (1989-2001): “LA OLEADA DE LAS TMT”	52
2.4.4.6 SEXTA OLEADA (2001-ACTUALIDAD): “LA OLEADA DE LA GLOBALIZACIÓN	53

2.4.5 RAZONES POR LAS CUALES SE REALIZAN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	54
2.4.6 EFECTOS EN LAS EMPRESAS QUE RELIZARON FUSIONE Y ADQUISICIONES (F&A)	55
2.4.7 FUSIONES Y ADQUISICIONES: EFECTOS EN EL MERCADO	58
2.4.8 FUSIONES Y ADQUISICIONES EN CIFRAS.....	61
2.4.8.1 LATINOAMÉRICA.....	61
2.4.8.2 CHILE	64
2.5 ESTUDIO DE EVENTOS	65
2.5.1 RETORNOS.....	66
2.5.2 VENTANA DEL EVENTO.....	67
2.5.3 RETORNO NORMAL O ESPERADO	67
2.5.4 RETORNO ANORMAL.....	68
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA.....	69
3.1 CARACTERISTICAS DEL ESTUDIO	70
3.2 MÉTODO ESTUDIO DE EVENTOS.....	70
3.2.1 MEAN ADJUSTED RETURN.....	71
3.2.2 MARKET MODEL.....	72
3.2.3 MARKET ADJUSTED RETURN.....	72
3.2.4 ANÁLISIS DE SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA	73
3.3 DEFINICION DE LOS EVENTOS	74
3.4 DEFINICION DE LA MUESTRA.....	77
3.5 CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA METODOLIGÍA.....	84
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS.....	86
4.1 ANÁLISIS ADQUISICIONES	87
4.1.1 RESIDUOS O RETORNOS ANORMALES PROMEDIOS	87

4.1.1.1 RETORNOS PROMEDIO MODELO RETORNO PROMEDIO AJUSTADO	87
4.1.1.2 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO.....	88
4.1.1.3 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO AJUSTADO	89
4.1.2 SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA DE LOS RESULTADOS.....	89
4.1.3 RESULTADOS SIGNIFICATIVOS	92
4.1.4 RESULTADO EMPRESAS SIGNIFICATIVAS EVENTO ADQUISICIÓN....	93
4.1.4.1 VIÑA CONCHA Y TORO S.A.	95
4.1.4.2 SONDA S.A.	96
4.1.4.3 SONDA S.A. (B).....	97
4.1.4.4 SIGDO KOPPERS S.A.	98
4.1.4.5 SIGDO KOPPERS S.A. (B).....	99
4.1.4.6 SIGDO KOPPERS S.A. (C).....	100
4.1.4.7 SALFACORP S.A.	101
4.1.4.8 PARQUE ARAUCO S.A.	102
4.1.4.9 PARQUE ARAUCO S.A. (B).....	103
4.1.4.10 INVERSIONES LA CONSTRUCCION S.A.	104
4.1.4.11 AES GENER S.A.	105
4.1.4.12 BUPA CHILE S.A.....	106
4.1.4.13 BUPA CHILE S.A. (B)	107
4.1.4.14 CENCOSUD S.A.	108
4.1.4.15 ENERSIS S.A.....	109
4.1.4.16 EMPRESA COPEC S.A.....	110
4.1.4.17 ENJOY S.A.	111
4.2 ANÁLISIS FUSIONES	112

4.2.1 RESIDUOS O RETORNOS ANORMALES EVENTO FUSION	112
4.2.1.1 RETORNOS PROMEDIO MODELO RETORNO PROMEDIO AJUSTADO	112
4.2.1.2 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO.....	113
4.2.1.3 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO AJUSTADO	113
4.2.2 SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA DE LOS RESULTADOS EVENTO FUSIÓN	114
4.2.3 RESULTADOS SIGNIFICATIVOS	116
4.2.4 RESULTADO EMPRESAS SIGNIFICATIVAS EVENTO FUSIÓN	118
4.2.4.1 LATAM AIRLINES GROUP S.A.	119
4.2.4.2 ENERSIS S.A.	120
4.2.4.3 COMPAÑÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A.	121
CAPÍTULO V: CONCLUSIONES.....	122
5.1 CONCLUSIÓN SOBRE LOS OBJETIVOS DEL ESTUDIO	124
5.2 CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN	125
5.2.1 CONCLUSION ADQUISICIONES	125
5.2.1.1 RESULTADOS AR.....	125
5.2.1.2 RESULTADOS CAR.....	126
5.2.2 CONCLUSION FUSIONES	127
5.2.2.1 RESULTADOS AR.....	127
5.2.2.2 RESULTADOS CAR.....	128
5.3 RESULTADOS EMPRESA SIGNIFICATIVAS	129
5.4 CONCLUSIÓN GENERAL	130
BIBLIOGRAFÍA	132
ANEXOS.....	139

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1: PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES	23
FIGURA 2: EVOLUCIÓN DE CANTIDAD DE ACUERDOS Y MONTOS TOTALES EN EL MERCADO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE LATINOAMÉRICA	61
FIGURA 3: PRINCIPALES SECTORES ECONÓMICOS DE LA REGIÓN.....	62
FIGURA 4: PRINCIPALES PAÍSES SEGÚN CANTIDAD DE ACUERDOS Y MONTOS TOTALES	63
FIGURA 5: ORÍGENES DE LOS CAPITALES DESTINADOS AL MERCADO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE LATINOAMÉRICA.....	64
FIGURA 6: VENTANA DEL EVENTO	67

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: RESIDUOS VENTA DEL EVENTO MÉTODO A.....	88
GRÁFICO 2: RESIDUOS VENTA DEL EVENTO MÉTODO B.....	88
GRÁFICO 3: RESIDUOS VENTA DEL EVENTO MÉTODO C.....	89
GRÁFICO 4: RESIDUOS VENTANA DEL EVENTO MÉTODO A.....	112
GRÁFICO 5: RESIDUOS VENTANA DEL EVENTO FUSIÓN, MÉTODO B.....	113
GRÁFICO 6: RESIDUOS VENTANA DEL EVENTO FUSIÓN, MÉTODO C.....	114

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1: ÍNDICES BURSÁTILES CHILENOS	27
TABLA 2: TIPOS DE HECHOS ESENCIALES RELACIONADOS CON PROCESOS DE FUSIÓN Y/O ADQUISICIÓN.....	75
TABLA 3: MUESTRA FINAL EVENTO ADQUISICIÓN.....	78
TABLA 4: MUESTRA FINAL EVENTO FUSIÓN	83
TABLA 5: VALORES SIGNIFICATIVOS PARA EL TEST-T.....	85
TABLA 6: RESULTADOS SIGNIFICATIVOS PARA EL EVENTO ADQUISICIÓN, VENTANA -40;+40 DÍAS.....	90
TABLA 7: RESULTADOS SIGNIFICATIVOS PARA EL EVENTO ADQUISICIÓN, VENTANA -6;+6 DÍAS.....	92
TABLA 8: EMPRESAS SIGNIFICATIVAS EVENTO ADQUISICIÓN	94
TABLA 9: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN VIÑA CONCHA Y TORO S.A.	95
TABLA 10: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN SONDA S.A.	96
TABLA 11: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN SONDA S.A. (B)	97
TABLA 12: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN SIDGO KOPPERS S.A.	98
TABLA 13: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN SIDGO KOPPERS S.A. (B).....	99
TABLA 14: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN SIDGO KOPPERS S.A. (C).....	100
TABLA 15: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN SALFACORP S.A.	101
TABLA 16: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN PARQUE ARAUCO S.A.	102
TABLA 17: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN PARQUE ARAUCO S.A. (B).....	103
TABLA 18: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN INVERSIONES LA CONSTRUCTORA S.A.	104

TABLA 19: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN AES GENER S.A.	105
TABLA 20: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN BUPA CHILE S.A.	106
TABLA 21: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN BUPA CHILE S.A. (B).....	107
TABLA 22: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN CENCOSUD S.A.	108
TABLA 23: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN ENERSIS S.A. .	109
TABLA 24: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN COPEC S.A.....	110
TABLA 25: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO ADQUISICIÓN ENJOY S.A.....	111
TABLA 26: RESULTADOS SIGNIFICATIVOS PARA EL EVENTO FUSIÓN, VENTANA -40;+40 DÍAS.....	115
TABLA 27: RESULTADOS SIGNIFICATIVOS PARA EL EVENTO FUSIÓN, VENTANA -4;+4 DÍAS.....	117
TABLA 28: EMPRESAS SIGNIFICATIVAS EVENTO FUSIÓN	118
TABLA 29: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO FUSIÓN LATAM AIRLINES GROUP S.A.	119
TABLA 30: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO FUSIÓN ENERSIS S.A.	120
TABLA 31: EMPRESA SIGNIFICATIVA EVENTO FUSIÓN COMPAÑÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A.....	121
TABLA 32: CONCLUSIÓN A LOS OBJETIVOS DEL ESTUDIO	124

ÍNDICE DE ANEXOS

ANEXO 1: CLASIFICACIÓN GENERAL HECHOS ESENCIALES	140
ANEXO 2: LISTADO DE EMPRESAS QUE PRESENTARON HECHOS ESENCIALES RELACIONADOS CON LOS PROCESOS DE FUSIÓN Y/O ADQUISICIÓN, ENTRE LOS AÑOS 2010-2014.	141
ANEXO 3: PROMEDIO RETORNOS ANORMALES (AR) VENTANA DEL EVENTO (- 40; +40) DÍAS. MODELOS: MEAN ADJUSTED RETURN, MARKET MODEL Y ADJUSTED MARKET RETURN. EVENTO ADQUISICIÓN.....	146
ANEXO 4: CÁLCULOS VENTANA DEL EVENTO (-40; +40) DÍAS. MÉTODO A: MEAN ADJUSTED RETURN. EVENTO ADQUISICIÓN.....	148
ANEXO 5: CÁLCULOS VENTANA DEL EVENTO (-40; +40) DÍAS. MÉTODO B: MARKET MODEL. EVENTO ADQUISICIÓN.....	150
ANEXO 6: CÁLCULOS VENTANA DEL EVENTO (-40; +40) DÍAS. MÉTODO C: ADJUSTED MARKET RETURN. EVENTO ADQUISICIÓN.....	152
ANEXO 7: PROMEDIO RETORNOS ANORMALES (AR) VENTANA DEL EVENTO (- 40; +40) DÍAS. MODELOS: MEAN ADJUSTED RETURN, MARKET MODEL Y ADJUSTED MARKET RETURN. EVENTO FUSIÓN.....	154
ANEXO 8: CÁLCULOS VENTANA DEL EVENTO (-40; +40) DÍAS. MÉTODO A: MEAN ADJUSTED RETURN. EVENTO FUSIÓN.....	156
ANEXO 9: CÁLCULOS VENTANA DEL EVENTO (-40; +40) DÍAS. MÉTODO B: MARKET MODEL. EVENTO FUSIÓN.....	158
ANEXO 10: VENTANA DEL EVENTO (-40; +40) DÍAS. MÉTODO C: ADJUSTED MARKET RETURN. EVENTO FUSIÓN.....	160

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

- BCS : Bolsa de Comercio de Santiago
- SVS : Superintendencia de Valores y Seguros
- SVSEduca : Portal de Educación Financiera
- H_0 : Hipótesis nula
- H_1 : Hipótesis alterna
- IPS : Instituto de Previsión Social
- SEIL : Sistema de Envío de Información en Línea
- IPSA : Índice de Precios Selectivo de Acciones
- IGPA : Índice General de Precio de Acciones
- BEC : Bolsa Electrónica de Chile
- ADRs : American Depositary Receipt
- EMH : Hipótesis de Mercados Eficientes
- F&A : Fusiones y Adquisiciones
- SEC : Securities and Exchange Commission
- CEE : Comunidad Económica Europea
- OPA : Oferta Pública de Acciones
- LBO : Leveraged Buy Out
- MBO : Management Buy Out
- TMT's : Compañías de Telecomunicación, Media y Tecnología
- AR : Abnormal Return
- CAR : Cumulative Average Residual

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

El capítulo partirá explicando los antecedentes del tema que será estudiado, pasando por la problemática y su respectiva justificación. Luego, se mencionan los objetivos generales y específicos del estudio, para terminar con la hipótesis que se pretende contrastar.

1.1 ANTECEDENTES

El mercado de valores chileno se viene desarrollando desde principios del siglo XIX, la primera bolsa de valores se formó en 1893 como la Bolsa de Comercio de Santiago. En 1854 se dictó la ley de sociedades anónimas, incorporada al Código de Comercio en 1865 y finalmente en 1981 se dictó la actual ley de Sociedad Anónimas.

El mercado de valores opera al igual que cualquier otro en el que se transan bienes y servicios, solo que en este caso se transan principalmente instrumentos financieros; títulos de capitalización, como acciones, y títulos de deuda, como bonos y efectos de comercio. En este tipo de mercados, la información juega un rol preponderante a la hora de tomar decisiones, ya que, con ella se puede obtener una mayor certidumbre sobre los resultados que se pretenden obtener en el corto y largo plazo.

Las noticias representan la nueva información que los inversionistas reciben y estas pueden cambiar el valor esperado de las empresas y causar retornos anormales (Jairo, 2009). Es aquí, donde se centra el estudio de esta investigación, que recae en la divulgación de información que realizan las empresas en forma de Hechos Esenciales.

Algunos autores han analizado las consecuencias de esta liberación de información, entre ellos Grégoire (2008), el cual estableció que existe una relación positiva entre la divulgación de la información por parte de las empresas, y el efecto en sus decisiones de compra y venta de acciones. Es por ello, que las compañías tienden a manipular estratégicamente su información, debido a los efectos que pueden generar en el desempeño de las mismas. Algo similar fue lo que analizó Sletten (2012), el cual concluyó que los administradores tratan de ocultar las noticias malas de sus organizaciones para el mercado, para que esto no disminuya el precio de sus acciones.

Por lo tanto, se podría mencionar que las empresas están dispuestas a divulgar información al mercado, pero en muchas ocasiones tienden a aprovechar esa información de carácter privilegiada generada dentro de las mismas. Esta problemática se debe al gran rol que juega la información en el mercado bursátil a la hora de tomar decisiones, ya sea, para beneficio personal o el de una organización.

En un mercado eficiente en su forma fuerte todos los individuos tienen acceso a la misma información y los precios representan la información pasada, presente y futura (Brealey & Myers, 2003). Pero en la realidad los participantes de este mercado cuentan con distintos niveles de acceso a la información y de distinta calidad, provocando asimetrías de información por el acceso desigual a ésta, entre Insiders y Outsiders (O'Hara, 2001). Esta asimetría es una desventaja para los inversionistas outsiders, quienes deben esperar a que la información se libere al mercado para conocerla. Es por esto que surge el concepto de información privilegiada, que apunta a aquella información clave para una firma y que es utilizada antes de ser liberada o conocida por el público en general.

Hillier, Korczak, & Korczak (2015) analizaron el uso de información privilegiada de las corporaciones y el impacto que esto provoca en los beneficios personales, es por ello, que es necesario que en toda organización se cuente con políticas y normativas claras sobre sus insiders. Es así que, Hanson (2007) nombra que la información privilegiada de una empresa debe ser protegida y cada persona asociada a ella debe guardar discreción en sus transacciones, ya que, tiene el deber solemne de evitar que esa información salga de la empresa. Sin embargo, Ried (2004) menciona que es más justo entregar a cada empresa la decisión de usar la información privilegiada de la manera que mejor le parezca.

Noe (1999), el cual al estudiar la divulgación de la información, se percató que los ejecutivos ocupaban la información privilegiada para realizar transacciones entre ellos, antes de divulgar la información, obteniendo precios favorables de las acciones. Además de las acciones que puede tomar el Insider, el uso de información privilegiada tiene directa relación con los procesos de divulgación de información a través de los distintos anuncios que hacen las compañías, tales como; anuncios de fusiones, adquisiciones, emisión de acciones e incrementos en los dividendos, los cuales, pueden afectar los retornos en los precios de las acciones, tanto antes (información privilegiada) como después de la fecha en que ocurre el evento anunciado (nueva información).

Razones por las cuales, el objetivo principal que busca esta investigación es analizar la divulgación de información en forma de hechos esenciales referidos a los procesos de fusiones y/o adquisiciones realizadas en Chile entre los años 2010 y 2014.

Por lo tanto, se busca establecer si existe evidencia de retornos anormales asociada a la emisión de hechos esenciales y a la presencia de uso de información privilegiada en estos procesos, a través de la metodología de estudio de eventos (Fama et al., 1969; Martin, 2003).

Para desarrollar esta investigación, se construyó una base de datos con los hechos esenciales de las empresas emisoras de oferta pública o sociedades anónimas abiertas (ley N° 20.382), que comunicaron procesos de fusión y/o adquisición en el periodo de tiempo antes mencionado, las cuales se encuentran en la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), de un total de 1.074 entidades registradas ya sean vigentes o no vigentes.

Los resultados que se pretenden obtener con esta investigación van en línea con los obtenidos por diversos autores tanto nacionales como internacionales, demostrando que existe evidencia significativa de retornos anormales asociados a la emisión de hechos esenciales referidos a proceso de fusión y/o adquisición.

1.2 EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Las empresas cuentan con información relevante relacionada muchas veces con sus estrategias, decisiones, procesos, etc., que al darse a conocer o al ser liberada a todo público, puede generar cambios en el precio de las acciones, tanto de ella misma como de otras entidades. De ahí que, ante la divulgación de alguna información relevante, el mercado reacciona reflejando las consecuencias en el precio de las acciones, ya sea al alza o a la baja, dependiendo de las expectativas futuras que genera la nueva información disponible.

Sin embargo, estas variaciones en el precio de las acciones; en ocasiones se han visto generadas antes de la publicación de importantes eventos, por lo que deja a luz la existencia de asimetrías de información, relacionadas a la presencia de determinados agentes que tienen acceso de forma anticipada a esta información, mucho antes de ser conocida por el público en general.

En el mercado hay distintos agentes que tienen acceso a información clave debido a su posición o cargos en distintas entidades denominados Insider, tales como: directores, gerentes y ejecutivos principales, sus cónyuges o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad y toda entidad controlada, directamente o a través de otras personas, por cualquiera de ellos (según Ley N°18.045 y norma 269 de la SVS).

El principal problema es que estos Insiders aprovechan su posición para adquirir información relevante en los procesos de las compañías como anuncios de fusiones, adquisiciones, emisión de acciones e incrementos en los dividendos, entre otros. De modo que, pueden anticiparse y realizar transacciones antes de que dichas entidades comuniquen y hagan pública la información a las entidades reguladoras y a los demás inversionistas, por lo cual, estos obtienen retornos anormales mucho mayores a lo que se generarían en condiciones normales de mercado y que van en directo perjuicio de los demás inversionistas (Outsiders), comportamiento que afecta valores como la lealtad en la competencia o la búsqueda de la honestidad y transparencia en las actividades mercantiles.

Es por ello, la necesidad de estudiar este tipo de situaciones, para poder determinar cómo reacciona el mercado ante la divulgación de determinada información o sucesos, y dar respuesta o luces ante la problemática relacionada a la capacidad que tiene la información en repercutir en el desempeño que tienen las compañías y el uso que se le da a esta, poniendo en juego la ética empresarial.

1.3 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

Según Brealey & Myers, (2003) los mercados son más eficientes cuando todos tienen acceso a la misma información y al mismo tiempo, pero esto no es así a cabalidad, ya que, existen participantes que cuentan con diferentes niveles de información. En consecuencia, los organismos reguladores han obligado a las empresas a comunicar aquellos eventos que puedan afectar significativamente el funcionamiento del negocio, a través de la publicación de los denominados “hechos esenciales”, de esta forma logrará que la información esté disponible en tiempo y veracidad para todos los participantes del mercado.

Esta nueva información puede generar cambios en los retornos accionarios de las empresas, cambios que resultan interesantes de ser estudiados y analizados. A través de este estudio, se pretende aportar nueva evidencia sobre la reacción que tiene el mercado ante la divulgación de determinados eventos o sucesos en forma de hechos esenciales por parte de las empresas.

Además, se pretende analizar el tiempo o velocidad con el cual se observan los efectos en los retornos accionarios, concluyendo si estos se producen antes o después de la emisión de los hechos esenciales, pudiendo mencionar la existencia de uso de información privilegiada, si existiesen cambios anteriores a la divulgación de información, lo cual puede ser de gran importancia para las entidades reguladoras a la hora de fiscalizar este tipo de prácticas.

Por último, desde el surgimiento de las empresas, tanto las fusiones como las adquisiciones empresariales han sido una práctica muy común, especialmente durante el siglo XX. Uno de los principales motivos por los cuales se llevan a cabo este tipo de procesos, gira siempre en torno al objetivo principal de toda organización, la cual busca maximizar el valor de la empresa (Santeiro, 2014). Por lo tanto, dado el objetivo que buscan estos procesos, es inevitable pensar que toda aquella información relacionada con las características con las cuales se llevarán a cabo las fusiones o adquisiciones entre las empresas, tengan una gran importancia y un enorme poder para cambiar el desempeño en el precio de las acciones de las compañías involucradas, por lo cual se transforma en un gran tema para ser estudiado y analizado.

1.4 OBJETIVOS E HIPÓTESIS DEL ESTUDIO

OBJETIVO GENERAL

- Analizar y comparar el efecto que produce la divulgación de hechos esenciales referidos a procesos de fusión y adquisición, en el retorno accionario de las empresas en Chile durante el periodo 2010-2014.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Caracterizar y describir el mercado de valores chileno y los efectos de la divulgación de información en los mercados accionarios.
- Identificar y clasificar aquellas empresas que realizaron procesos de fusión y/o adquisición durante el periodo 2010-2014.
- Calcular y Analizar el comportamiento de los retornos accionario antes y después de la fecha de anuncio de un proceso de fusión y/o adquisición.
- Evaluar la existencia de retornos anormales asociados a la divulgación de hechos esenciales referidos a procesos de fusión y/o adquisición.

HIPÓTESIS

En el presente estudio pretende contrastar las siguientes hipótesis, las cuales serán analizadas en el Capítulo final de las conclusiones.

- **H₀:** No se observan retornos anormales significativos en el día del anuncio de una fusión y/o adquisición.
- **H₁:** Si se observan retornos anormales significativos en torno al día del anuncio de una fusión y/o adquisición.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO- CONCEPTUAL

Este capítulo, aborda el marco conceptual y el marco teórico del estudio, con el objetivo de familiarizar al lector con la terminología técnica y lograr así una mayor comprensión del texto. El Marco Teórico corresponde al análisis de la literatura existente sobre el tema de estudio, en este caso, el efecto de la divulgación de información en base a hechos esenciales referidos a los procesos de fusión y/o adquisición de empresas chilenas. Por consiguiente, se revisa literatura sobre el mercado de valores, los procesos de fusión y adquisición, la divulgación de información, el uso y prohibición de información privilegiada y sobre la metodología aplicada en este trabajo. De esta forma se pretende generar un conjunto de conocimientos que permita un mejor entendimiento de la investigación.

2.1 MERCADO DE VALORES

En materia económica el mercado ha sido definido como la instancia, ya sea un lugar físico, o el medio de comunicación o la agregación de ellos, donde se contactan libremente los potenciales compradores y vendedores de un determinado bien o servicio (Carvajal, 2004). Del cual, existen distintos tipos de acuerdo a diferentes factores como los niveles de competencia, el área geográfica, los bienes y servicio que se transen, etc., dentro de estos, se encuentra el mercado de valores.

Un mercado financiero es el sistema o el lugar en el cual se produce un intercambio de activos financieros y en donde se determinan los precios. Inicialmente, el sistema no requiere un espacio físico concreto donde se realiza este intercambio. Es por ello, que los mercados de capitales son espacios físicos o virtuales, donde se reúnen los participantes que buscan capital adicional y aquellos que deseen invertir sus recursos en exceso (Burneo, Galindo, Berggrun, & Lizarzaburu, 2015). También definen los mercados de capitales como lugares donde el riesgo puede ser distribuido, compartido, y diversificado.

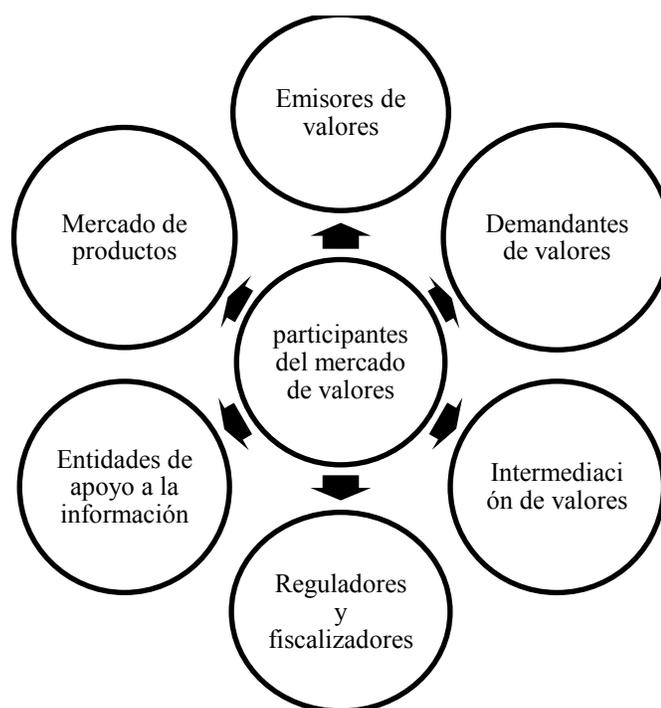
Este mercado es definido como aquel donde se transan principalmente instrumentos financieros; títulos de capitalización, como acciones, y títulos de deuda, como bonos y efectos de comercio. La demanda y la oferta se producen en un lugar de intercambio llamado mercado, en el que la compra y venta se puede realizar a través de intermediarios, ya sea en una Bolsa o fuera de ella, y en otros casos entre las partes interesadas (SVS Educa, 2016).

2.1.1 PARTICIPANTES DEL MARCADODE VALORES

Los emisores de valores de oferta pública son principalmente las sociedades anónimas abiertas, sociedades anónimas que emiten títulos de deuda, los bancos e instituciones financieras, los fondos de terceros distintos a los Fondos de Pensiones, y el Estado a través del Banco Central, la Tesorería y el Instituto de Previsión Social (IPS). Las sociedades que deseen emitir y hacer oferta pública de sus valores, deben previamente inscribirse e inscribir sus títulos en un registro especial que para estos efectos lleva la Superintendencia de Valores y Seguros.

Los inversionistas (personas o sociedades) buscan los instrumentos financieros que les reporten la mayor rentabilidad posible de acuerdo al riesgo que estén dispuestos a asumir. Los emisores requieren de capital para financiar sus proyectos, para reunir estos recursos pueden utilizar la vía de ofrecer valores (acciones, bonos, etc.) a los inversionistas. En la figura N°1, se observan los distintos participantes que se encuentran en el Mercado de Valores (SVS Educa, 2016).

Figura 1: Participantes del Mercado de Valores



Fuente: elaboración propia.

Participantes del Mercado de Valores:

- **Emisores de Valores:** ofrecen valores (acciones, bonos, cuotas de fondos mutuos, etc.) para su venta en el mercado.
- **Demandantes de Valores:** personas o instituciones que desean obtener ganancias mediante la adquisición de instrumentos de inversión.
- **Intermediación de Valores:** se encuentran en esta categoría, los Intermediarios de Valores, las Operaciones de intermediación y las Sociedades de Apoyo a la Intermediación.

- **Reguladores y fiscalizadores:** supervisan que las actividades y participantes del mercado de valores operen dentro del marco legal y demás normativa reglamentaria que les sea aplicable.
- **Entidades de apoyo a la información:** contribuyen con la fiscalización, mediante la revisión de la información financiera de las sociedades.
- **Mercado de Productos:** mercado bursátil en el que se transan productos agropecuarios.

Las emisiones de estas entidades se rigen por las disposiciones de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas, por la ley de cada uno de los fondos y por la normativa de la SVS (SVS Educa, 2016). Por último a octubre de 2015 se encontraban registradas 372 empresas vigentes que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago.

2.1.2 MERCADO DE VALORES CHILENO

El mercado de valores chileno se viene desarrollando desde principios del siglo XIX, en 1840 se trato de formar la primera Bolsa de valores, la cual, solo tomo forma en 1893 como la Bolsa de Comercio de Santiago. En 1854 se dicto la ley de sociedades anónimas incorporadas al Código de Comercio en 1865 y finalmente en 1981se dictó la actual ley de sociedades anónimas.

Este mercado opera al igual que cualquier otro en el que se transan bienes y servicios, aunque en este caso se transan principalmente instrumentos financieros; títulos de capitalización, como acciones, y títulos de deuda, como bonos y efectos de comercio.

En este tipo de mercados, la información juega un rol preponderante a la hora de tomar decisiones, ya que, con ella se puede obtener una mayor certidumbre sobre los resultados que se pretenden obtener en el corto y largo plazo.

Según Brealey & Myers, (2003) los mercados son más eficientes cuando todos tiene acceso a la misma información y al mismo tiempo, pero en realidad esto no es así y los distintos participantes del mercado cuentan con diferentes niveles de información, algunos de ellos debido a su puesto o cargo en determinadas organizaciones cuentan con información clave denominados Insiders.

Así que, las noticias representan la nueva información que los inversionistas reciben y estas pueden cambiar el valor esperado de las empresas y causar retornos anormales (Jairo, 2009).

Por lo tanto, el buen funcionamiento del mercado de valores depende en gran medida en la confianza que inspire a los inversores. Esa confianza se basa entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada, considerando que las operaciones con información de este tipo suponen ventajas para ciertos inversores, que deterioran esta confianza y entorpecen así el buen funcionamiento.

2.1.3 SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS

Desde mediados del siglo XIX la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ha tenido un rol preponderante como organismo supervisor de las entidades que participan en el mercado de valores chileno, ya sean, sociedades anónimas, compañías de seguros, bolsas de valores e intermediarios, fondos mutuos y sus administradoras, más otras entidades que han ingresado a dicho mercado en los últimos años; tales como clasificadoras de riesgo, fondos de inversión de capital extranjero y fondos de inversión (SVS, 2016).

La Superintendencia de Valores y Seguros es una institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda. Tiene por objeto la superior fiscalización de las actividades y entidades que participan de los mercados de valores y de seguros en Chile. Así, a la SVS le corresponde velar porque las personas o instituciones supervisadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que rijan el funcionamiento de estos mercados.

Además, de velar por la transparencia de los mercados que supervisa, mediante la oportuna y amplia difusión de la información pública que mantiene y, colaborar en el conocimiento y educación de inversionistas, asegurados y público en general. Todos ellos, elementos esenciales para el desarrollo y correcto funcionamiento de dichos mercados.

En el ejercicio de las funciones de fiscalización de las personas e instituciones que participan en los mercados de valores y seguros, como también de aquellas entidades que por leyes especiales se han encomendado a su supervisión, la SVS desarrolla entre otras atribuciones las siguientes funciones (SVS Educa, 2016):

- Interpretar administrativamente las leyes, reglamentos y disposiciones de competencias del Servicio.
- Dictar normas e impartir instrucciones a las entidades supervisadas.
- Atender consultas e investigar las denuncias o reclamos que formulen accionistas, inversionistas y otros legítimos interesados.
- Examinar las operaciones de los sujetos fiscalizados, para velar por el cumplimiento del mercado.
- Resguardar los derechos de accionistas, inversionistas y asegurados.
- Sancionar en caso de incumplimiento de la normativa o de las órdenes e instrucciones que se hayan impartido.

2.1.4 HECHOS ESENCIALES

De acuerdo a lo establecido en el artículo 9° y 10° de la ley 18.045, las entidades inscritas en el registro de valores deberán informar en forma oportuna, suficiente y veras, todo hecho o información esencial de ellas mismas, de sus negocios y de los valores que ofrecen, en el momento de el hecho ocurra o llegue a sus conocimiento (SVS, 2008). Por ello, se deberá entender que una información es de carácter esencial cuando *esta sería considerada importante para sus decisiones de inversión por una persona juiciosa*

Por lo tanto, se debe considerar aquellos eventos que sean capaces de afectar en forma significativa a los activos y obligaciones de la entidad, el rendimiento de los negocios de la entidad, y la situación financiera de la entidad.

Será responsabilidad el directorio o la administración de la entidad, facultar a uno o más directores, gerente general o representante legal de la sociedad, para calificar que un determinado hecho reviste el carácter de esencial. Por último el hecho considerado como esencial, debe ser remitido a través del modulo SEIL (Sistema de Envío de Información en Línea) del sitio web de la superintendencia (www.svs.cl), siguiendo la estructura establecida, que debe contener como mínimo las siguientes menciones:

- A manera de título la frase HECHO ESENCIAL
- Razón social y numero de inscripción en el registro de valores
- Fecha de la comunicación
- Indicar que la comunicación se realiza en base al artículo 9° y 10° de la ley 18.045
- La información del hecho esencial (clara y detallada)
- Nombre de la persona que suscribe la comunicación
- Por último, Individualizar archivos adjuntos

2.1.5 ÍNDICES BURSÁTILES

Los índices bursátiles revelan variaciones de precios de los valores que los componen, como acciones, títulos de deuda, etc. Estos indicadores son usados principalmente por las bolsas de valores, como referencia para medir la evolución del precio de los valores que los componen. Estos valores tienen características comunes, como pueden ser pertenecer a una misma bolsa, tener una capitalización bursátil similar o pertenecer a una misma industria (SVS Educa, 2016). En la tabla n°1 se muestran algunos índices bursátiles chilenos.

Tabla 1: Índices Bursátiles chilenos

BOLSA	NOMBRE
Bolsa de Comercio	IPSA
Bolsa de comercio	IGPA
Bolsa de Comercio	INTER-10
Bolsa Electrónica	ADRían

Fuente: elaboración propia.

2.1.5.1 IPSA

El IPSA es el Índice de Precios Selectivo de Acciones, mide las variaciones de precios de 40 compañías más líquidas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago. La selección de sociedades se efectúa trimestralmente en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. La base del índice se renueva al principio de cada año, tomando el valor 100, el último día hábil del mes de diciembre del año anterior. El índice se construye ponderando el patrimonio bursátil (valor en bolsa) ajustado por el free-float¹. El Ipsa se calculó por primera vez en el año 1977, y su valor base era 1.000 puntos. (SVS Educa, 2016).

2.1.5.2 IGPA

El IGPA es el Índice General de Precios de las Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago. Es un indicador de carácter patrimonial, que mide las variaciones de todas las acciones inscritas en esa bolsa. Dicha medición se efectúa a través del patrimonio bursátil o valor bolsa de las diferentes sociedades que lo componen, clasificadas en rubros y subrubros, dentro del índice según su actividad. La cartera de este índice se re-evalúa el 30 de diciembre de cada año, de acuerdo a la frecuencia en que se registran sus operaciones y a los volúmenes transados. Su base de referencia es 100 puntos a partir del 30 de diciembre del 1980 (SVS Educa, 2016).

2.1.5.3 INTER-10

El índice INTER -10 es el principal indicador de las empresas chilenas que cotizan en mercados extranjeros. Este índice nace a mediados de los noventa para reflejar el comportamiento de las principales acciones chilenas que son cotizadas en los mercados externos mediante ADR's, (American Depository Receipts) que son títulos que respaldan un depósito en el banco de Estados Unidos de acciones de compañías cuyas sociedades son extranjeras y que a su vez son partícipes importantes del mercado local (SVS Educa, 2016).

¹ El concepto de Free Float, hace referencia a la cantidad de acciones en circulación de una empresa cotizante que se encuentra disponible para su compra a través del mercado. Es decir, el total de acciones menos la porción en manos del grupo controlante y de inversores estratégicos, como pueden ser el Gobierno en el caso de empresas privatizadas, los miembros del directorio o inversores a largo plazo (<http://www.observatoriodelinversor.com/el-free-float-frente-a-las-acciones-restringidas/>)

La capitalización bursátil de las compañías componentes del INTER-10 equivale a USD\$ 73.605 MM lo que representa a la fecha un 27% de la capitalización bursátil total y un 40% de la capitalización bursátil del IPSA.

Todas las empresas componentes de éste índice son líderes dentro de sus industrias y son marcas reconocidas. La lista de empresas componentes es estable, y las acciones se transan activamente, lo que implica una baja tasa de recambio de empresas y un alto nivel de liquidez.

La composición de su cartera se revisa trimestralmente y, la base del índice cambia de valor al principio de cada año, tomando el valor 100, el último día hábil del mes de diciembre del año anterior, al igual que el IPSA.

2.1.5.4 ADRían

Índice accionario que mide la variación de los precios del 100% de las acciones chilenas que se cotizan en los mercados internacionales y busca reflejar los movimientos accionarios y de precios experimentados por la totalidad de los ADR's que se transan en el exterior y sus efectos en el mercado local. Este índice fue elaborado por la Bolsa Electrónica de Chile (BEC), la cual, comenzó sus operaciones en noviembre de 1989, transformándose en la primera institución en toda Latinoamérica en implementar un sistema electrónico de transacciones en tiempo real (BEC, 2016). Por último, este índice se encuentra compuesto por: Andina-A, Conchatoro, Provida, Andina-B, Corpbanca, SQM-B, Bsantander, Endesa, CCU, Enersis, Chile e Hipermerc.

2.1.6 MERCADOS EFICIENTES

Un mercado de valores es eficiente cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco es decir, el valor actual de todos los flujos de caja esperados (Aragón & Mascareñas, 1994). En otras palabras, el precio de los títulos que se transan en el mercado refleja toda la información disponible y se ajustan total y velozmente a la nueva información la cual además debe ser gratuita.

Por lo tanto, en un mercado eficiente todos los títulos estarán correctamente valorados, por ende no existirán títulos infra o subvalorados, esto implica que el tiempo y dinero gastado en determinar el valor intrínseco de los títulos serán en vanos. (Aragón & Mascareñas, 1994)

La hipótesis de mercados eficientes, popularmente conocida por sus siglas en inglés EMH, relaciona los precios de activos a la información que disponen los inversores (Susmel, 2010). La EMH tiene sus orígenes académicos en el trabajo del estadístico francés Louis Bachelier, quien en su disertación doctoral en 1900 usa la matemática de movimiento browniano para estudiar los precios de activos. Bachelier (1900) deduce que la esperanza matemática de las ganancias de un especulador financiero es cero. Einstein (1905) publica resultados similares a los de Bachelier, proponiendo que los precios de activos siguen un continuo camino aleatorio.

Fama (1965) definió los mercados eficientes como un "juego equitativo" en el que los precios de los títulos reflejan completamente toda la información disponible. Esto es, si los mercados son eficientes, los títulos están valorados para proporcionar un rendimiento acorde con su nivel de riesgo. Samuelson (1965) estipula que en un mercado eficiente, desde el punto de vista del proceso de la información, los precios tienen que ser impredecibles.

En consecuencia, los precios de los títulos se ajustan a la denominada "teoría del recorrido aleatorio", según la cual los cambios en los precios de los títulos son independientes entre sí y tienen la misma distribución de probabilidad, es decir, la variación que se produce en el precio de un título del día t al $t+1$, no está influida por la variación producida del día $t-1$ al t ; y el tamaño de ambas es totalmente aleatorio o impredecible (Aragón & Mascareñas, 1994). Por esto, se dice que el mercado no tiene memoria, puesto que las variaciones en el precio de hoy no tienen relación alguna con lo sucedido ayer.

2.1.6.1 HIPÓTESIS DE MERCADOS EFICIENTES

Históricamente se ha hablado de tres hipótesis sobre la eficiencia en los mercados (Brealey & Myers, 2003; Fama, 1970): hipótesis débil, hipótesis semi-fuerte y por último la hipótesis fuerte de eficiencia en los mercados.

- Si el mercado es eficiente en su forma débil, estos solo reflejarán la información contenida en los datos del pasado de dicho mercado por lo que se tornará complicado obtener mayores retornos estudiando el pasado. Es decir, usando precios históricos es imposible construir una estrategia exitosa de especulación. Por lo tanto, podríamos decir que es imposible usar precios históricos para predecir los futuros movimientos de precios.
- Si el mercado es eficiente en su forma semi-fuerte este reflejará la información pasada y presente por lo que los precios serán ajustados inmediatamente publicada la información, como balances contables, análisis públicos de empresas, predicciones públicas de precios futuros, anuncios de dividendos, etc. Es decir, usando cualquier información pública es imposible construir una estrategia exitosa de especulación y predecir los futuros movimientos de precios.
- Si el mercado es eficiente en su forma fuerte, este reflejará toda la información ya sea pasada, presente y futura analizando a las compañías y el mercado. En esta forma fuerte, los precios actuales reflejan toda la información relevante, incluyendo la información privada. Por esta razón, surge una implicación muy clara: ningún inversor puede superar consistentemente el comportamiento del mercado.

Fama (1970) señala que la forma débil de eficiencia de mercado posee un considerable soporte empírico, puesto que las desviaciones encontradas en la literatura de la época no son significativas económicamente, también señala una definición similar para la forma semi fuerte de eficiencia en los mercados, sin embargo la literatura de la época es más incompleta. Por lo que, a fines de la década del 60 existía un consenso casi generalizado de que el precio de las acciones no eran predecibles, sin embargo veinte años después Fama vuelve a revisar la literatura sobre la EMH, encontrando que la evidencia empírica había cambiado (Fama, 1991).

Numerosos estudios muestran que algunas variables macroeconómicas, financieras y de finanzas corporativas tienen poder para predecir los retornos de acciones. Hasta la hipótesis del camino aleatorio, históricamente relacionada con la EMH, es puesta en duda (Lo & MacKinlay, 1988)

Trabajos teóricos de LeRoy (1973); Lucas (1978); Rubinstein (1976), entre otros, demuestran que un “proceso de martingala”, como el propuesto por Fama (1970) para los precios de activos, no es condición suficiente ni necesaria en un mercado financiero con inversores racionales. Si un precio de un activo es parcialmente predecible se debe a que un justo retorno se tiene que pagar para atraer inversores hacia ese activo y, así, compensar a los inversores por el riesgo de comprar el activo (Susmel, 2010).

2.2 DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

El tema de esta investigación se basa en parte, en la divulgación de información de las empresas, ya sea de forma voluntarias o a requerimientos de organismos reguladores y los efectos que esta produce en los rendimientos accionarios de las empresas, reflejada en la reacción que tiene el mercado a la nueva información o a la presencia de uso de información privilegiada.

En la literatura existen varios estudios que relacionan la divulgación de información con las características de las empresas, tales como; el tamaño, sector industrial, la competencia, el nivel de endeudamiento, La estructura de la firma, entre otros, y los efectos en el mercado. Siendo las características de la empresa un determinante significativo de la divulgación de información (Nassreddine, 2016).

Hasta la fecha, no se sabe mucho sobre el efecto de la regulación, los incentivos para producir y difundir información, la asimetría de la información resultante entre insiders y outsiders, el papel de la acción regulatoria sobre los incentivos para producir información, el proceso (político), por el cual, la regulación de la divulgación evoluciona con el tiempo, o el papel y la eficacia relativa de las normas contables alternativas (Beyer, Cohen, Lys, & Walther, 2010).

2.2.1 ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN

La divulgación de información se ha asumido como un dispositivo que reduce las asimetrías de información (Chang & Wee, 2016). La regulación en torno a la divulgación oportuna de las operaciones con información privilegiada es un ejemplo de este supuesto, ya que, la divulgación rápida de las operaciones con información privilegiada reduce los rendimientos asociados a ellos (Huddart, Hughes, & Levine, 2001).

La distribución asimétrica de información entre los participantes en el mercado crea un obstáculo para el buen intercambio de activos a precios eficientes y con bajos costos de transacción (Cheng, Courtenay, & Krishnamurti, 2006). Esta asimetría de información reduce los niveles de liquidez y exige mayores retornos esperados por parte de los inversionistas, haciendo que las futuras ganancias esperadas sean descontadas a una tasa más alta, lo que aumenta el costo del capital (Easley & O'Hara, 2004), este rendimiento más alto se debe a que existen inversores informados que son capaces de cambiar su cartera para incorporar nueva información, en perjuicio de aquellos inversores no informados que están en desventaja.

Kim & Verrecchia (1994) demuestran que la divulgación voluntaria puede reducir la asimetría de la información, aumentando la liquidez del mercado, es decir, que el aumento de información reduce las asimetrías, reduciendo también los costos de capital. Sin embargo Henderson, Jagolinzer, & Muller (2015) sugieren que la divulgación voluntaria, pensada convencionalmente para reducir las asimetrías de información, puede crear una cobertura legal para el uso de información privilegiada.

2.2.2 MOTIVOS DE LA DIVULGACION DE INFORMACION

La información juega un rol preponderante en los mercados, y esta puede generar diferentes efectos, de manera que, el manejo de la información se puede utilizar estratégicamente para determinados fines. Los gerentes pueden medir el tiempo estratégicamente de sus revelaciones cuando los inversores no están seguros de si los gerentes tienen información o no, de esta forma tratan de controlar las malas noticias y a divulgar de mejor forma las buenas noticias.

Dye & Sridhar (1995) muestran en su estudio que los directores son más propensos a liberar buenas noticias antes de malas noticias y que los gerentes tienden a agrupar sus revelaciones en el tiempo. La misma conclusión realizó Sletten (2012), el cual, en los resultados de su estudio afirmó que los administradores tratan de ocultar las noticias malas de sus organizaciones, para que no sean conocidas por el mercado, ya que esto puede disminuir el precio de sus acciones.

Los inversores consideran que la falta de divulgación se relaciona con las "malas noticias", puesto que los gerentes no divulgarán noticias desfavorables, ya que pueden lograr mayores ganancias al evitar los costos asociados con una revelación de ese tipo. Es por ello, que ante la ausencia de cualquier divulgación, los inversores racionalmente infieren que se espera que los valores de los activos sean bajos y/o de alto riesgo, por el contrario, la información es considerada favorable cuando se espera que los valores de los activos sean alto y/o de bajo riesgo (Jorgensen & Kirschenheiter, 2003). Por lo tanto, los gerentes tienen incentivos para revelar información, para distinguirse de aquellos administradores con información menos favorable (Beyer et al., 2010)

La mayoría de los estudios asumen que los gerentes tratan de maximizar el precio de la acción. Sin embargo, los gerentes a veces tienen incentivos para reducir el precio de las acciones de sus empresas, por ejemplo, para reducir el precio de ejercicio de sus concesiones de opciones (Yermack, 1997). Además Yermack en su trabajo, encuentra patrones de anuncios de resultados trimestrales de las empresas que son consistentes con las opciones de premios que reciben los directores generales, poco antes de las noticias corporativas favorables.

2.2.3 EFECTOS DE LA DIVULGACIONES EN EL MERCADO

Los gerentes tienen una ventaja informativa sobre los inversores externos con respecto al valor de la empresa y su rentabilidad y tienen incentivos para maximizar el valor de la empresa según la percepción de los inversores. Es por esto que, los gerentes tienen incentivos para revelar de manera estratégica y selectiva la información.

A su vez, los inversores anticipar racionalmente tales revelaciones estratégicas, y proporcionará a los administradores incentivos para revelar información que reduce la asimetría de la información.

Algunos autores han analizado las consecuencias de esta liberación de información y los efectos que producen en el mercado, entre ellos Grégoire (2008) , el cual estableció que existe una relación positiva entre la divulgación de la información por parte de las empresas, y el efecto en sus decisiones de compra y venta de acciones. Algo similar plantea Cheng & Kin (2006), los cuales en su estudio encontraron que cuando los gerentes planean la compra de acciones, se evidencia un aumento del número de predicciones de malas noticias para reducir el precio de compra. Además, esta relación es más fuerte para las operaciones iniciadas por los directores generales que para las iniciadas por otros ejecutivos.

Siguiendo esta misma línea de estudio Desir (2012), estableció que en los sectores más concentrados, las empresas deciden emitir información buena de su compañía, después de que alguno de sus competidores lo realiza, y por el contrario, en los sectores en que la industria no es tan concentrada, las empresas emiten una buena noticia luego de que un rival haga una divulgación mala de su compañía.

En consecuencia, se podría mencionar que las empresas están dispuestas a divulgar información al mercado, pero en muchas ocasiones tienden a aprovechar esa información de carácter privilegiada; Estudios como el de Chauvin & Shenoy (2001), indican que los ejecutivos de las organizaciones ya se han percatado que al momento de divulgar información, los precios de las acciones tienen a cambiar, por lo cual provechan esta situación para beneficios personales u organizacionales.

En otras investigaciones similares Berger, Ofek, & Yermack en 1997, concluyeron que existen residuos anormales en los precios accionarios producidos por la información que se genera dentro de la empresa, la cual es aprovechada por los ejecutivos, al tenerla disponible antes de ser lanzarla al mercado y ser conocida por los demás participantes e inversionistas.

Luego, Noe (1999) al estudiar la divulgación de la información, se percató que los ejecutivos ocupaban la información privilegiada para realizar transacciones entre ellos, antes de divulgar la información, obteniendo precios favorables de las acciones. Por último, Lang & Lundholm (2000) en su trabajo encuentran que las empresas aumentan drásticamente sus actividades de divulgación de información, seis meses antes de la ampliación de capital.

2.3 INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Información privilegiada o “Insider trading” como se denomina en Estados Unidos hace referencia a una situación de desigualdad que beneficiaría a determinados sujetos, al poseer datos o informaciones de las cuales el mercado y/o el público en general, carece (Velar, 2003). El concepto de abuso de información privilegiada hace referencia a una serie de conductas desvaloradas administrativa y penalmente y que abarcan todo aprovechamiento de cierta información no pública ya sea por medio de su utilización en transacciones en el mercado de valores o a través de la divulgación o difusión de la misma (Palominos, 2013).

La Ley del Mercado de Valores Chileno N° 18.045, modificada por la Ley N° 19.301 de 1994, en su artículo 164 entiende por información privilegiada:

“...cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 101 de esta Ley. También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”.

Por su parte el artículo 9 de la Ley entiende por información esencial, *“aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversiones”.*

2.3.1 CONCEPTO INSIDERS TRADING

El concepto Insider Trading representa la figura de un individuo que se encuentra al interior de una empresa u organización (“insider”) el cual, por este motivo posee o tiene acceso a información de la misma, de la cual se sirve para realizar una transacción comercial (“trading”) con base en dichos datos (Velar, 2003).

Vásquez (2008), define a los Insiders como aquellas personas que tienen acceso a mayor información, o a información que aun no está disponible para todo el mercado; o de carácter privada sobre una compañía, que el resto de los participantes del mercado no poseen. De ahí que, los Insiders, tienen la capacidad de obtener mayores beneficios al comprar acciones antes de que el precio suba o venderlas antes de que el precio baje, debido al acceso anticipado que posee a la información, la cual, es capaz de producir cambios de precios en el mercado.

En cuanto a quienes afecta la prohibición de utilizar información privilegiada, el artículo 165 de la Ley N° 19.301 señala:

“Cualquier persona que en razón de su cargo posición, actividad o relación, tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea una información privilegiada.

Asimismo, se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a los que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores. Igualmente se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza. No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que tengan la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación, provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor.

Para los efectos del inciso segundo de este artículo, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor”.

Según el artículo 166 de la Ley de Mercado de Valores, por Insiders se entiende:

“...a los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los anteriores, los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas, entre otros”.

2.3.2 EFECTOS EN EL MERCADO

Uno de los primeros trabajos relacionados con este tipo de investigación y sus consecuencias fue el desarrollado por (Fama et al., 1969), en el cual se analiza el impacto de la distribución de dividendo en acciones, donde se puede observar que los repartos gratuitos de acciones van seguidos por incrementos en los dividendos y beneficios.

Otra investigación importante es la realizada por Ullah, Massoud, & Scholnick, (2013) que analizaron el uso de información privilegiada, de otro punto de vista, de aquellos anuncios falsos y/o fraudulentos, encontrando que la información falsa, incluso después de haber sido negado por una fuente creíble como la Securities and Exchange Commission, de Estados Unidos (SEC), genera rendimientos anormales y volúmenes de transacciones anormales. Además estos resultados pueden ser persistentes durante al menos dos semanas y los autores de los ataques de noticias falsas pueden obtener potencialmente grandes beneficios a partir de este tipo de manipulaciones del mercado.

Esta problemática se debe al gran rol que juega la información en el mercado bursátil, a la hora de tomar decisiones ya sea para beneficio personal o el de una organización. En un mercado eficiente en su forma fuerte todos los individuos tienen acceso a la misma información y los precios representan la información pasada, presente y futura (Brealey & Myers, 2003).

Pero en la realidad los participantes de este mercado cuentan con distintos niveles de acceso a la información y de distinta calidad, provocando asimetrías de información por el acceso desigual a ésta, entre Insiders y Outsiders (O'Hara, 2001). Esta asimetría es una desventaja para los inversionistas outsiders, quienes deben esperar a que la información se libere al mercado para conocerla.

Obtener esta ventaja frente a los demás participantes, propicia el surgimiento de prácticas poco éticas en el flujo de información, es por ello que Yadav (2015) en su investigación, analizó el tráfico de información privilegiada y las consecuencias que produce este tipo de actos, donde obtener información se torna un elemento clave en los mercados.

También Hillier, Korczak, & Korczak (2015) analizaron la importancia de los atributos personales, tales como habilidades, capacidades, o la personalidad, para explicar el rendimiento de las transacciones de acciones reportadas por la información corporativa, concluyendo que los atributos personales explican hasta una tercera parte de la variabilidad en el rendimiento obtenidos por el uso de información privilegiada.

Es por esto, que es necesario que toda organización cuente con políticas y normativas claras sobre sus Insiders. Es aquí donde Hanson (2007) nombra que la información privilegiada de una empresa debe ser protegida y cada persona asociada a la empresa debe guardar discreción en sus transacciones ya que tiene el deber solemne de evitar que esa información salga de la empresa.

Sin embargo, Ried (2004) menciona que es más justo entregar a cada empresa la decisión de usar la información privilegiada de la manera que mejor le parezca. Similar a lo que plantea García (2013), quien menciona que lo más razonable es asignar la propiedad de la información a quien la generó, por lo tanto, quien ejerce el derecho de propiedad sobre la información no serían sus Insiders (directores, gerentes, etc.), sino la sociedad emisora misma.

Variadas son las posturas frente al insider trading, por ejemplo, algunos mencionan que al ser controlado es beneficioso para el mercado, ya que aumenta la información y mejora la eficiencia. Sin embargo, autores como O'Hara (2001) y García (2013) postulan que hay un incumplimiento del deber fiduciario, ya que el insider puede estar transando una acción pensando en su propio beneficio sin velar por los intereses de la empresa y sus accionistas.

En tanto, Chakravarty & McConnell (1999) encuentran evidencia de una correlación positiva entre el insider trading y los cambios en el precio de las acciones, revelando que los movimientos de los insiders afectan el precio de las acciones en mayor proporción que cualquier otro inversionista del mercado, dejando a la luz el gran poder que tienen los insiders para influir en el mercado.

Si bien existe evidencia de que los insiders influyen en el precio de las acciones, autores como Fidrmuc, Korczak, & Korczak (2013), agregan que la correlación entre insider trading y los retornos futuros depende de la protección que se les entrega a los accionistas, ya que, al aumentar la protección, aumenta la reacción del mercado a las transacciones de los insiders, porque mejora la transparencia y la fiabilidad de la información entregada, de esta manera, más información se termina reflejando en los precios de las acciones.

Denis & Xu (2013), en su trabajo sobre las restricciones del uso de información privilegiada, mencionan que en países donde existe menos regulación, como por ejemplo; China e India, el insider trading puede ser usado como una compensación e incentivo para los altos ejecutivos. Por el contrario, en mercados desarrollados con leyes de insider trading más restrictivas (Estados Unidos, Reino Unido y Australia), las empresas aumentan los incentivos entregados a sus altos ejecutivos y estos al mismo tiempo tienen un mayor acceso al mercado de las opciones.

Trabajo similar desarrollaron, Brockman, Tressl, & Unlu (2014) quienes mencionan que las empresas utilizan la política de pago de dividendos para reducir los costos de asimetría de la información y de agencia causados por deficiencias institucionales a nivel de país, concluyendo que las empresas que operan en países con débiles leyes sobre información privilegiada intentan paliar esta debilidad institucional comprometiéndose al pago de grandes y estables dividendos en efectivo.

Si bien, no todos los insiders tienen los mismo niveles de información y capacidad predictiva, estos de igual forma poseen mayor información, por lo cual, pueden tener una demanda por acciones diferente a las del mercado en general.

Gompers & Metrick (2001), en su trabajo analizan la demanda de los inversores institucionales para las características de las acciones y las consecuencias de esta demanda en los precios de las acciones y los retornos. Encontraron que los "grandes" inversores institucionales han cambiado la composición de sus portafolios marcando una tendencia en conjunto, los cuales duplicaron su participación en el mercado de valores en el periodo de tiempo estudiado. Los investigadores concluyeron que existe evidencia que permite predecir el retorno futuro de una acción por el porcentaje de participación del inversionista institucional en la compañía y que los inversionistas prefieren invertir en compañías grandes, liquidas y con un bajo retorno pasado.

En tanto, Kraft, Soo, & Lopatta (2014), investigaron si los ejecutivos superiores utilizan la manipulación de beneficios, basada en la acumulación de ganancias para cumplir con la divulgación voluntaria (es decir, las ganancias de gestión de provisiones) antes de vender o comprar sus propias acciones cuando tienen información privada. Los resultados concluyen, que las ventas exclusivas de los ejecutivos superiores se asocian negativamente con los rendimientos futuros, lo que indica que tienden a utilizar la información privilegiada para beneficio propio. Por otra parte, los funcionarios superiores son más propensos a cumplir con sus provisiones de beneficios cuando planean vender sus acciones.

Por último, Agrawal & Cooper (2015) examinaron el uso de información privilegiada en una muestra de más de 500 empresas involucradas en escándalos contables. Los hallazgos del estudio sugieren que el deseo de los gerentes para vender sus participaciones accionarias a precios inflados es un motivo para la manipulación de beneficios empresariales. Por esta razón concluyeron que los insiders comercian descaradamente, lo cual es un delito por el que son potencialmente culpables y sugieren que la información privilegiada es más común en el mercado que lo que se ha mencionado en la literatura previa.

Además de las acciones que puede tomar el Insider, el uso de información privilegiada se puede analizar a través de los distintos anuncios que hacen las compañías, tales como; anuncios de fusiones, adquisiciones, emisión de acciones e incrementos en los dividendos, los cuales pueden afectar los retornos en los precios de las acciones.

Al revisar el mercado chileno, entre algunos autores que han investigado sobre los efectos del uso de información privilegiada, se encuentran Vásquez (2008) quien analizó los periodos de publicación de los estados financieros de 42 acciones pertenecientes al Ipsa entre los años 2002 y 2007, concluyendo que existía presencia de retornos anormales en dichos periodos. Como también lo hicieron Ramírez & Yáñez (2010) que estudiaron los movimientos de los insider en los periodos de Blackout (fechas cercanas a los anuncios de ganancias), concluyendo que éstos realizan transacciones antes y después del periodo de cierre obteniendo retornos anormales.

2.3.3 ORIGEN Y FUNDAMENTOS DE LA PROHIBICIÓN

El uso de información privilegiada es tan antiguo como la existencia del comercio mismo, en donde, el hombre en la búsqueda de riqueza y poder ha utilizado todo tipo de medios para lograra sus objetivos (Velar, 2003). Sin embargo, los motivos para prohibir el uso de información privilegiada pueden variar, dependiendo de la situación propia de cada país y de la madurez que posea el mercado de valores, en cuanto a la normativa que regula este tipo de hechos (Ried, 2004). En base a los trabajos de Ried y Velar, se expondrán los principales fundamentos para la prohibición de la información privilegiada.

2.3.3.1 ESTADOS UNIDOS

En 1929 con la crisis de la Bolsa de Nueva York, se inicio una regulación estricta del mercado de valores en Estados Unidos, así se dictaron dos importantes normas. La primera de ellas fue la *Securities Act* (Ley de valores) de 1933, cuyo objetivo era conseguir que los inversionistas estuvieran suficientemente informados y prohibir el fraude en la información sobre valores mobiliarios, para lo cual se dispuso de un sistema de registro de valores y se prohibió la entrega de información falsa, bajo la pena de multa y/o prisión (Velar, 2003).

Y luego, en 1934 se dictó la *Securities Exchange Act* (Ley de Mercado de Valores), que complementaba la ley anterior (Ried, 2004). Esta última no solo se refirió a la emisión de valores mobiliarios, sino que además reguló la compraventa de valores ya emitidos, exigiendo que las sociedades, sus consejeros, directivos y principales accionistas informaran sobre los movimientos de los títulos que tuvieran en su poder.

2.3.3.2 UNIÓN EUROPEA

Entre los países que han introducido en su legislación normas represivas del uso de información privilegiada, se pueden mencionar a Francia (desde 1967), Suiza (1980), Gran Bretaña (*Companies Act* de 1980), Italia (1991) y Alemania (1994). En los países miembros de la Unión Europea la introducción de ésta materia en sus legislaciones se debe, sin lugar a dudas, a la influencia de la normativa comunitaria que legisla en dicho sentido, especialmente desde la adopción, por parte del Consejo de la entonces Comunidad Económica Europea, el 13 de Noviembre de 1989, de la Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada y cuya finalidad fue establecer el marco regulatorio y administrativo que favoreciera el adecuado funcionamiento del mercado interno europeo (Velar, 2003).

2.3.3.3 CHILE

La utilización de información privilegiada fue prohibida en Chile en el año 1981 al dictarse la ley 18.045 sobre Mercado de Valores la que entró a regular dicho mercado, en lo referido a la oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios, planteando como razones la igualdad de información (acceso igualitario y confianza en el mercado), la transparencia, la fe pública y tomando como ejemplo la legislación de los Estados Unidos (Palominos, 2013, 2015; Ried, 2004). Sin embargo, los autores plantean que dichas razones muchas veces son inadecuadas, falaces y difusas. Luego, el 19 de marzo del año 1994 se dicta la Ley 19.301 que busca principalmente profundizar y modernizar el mercado de valores chileno (Velar, 2003).

Entre las modificaciones que introdujo a la Ley 18.045, estuvo la inclusión de un nuevo Título, el XXI, referido a la información, y cuyo contenido fundamentalmente apuntó a establecer una definición legal, una prohibición general de uso de información privilegiada y una serie de presunciones de acceso a dicha información en relación a determinadas personas, entre otras cosas. También introdujo un sistema de acciones y sanciones civiles y administrativas con el objeto de perseguir las responsabilidades nacidas por la contravención a dichas normas.

Posteriormente, en el año 1995, se dicta la Ley 19.389, la cual pretende perfeccionar las regulaciones ya establecidas por la Ley 19.301. Esta ley no introdujo modificaciones fundamentales en materia de información privilegiada, pero sí especificó la calidad de los terceros con quien los intermediarios pueden efectuar operaciones sin caer dentro de las prohibiciones legales, se eliminaron a las filiales dentro de las personas respecto de las cuales se presume que tienen acceso a información privilegiada, eximiéndoles de cumplir con las obligaciones de informar establecidas en el artículo nro.168, entre otros aspectos.

Según la literatura chilena, la protección de la confianza o fe pública sería consecuencia de entenderla como principal condición para el adecuado funcionamiento del mercado de valores. Por lo tanto, conductas como el uso de información privilegiada o la manipulación de precios del mercado constituyen prácticas que reducen la confianza en la equidad del sistema, factor que inhibe su profundización y masificación (Palominos, 2015). A simple vista usar información privilegiada debiese ser prohibida por la legislación, en donde la mayoría de las personas la denotan como de tal injusticia, que debiese ser sancionado, sin embargo aun no existe claridad y acuerdo sobre los reales efectos que produce la información privilegiada y si esta puede llegar a ser beneficiosa o no para el mercado de valores.

2.4 FUSIONES Y ADQUISICIONES (F&A)

2.4.1 CONCEPTO FUSIÓN

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 99 de la ley de Sociedades Anónimas, "la fusión consiste en la reunión de dos o más sociedades en una sola que las sucede en todos sus derechos y obligaciones, a la cual se incorporan la totalidad del patrimonio y accionistas de los entes fusionados".

Las fusiones hacen referencia a la absorción que una compañía hace de otra, motivada entre otras razones por las economías de escala, diversificación, eficiencia y sinergias. En este tipo de operaciones existen, como mínimo, dos compañías, la que absorbe y la absorbida (Velásquez, 2009).

Es una operación utilizada para unificar inversiones y criterios comerciales de dos compañías de una misma rama o de objetivos similares (Santeiro, 2014). Esta va suponer la absorción de una sociedad por otra, con la desaparición de una de ellas, y la aportación de los bienes de ésta a la otra compañía (fusión por absorción); o bien mediante la creación de una nueva sociedad, que absorba a dos o más sociedades ya existentes, lo que supondrá el acuerdo de dos o más empresas jurídicamente independientes, en el cual se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad.

2.4.2 CONCEPTO ADQUISICIÓN

La adquisición se da cuando una compañía compra otra, la compañía objetivo. La compañía que compra se llama la adquirente. Las motivaciones podrían ser, además de las mencionadas para una fusión, la expansión o crecimiento económico de la compañía en el mercado local o internacional (Velásquez, 2009).

Según Santeiro (2014) la adquisición es el proceso realizado por una compañía cuando toma el control operacional de otra, bien a través de la compra directa, o bien mediante la acumulación de acciones suficientes para conseguir dicho fin, sin realizar la fusión de sus patrimonios.

Por lo tanto, se considerará que una adquisición se ha concretado en el momento en que una compañía tenga suficiente control sobre la otra, además la oferta de compra podrá ser pública, es decir, para todo el mercado (OPA); o privada, cuando solo es ofrecida a un grupo privado de accionistas.

2.4.3 TIPOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

2.4.3.1 TIPOS DE FUSIONES

Las fusiones son un acto en el cual dos o más empresas se identifican en una sola, por lo cual estas se pueden presentar de dos formas (Iglesias, 2003):

- **Fusión por incorporación o absorción:** Ocurren cuando una o más sociedades aportan todo su activo y pasivo a una distinta, la cual aumenta su capital en una cantidad suficiente para poder pagar, con acciones propias, el aporte realizado. Lo que se presenta es una sociedad absorbente que adquiere la totalidad del patrimonio de otra, y una absorbida que se extingue.
- **Fusión por creación o fusión pura:** Este tipo de fusión ocurre cuando dos o más sociedades se unen creando una nueva sociedad. En este caso ambas sociedades desaparecen dando origen a una nueva, que adquiere todos los derechos y contrae todas las obligaciones de las que se fusionaron.

Sin embargo, En función del tipo de relación que existe entre las empresas que participan en el proceso de fusión, estas pueden ser clasificadas de la siguiente forma (Santeiro, 2014):

- **Fusiones Horizontales:** Son el producto de las fusiones de empresas que se encuentran en la misma línea de producción, sumando fuerzas que les permitan aumentar su poder de mercado y aprovechar economías de escala.
- **Fusiones Verticales:** La nueva empresa fusionada actuará complementando las actividades de sus propulsoras, en una integración de la cadena productiva. Dicha integración puede ser hacia atrás, como cuando dos o más compañías convienen asociarse con una firma que será la proveedora de insumos esenciales para el desarrollo de sus negocios, o hacia adelante cuando se busca garantizar distribuidores o detallistas estables para su producción.

- **Fusiones de Diversificación:** Son fusiones según todas las variantes distintas y dispares en cuanto a mercado, producción y distribución. Su finalidad es la de diversificar riesgos y pérdidas globales que se darían con una coyuntura desfavorable. Este tipo de fusiones se produce por el interés de una empresa en ofrecer líneas de productos que hasta el momento no comercializaba, dar salida a los capitales excedentes o la necesidad de combinar operaciones con ciclos de demanda y recesión diferentes. La asociación de esfuerzos, recursos y capacidades, y la posibilidad de compartir riesgos alientan la formación de estas fusiones.
- **Fusiones Concéntricas o Convergentes:** Se caracterizan por ser fusiones de empresas, que aún no perteneciendo a un mismo sector, tienen en común un mismo canal de distribución, o un mercado de consumo convergente.

2.4.3.2 TIPOS DE ADQUISICIONES

La adquisición de empresas tiene lugar cuando una empresa compra parte del capital social de otra empresa, con la intención de dominarla total o parcialmente, es decir, tomar el control de la compañía adquirida. Según la modalidad para llevar a cabo una adquisición, estas se pueden clasificar de la siguiente forma (Santeiro, 2014):

Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)

La oferta pública de adquisición, se produce cuando una empresa realiza una oferta de compra, de todo o parte del capital social, a los accionistas de otra empresa cotizada bajo determinadas condiciones, generalmente de precio, porcentaje de capital social de compra y tiempo. Estas pueden ser tanto amistosas como hostiles.

- **OPA amistosa:** Una OPA amistosa ocurre cuando la empresa que hace la oferta y la empresa objetivo llegan a un acuerdo en relación al precio y a la forma en que se dirige la operación. Acudir a una OPA siempre es voluntario, sin embargo será cada inversor quien, en función de sus intereses y responsabilidades, deberá decidir si acepta o no la oferta.

- **OPA hostil:** Una OPA es hostil, cuando la operación de adquisición no cuenta con el visto bueno del equipo directivo de la empresa objetivo. La operación beneficia a los accionistas de la empresa agredida porque recibirán una cantidad de dinero superior a la que valen sus acciones en el mercado, ya que, si el precio fuese más bajo que el precio de mercado a ningún accionista le interesaría vender sus acciones a la empresa ofertante, por eso la empresa ofertante se encuentra en la obligación de realizar una oferta más interesante económicamente.

En tanto, existen otras dos operaciones que se pueden mencionar y que han surgido con fuerza en los últimos tiempos, como formas de realizar una adquisición (Fernández & Bonet, 1989).

- **Leveraged Buy Out (LBO):** Es una OPA con la particularidad de que las acciones adquiridas se financian casi totalmente con nueva deuda. Como resultado de una LBO la estructura de capital de la empresa cambia radicalmente, ya que, son normales proporciones de deuda superiores al 80%. Esta deuda queda asegurada, no sólo por el patrimonio o capacidad crediticia del comprador, sino también por los activos de la empresa adquirida y sus futuros flujos de caja. De manera que después de la adquisición, la ratio de endeudamiento suele alcanzar valores muy altos.
- **Management Buy Out (MBO):** Es un caso especial de LBO en que los que realizan la oferta de adquisición de acciones son los directivos de la empresa. Así pasan de directivos a directivos–propietarios. El principal motivo por el que se deciden a lanzar una oferta sobre la empresa en la que trabajan, es para poner a la empresa en una dirección adecuada a sus intereses.

2.4.4 OLEADAS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES: BREVE RESEÑA

Es un hecho bien conocido por los distintos investigadores, que las fusiones y adquisiciones vienen en grandes olas (periodos pick de fusiones y adquisiciones), por supuesto, que en todo momento se producen operaciones de concentración de empresas, pero hay épocas en las que el número de éstas es claramente superior al normal.

Hasta el momento, cinco olas completas han sido examinadas en la literatura académica y sin duda la ola más reciente fue particularmente notable en términos de tamaño y de dispersión geográfica. A continuación se realizara una breve descripción con las principales características de cada una de esta olas basado en los trabajos de diferentes autores (Martynova & Renneboog, 2008; Mascareñas & González, 2013).

2.4.4.1 PRIMERA OLEADA (1897-1904): “LA OLEADA DE LA MONOPOLIZACIÓN”

La considerada primera oleada de fusiones y adquisiciones tuvo lugar en los Estados Unidos. Esta oleada fomentó, por encima de todo, las absorciones de tipo horizontal, o lo que es lo mismo, concertaciones de empresas que pertenecen al mismo sector industrial cuyo principal objetivo no es otro que el aumento de poder de mercado mediante la búsqueda de sinergias operativas basadas en la reducción del coste y el aprovechamiento de las economías de escala, donde se condujo a la creación de muchas empresas gigantes que obtuvieron el grueso del poder de mercado en sus respectivas industrias

El principal motivo del surgimiento de esta ola fue gracias a la combinación del auge del mercado de valores y una serie de fallos en la aplicación de la Ley Sherman Antitrust de 1890 (que tenía como objetivo limitar los monopolios) lo que hizo posible que todas las absorciones prosperaran. Esta situación provocó que desaparecieran más de 3000 empresas, y en torno a 70 sectores industriales pasaron a convertirse en monopolios. A estos motivos también hay que añadirle la innovación tecnológica, que tuvo a su vez un papel bastante importante dentro de esta oleada. Con innovación tecnológica nos referimos sobre todo al desarrollo de la red de ferrocarriles, que ayudó a los pequeños mercados locales expandirse a mercados continentales.

Al final, todas las fusiones y adquisiciones que se realizaron durante el transcurso de aquellos años, terminaron provocando una dura reacción por parte de las autoridades estadounidenses, y junto al desplome del índice Dow Jones en el año 1907 que apenas tocaba los 96 puntos a comienzos del año se situaba en los 53 al final (una caída del 44,8%). De esta manera, y gracias además a la presión contra los monopolios, se acabó con la primera oleada de concentración empresarial.

2.4.4.2 SEGUNDA OLEADA (1916-1929): “LA OLEADA DE LOS OLIGOPOLIOS”

Esta oleada de fusiones tuvo lugar durante la Primera Guerra Mundial (1914-1918), y terminó definitivamente en el año de la crisis bursátil de 1929. Esta oleada se caracterizó porque en determinados sectores industriales se dieron tales concentraciones empresariales, que se acabaron creando estructuras oligopolísticas, ya que, las industrias no estaban dominadas por una empresa gigante, sino por dos o más corporaciones. La mayoría de las fusiones de la década de 1920 estaban entre las pequeñas empresas que quedan fuera de los monopolios creados durante el ciclo anterior y mediante la fusión, estas empresas buscaban lograr economías de escala y aumentar la fuerza para competir con la empresa dominante en sus industrias.

Los motivos por lo que comenzó podrían deberse sobre todo a la Ley Clayton de 1914, que con el fin de acabar con los fallos de la legislación anterior, acabó animando a las empresas a formar oligopolios en lugar de monopolios. Esta nueva oleada de fusiones y adquisiciones fue principalmente de tipo vertical, aun así también tuvieron lugar de forma transversal en algunos sectores que dieron lugar a los primeros conglomerados. A estos motivos cabría añadir, por un lado, el continuo avance tecnológico (el automóvil y la radio, entre otros) que permitían competir a una escala mayor, y por otro el mercado de valores, que como era necesario emitir acciones en muchas operaciones de fusión, los inversores compraban todo lo que aparecía en el mercado.

El final de esta etapa llegó en el último trimestre de 1929 con el derrumbe bursátil, lo que dio lugar a la Gran Depresión. Por ello, a pesar de ser una oleada igual de relevante a la anterior, no tuvo tanta repercusión debido a la crisis de económica.

2.4.4.3 TERCERA OLEADA (1965-1972): “LA OLEADA DE LOS CONGLOMERADOS”

Esta oleada recibe este nombre debido a que el 80% de las operaciones de fusión que se produjeron durante el periodo 1965-1972 lo fueron en dicha forma. La mayoría de las operaciones implicaba a una empresa grande adquiriendo a una empresa pequeña que operaba en un sector distinto al de aquella; el negocio consistía en adquirir empresas de sectores poco o nada relacionados con el del comprador.

Frecuentemente, las operaciones eran de carácter amistoso y se realizaban mediante el intercambio de acciones y, al contrario que en las anteriores etapas, el gran número de fusiones que se realizaron no afectó significativamente la competencia entre las compañías, a pesar del gran número de operaciones y de que desaparecieron unas 25.000 empresas.

Los motivos por los que los conglomerados tuvieron tanto éxito en ésta época viene dada, en parte, por las leyes Antitrust, como la Ley Clayton que intentaban acabar con los monopolios, y por la Ley Celler-Kefauver, que pretendía mejorar la ley antimonopolios anteriormente mencionada. No obstante, ninguna de las leyes prohibía a las empresas hacerse con los activos de otras y de esta forma reducir el grado de competencia.

El final de esta etapa viene dada por el Fiscal General de Estados Unidos en 1968, que anunció que limitaría los conglomerados empresariales ya que reducían la competencia del mercado. Esto, unido a la Ley de Reforma Fiscal que creó Richard Nixon en 1969, hizo que a comienzos de ese mismo año el índice Dow Jones se desplomara, provocando a su vez una caída del mercado de valores, esto inevitablemente acabó frenando las operaciones de fusiones y adquisiciones que se habían dado hasta la fecha.

2.4.4.4 CUARTA OLEADA (1982-1989): “LA OLEADA DE LAS MEGAFUSIONES”

La cuarta ola da inicio cuando el mercado de valores se había recuperado de la recesión económica anterior. El inicio de la cuarta oleada coincidió con los cambios en la política de defensa de la competencia, la desregulación del sector de los servicios financieros, la creación de nuevos instrumentos financieros y mercados, así como los avances tecnológicos en la industria electrónica. Se produjo en los Estados Unidos un movimiento comprador de empresas sin precedentes, la tendencia compradora no miraba el tamaño, no había compañía por grande que fuera que no pudiera ser objeto de una adquisición.

La oleada anterior se caracterizó por la conformación de conglomerados, sin embargo esta etapa se benefició de la destrucción de aquellos. Los corporate riders o grandes inversionistas, se dieron cuenta que los conglomerados valían más divididos en diferentes partes que unido completamente, ya que generaban sinergias negativas.

Sin embargo en estos procesos surgieron dos grandes problemas: (i) la oposición de los directivos de sus compañías a la compra del conglomerado y (ii) a la financiación necesaria para la compra de estas grandes compañías.

Por lo tanto, para lograr el objetivo, se concurría a realizar una oferta pública de acciones (OPA) por parte de la empresa que pretende adquirir a otra, la cual podía considerarse amistosa (si es aceptada sin inconvenientes) u hostil (si es rechazada por la directiva de la compañía). Y por otra parte, para aplacar el problema de la financiación de las compañías, era necesaria la creación de nuevas estructuras de financiación que ayudaras a adquirir esos grandes conglomerados, el “Leveraged Buy Out” o compra apalancada de una compañía.

La recesión económica que comenzó en 1990 iba a poner un punto y final a esta oleada. Por otra parte, cada vez había menos conglomerados que segregar e, incluso, las empresas europeas de este tipo estaban en proceso de escisión voluntaria deshaciendo sus conglomerados para permitir un mejor acceso al mercado de valores y, por ende, una mejor valoración.

2.4.4.5 QUINTA OLEADA (1989-2001): “LA OLEADA DE LAS TMT”

La cuarta oleada terminó al comenzar una recesión económica que duró sólo un par de años y al término de ésta comenzó, inmediatamente, la quinta oleada. En esta quinta oleada aparecen lo que se conoce como TMT’s, que hacen referencia a las grandes compañías de “Telecomunicación, Media y Tecnología”.

Esta oleada se caracteriza por ser una etapa de bonanza para todas las economías, sobre todo en lo referente al valor de mercado de las compañías. Como gran ejemplo el Dow Jones pasó de estar en torno a 3.000 puntos a algo más de 10.000 en tan sólo una década, lo que implicaba un incremento anual de casi un 13%, algo que era impensable y que nunca se había visto en la Bolsa de Nueva York.

Una característica llamativa de la quinta ola de adquisición es su carácter internacional. Sorprendentemente, el mercado de adquisición europea era casi tan grande como su homólogo de Estados Unidos en la década de 1990, y un mercado de adquisiciones de Asia también surgió.

Sin embargo, la oleada puede dividirse en dos partes, la primera que abarca desde 1992 hasta 1997 busca no repetir los errores de la anterior, y la segunda etapa 1997-2001 está animada por las operaciones que tienen como base Internet.

Los precios se dispararon y para poder adquirir empresas de TMT se pagaban con acciones propias, que también estaban sobrevaloradas, gracias a la burbuja que se produjo en esos sectores (burbuja de internet o “punto com”) y como es lógico y al igual que en las demás oleadas, el pinchazo de la burbuja en febrero de 2000 acarreó el final de la oleada. La fuerte caída de las cotizaciones echó por el traste las operaciones de fusión y adquisición y todas las expectativas sobre sinergias futuras desaparecieron. Todos los sectores relacionados directa o indirectamente con la tecnología, Internet y las telecomunicaciones se desplomaron (como ejemplo el índice Dow Jones valía a comienzos del año 11.700 puntos y en sólo tres meses perdió dos mil puntos).

2.4.4.6 SEXTA OLEADA (2001-ACTUALIDAD): “LA OLEADA DE LA GLOBALIZACIÓN

Los inicios de esta oleada fueron duros, ya que al frenazo producido por la burbuja de las “punto com” a principios de siglo, se le une el atentado terrorista a los Estados Unidos en septiembre de 2001. Es por esto, que para recuperar la confianza de los inversores y revertir la situación económica, se redujeron los tipos de interés hasta prácticamente cero, para favorecer así el acceso a los recursos financieros por parte de las compañías. No obstante, la reduciendo tan drástica los tipos de interés creó una burbuja inmobiliaria de una magnitud tan importante como una nueva oleada de procesos de fusiones y adquisiciones.

En esta época las compañías ya no solo buscaban producir y comercializar sus productos en su país de origen, sino que se abren al exterior y saben que la única manera para conseguirlo son los procesos de fusiones y adquisiciones.

Como ejemplo operaciones a nivel mundial representó unas tres veces el valor de las operaciones en los Estados Unidos, algo que nunca había sucedido en las cinco oleadas anteriores.

Sin embargo, con la llegada de la crisis financiera a finales del año 2007, y la caída de entidades importantes como es el caso de Lehman Brothers, la financiación interbancaria se redujo de manera importante hasta restringir el acceso al crédito, lo que dejó prácticamente sin financiación a las operaciones de fusiones y adquisiciones que se habían estado realizando en este último periodo.

2.4.5 RAZONES POR LAS CUALES SE REALIZAN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Existen distintos razón que llevan a la realización de fusiones y adquisiciones empresariales. Sin embargo, se puede establecer que las actividades de adquisiciones suelen ser interrumpidas por una fuerte caída en los mercados bursátiles y una posterior recesión económica, mientras que se observa una considerable heterogeneidad en los factores desencadenantes de la actividad de adquisiciones. Por el contrario, las tomas de control por lo general se realizan en períodos de recuperación económica (Martynova & Renneboog, 2008).

La realización de fusiones y adquisiciones empresariales, pueden explicarse a diferentes motivos, entre ellos: Los cambios en el entorno empresarial o económico, que obligan a las empresas a reestructurarse como una respuesta a los cambios del ambiente. Distintos autores llegan a la conclusión de que los cambios en el crecimiento económico y las condiciones del mercado de capital se relacionan positivamente con el intensidad de la actividad adquisición y fusiones empresariales (Nelson, 1966 ; Gort, 1969; Steiner, 1975; Golbe y negro de 1987, citados por Martynova & Renneboog, 2008).

Lambrecht (2004), utiliza un enfoque de opciones reales para demostrar que las fusiones motivadas por las economías de escala, están positivamente relacionados con la demanda del mercado de productos, lo que provocó fusiones cuando los precios de producción son altos. Por lo tanto, los ciclos de los mercados de productos pueden generar patrones de ondas de fusión.

Maksimovic & Phillips (2001) encuentran que las empresas menos productivas tienden a vender sus divisiones en los momentos de expansión de la industria, mientras que las empresas eficientes son más propensas a ser compradores, además mencionan que la probabilidad de una adquisición depende también del acceso de la empresa a la financiación externa. Las fusiones y adquisiciones se producen cuando las empresas acumulan grandes reservas de efectivo o cuando se facilita su acceso a la financiación externa. Como esto es más probable que ocurra en períodos de crecimiento del mercado de capitales, la agrupación de adquisición se produce en tales períodos (Harford, 1999).

Las decisiones de adquisición o fusiones, pueden resultar del hecho de que las empresas responden de forma secuencial a las acciones de sus competidores, esto implica que una serie de exitosas fusiones y/o adquisiciones lleva a que otras empresas realicen tomas de control, mientras que una serie de adquisiciones sin éxito conduce a la disminución de la actividad de adquisición (Persons & Warther, 1997).

El problema de agencia entre gerentes y accionistas puede llevar a una diversificación de las fusiones y adquisiciones, ya que los gerentes se diversifican con el fin de disminuir la volatilidad de las ganancias de sus empresas, lo que mejora la supervivencia empresarial y protege a sus propias posiciones (Amihud & Lev, 1981).

Por último, desde el punto de vista de las motivaciones para llevar a cabo una fusión o adquisición, se ha encontrado que dicha actividad tiene profundas implicaciones sobre la estructura de control corporativo en las compañías involucradas y que, posiblemente, sea la estructura de control la que motiva a realizar estos procesos (H. Kim & Lu, 2013)

2.4.6 EFECTOS EN LAS EMPRESAS QUE RELIZARON FUSIONE Y ADQUISICIONES

Existen diversos motivos por los cuales las empresas llevan a cabo F&A, ya sean económicos, políticos y/o sociales. El llevar a cabo este tipo de operaciones surge como respuesta a los cambios del mercado; la globalización, las tecnologías, nuevos competidores, etc. Algunos autores como; Santeiro (2014), Socolich (2007) y Zozaya (2007), mencionan en sus trabajos los siguientes motivos.

- **SINERGIAS OPERATIVAS**

La teoría basada en las sinergias operativas, asume que las economías de escala y de ámbito existen en el mercado o industria y que previo a la fusión las empresas están operando en niveles inferiores de alcanzar el potencial de las economías de escala (Socolich, 2007).

La sinergia operativa se basa principalmente en las economías de escala. Las economías de escala surgen debido a las indivisibilidades como por ejemplo, las personas, los equipos y los gastos de administración que resultan en bajos costos si se distribuyen en un gran número de unidades o gran volumen de producción (Socolich, 2007).

La reducción de los costes es el principal origen de las sinergias operativas a través de las fusiones, llevadas a cabo gracias a las economías de escala, obtenidas cuando el coste unitario medio desciende, al aumentar el volumen de producción. Esto permite realizar inversiones a mayor escala, ya que se suprimen muchos gastos comunes de las sociedades implicadas (Santeiro, 2014).

En otra área donde operan, las economías pueden ser alcanzadas en la integración vertical. Combinando empresas en diferentes etapas de una industria se puede alcanzar coordinaciones más eficientes en los diferentes niveles (Socolich, 2007). Normalmente lo que se busca con un proceso de integración vertical, es reducir los costes contractuales y de transacción; es decir, cuando una empresa adquiere a un proveedor, esta obtendrá una ventaja sobre sus rivales, ya que se reducen los costes de sus productos, al no pagar el beneficio que antes le cargaba a sus proveedores (Santeiro, 2014)

- **SINERGIAS FINANCIERAS**

Una fuente de sinergias financieras es el bajo costo de la financiación interna en comparación con la externa. Por ejemplo, empresas con un gran flujo de caja interno y pequeñas oportunidades de inversión, tienen exceso de flujo de caja. Por el contrario, empresas con una baja generación de fondos y con grandes oportunidades de crecimiento, necesitan financiamiento adicional. Por lo tanto, combinando ambas situaciones se puede generar una ventaja, debido a los bajos costos de los fondos internos disponibles (Socolich, 2007).

Alcanzar sinergias, ya sean operativas o financieras entre las empresas involucradas, para maximizar el valor de los accionistas, cuyos objetivos están alineados con los de los gestores, constituye el argumento neoclásico para realizar las F&A según Zozaya (2007).

- **INCREMENTO EN LA EFICIENCIA**

Mejoras en eficiencia pueden resultar de la unión de dos empresas con capacidades directivas diferentes. Un postor relativamente eficaz puede obtener una empresa objetivo relativamente ineficiente. Se puede aumentar valor mejorando la eficiencia de la empresa objetivo mediante la reestructuración de sus operaciones. Por otro lado, el postor puede buscar una fusión con la empresa objetivo porque la dirección de esta puede aumentar la eficiencia del postor. Cualquiera que sea el incremento de eficiencias que se dé, se requiere sinergias operativas (Socolich, 2007)

Muchas empresas pequeñas son adquiridas por empresas más grandes, ya que las primeras pueden proporcionar elementos necesarios que las segundas no poseían, y que son necesarios para la nueva empresa resultante de la fusión (Santeiro, 2014)

- **PODER DE MERCADO**

Al tomar el control corporativo o fusionarse con otra empresa, las empresas adquirientes ganan mayor poder de mercado, aprovechan economías de escala en marketing y costos, aumenta su poder de negociación con proveedores y clientes, etc. Zozaya (2007) menciona este motivo, como la intención de aumentar el crecimiento o poder de la empresa, exacerbando la diferencia de objetivos entre gestores y accionistas. La F&A puede también estar motivada por cuestiones de índole personal del gestor (ego, búsqueda de mayor poder o salario, diversificación del riesgo laboral personal, etc.)

- **BENEFICIOS IMPOSITIVOS**

También existen motivaciones para las fusiones, que derivan de la legislación vigente en cada país, en particular las normas fiscales de impuestos. Una compañía que tenga pérdidas que puedan trasladarse fiscalmente hacia el futuro, podría desear adquirir una o más empresas rentables para utilizar ese beneficio.

Podría también ocurrir a la inversa, es decir, una empresa rentable adquiere a otra con pérdidas con la idea de reducir sus beneficios y por ende su pago de impuestos (Santeiro, 2014). Otra razón para adquirir una empresa, puede ser beneficiarse de ciertas concesiones fiscales que posea la empresa objetivo, tales como exoneración por inversiones, declaratoria de interés nacional, entre otros beneficios.

- **LAS FUSIONES COMO EMPLEO DE FONDOS EXCEDENTES**

Cuando una empresa produce muchos fondos, y no puede reinvertirlos de forma rentable en su propio negocio, si no quiere distribuirlos vía dividendos o vía recompra de acciones propias, puede utilizarlos para adquirir otras empresas, siempre que se cree valor para los accionistas (Santeiro, 2014).

2.4.7 FUSIONES Y ADQUISICIONES: EFECTOS EN EL MERCADO

Las fusiones como las adquisiciones empresariales han sido una práctica muy común en los últimos años. Los principales motivos por los que se llevan a cabo, van a girar siempre entorno al principal objetivo de toda decisión empresarial que es la maximización del valor de la empresa (Santeiro, 2014).

Una de las primeras investigaciones sobre adquisiciones fue realizado por Dodd (1980), en su estudio analizaron las adquisiciones, y a pesar de que utilizaron datos mensuales obtuvieron resultados significativos, concluyendo que aquellas empresas compradoras se revaluaban a la baja en el mes en que se producía la oferta compara con el valor 12 meses antes de dicha oferta, y para las empresas vendedoras la situación era contraria aumentando considerablemente su valor.

Bradley (1980), realizó un estudio similar al de Dodd y Ruback, pero utilizando cotizaciones diarias. En su investigación se muestra que, la oferta realizada por la empresa compradora es de una media de 49% superior al precio de la acción 40 días antes y un mes después de consumada la oferta, la cotización de la empresa objetivo sigue siendo un 36% al precio de la acción 40 días antes. La empresa compradora experimenta un incremento anormal del 4% en su cotización cuando la adquisición es un éxito y un descenso del 4% cuando la adquisición no llega a término.

En otro estudio, los autores Jarrell & Bradley (1980), estudiaron el efecto de la regulación sobre las ofertas públicas de adquisición, en su trabajo se muestra que el Premium² promedio antes de 1968 era de un 32,4%, luego entre 1968 y 1975 fue de un 52,8% y finalmente después de 1975 el Premium promedio fue de un 73,1%. El progresivo aumento del Premium promedio ofrecido se debe a la aparición en los Estados Unidos de leyes federales y estatales que pretenden proteger al accionista y evitar abusos, las cuales han alargado el tiempo preciso para concluir la oferta pública y complicado el proceso. En concreto, las mencionadas leyes requieren que la oferta pública de adquisición esté abierta durante un periodo de 40 días.

Por otra parte, uno de los primeros estudios realizados sobre el impacto de las fusiones, fue realizado por Mandelker (1974), el cual utilizó datos mensuales, concluyendo que las empresas adquiridas se revalúan en un 14% como consecuencia de la fusión y las empresas compradoras no experimentan cambios significativos.

Dodd (1980), mejoro el estudio de Mandelker, ya que, utilizó cotizaciones diarias y porque estudio el impacto de la fusión en la fecha del anuncio del inicio de las negociaciones (en vez del día en que se consuma la fusión), lo que lo hace más consistente con la teoría de la eficiencia de los mercados, relacionado con la rapidez en que dichos mercado incorporan la nueva información en el precio de las acciones. Dodd concluyo que las empresas vendedoras ganan en promedio y las compradoras pierden como consecuencia del anuncio de la fusión. Otro interesante resultado es que aquellas fusiones fracasadas por consecuencia de una decisión del equipo directivo, producen un descenso menor en las cotizaciones que aquellas otras en que las negociaciones terminan por otras causas.

En tanto, Asquith & Kim (1982); Kim & McConnel (1977), estudiaron el efecto de las fusiones sobre los obligacionistas. Ambos estudios concluyen que no se produce ningún efecto significativo en el precio de las obligaciones, aunque el apalancamiento financiero de las empresas aumenta como consecuencia de la fusión. Bien pudiera suceder que se produjera un aumento del valor de la deuda como consecuencia del efecto de co-seguro, pero neutralizado como consecuencia del aumento en el apalancamiento.

² Premium = [Precio ofrecido/Precio de la acción 40 días antes de la oferta] – 1

A la luz de los estudios mencionados anteriormente, se puede observar que los beneficios por consecuencia de la Fusión, son casi nulos, para las empresas compradoras. Este hecho puede tener su explicación, debido a que generalmente el tamaño de la empresa compradora es más grande que la empresa vendedora, con lo que la eventual revalorización de la empresa compradora como consecuencia de la fusión queda muy diluida y es difícil de detectar.

Schipper & Thompson (1983), en su investigación argumentan que para las empresas compradoras una fusión, en muchas ocasiones, es una fase más de un proceso de reiteradas adquisiciones. Por lo tanto, el impacto relevante de la fusión se producirá en el momento del anuncio del plan de adquisiciones.

Asquith, Bruner, & Mullins (1983), se dedicaron a analizar el efecto de las fusiones sobre las empresas compradoras, estipulando que las fusiones son también beneficiosas para ellas. Aunque la revalorización es menor que para las empresas vendedoras, las empresas compradoras también obtienen beneficios como consecuencia de la fusión. En un estudio posterior, Asquith, Bruner, & Mullins (1986), mostraron la gran influencia de la forma de pago en el resultado de la fusión. Demostrando que se producían descensos en la cotización de la empresa compradora, cuando las acciones se cambian por otras acciones, y en un segundo caso, se registraron aumentos extraordinarios en la cotización cuando las acciones se compraban con dinero efectivo.

Jensen & Ruback (1983) en su investigación llegan a la conclusión que las tomas de posesión corporativas generan aumentos de valor para los accionistas de las empresas objeto de compra, esto se ve reflejado en los retornos anormales positivos de la empresa que es comprada. Asimismo, Bradley, Desai, & Kim (1988) analizaron cómo el cambio de control corporativo puede crear valor para los accionistas.

Por último, Eckbo (1983) encuentra que los rivales de las fusiones horizontales anunciadas, obtienen en promedio, retornos anormales significativamente positivos a la hora del aviso de la propuesta de la fusión; mientras que las noticias subsecuentes de la queja anticompetitiva causan una reducción en el valor comercial de las empresas que se fusionan.

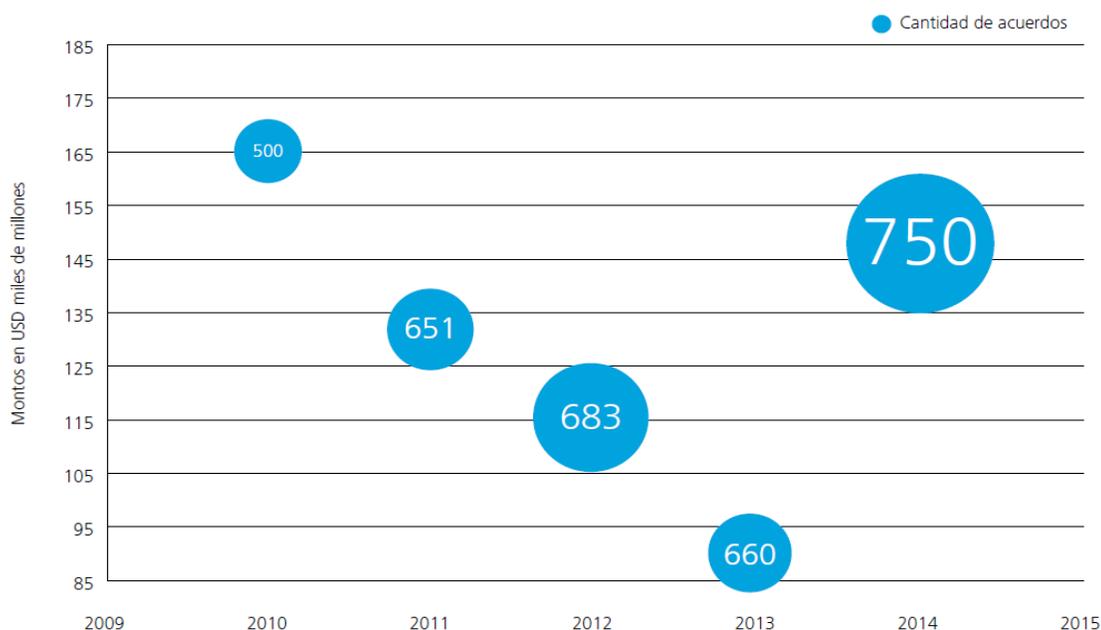
Wang & Xie (2009) identificaron que los anuncios de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos por parte de compañías bien administradas crean más valor que los anuncios por parte de compañías mal administradas. Esto se debe a que el mercado anticipa futuras mejoras en la eficiencia de la compañía por adquirir.

2.4.8 FUSIONES Y ADQUISICIONES EN CIFRAS

2.4.8.1 LATINOAMÉRICA

A fines del año 2014, se llevaron a cabo un total de 750 adquisiciones en Latinoamérica, registrándose un aumento considerable respecto a los últimos 3 años (Deloitte, 2015). El valor agregado que representan las adquisiciones es de USD 147,82 mil millones, aunque todavía no se alcanza el valor del monto total percibido en 2010 que fue de USD 165 mil millones. En la figura N°2, se puede observar la evolución de las fusiones y adquisiciones en Latinoamérica en los últimos años, siendo el año 2014 culmine de una tendencia decreciente del valor total por los montos de adquisiciones de empresas.

Figura 2: Evolución de cantidad de acuerdos y montos totales en el mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica

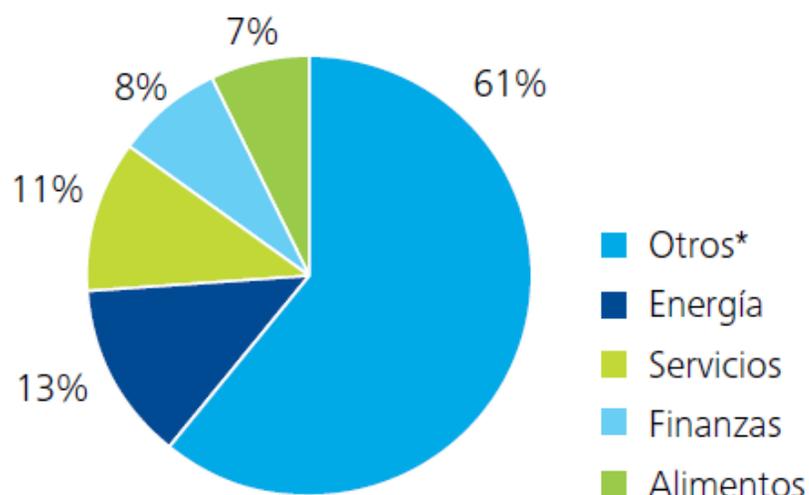


Fuente: (Deloitte, 2015)

Brasil es el principal actor en el valor agregado de adquisiciones en el año 2014. El 51,2% de las 750 transacciones generadas se refiere a adquisiciones de empresas brasileras (384 acuerdos). El total de 384 transacciones corresponde a un total de USD 61,94 mil millones, es decir un 41,9% del valor total del mercado de fusiones y adquisiciones del período en la región.

Los principales sectores económicos de acuerdos generados en cantidad de transacciones en Latinoamérica son el Energético (12,6% del total), Empresas de Servicios (Distribución, Consultoría, Educación) (11,1%), los Servicios Financieros (7,8%), y el de Empresas de Alimentos (7,31%) para esta etapa. La figura N°3, muestra la distribución porcentual de acuerdo al sector económico.

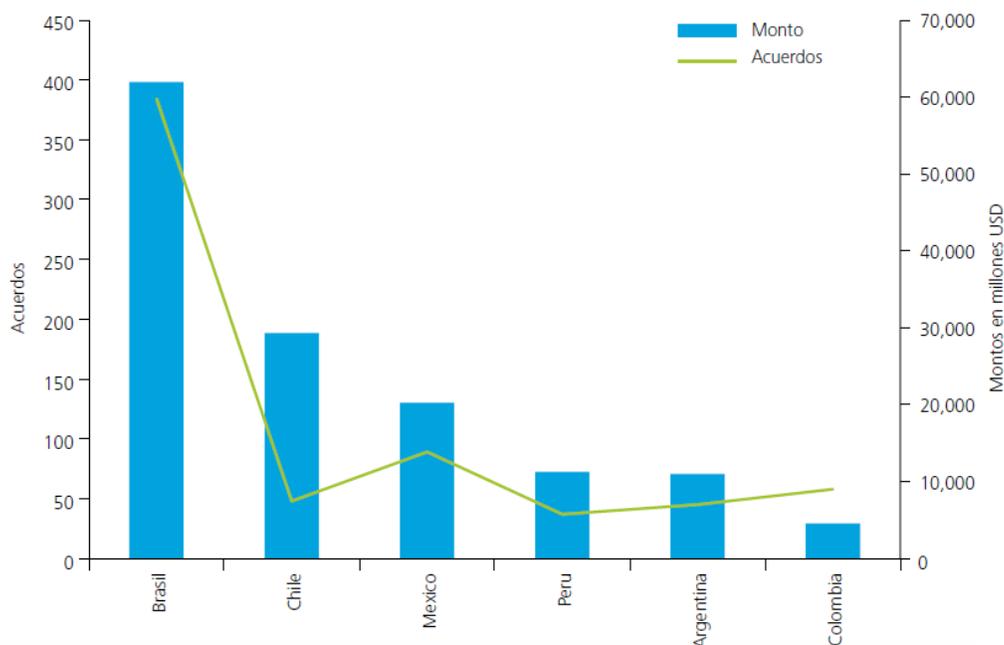
Figura 3: Principales sectores económicos de la región



Fuente: (Deloitte, 2015)

Los principales mercados de fusiones y adquisiciones en relación a los montos totales por transacciones en cada uno de los países de la región además de Brasil, son Chile y México, seguidos por Perú, Argentina y Colombia. En la figura N°4, se puede observar los principales países para el mercado de fusiones y adquisiciones, según cantidad de acuerdos y montos totales.

Figura 4: Principales países según cantidad de acuerdos y montos totales



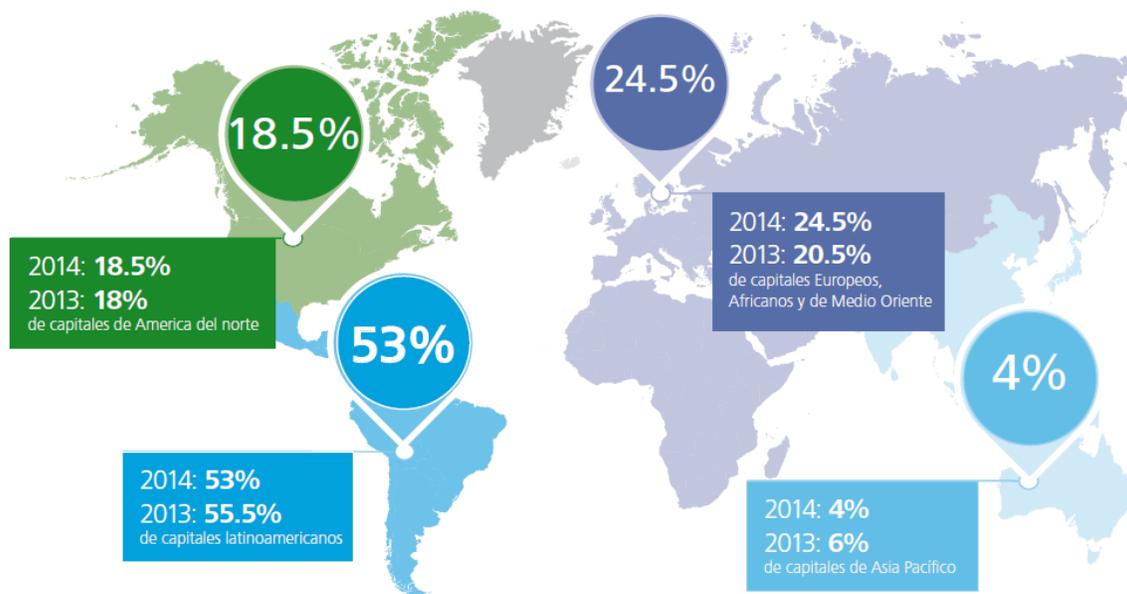
Fuente: (Deloitte, 2015)

Brasil lidera el mercado de fusiones y adquisiciones latinoamericano en 2014 tanto en el valor total de adquisición de empresas brasileras como en la cantidad de acuerdos de transacción.

Chile es el segundo país de Latinoamérica en 2014 con el valor de montos totales por adquisiciones de empresas nacionales, pero tanto en México y en Colombia (que ocupan el tercer y sexto puesto según este orden) se realizaron mayor cantidad de acuerdos de transacción comparados con Chile. En el caso del mercado peruano, que ocupa el cuarto lugar en cuanto al valor total de los montos, se realizaron una menor cantidad de acuerdos que en Argentina y Colombia (quinto y sexto lugar en valor total en millones de dólares).

La figura N°5, define los orígenes de los capitales destinados al mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica. En ambos períodos, un poco más de la mitad (53% y 55,5%) de las adquisiciones de las empresas latinoamericanas fueron realizadas con capitales de la misma región.

Figura 5: Orígenes de los capitales destinados al mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica



Fuente: (Deloitte, 2015)

A su vez en ambos períodos, Norteamérica tiene una participación muy similar en cuanto al origen de los fondos destinados a adquisiciones de empresas latinoamericanas (18,5% en 2014 y 18% en 2013). En 2014, Asia del Pacífico pierde un 2% de participación en las adquisiciones en el mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica; mientras que la región conformada por Europa, África y Medio Oriente gana un 4% de participación respecto de 2013.

2.4.8.2 CHILE

Chile fue en 2014 el segundo mayor actor en el mercado de fusiones y adquisiciones en cuanto al monto total de transacciones, sin embargo fue el cuarto en cantidad de acuerdos generados en el presente período respecto al resto de la región (Deloitte, 2015).

El mercado de fusiones y adquisiciones de Chile fue representado en 2014 por 48 transacciones de un monto total de USD 31,13 mil millones. En el 2013 en Chile fueron realizados 62 acuerdos por un monto total de USD 7,7 mil millones. Si bien en 2014 la cantidad de acuerdos fue inferior, el monto total de las 48 transacciones observadas es 4 veces mayor al de 2013.

En el año 2014 se observan tres sectores económicos protagonistas con 5 acuerdos cada uno. El sector de Energía, más en detalle la Energía Eléctrica, los Servicios o Entidades Financieras, y los Servicios (de Distribución, Consultoría, Educación).

El acuerdo más importante en términos de monto de transacción fue concretado en el sector de Energía, en el cual se intercambié el 60% de una empresa por el monto de USD 10,21 mil millones y representa un 32,8% del valor total del mercado de fusiones y adquisiciones chileno.

2.5 ESTUDIO DE EVENTOS

Una de las metodologías más utilizadas para evaluar los acontecimientos corporativos y los efectos de los cambios regulatorios han sido los estudios de acontecimientos (estudio de eventos). Aunque en un principio la metodología se aplicaba principalmente a las finanzas empresariales, en los últimos tiempos se ha extendido a otras disciplinas de la empresa como la sociología, la política, el derecho, marketing, producción, gestión, entre otras (Martin, 2003; Reddy, 2015).

Estos se utilizan para examinar los retornos de una empresa durante la ventana del acontecimiento, para determinar si dichos retornos anormales son positivos o negativos. La ventana del acontecimiento se define como el período de tiempo que transcurre para buscar una reacción del precio promedio, a la noticias recibidas por los inversionistas (Jairo, 2009).

A través de la metodología de estudio de eventos se pretende demostrar estadísticamente, que existen efectos tanto positivos como negativos significativos en el mercado bursátil chileno, producidos por distintos eventos y/o anuncios que realizan diferentes agentes y que se traducen en retornos anormales o residuos (Brown & Warner, 1980). La metodología de estudio de eventos se ha convertido en un método estándar para medir la reacción, en el precio de las acciones, a un anuncio o evento (Fama et al., 1969). Esta metodología se ha utilizado principalmente en la validación de la hipótesis de que los mercados incorporan información de manera eficiente (Fama, 1991) y para examinar el impacto de los eventos en el precio de las acciones, generando retorno anormales.

La utilidad de un estudio de este tipo viene del hecho de que, dada la racionalidad en el mercado, los efectos de un evento serán inmediatamente reflejados por los precios de seguridad. Por lo tanto una medida de impacto económico del evento se puede construir usando precios de los valores observados durante un período relativamente corto de tiempo (Mackinlay, 1997)

Por lo tanto, es necesario analizar si el evento o suceso en sí, en este caso las fusiones y adquisiciones de empresas son las causantes de retornos anormales positivos o negativos, ya que según lo planteado por Ahumada S., Reyes D., Villaroel B., Parisi F., & Cornejo S.,(2009) no es posible inferir de manera aprioris, con rigurosidad estadística, si este evento tiene o no relación con el retorno anormal que presenta el activo en cuestión.

2.5.1 RETORNOS

El retorno de una acción, o activo, proviene de los negocios de la sociedad, los dividendos percibidos más (menos) las ganancias (pérdidas) de capital que generen las diferencias de precios entre el momento de compra y venta. En ocasiones, los cambios de precio son el componente principal de la rentabilidad obtenida de una inversión en acciones. Estos retornos son variables, siendo dicha variabilidad una medida del riesgo asociado a la inversión en acciones.

Por otra parte, los dividendos que reciben los accionistas dependen de los resultados de la empresa emisora de las acciones que poseen y en la medida que estos sean positivos y permanentes, el accionista podrá disponer de un flujo estable en el tiempo. Las fluctuaciones en el precio de una acción se originan principalmente por cambios en las expectativas respecto a las utilidades futuras de la compañía, por ello los precios de las acciones son esencialmente variables.

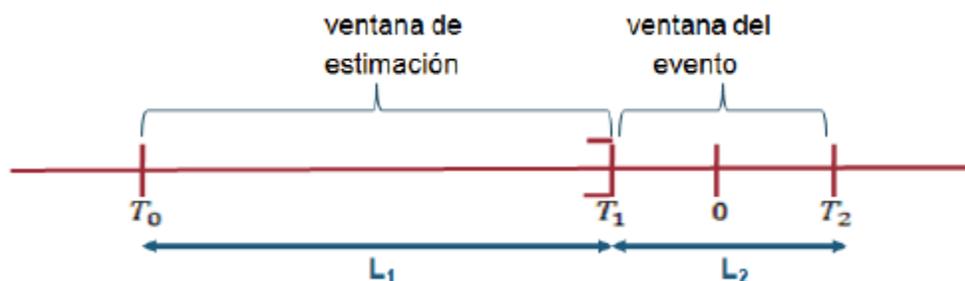
Además, las expectativas de utilidades de la empresa dependen de factores que no están directamente relacionados con la actividad económica desarrollada por la sociedad, tales como la situación económica general país y el ambiente de negocios (SVS Educa, 2016).

2.5.2 VENTANA DEL EVENTO

Para poder determinar el efecto de la divulgación de información en los eventos a estudiar, es necesario determinar los retornos normal y anormal que genera dicho evento. Por lo tanto, es necesario definir la línea de tiempo para el estudio de eventos (Mackinlay, 1997), en el cual se analizará el precio de las acciones, denominada “Ventana del Evento”.

La ventana del acontecimiento se define como el período de tiempo que transcurre para buscar una reacción del precio promedio, a la noticias recibidas por los inversionistas (Jairo, 2009). Esta contendrá un una ventana limpia, en la cual se determinara el retorno normal o esperado del evento y la ventana del evento en donde se determinara el retorno observado o real. La figura N°6, muestra la línea de tiempo para determinar el retorno anormal, la cual se abordará con más detalles en el capítulo III.

Figura 6: Ventana del Evento



Fuente: Velásquez (2009)

2.5.3 RETORNO NORMAL O ESPERADO

El retorno esperado o normal representa el retorno que se pronostica si el evento no hubiese ocurrido (Velásquez, 2009), por lo tanto, este se determina como el retorno promedio obtenido en la ventana limpia del evento o ventana de estimación, de esta forma se pretende obtener un retorno que no se vea afectado por el evento en sí. Se parte de la premisa que los retornos accionarios pueden ser modelados y en algunos casos, están correlacionados con los retornos del mercado accionario en general (Jairo, 2009).

2.5.4 RETORNO ANORMAL

La valoración del impacto del evento requiere de una medida del rendimiento anormal (AR por sus siglas en inglés, *Abnormal Return*). El rendimiento anormal o residuo como también se les denomina (Brown & Warner, 1980), se define como el rendimiento real ex post de la acción sobre la ventana de eventos menos el rendimiento normal de la empresa sobre la ventana limpia. (Velásquez, 2009)

El retorno anormal muestra la diferencia que existe entre el retorno normal que presentaría una acción dado el evento que se está estudiando o que la afecta y el retorno que debiese presentar la acción de acuerdo a lo predicho por el modelo. (Ahumada et al., 2009)

En otras palabras, el residuo es igual al retorno efectivo (observado) del día, menos el retorno esperado. El residuo representa el retorno anormal, es decir, el retorno que no se esperaba y que representa un estimado del cambio en el valor del activo debido al evento. (Jairo, 2009) . Por lo tanto este retorno anormal o residuo, al ser significativo puede ser considerado como un efecto en términos concretos del aumento en el precio de las acciones producido por el anuncio de un determinado evento.

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA

En este capítulo, se explica la metodología de “Estudio de Eventos” aplicada a la investigación, popularizada por Fama et al. (1969). La metodología se ha utilizado históricamente en la validación de la hipótesis de que los mercados incorporan información de forma eficiente (Fama, 1991) y para analizar el impacto de determinados eventos en el precio de las acciones, en este caso, el efecto de la divulgación de hechos esenciales referidos a procesos de fusiones y adquisiciones en el mercado de valores chileno. Además, se define la muestra con la que se trabajará y se mencionan algunas consideraciones generales, para facilitar la comprensión de la metodología.

3.1 CARACTERISTICAS DEL ESTUDIO

El estudio que se lleva a cabo, es una investigación cuantitativa de corte longitudinal abarcando un periodo de 5 años, durante los cuales se realizó la recolección de datos, iniciando el 01 de enero del año 2010 al 31 de diciembre del año 2014.

Para poder llevar a cabo la investigación, fue necesario obtener información sobre los procesos de fusión y/o adquisición (eventos) entre los años 2010 y 2014, por lo tanto se recurrirá a la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) para obtener de allí los hechos esenciales que se hayan emitido durante dicho periodo. De esta forma, se construyó la base de datos con los hechos esenciales de aquellas entidades que hayan comunicado procesos, ya sea de fusiones y/o adquisiciones.

Luego de identificar aquellas empresas que realizaron fusiones y/o adquisiciones se procedió a obtener los precios de cierre diario, de cada una de las acciones. Estas serán tabuladas en una planilla Excel, de esta manera utilizando las características del programa Excel se aplicaron los tres modelos que se mencionan a continuación.

3.2 MÉTODO ESTUDIO DE EVENTOS

Las primeras evidencias en el estudio de eventos datan de 1933 cuando James Dolley estudió el efecto de *splits* de acciones entre los años 1921 y 1931 y luego, entre los años 30s y los 60s algunos otros autores como Myers and Bakay (1948), Barker (1956, 1957, 1958) y Ashley (1962) mejoraron el nivel de sofisticación en este estudio, extrayendo los movimientos de los precios de las acciones del mercado y separando los efectos perturbadores” (citados por Velásquez, 2009).

La metodología de estudio de eventos se ha convertido en un método estándar para medir la reacción, en el precio de las acciones, a un anuncio o evento Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969) la introdujeron. Esta metodología se ha utilizado principalmente en la validación de la hipótesis de que los mercados incorporan información de manera eficiente (Fama 1991) y para examinar el impacto de los eventos en el precio de las acciones, generando retorno anormales.

Para determinar el retorno anormal o residuo (Brown & Warner, 1980) se procede a seleccionar el día del acontecimiento y denotarlo como el día “t=0”. A continuación es necesario definir una ventana de tiempo (t= -40 antes del evento y t= +40 después del evento) que en teoría debiese contener la suficiente cantidad de información para describir lo que ocurre con el retorno del activo, a la luz del evento analizado.

Luego hay que predecir el retorno que presentaría la acción en el período del evento, como si ese evento no existiese, es decir, calcular el retorno “normal” que presentaría la acción o el activo dentro de la ventana del evento) El retorno “normal” estimado se denota como \hat{R}_{it} , para una acción “i” en el período “t”. Así, el retorno anormal o residuo queda representado en la formula (1).

$$r_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (1)$$

El retorno anormal muestra la diferencia que existe entre el retorno normal que presentaría una acción dado el evento que se está estudiando o que la afecta y el retorno que debiese presentar la acción de acuerdo a lo predicho por el modelo.

Por último, se procede a determinar el efecto acumulado de los retornos anormales (AR) en el período del evento. De este modo se obtiene el Cumulative Average Residual, también conocido por su sigla CAR. El CAR representa el efecto total promedio que ocurre en el período del evento; que queda representado en la formula (2).

$$CAR = \sum_{t=-40}^{40} AR_t \quad (2)$$

Para poder determinar los retornos anormales, se utilizaran tres métodos para así generar resultados que sean estadísticamente relevantes.

3.2.1 MEAN ADJUSTED RETURN

El primer paso es estimar el retorno promedio (diario) de un activo en el período que no se ve afectado por el evento en cuestión, Lo importante aquí es que no puede haber información que contamine este período.

En definitiva, se calcula el retorno promedio que debiese presentar la empresa en ausencia del evento, y este resultado se utiliza en el período del evento. Así, este promedio queda reflejado en la formula (3).

$$R_{it} = \bar{R}_{it} = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{it}}{200} \quad (3)$$

Donde T es el número de días que dura el período limpio.

3.2.2 MARKET MODEL

El modelo de mercado o el modelo APT de un solo factor, el cual se presenta a continuación en la formula (4).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

En este método se regresa el retorno que presenta un activo R_{it} frente a un factor que sea representativo del retorno del mercado R_{mt} en el período limpio. Así se obtienen los parámetros $\hat{\alpha}$ y $\hat{\beta}$ estimados, y se utilizan estos coeficientes para estimar el retorno accionario en el período del evento \hat{R}_{it} , usando para ello el retorno de mercado de los días comprendidos en el mencionado período del evento. Así, el retorno estimado para la ventana del evento \hat{R}_{it} queda determinado por la formula (5).

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (5)$$

3.2.3 MARKET ADJUSTED RETURN

Este método es básicamente el mismo que el anterior, sólo que se asume que el retorno estimado para el activo en cuestión debiese ser igual al retorno del mercado. De modo más formal, el modelo asume que $\hat{\alpha} = 0$ y $\hat{\beta} = 1$, como se aprecia en la formula (6).

$$\hat{R}_{it} = R_{mt} \quad (6)$$

3.2.4 ANÁLISIS DE SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA

Hay que comprobar que los resultados de los modelos sean significativos, Para determinar si los residuos son significativos, se determina el valor t que produce cada residuo, el cual se compara con el valor t crítico para un cierto nivel de significancia estadística, ya sea del 10%, 5% ó 1%. Así el test a contrastar viene dado por la hipótesis nula (H_0), definida como: $H_0 =$ No existe evidencia de retornos anormales en el periodo t . Entonces, el valor de t calculado con $T-1$ grados de libertad para los residuos viene dado por la fórmula (7).

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^n r_{it}}{N} \tag{7}$$

Asimismo, también debemos estimar la significancia estadística del CAR, que viene representado por la formula (8).

$$\frac{CAR}{\hat{S}(CAR)} = \frac{\sum_{t=-40}^{+40} AR_t}{\sum_{t=-40}^{+40} \hat{S}(AR)} = \frac{\sum_{t=-40}^{+40} AR_t}{\sqrt{81\hat{S}(AR)}} \tag{8}$$

Para terminar, se debe tener en cuenta que se asume que los retornos de las distintas acciones se distribuyen idéntica e independientemente y además pueden existir ciertos sesgos a la hora de realizar estas estimaciones (no se consideran cambios en la varianza (intrínseca) de los activos analizados, en el Modelo de Mercado no se toman en cuenta los efectos que existen a través del tiempo ni tampoco se dice nada de que los errores se distribuyan de manera normal (Brown y Warner, 1980). Sin embargo, debido a que la interpretación de los resultados es relativamente simple, estos métodos brindan conclusiones concordantes entre la teoría y la práctica.

3.3 DEFINICION DE LOS EVENTOS

Para la investigación del efecto de la divulgación de hechos esenciales referidos a procesos de fusiones y adquisiciones de empresas chilenas entre los años 2010 al 2014, se analizó la totalidad de las empresas que cotiza o cotizó en algún momento en la Bolsa de Valores en Chile entre dichos años, tomando solamente en consideración el evento del anuncio de la función y/o adquisición de las empresas.

Para ello, se tomo en consideración a todas las empresas que se encuentran en el registro de la Superintendencia de Valores y Seguros; categorizados como emisoras de valores de oferta pública; teniendo en total 1.046 empresas que componen dicho registro, las cuales en conjunto emitieron 11.938 hechos esenciales de distinta índole, para posteriormente clasificar dicha información por empresa, tipo de hecho esencial y fecha.

La recolección de información tomo todos los tipos de hechos esenciales emitidos por las distintas entidades en el periodo de tiempo antes señalado. Estos tipos de hechos esenciales, han sido clasificados por la SVS en distintas categorías generales, con el objetivo de poder facilitar tanto la búsqueda como la comprensión de los mismos. Básicamente, estos se pueden clasificar en 12 ítems (ver anexo 1), aunque existen más categorías, estas son las principales, ya que las demás son combinaciones de estas, debido principalmente a que la información que contienen el hecho esencial puede referirse a más de un tipo de ellos.

Sin embargo, para esta investigación solo fueron considerados los hechos esenciales que en su descripción, consideraban alguna relación con los procesos de fusión y/o adquisición. Dentro de la clasificación general se encuentran 3 tipos de hechos esenciales que poseen relación con dichos procesos; (i) Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación; (ii) Cambios en la propiedad y/o toma de control; y (iii) División, fusión o constitución de sociedades. Pero, como se menciona en el párrafo anterior existen más categorías que resultan de la combinación de más de una de ellas y en las cuales pueden encontrarse incluidas las tres principales mencionadas anteriormente, dichas categorías se muestran la tabla N°2.

Tabla 2: Tipos de hechos esenciales relacionados con procesos de Fusión y/o Adquisición

N°	Tipos de hechos esenciales
1	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación División, fusión o constitución de sociedades.
2	División fusión o constitución de sociedades Junta extraordinaria de accionistas citaciones, acuerdos y proposiciones.
3	Suscripción o renovación de contratos División, fusión o constitución de sociedades
4	División, fusión o constitución de sociedades.
5	Activos o paquetes accionarios adquisición o enajenación
6	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación Cambios en la propiedad yo toma de control
7	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación División, fusión o constitución de sociedades
8	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación División, fusión o constitución de sociedades Suscripción o renegociación de créditos
9	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación Otros
10	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación Suscripción o renegociación de créditos
11	Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación Transacciones con personas relacionadas o con interés
12	Cambios en la administración División, fusión o constitución de sociedades
13	Cambios en la propiedad yo toma de control Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación
14	División, fusión o constitución de sociedades Junta extraordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones
15	División, fusión o constitución de sociedades Junta ordinaria de accionistas. Junta extraordinaria de accionistas

16	División, fusión o constitución de sociedades Otros
17	Junta extraordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación
18	Junta extraordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación Otros
19	Junta extraordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones División, fusión o constitución de sociedades
20	Junta extraordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones Otros División, fusión o constitución de sociedades
21	Junta extraordinaria de accionistas, proposiciones División, fusión o constitución de sociedades
22	Otros Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación
23	Otros División, fusión o constitución de sociedades
24	Reparto de utilidades Junta ordinaria de accionistas, proposiciones. Cambios en la administración. División y fusión
25	Reparto de utilidades Junta ordinaria de accionistas, proposiciones. División, fusión o constitución de sociedades
26	Suscripción o renegociación de créditos Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación
27	Suscripción o renegociación de créditos Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación Suscripción o renovación de contratos.
28	Transacciones con personas relacionadas o con interés Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación
29	Transacciones con personas relacionadas o con interés Junta extraordinaria de accionistas y proposiciones División, fusión o constitución de sociedades.

Fuente: elaboración propia.

3.4 DEFINICIÓN DE LA MUESTRA

Una vez determinadas las categorías de hechos esenciales, se procedió a identificar aquellas empresas que emitieron algunos de estos tipos de comunicados entre el periodo 2010 al 2014. Por lo cual, el tamaño de la muestra se redujo a tan solo 198 empresas, las cuales se encuentran detalladas en el anexo N°2. Estas 198 empresas presentaron 741 hechos esenciales durante el periodo de evaluación (5 años), alcanzando un promedio de 0,7484 hechos por empresas, ya sea directa o indirectamente relacionados con una fusión y/o adquisición.

Luego, se analizó cada uno de los hechos esenciales, en donde dicho evento de fusión y/o adquisición, representara un porcentaje y/o participación significativa que lleve a la toma de control de la organización, es decir, que en el anuncio se mencione la toma de control operativa, reflejado en el porcentaje de participación accionaria (más del 50%) que logre poseer la empresa posterior a la adquisición y/o fusión.

La siguiente condición necesaria para definir la muestra, consiste en que las empresas que lograron el control operativo posterior al evento; debían cotizar, es decir, tener presencia bursátil como mínimo en un 80% en el total de los días necesario para el estudio, esto tomando en consideración los días del periodo limpio y los de la ventana del evento, correspondiente a 240 días antes de la fecha del anuncio y los 40 días posteriores al anuncio, para que dicho efecto quedar reflejado en los precios diarios de las acciones.

Finalmente, la muestra quedó constituida por un total de 30 empresas, las cuales presentaron 61 eventos que constituían una fusión y/o adquisición en algún porcentaje significativo. Sin embargo, el propósito de esta investigación es analizar los efectos por separados de ambos eventos. Por lo tanto, para el evento Adquisición la muestra quedó constituida por un total de 23 empresas las cuales presentaron 50 anuncios de esta índole, las que se detallan en la tabla N° 3. Por el contrario, para el evento Fusión la muestra quedó formada por un total de 10 empresas las cuales presentaron 11 anuncios, representadas en la tabla N° 4. Dichas tablas muestran el listado de las entidades que conforman la muestra, junto al tipo de anuncio, la fecha y una breve descripción del acontecimiento, con la cual, se realizarán los análisis respectivos en los siguientes capítulos.

Tabla 3: Muestra final evento Adquisición

Nº Empresa	Nº de Evento	Acción	Acrónimo	Tipo anuncio	Fecha	Descripción
1	1	VIÑA CONCHA Y TORO	CONCHATORO	adquisición	01-03-2011	Concha y Toro compra el 100% de las acciones de Brown-forman compañía vitivinícola norteamericana
2	2	TECH PACK SA	TECHPACK	adquisición	10-06-2014	La filial de la compañía Alusa S.A. adquirió el 100% de la propiedad de la empresa chilena productos Plásticos HYC S.A
3	3	SONDA SA	SONDA	adquisición	23-04-2010	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa brasilera Telsinc
	4	SONDA SA	SONDA	adquisición	29-04-2010	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa brasilera Softeam
	5	SONDA SA	SONDA	adquisición	18-06-2010	Sonda a través de su filial Sonda México S.A, ha suscrito un contrato de compraventa por el 100% de la propiedad de la empresa mexicana nextiraone México S.A
	6	SONDA SA	SONDA	adquisición	24-06-2010	Sonda a través de su filial en Brasil ha suscrito un contrato de adquisición el 100% de la propiedad de la empresa brasileña kaizen
	7	SONDA SA	SONDA	adquisición	04-11-2010	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa argentina Ceitech
	8	SONDA SA	SONDA	Adquisición	10-08-2011	Inicio proceso OPA con el objetivo de adquirir el 100% de las acciones de la sociedad Quintec S.A
	9	SONDA SA	SONDA	adquisición	08-03-2012	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa brasileña Pars
	10	SONDA SA	SONDA	adquisición	04-05-2012	Adquirió el 100% de la propiedad de la sociedad Elucid Solutions S.A en Brasil

	11	SONDA SA	SONDA	adquisición	13-03-2014	Adquirirá el 100% de la propiedad de la empresa brasileña Ctis
4	12	SIGDO KOPPERS SA	SK	adquisición	02-08-2010	Adquirió el 53,73% de las acciones emitidas por Enaex
	13	SIGDO KOPPERS SA	sk	adquisición	23-08-2011	Suscripción de un contrato de compraventa de acciones, en el cual SK adquirirá el 100% de las acciones de Megotteaus Group SA de Bélgica
	14	SIGDO KOPPERS SA	SK	adquisición	27-10-2011	La filial Ingeniería y Construcciones Sidgo S.A. adquirirá el 70% de las acciones de la Sociedad Constructora y Montajes Com S.A
5	15	SALFACORP SA	SALFACORP	adquisición	07-01-2011	Salfa Ingeniería y Construcción S.A unidad de Salfacorp S.A adquirirá el 100% de la empresa Tecsa S.A
	16	SALFACORP SA	SALFACORP	adquisición	11-03-2011	Salfa Ingeniería y Construcción S.A unidad de Salfacorp S.A adquirirá el 80% de la empresa Icem S.A
	17	SALFACORP SA	SALFACORP	adquisición	16-05-2011	Consalfa S.A, sociedad colombiana formada en partes iguales por empresa de montajes industriales Salfa S.A y Concreto S.A acordaron la compra por parte de la primera del 80% de las acciones de Intercoastal Marine INC (Panamá y el Caribe)
6	18	S.A.C.I. FALABELLA	FALABELLA	adquisición	17-09-2014	La sociedad filial Sodímac Perú S.A adquirió el 100% de las acciones de la sociedad maestro Perú S.A
7	19	QUIÑENCO SA	QUINENCO	adquisición	02-09-2011	Quiñenco se compromete a adquirir de Terpel Chile S.A y Petrolera Nacional S.A y estas a enajenar la totalidad de sus participación en sus subsidiarias chilenas “petróleos Trasandinos S.A” y “Operaciones y Servicios Terpel Limitada
8	20	PARQUE ARAUCO SA	PARAUCO	adquisición	30-03-2010	Parque Arauco S.A a través de su filial en Perú, inmuebles comercial del Perú S.A y Graña montero S.A. adquirirá la totalidad de las acciones de G&M en Fashion Center S.A
	21	PARQUE ARAUCO SA	PARAUCO	adquisición	21-09-2010	La sociedad inmuebles Panamericana S.A filial de Parque Arauco en Perú, celebó un contrato de compraventa en el que adquirió el 67% del capital accionario de Altec trading S.A.C.

	22	PARQUE ARAUCO SA	PARAUCO	adquisición	20-04-2012	Suscripción de un acuerdo en el que Parque Arauco SA adquirirá de Seguridad y Telecomunicaciones S.A filial de Rebrisa S.A el 100% de las acciones de la Sociedad Inmobiliaria Buenaventura Spa
	23	PARQUE ARAUCO SA	PARAUCO	adquisición	16-10-2014	La filial en Perú de Pasa Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C. adquirirá el 100% de las acciones emitidas por Equimed S.A.C.
9	24	LATAM AIRLINES GROUO SA	LAN	adquisición	27-10-2010	LAN celebó una promesa de compraventa por el 98,942% de las acciones en circulación de la aerolínea colombiana Aerovías de integración regional (Aires S.A)
10	25	INVERSIONES LA CONSTRUCCION SA	ILC	adquisición	23-09-2013	La sociedad adquirirá el 67% de las acciones de Corpgroup Vida Chile, la totalidad de los derechos sociales de Corpgroup vida limitada.
	26	INVERSIONES LA CONSTRUCCION SA	ILC	adquisición	19-08-2014	La sociedad ha suscrito un acuerdo de adquisición con la sociedad Baninter S.A; equivalente al 50,79%
11	27	GRUPO SECURITY SA	SECURITY	adquisición	14-03-2013	Adquirirá la totalidad de la participación de Sismel tiene en Hipotecaria Cruz del Sur Principal S.A, que representa un 51% del capital accionario
12	28	AES GENER S.A	AESGENER	adquisición	28-03-2014	50,01% acciones de Guacolda
13	29	BESALCO S.A	BESALCO	adquisición	19-05-2011	Adquisición de Kipres Ingeniero y Compañía Limitada y de Servicio aéreokipres Limitada equivalente al 68% de la sociedad.
	30	BESALCO S.A	BESALCO	adquisición	06-11-2012	Adquisición del 50,01% de construcciones civiles S.A
14	31	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	18-07-2012	Adquisición del 100% de la sociedad servicio Clinico S.A
	32	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	14-09-2012	Adquisición del 100% de la sociedad Sonorand i S.A, Sonorad ii S.A y Salud Facil S.A

	33	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	17-07-2013	Adquisición del 70% de sociedad Anglolab S.A
	34	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	10-09-2013	Adquisición del 100% de sociedad Mediperu S.A
15	35	CAP S.A	CAP	adquisición	17-03-2010	Adquisición del 51% de Puerto las Losas S.A
16	36	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	05-03-2010	Acuerdo de adquisición del 100% de la sociedad Super Familia Comercial de Alimentos Ltda. De la ciudad de Fortaleza, Brasil
	37	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	28-04-2010	Acuerdo de adquisición del 100% de la participación de Carballo Faro y cía. Ltda. En la sociedad Perini Comercial de Alimentos Ltda. de la ciudad de Salvador, Brasil
	38	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	15-10-2010	Acuerdo de adquisición del 100% de Fagparticipacoes Ltda e Irmaos Breta, Filhos e cia Ltda. Los cuales operan la cadena se supermercados BRETAS
	39	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	07-10-2011	Acuerdo de adquisición del 85,58% de comercial Johnson S.A.
17	40	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A	ENDESA	adquisición	31-03-2014	Adquisición del 50% de Gasatacama holding limitada. Endesa acepta la oferta de venta de Southern Cross de las acciones que posee en Gas atacama
18	41	ENERSIS S.A	ENERSIS	adquisición	01-04-2014	Adquisición del 50% de Gasatacama holding limitada
19	42	EMPRESA IANSA S.A	IANSA	adquisición	07-04-2010	Adquisición del 100% de Ed&f Man Chile Limitada. A través de la filial Iansagro S.A.
20	43	EMPRESA COPEC S.A	COPEC	adquisición	14-05-2010	Adquisición del 100% de Aeicolombia Holding Ltd. y de Aeicolombia Investmentsl Ltd. Que en conjunto poseen el 47,2% de las acciones de PROENERGIA INTERNATIONAL SA

	44	EMPRESA COPEC S.A	COPEC	adquisición	19-05-2011	Adquisición del 51% de inversiones del nordeste S.A de Colombia, a través de su filial abastecedora de combustible SA (Abastible)
	45	EMPRESA COPEC S.A	COPEC	adquisición	14-03-2012	Adquisición del 98,24% de Proenergía Internacional S.A, a través de la filial Copec Investments Ltd., filial de Empresas Copec SA
	46	EMPRESA COPEC S.A	COPEC	adquisición	08-06-2012	Adquisición del 100% de Flakeboard Company Limited. A través de la filial Celulosa Arauco y Constitución SA y su filial Arauco Canadá Ltd.
21	47	ENJOY S.A	ENJOY	adquisición	25-10-2012	Adquisición del 45% de una sociedad controladora de un hotel y casino en Latinoamérica, tomando el control operativo de esta
22	48	FORUS S.A	FORUS	adquisición	02-09-2013	Adquisición del 100% de Siete Veintes S.A
	49	FORUS S.A	FORUS	adquisición	06-11-2013	Adquisición del 100% de las acciones de la sociedad que recibirá aportes de GSM Chile limitada y de Sanmaree Pty Ltd.
23	50	GASCO S.A	GASCO	adquisición	29-12-2010	Adquisición del 50% de Gazel S.A y en consecuencia pasa a controlar el 100% de la propiedad

Fuente: elaboración propia.

Tabla 4: Muestra final evento Fusión

Nº Empresa	Nº de Evento	Acción	Acrónimo	Tipo anuncio	Fecha	Descripción
1	1	VIÑA CONCHA Y TORO	CONCHATORO	fusión	14-07-2011	Contrato entre Concha y Toro y a través de su filial VCT usa con la empresa BanfiVinstners para crear una nueva entidad jurídica fusionando ambas compañías
2	2	LATAM AIRLINES GROUO SA	LAN	fusión	13-08-2010	LAN y Tam han suscrito un memorándum de entendimiento no vinculante en el que expresan la intención de combinar las compañías.
3	3	ALMENDRAL S.A	ALMENDRAL	fusión	28-11-2011	Fusión por incorporación de GTD
4	4	BANMEDICA S.A	BANMEDICA	fusión	30-07-2010	Fusión de la filial Banmedica International SPA con la sociedad Inversiones Salud Interamericana S.A de Panamá
5	5	EMBOTELLADORA ANDINA S.A	ANDINA	fusión	25-06-2012	Fusión de andina a través de la absorción con la compañía embotelladora Coca-Cola polar S.A
6	6	E.CL S.A	ECL	fusión	29-01-2010	Fusión a través de la absorción de inversiones Tocopilla - 1
7	7	ENERSIS S.A	ENERSIS	fusión	29-05-2013	Fusión por absorción de sus filiales; inversiones sudamericana limitada. Absorbiendo a Cono Sur
	8	ENERSIS S.A	ENERSIS	fusión	25-11-2014	Fusión absorción de sus filiales; ICT Servicios Informáticos Limitada absorbiendo a Inmobiliaria Manso de Velasco Limitada
8	9	COMPAÑÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A	CGE	fusión	29-09-2011	Se aprobó la fusión por incorporación de las filiales de CGE; de Transnet S.A con la empresas Emel S.A la que se disolverá
9	10	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A	ENDEL	fusión	28-11-2011	Acuerdo de fusión: Entel se fusionara por incorporación con GTD
10	11	EMPRESA CMPC S.A	CMPC	fusión	04-03-2011	Fusión de su filial Industrias Forestales S.A con CMPC por incorporación de la primera en la segunda

Fuente: elaboración propia

3.5 CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA METODOLIGÍA

En la construcción de la muestra, cada empresa fue separada en distintas carpetas, en las cuales, dentro de ellas se encontraban los hechos esenciales seleccionados para el estudio con los respectivos archivos, ya sea, en formato Pdf o Word según corresponda, y lograr así acceder a ellos de forma más rápida y ordenada.

Luego se procedió a obtener los precios diarios de las 30 acciones que conforman la muestra final y de un factor representativo del retorno del mercado, en este caso el IGPA, a través, del software Economatica³. Para la aplicación de la metodología de estudio de evento, se utilizó la programa Excel, con el cual se crearan dos archivos (uno para cada evento). Dentro de cada archivo Excel, cada acción se encontrara en una hoja distinta en la cuales se aplicaran los tres métodos de estimación; Modelo del retorno promedio ajustado (A), Modelo de mercado (B) y el Modelo retorno mercado ajustado (C). Por último, al final de cada archivo se determinaron los AR y CAR del conjunto de acciones para obtener el efecto promedio producido por dicho anuncio y si estos son significativos o no estadísticamente.

En la aplicación de los tres métodos, es necesario mencionar algunas consideraciones a fin de lograr un mayor entendiendo por parte de los lectores. Para los tres métodos, es necesario identificar el valor diario de la acción y del IGPA durante los días comprendidos en la metodología, es decir, los 240 días previos al evento ($t=-240$ a $t=-1$), el días del evento ($t=0$) y los 40 días posteriores al evento ($t=1$ a $t=40$), los cuales en total suman 281 días divididos en dos ventanas; venta limpia ($t=-240$ a $t=-41$) y la ventana del evento ($t=-40$ a $t=40$).

Para determinar los retornos anormales, es decir, la diferencia entre el retorno que presenta la acción y el retorno estimado por el modelo, estos presentan diferencia en sus cálculos, necesaria de explicar. Para el método de retorno promedio ajustado (A), el retorno estimado será igual a la rentabilidad promedio de dicha acciones en su ventana limpia, valor que será igual para cada retorno estimado de la venta del evento.

³ Sistema de análisis de la inversión que muestra información financiera, indicadores económicos, y proporciona herramientas para facilitar las decisiones de los analistas e inversores. (fuente: www.economatica.com).

Para el Modelo de mercado (B), el retorno estimado se calculo a través de la función regresión del programa Excel, entre los retornos de la acción (variable dependiente) y los retornos del IGPA (variable independiente) de la ventana limpia, obteniendo un valor “Estimado” más un “Beta” con los cuales se calcula en retorno estimado (*Estimado +Beta*Retorno IGPA del día t*). Para ello, las fechas de los retorno de la acción se hicieron coincidir con las del IGPA, se eliminaron los feriados irrenunciables y si la empresa no cotizaba un día en el cual la fecha no era feriado, se procedió a copiar el valor accionario inmediatamente anterior. Y para el Modelo retorno de mercado ajustado (C), el retorno estimado para cada día t simplemente será igual al retorno que presenta el IGPA para ese mismo día de la ventana del evento.

Por último, para determinar el efecto conjunto de las acciones se calculo el retorno anormal promedio de las acciones (AR) que corresponde a la suma del residuo de cada periodo t de todas las acciones de los tres modelos distintos. Una vez determinado los AR es posible calcular la significancia estadística de ellos, a través de la aplicación del Test-T.

Para calcular este Test-T fue necesario obtener la desviación estándar de los residuos de las ventanas limpias de los 3 modelos. Luego el Test-T se calcula sobre la ventana del evento (t=-40 a t=40) de cada modelo; este se obtiene entre la división del residuo (AR) de cada día y la desviación estándar antes calculada, los cuales, se contrastan con los T-Críticos de la tabla N°5, se analiza el nivel de significancia que obtienen, y si estos son capaces de rechazar la hipótesis nula, para ellos los Test-T debe ser mayor a alguno de los T-Críticos.

Tabla 5: Valores significativos para el Test-T

Porcentaje de Confianza	T-Crítico
90%	1,645
95%	1.96
99%	2.57

Fuente: elaboración propia

Por último, el CAR se calcula para cada método, y consiste en una sumatoria acumulada de los retornos anormales (AR) de la venta del evento, es decir, el $CAR_{-40} = AR_{-40}$ del mismo modo, el $CAR_{-39} = AR_{-40} + AR_{-39}$ y así sucesivamente. Al igual que el AR, también es necesario determinar la significancia estadística del CAR a través del Test-T.

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS

En este capítulo se analizó el efecto promedio en el retorno de las acciones, del conjunto de aquellas entidades, cuyos anuncios de Fusión y/o Adquisición fueron seleccionados y determinados a través de la metodología explicada en el capítulo anterior. Por lo tanto, se determinó si esta divulgación de información en forma de hechos esenciales, provoca retornos anormales en el precio de las acciones. Además, se incluyó un análisis de aquellas empresas (acciones), que obtuvieron resultados significativos y que son consideradas relevantes de mencionar.

4.1 ANÁLISIS ADQUISICIONES

A continuación, se presenta el análisis realizado para el evento que corresponde a aquellos hechos esenciales referidos a procesos de adquisiciones empresariales, a través de los tres modelos expuestos en la metodología: Modelo del retorno promedio ajustado (Método A), Modelo de mercado (Método B) y el Modelo retorno mercado ajustado (Método C).

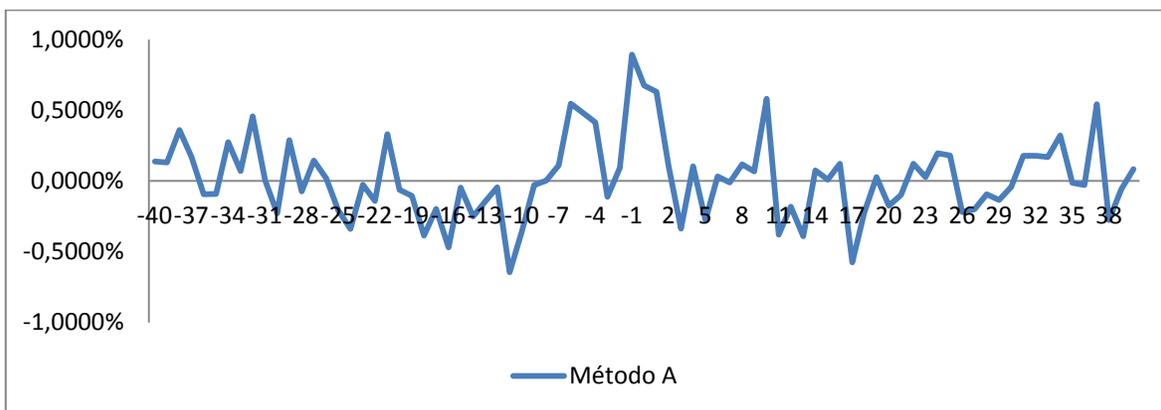
4.1.1 RESIDUOS O RETORNOS ANORMALES PROMEDIOS

EL anexo N°3, muestran los retornos anormales promedio de los tres modelos aplicados, del conjunto de empresas que realizaron procesos de Adquisición, en cada periodo t , de la ventana del evento. Así el retorno anormal del periodo -40 considera el promedio de los residuos de cada anuncio considerado en el estudio. A continuación, se muestran los retornos anormales promedios para cada uno de los modelos aplicados, dentro de la ventana del evento, es decir desde $t = -40$ a $t = 40$.

4.1.1.1 RETORNOS PROMEDIO MODELO RETORNO PROMEDIO AJUSTADO

El Gráfico N°1, muestra la distribución de los retornos anormales promedios del Modelo de retorno promedio ajustado (Método A) aplicado durante la ventana del evento. En él se puede observar que el modelo presenta una de las variaciones positivas más relevantes en torno al día $t=0$ del evento. Además, se aprecia que existe variados rendimientos negativos y un posterior aumento en el retorno anormal promedio días antes del anuncio del evento Adquisición. Sin embargo, aun no es posible mencionar si estos residuos son estadísticamente significativos.

Gráfico 1: Residuos venta del evento Método A

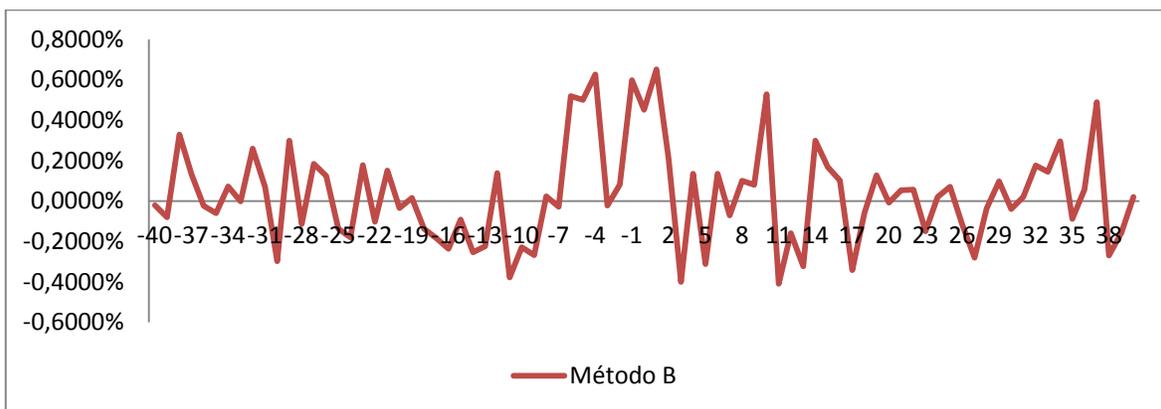


Fuente: elaboración propia.

4.1.1.2 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO

El Gráfico N°2, muestra la distribución de los retornos anormales promedios del Modelo de mercado (Método B) aplicado durante la ventana del evento. En él se puede observar que el modelo presenta variaciones positivas relevantes entorno al día $t=0$ del evento. Al igual que el método anterior, se aprecia que existen variados rendimientos negativos y un posterior aumento en el retorno anormal promedio días antes del anuncio del evento Adquisición. Sin embargo, aun no es posible mencionar si estos residuos son estadísticamente significativos.

Gráfico 2: Residuos venta del evento Método B

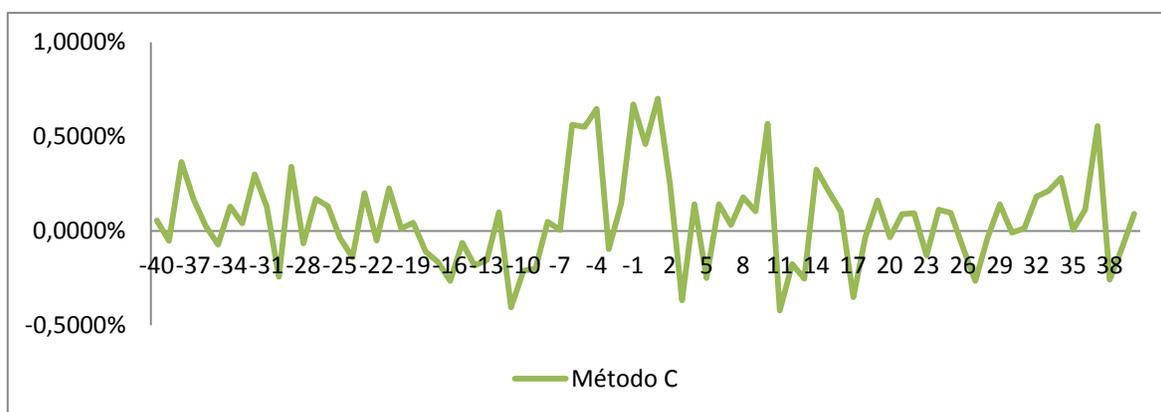


Fuente: elaboración propia.

4.1.1.3 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO AJUSTADO

El Gráfico N°3, muestra la distribución de los retornos anormales promedios del Modelo de mercado Ajustado (Método C) aplicado durante la ventana del evento. En él se puede observar que el modelo presenta variaciones positivas relevantes entorno al día $t=0$ del evento. Al igual que los dos métodos anteriores, se aprecia que en la distribución existen variados rendimientos negativos y un posterior aumento en el retorno anormal promedio días antes del anuncio del evento Adquisición. Sin embargo, aun no es posible mencionar si estos residuos son estadísticamente significativos.

Gráfico 3: Residuos venta del evento Método C



Fuente: elaboración propia.

4.1.2 SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA DE LOS RESULTADOS

Como se menciono anteriormente, existe presencia de retornos anormales en torno a la fecha del anuncio de una adquisición, sin embargo, en esta ocasión se analiza si estos retornos son significativos estadísticamente, a través de la metodología explicada en el capítulo anterior. Si bien la metodología comprende una ventana del evento desde $t=-40$ a $t=40$, los métodos arrojan resultados relevantes para ser analizados dentro de una ventana más pequeña que va desde $t=-6$ a $t=6$, es decir, una ventana de 13 días incluida en ella el día del evento, la cual se muestra en la tabla N°6.

Tabla 6: Resultados significativos para el evento Adquisición, ventana -40;+40 días

El día $t=0$ es aquel en el cual se produjo el anuncio de adquisición del conjunto de entidades consideradas para el estudio. Los resultados se presentan para una ventana de (-6; +6) días entorno al evento, no obstante el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40) los cuales se encuentran detallados en los anexos N° 4, 5 y 6. Los valores porcentuales corresponden al retorno anormal (AR) promedio diario y al retorno anormal acumulado (CAR) que se muestra para cada modelo. Entre paréntesis se muestra el test-t: (*) es significativo al 90%; (**) es significativo al 95%; (***) es significativo al 99%.

t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-6	0,55% (2,17)**	-0,89% (-0,6)	0,52% (2,31)**	-0,58% (-0,44)	0,56% (2,40)**	0,63% (0,45)
-5	0,48% (1,91)*	-0,41% (-0,27)	0,50% (2,22)**	-0,08% (-0,06)	0,55% (2,35)**	1,18% (0,84)
-4	0,42% (1,65)*	0,004% (0,002)	0,63% (2,79)***	0,54% (-0,4)	0,65% (2,77)***	1,83% (1,28)
-3	-0,11% (-0,44)	-0,11% (-0,07)	-0,02% (-0,10)	0,52% (-0,37)	-0,10% (-0,41)	1,73% (1,20)
-2	0,09% (-0,37)	-0,02% (-0,01)	0,08% (-0,36)	0,60% (-0,43)	0,14% (-0,62)	1,87% (1,28)
-1	0,89% (3,54)***	0,88% (-0,55)	0,60% (2,66)***	1,20% (-0,84)	0,67% (2,87)***	2,55% (1,72)*
0	0,67% (2,67)***	1,55% (-0,96)	0,45% (2,00)**	1,65% (-1,14)	0,46% (1,96)**	3,00% (2,01)**
1	0,63% (2,50)**	2,18% (-1,33)	0,65% (2,90)***	2,30% (-1,58)	0,70% (2,99)***	3,71% (2,44)**
2	0,11% (-0,42)	2,29% (-1,38)	0,21% (-0,94)	2,51% (1,70)*	0,25% (-1,08)	3,96% (2,58)**
3	-0,34% (-1,33)	1,95% (-1,17)	-0,40% (-1,78)*	2,11% (-1,42)	-0,37% (-1,57)	3,59% (2,31)**
4	0,10% (-0,41)	2,06% (-1,22)	0,14% (-0,6)	2,25% (-1,49)	0,14% (-0,6)	3,73% (2,38)**
5	-0,28% (-1,10)	1,78% (-1,04)	-0,31% (-1,39)	1,93% (-1,27)	-0,25% (-1,07)	3,48% (2,19)**
6	0,03% (0,13)	1,81% (1,05)	0,13% (0,60)	2,07% (1,34)	0,14% (0,60)	3,62% (2,26)**

Fuente: elaboración propia.

Dentro de la ventana del evento, se puede observar que antes de los resultados significativos, se aprecia en mayoría retornos anormales negativos en los tres métodos aplicados y que se encuentran en la ventana que comprende los días desde $t=-20$ hasta $t=-7$, lo que demuestra una clara tendencia bajista en los retornos accionarios anterior a la fecha del evento.

Ahora, dentro de los resultados significativos, se puede apreciar que en la ventana (-6; -4) días, existen retornos anormales positivos y estadísticamente significativos para los tres métodos aplicados. El día $t=-6$, es significativo para los tres métodos a un 95% de confianza. El día $t=-5$, es significativo a un 90% de confianza para el método A y al 95% de confianza para los métodos B y C. el día $t=-4$, es significativo al 90% de confianza para el método A y al 99% de confianza para los métodos B y C.

Luego, se aprecia que para el día $t=-3$ no existen retornos anormales significativos, sin embargo los tres métodos arrojan retornos negativos y para el día $t=-2$ los retornos son positivos pero ninguno es significativo.

Los retornos anormales promedios para la ventana (-1;+1) días, son positivos y estadísticamente significativos para los tres modelos. El día $t= -1$ es significativo al 99% se confianza para los tres modelos. El día $t= 0$ es significativo al 99% de confianza para el modelos A y al 95% de confianza para el modelo B y C. Por último el día $t= 1$ es significativo al 95% de confianza para los tres modelos y para los modelos B y C es significativo al 99% de confianza.

Los días restantes, es decir, la ventana (+2; +6) solo se encuentran retornos significativos en el día $t=3$ para el método B a un 90% de confianza. Desde aquí hasta el día $t=40$ de la venta del evento, los retornos son en su mayoría no significativos y son tanto positivos como negativos.

Por último, el CAR no presenta niveles significativos para el método A. Para el método B, solo el día $t=2$ es significativo y positivo a un 90% de confianza y para el método C, el CAR presenta retornos acumulados positivos a un 90% de confianza para el día $t=-1$ y desde $t=0$ a $t=6$ presenta un 95% de confianza.

4.1.3 RESULTADOS SIGNIFICATIVOS

Como se pudo observar en el análisis anterior, la tabla N°6 mostro que los retornos anormales estadísticamente significativos se encuentran entre los días (-6; -4) y (-1; +1). Por lo tanto, con el propósito de observar el efecto acumulado solo desde aquellos retornos que son estadísticamente significativos, se procedió a analizar el CAR para la venta de tiempo de (-6; +6) días, el cual se presenta en la tabla N° 7.

Tabla 7: Resultados significativos para el evento Adquisición, ventana -6;+6 días

t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-6	0,55% (2,17)**	0,55% (2,17)**	0,52% (2,31)**	0,52% (2,31)**	0,56% (2,40)**	0,56% (2,40)**
-5	0,48% (1,91)*	1,03% (2,88)***	0,50% (2,22)**	1,02% (3,21)***	0,55% (2,35)**	1,11% (3,36)***
-4	0,42% (1,65)*	1,45% (3,30)***	0,63% (2,79)***	1,65% (4,23)***	0,65% (2,77)***	1,76% (4,34)***
-3	-0,11% (-0,44)	1,33% (2,64)***	-0,02% (-0,10)	1,62% (3,61)***	-0,10% (-0,41)	1,66% (3,55)***
-2	0,09% (-0,37)	1,43% (2,53)**	0,08% (-0,36)	1,70% (3,39)***	0,14% (-0,62)	1,81% (3,45)***
-1	0,89% (3,54)***	2,32% (3,75)***	0,60% (2,66)***	2,30% (4,18)***	0,67% (2,87)***	2,48% (4,32)***
0	0,67% (2,67)***	2,99% (4,48)***	0,45% (2,00)**	2,75% (4,63)***	0,46% (1,96)**	2,94% (4,74)***
1	0,63% (2,50)**	3,63% (5,08)***	0,65% (2,90)***	3,40% (5,35)***	0,70% (2,99)***	3,64% (5,50)***
2	0,11% (-0,42)	3,73% (4,93)***	0,21% (-0,94)	3,62% (5,36)***	0,25% (-1,08)	3,89% (5,54)***
3	-0,34% (-1,33)	3,40% (4,25)***	-0,40% (-1,78)*	3,22% (4,52)***	-0,37% (-1,57)	3,52% (4,76)***
4	0,10% (-0,41)	3,50% (4,18)***	0,14% (-0,6)	3,35% (4,49)***	0,14% (-0,6)	3,66% (4,72)***
5	-0,28% (-1,10)	3,22% (3,69)***	-0,31% (-1,39)	3,04% (3,90)***	-0,25% (-1,07)	3,41% (4,21)***
6	0,03% (0,13)	3,26% (3,58)***	0,13% (0,60)	3,17% (3,91)***	1,14% (0,60)	3,55% (4,21)***

Fuente: elaboración propia

Los resultados del AR en los tres métodos se mantienen iguales a los de la tabla N° 6. Sin embargo el CAR en este caso cambiara, ya que, mostrará los retornos anormales acumulados desde el día $t=-6$ en adelante, en otras palabras, se muestra el CAR desde el día $t=-6$, por lo tanto el AR del día $t=-6$ será igual al CAR del día $t=-6$ ($AR_{-6} = CAR_{-6}$).

En contraste con el primer análisis, se puede observar que para esta nueva ventana el CAR es positivo y significativo para todos los días y en los tres métodos aplicados, solo el día $t=-6$ el nivel de confianza es de un 95% para los tres métodos y luego para el resto de los días el CAR es significativo a un nivel de confianza del 99% para los tres métodos.

4.1.4 RESULTADO EMPRESAS SIGNIFICATIVAS EVENTO ADQUISICIÓN

Los análisis para el evento “Adquisición” del modelo AR como del modelo CAR del conjunto de empresas seleccionadas, entregaron resultados concluyentes y/o significativos para los tres métodos aplicados; Modelo del retorno promedio ajustado, Modelo de mercado y Modelo retorno mercado ajustado (métodos A, B y C). Por lo que, para profundizar aun más el estudio se procederá a analizar anuncio por anuncio, para determinar aquellos que eventos que concuerdan con el resultado que entrego el análisis del conjunto de dichos eventos y que a razón de estos sean relevantes de ser presentados a a continuación.

Para ello, a cada anuncio se aplico el modelo CAR, tanto para la una ventana del evento de 81 días ($t=-40$ hasta $t=40$) como, para una ventana más pequeña de 11 días con el propósito de observar los efectos más cercanos a la fecha del evento.

Por lo tanto, aquellas empresas que presentaron retornos anormales significativos (AR) en la ventana de tiempo de 11 días ($-5;+5$), en alguno de los métodos y que al aplicar el modelo CAR en dicha ventana de tiempo, estas presentaran rendimientos acumulados significativos estadísticamente. En síntesis, la tabla N°8, muestra que de los 50 eventos considerados como adquisición para el análisis, solo 17 de ellos presentan estas características, por lo cual serán relevantes de analizar.

Tabla 8: Empresas significativas evento adquisición

Presencia retornos significativos	Ventana AR (-40; +40)	Ventana AR (-5; +5)	Ventana CAR (-5; +5)
N° de Eventos	50	37	17

Fuente: elaboración propia.

Para ello cada anuncio será analizado en una tabla en la cual se indicarán los resultados de los tres métodos y tanto para el modelo AR como CAR. Por último, los valores porcentuales corresponden al retorno anormal (AR) promedio diario y al retorno anormal acumulado (CAR) que se muestra para cada modelo. Entre paréntesis se muestra el test-t: (*) es significativo al 90%; (**) es significativo al 95%; (***) es significativo al 99%.

4.1.4.1 VIÑA CONCHA Y TORO S.A.

Tabla 9: Empresa significativa evento Adquisición Viña Concha y Toro S.A.

Fecha anuncio: 01-03-2011						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	0,34% (0,27)	0,34% (0,27)	1,44% (1,26)	1,44% (1,26)	1,51% (1,32)	1,51% (1,32)
-4	-1,95% (-1,57)	-1,62% (-0,92)	-0,60% (-0,53)	0,84% (0,52)	-0,47% (-0,41)	1,04% (0,64)
-3	-1,54% (-1,24)	-3,15% (-1,47)	-1,63% (-1,43)	-0,79% (-0,4)	-1,81% (-1,58)	-0,77% (-0,39)
-2	-0,09% (-0,07)	-3,24% (-1,31)	-1,10% (-0,96)	-1,89% (-0,83)	-1,46% (-1,28)	-2,23% (-0,98)
-1	1,00% (0,81)	-2,24% (-0,81)	0,05% (0,04)	-1,84% (-0,72)	-0,31% (-0,27)	-2,54% (-0,99)
0	0,43% (0,34)	-1,81% (-0,6)	1,17% (1,03)	-0,66% (-0,24)	1,18% (1,03)	-1,36% (-0,49)
1	7,01% (5,65)***	5,20% (1,58)	6,90% (6,06)***	6,24% (2,07)**	6,72% (5,88)***	5,36% (1,77)*
2	5,15% (4,15)***	10,36% (2,95)***	3,81% (3,35)***	10,05% (3,12)***	3,38% (2,96)***	8,74% (2,7)***
3	-2,11% (-1,7)*	8,24% (2,21)**	-2,27% (-1,99)**	7,78% (2,28)**	-2,46% (-2,15)**	6,28% (1,83)*
4	-3,39% (-2,73)***	4,85% (1,24)	-2,69% (-2,36)**	5,10% (1,42)	-2,69% (-2,36)**	3,59% (0,99)
5	0,25% (0,2)	5,10% (1,24)	0,52% (0,45)	5,61% (1,49)	0,42% (0,36)	4,01% (1,06)

Fuente: elaboración propia.

Como se puede apreciar en la tabla N°9, el anuncio presenta retornos significativos, para los tres métodos y en ambos modelos (AR y CAR) posterior al día del evento (t=0). De forma más relevante t=1 y t=2 presentan retornos anormales significativos y positivos, entre un 3% a 6%, a un 99% de confianza para los tres modelos. Luego en t=3 y t=4 se observan retornos negativos y significativos, en torno a un -2%.

4.1.4.2 SONDA S.A.

Tabla 10: Empresa significativa evento Adquisición Sonda S.A.

Fecha anuncio: 04-11-2010						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	0,70% (0,78)	0,70% (0,78)	0,38% (0,46)	0,38% (0,46)	0,04% (0,04)	0,04% (0,04)
-4	-0,21% (-0,23)	0,49% (0,39)	-0,19% (-0,22)	0,19% (0,17)	-0,21% (-0,24)	-0,18% (-0,14)
-3	-1,95% (-2,17)**	-1,45% (-0,94)	-2,12% (-2,55)**	-1,92% (-1,33)	-2,33% (-2,62)***	-2,51% (-1,63)
-2	-0,78% (-0,87)	-2,24% (-1,25)	-1,31% (-1,57)	-3,23% (-1,94)*	-1,84% (-2,07)**	-4,35% (-2,45)**
-1	-0,31% (-0,35)	-2,55% (-1,27)	-0,07% (-0,09)	-3,30% (-1,78)*	0,10% (0,12)	-4,25% (-2,13)**
0	-0,64% (-0,71)	-3,18% (-1,45)	-0,48% (-0,57)	-3,78% (-1,85)*	-0,37% (-0,42)	-4,62% (-2,12)**
1	-0,25% (-0,27)	-3,43% (-1,44)	-0,04% (-0,05)	-3,82% (-1,74)*	0,10% (0,11)	-4,52% (-1,92)*
2	4,54% (5,07)***	1,11% (0,44)	4,27% (5,12)***	0,44% (0,19)	3,96% (4,45)***	-0,56% (-0,22)
3	-1,26% (-1,40)	-0,14% (-0,05)	-1,40% (-1,68)*	-0,95% (-0,38)	-1,57% (-1,77)*	-2,13% (-0,80)
4	1,59% (1,77)*	1,45% (0,51)	1,74% (2,09)**	0,79% (0,30)	1,84% (2,07)**	-0,29% (-0,10)
5	-0,57% (-0,63)	0,88% (0,30)	-0,41% (-0,49)	0,38% (0,14)	-0,30% (-0,34)	-0,59% (-0,20)

Fuente: elaboración propia.

En la tabla N°10, los retornos significativos se aprecian mayoritariamente en los días posteriores al día del evento (t=0). De forma más relevante, se observa que el día t=2 entrega retornos significativos y positivos a un 99% de confianza para los tres modelos, y este retorno es cercano a un 5%. Sin embargo, el CAR entrega retornos acumulados negativos y significativos anteriores al día del evento para el método B y C a un 90% y 95% de confianza respectivamente.

4.1.4.3 SONDA S.A. (B)

Tabla 11: Empresa significativa evento Adquisición SONDA S.A. (b)

Fecha anuncio: 13-03-2014						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	1,65% (1,17)	1,65% (1,17)	1,27% (1,07)	1,27% (1,07)	1,18% (0,99)	1,18% (0,99)
-4	-0,32% (-0,23)	1,33% (0,67)	0,30% (0,25)	1,57% (0,93)	0,31% (0,26)	1,48% (0,88)
-3	-1,73% (-1,23)	-0,40% (-0,17)	-0,89% (-0,75)	0,68% (0,33)	-0,86% (-0,72)	0,62% (0,30)
-2	0,77% (0,55)	0,37% (0,13)	0,54% (0,45)	1,22% (0,51)	0,46% (0,39)	1,09% (0,46)
-1	-1,11% (-0,79)	-0,73% (-0,23)	-0,42% (-0,35)	0,80% (0,30)	-0,40% (-0,34)	0,69% (0,26)
0	0,84% (0,60)	0,11% (0,03)	0,70% (0,59)	1,50% (0,51)	0,63% (0,53)	1,31% (0,45)
1	3,54% (2,53)**	3,65% (0,98)	3,84% (3,23)***	5,33% (1,70)*	3,81% (3,20)***	5,13% (1,63)
2	3,40% (2,42)**	7,05% (1,78)*	2,90% (2,44)**	8,23% (2,45)**	2,80% (2,35)**	7,92% (2,35)**
3	1,15% (0,82)	8,19% (1,95)*	0,17% (0,15)	8,41% (2,36)**	0,02% (0,02)	7,95% (2,23)**
4	-0,69% (-0,49)	7,51% (1,69)*	-0,08% (-0,07)	8,32% (2,22)**	-0,08% (-0,06)	7,87% (2,09)**
5	-0,28% (-0,20)	7,22% (1,55)	-0,76% (-0,64)	7,57% (1,92)*	-0,86% (-0,72)	7,01% (1,78)*

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla N°11, tanto los AR como los CAR significativos se encuentran posterior al día del evento (t=0). De forma relevante, el AR del día t=1 es significativo y positivo (cercano a un 4% de rentabilidad) a un 95% para el método A y aun 99% de confianza para el método B y C. el día t=2 es significativo a un 95% de confianza para los tres métodos, con un retorno cercano al 3%. Por último, el CAR es significativo y positivo después del día del evento a un 90% para el método A y un 95% para los métodos B y C, acumulando un retorno cercano al 8%.

4.1.4.4 SIGDO KOPPERS S.A.

Tabla 12: Empresa significativa evento Adquisición Sidgo Koppers S.A.

Fecha anuncio: 02-08-2010						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	1,30% (1,14)	1,30% (1,14)	1,04% (0,94)	1,04% (0,94)	0,51% (0,42)	0,51% (0,42)
-4	3,63% (3,20)***	4,93% (3,07)***	3,54% (3,17)***	4,58% (2,91)***	3,33% (2,77)***	3,83% (2,26)**
-3	3,63% (3,20)***	8,56% (4,35)***	3,71% (3,33)***	8,29% (4,29)***	3,85% (3,21)***	7,68% (3,70)***
-2	-0,71% (-0,63)	7,85% (3,45)***	-0,72% (-0,65)	7,57% (3,39)***	-0,75% (-0,62)	6,93% (2,89)***
-1	-1,33% (-1,18)	6,51% (2,56)**	-1,36% (-1,22)	6,21% (2,49)**	-1,44% (-1,20)	5,50% (2,05)**
0	-3,96% (-3,49)***	2,55% (0,92)	-4,29% (-3,84)***	1,92% (0,70)	-4,97% (-4,14)***	0,52% (0,18)
1	0,54% (0,48)	3,09% (1,03)	0,65% (0,58)	2,57% (0,87)	0,86% (0,72)	1,39% (0,44)
2	-0,54% (-0,47)	2,56% (0,80)	-0,74% (-0,66)	1,83% (0,58)	-1,18% (-0,98)	0,21% (0,06)
3	-0,20% (-0,18)	2,36% (0,69)	-0,33% (-0,30)	1,50% (0,45)	-0,62% (-0,52)	-0,41% (-0,11)
4	0,47% (0,42)	2,83% (0,79)	0,34% (0,31)	1,84% (0,52)	0,06% (0,05)	-0,36% (-0,09)
5	-0,05% (-0,05)	2,78% (0,74)	-0,25% (-0,22)	1,60% (0,43)	-0,67% (-0,56)	-1,02% (-0,26)

Fuente: elaboración propia.

Como se puede apreciar en la tabla N°12, los AR y CAR significativos se encuentran en los tres métodos y anteriores al día del evento (t=0). De forma relevante, el día t=-4 y t=-3 presenta retornos anormales positivos y significativos a un 99% de confianza para los tres métodos. Sin embargo, el día del evento presenta retornos anormales negativos en torno a un -4% y estos son significativos a un 99% de confianza para los tres métodos. Por último, el CAR, presenta retornos acumulados positivos anteriores al día del evento en tornos a un 6%, los cuales son significativos a un 95% y 99% de confianza para los tres métodos aplicados.

4.1.4.5 SIGDO KOPPERS S.A. (B)

Tabla 13: Empresa significativa evento Adquisición Sidgo Koppers S.A. (b)

Fecha anuncio: 23-08-2011						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	3,24% (1,64)	3,24% (1,64)	3,89% (2,20)**	3,89% (2,20)**	3,90% (2,19)**	3,90% (2,19)**
-4	12,05% (6,10)***	15,29% (5,47)***	11,72% (6,63)***	15,61% (6,25)***	11,92% (6,71)***	15,82% (6,30)***
-3	-6,44% (-3,26)***	8,86% (2,59)***	-4,48% (-2,54)**	11,13% (3,64)***	-4,73% (-2,66)***	11,09% (3,61)***
-2	-2,00% (-1,01)	6,86% (1,73)*	-1,33% (-0,75)	9,79% (2,77)***	-1,33% (-0,75)	9,76% (2,75)***
-1	1,83% (0,92)	8,68% (1,96)**	2,14% (1,21)	11,93% (3,02)***	2,21% (1,25)	11,97% (3,02)***
0	8,43% (4,27)***	17,11% (3,54)***	7,32% (4,14)***	19,25% (4,45)***	7,68% (4,32)***	19,65% (4,52)***
1	3,26% (1,65)*	20,38% (3,90)***	3,21% (1,81)*	22,46% (4,80)***	3,35% (1,89)*	23,00% (4,90)***
2	-3,55% (-1,80)*	16,82% (3,01)***	-2,36% (-1,34)	20,10% (4,02)***	-2,46% (-1,38)	20,55% (4,09)***
3	-0,71% (-0,36)	16,11% (2,72)***	-0,72% (-0,40)	19,38% (3,66)***	-0,58% (-0,33)	19,97% (3,75)***
4	2,01% (1,02)	18,12% (2,90)***	-0,10% (-0,06)	19,28% (3,45)***	0,45% (0,26)	20,42% (3,64)***
5	-0,82% (-0,41)	17,31% (2,64)***	-2,35% (-1,33)	16,92% (2,89)***	-1,91% (-1,08)	18,51% (3,14)***

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla N°13, los AR y CAR significativos se encuentran en toda la ventana de tiempo, es decir, antes, durante y después del día del evento (t=0). De forma relevante, t=-4 presenta retornos significativos para los tres métodos a un 99% de confianza, y en el día del evento t=0 se observan retornos anormales positivos en torno a un 8%, los cuales, son significativos aun 99% de confianza para los tres métodos aplicados. El CAR presenta retornos positivos que en algunos días llegan a un 20%, los cuales son significativos durante casi toda la ventana analizada a niveles de un 90%, 95%, pero en su gran mayoría alcanzan un 99% de confianza en los tres métodos.

4.1.4.6 SIGDO KOPPERS S.A. (C)

Tabla 14: Empresa significativa evento Adquisición Sidgo Koppers S.A. (c)

Fecha anuncio: 27-10-2011						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	1,68% (0,73)	1,68% (0,73)	1,78% (0,94)	1,78% (0,94)	1,80% (0,94)	1,80% (0,94)
-4	0,27% (0,12)	1,95% (0,60)	-1,23% (-0,65)	0,55% (0,21)	-0,82% (-0,43)	0,98% (0,36)
-3	5,58% (2,42)**	7,53% (1,89)*	3,53% (1,87)*	4,08% (1,25)	4,07% (2,13)**	5,05% (1,52)
-2	0,25% (0,11)	7,78% (1,69)*	1,61% (0,86)	5,69% (1,51)	1,33% (0,69)	6,38% (1,67)*
-1	4,64% (2,01)**	12,42% (2,41)**	3,82% (2,03)**	9,52% (2,25)**	4,07% (2,12)**	10,44% (2,44)**
0	2,39% (1,04)	14,82% (2,63)***	-1,91% (-1,01)	7,60% (1,64)*	-0,83% (-0,43)	9,62% (2,05)**
1	-0,57% (-0,25)	14,25% (2,34)**	-0,95% (-0,50)	6,65% (1,33)	-0,81% (-0,43)	8,80% (1,74)*
2	-0,03% (-0,01)	14,21% (2,18)**	1,19% (0,63)	7,84% (1,47)	0,94% (0,49)	9,74% (1,80)*
3	0,70% (0,30)	14,91% (2,16)**	0,44% (0,23)	8,28% (1,46)	0,55% (0,29)	10,29% (1,79)*
4	-0,10% (-0,04)	14,81% (2,03)**	0,02% (0,01)	8,29% (1,39)	0,03% (0,02)	10,32% (1,70)*
5	1,15% (0,50)	15,95% (2,09)**	-0,70% (-0,37)	7,60% (1,21)	-0,20% (-0,11)	10,11% (1,59)

Fuente: elaboración propia.

Se puede observar en la tabla N°14, que los AR son significativos antes del día del evento ($t=0$) por el contrario, los CAR son significativos en su gran mayoría en los días posteriores al evento. De forma relevante, solo se observan retornos anormales en los días $t=-3$ y $t=-1$ en torno a un 4%, los cuales son positivos y significativos a niveles del un 90% y 95% de confianza para los tres métodos aplicados. Por otra parte, se observa que el CAR entrega retornos anormales desde $t=-2$ a $t=5$, los cuales en alguno casos alcanzan un 15%, estos retornos acumulados son positivos y significativos a los tres niveles de significancia (90%, 95% y 99%) para los métodos A y C y en contraste, el método B solo entrega retornos anormales para los días $t=-1$ a un 95% de confianza y para él días del evento a un 90% de confianza.

4.1.4.7 SALFACORP S.A.

Tabla 15: Empresa significativa evento Adquisición Salfacorp S.A.

Fecha anuncio: 07-01-2011						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-0,33% (-0,22)	-0,33% (-0,22)	-0,76% (-0,53)	-0,76% (-0,53)	-0,70% (-0,49)	-0,70% (-0,49)
-4	2,83% (1,87)*	2,50% (1,17)	2,34% (1,65)*	1,59% (0,79)	2,39% (1,68)*	1,70% (0,84)
-3	0,25% (0,17)	2,76% (1,05)	-0,48% (-0,34)	1,11% (0,45)	-0,48% (-0,34)	1,22% (0,49)
-2	1,33% (0,88)	4,09% (1,35)	1,17% (0,83)	2,28% (0,80)	1,29% (0,90)	2,50% (0,88)
-1	-0,32% (-0,21)	3,77% (1,11)	0,24% (0,17)	2,52% (0,79)	0,50% (0,35)	3,00% (0,95)
0	7,24% (4,79)***	11,00% (2,97)***	7,83% (5,52)***	10,34% (2,98)***	8,10% (5,70)***	11,10% (3,19)***
1	-0,60% (-0,40)	10,40% (2,60)***	0,63% (0,44)	10,97% (2,92)***	1,03% (0,73)	12,14% (3,23)***
2	-4,26% (-2,82)***	6,14% (1,44)	-3,65% (-2,57)**	7,32% (1,83)*	-3,37% (-2,37)**	8,77% (2,18)**
3	1,07% (0,71)	7,21% (1,59)	0,52% (0,37)	7,84% (1,84)*	0,56% (0,39)	9,33% (2,19)**
4	0,37% (0,24)	7,58% (1,59)	-0,39% (-0,27)	7,46% (1,66)*	-0,39% (-0,28)	8,93% (1,99)**
5	-1,63% (-1,08)	5,95% (1,19)	-1,47% (-1,04)	5,98% (1,27)	-1,29% (-0,91)	7,64% (1,62)*

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla N°15, los AR y CAR significativos se encuentran en su mayoría después del día del evento (t=0). El día t=-4 entrega retornos significativos positivos a un 90% de confianza para los tres métodos. De forma relevante, el día del evento t=0, arroja retornos anormales positivos en torno a un 8%, los cuales son significativos a un 99% de confianza en los tres métodos. Por otra parte, el CAR presenta resultados positivos y significativos a los tres niveles de significancia, y en algunos casos estos retornos acumulados alcanzan un 12%.

4.1.4.8 PARQUE ARAUCO S.A.

Tabla 16: Empresa significativa evento Adquisición Parque Arauco S.A.

Fecha anuncio: 30-03-2010						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-1,13% (-0,72)	-1,13% (-0,72)	-1,03% (-0,78)	-1,03% (-0,78)	-0,85% (-0,65)	-0,85% (-0,65)
-4	0,26% (0,16)	-0,87% (-0,39)	0,66% (0,51)	-0,37% (-0,20)	0,80% (0,61)	-0,05% (-0,03)
-3	0,70% (0,44)	-0,17% (-0,06)	1,20% (0,92)	0,84% (0,37)	1,33% (1,02)	1,28% (0,56)
-2	0,36% (0,23)	0,19% (0,06)	0,78% (0,60)	1,62% (0,62)	0,92% (0,70)	2,21% (0,84)
-1	3,70% (2,35)**	3,89% (1,11)	3,95% (3,02)***	5,56% (1,90)*	4,10% (3,13)***	6,31% (2,15)**
0	0,03% (0,02)	3,92% (1,02)	-0,23% (-0,18)	5,33% (1,67)*	-0,02% (-0,01)	6,29% (1,96)*
1	0,98% (0,62)	4,90% (1,18)	1,20% (0,92)	6,53% (1,89)*	1,36% (1,04)	7,65% (2,21)**
2	1,17% (0,74)	6,07% (1,36)	0,53% (0,40)	7,06% (1,91)*	0,78% (0,60)	8,43% (2,27)**
3	1,75% (1,11)	7,82% (1,66)*	1,27% (0,97)	8,33% (2,12)**	1,50% (1,15)	9,94% (2,53)**
4	-0,36% (-0,23)	7,46% (1,50)	-0,76% (-0,58)	7,56% (1,83)*	-0,54% (-0,41)	9,40% (2,27)**
5	0,61% (0,39)	8,06% (1,55)	0,92% (0,70)	8,48% (1,96)*	1,07% (0,82)	10,47% (2,41)**

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo apreciar en la tabla N°16, los AR y CAR significativos se encuentran desde $t=-1$, es decir, posteriores al día del evento ($t=0$) y mayoritariamente en los métodos B y C. De forma relevante, los tres métodos solo entregan para esta ventana de tiempo retornos anormales significativos y positivos para el día $t=-1$ que están en torno a un 4%, los cuales son significativos a un 95% de confianza para el método A y a un 99% de confianza para los métodos B y C. Por otra parte, los CAR son significativos y positivos desde $t=-1$ a $t=5$ solo para los métodos B y C a niveles de un 90% y 95% de confianza, los cuales acumulan hasta un 10% de rentabilidad.

4.1.4.9 PARQUE ARAUCO S.A. (B)

Tabla 17: Empresa significativa evento Adquisición Parque Arauco S.A. (b)

Fecha anuncio: 21-09-2010						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	4,12% (2,94)***	4,12% (2,94)***	3,80% (3,29)***	3,80% (3,29)***	3,98% (3,43)***	3,98% (3,43)***
-4	1,04% (0,75)	5,16% (2,61)***	0,07% (0,06)	3,87% (2,37)**	0,36% (0,31)	4,33% (2,64)***
-3	-1,62% (-1,16)	3,54% (1,46)	-2,33% (-2,02)**	1,54% (0,77)	-2,08% (-1,80)*	2,25% (1,12)
-2	0,85% (0,61)	4,39% (1,57)	0,64% (0,56)	2,19% (0,95)	0,80% (0,69)	3,05% (1,31)
-1	1,00% (0,72)	5,40% (1,72)*	1,31% (1,14)	3,50% (1,36)	1,38% (1,19)	4,43% (1,71)*
0	0,85% (0,61)	6,24% (1,82)*	0,93% (0,81)	4,43% (1,57)	1,04% (0,90)	5,48% (1,93)*
1	-2,07% (-1,48)	4,18% (1,13)	-0,94% (-0,81)	3,49% (1,14)	-1,00% (-0,86)	4,48% (1,46)
2	-1,66% (-1,19)	2,51% (0,63)	-0,59% (-0,51)	2,90% (0,89)	-0,64% (-0,56)	3,83% (1,17)
3	-0,24% (-0,17)	2,28% (0,54)	-0,12% (-0,10)	2,78% (0,80)	-0,01% (-0,01)	3,82% (1,10)
4	1,43% (1,02)	3,70% (0,84)	0,63% (0,54)	3,41% (0,94)	0,89% (0,76)	4,71% (1,28)
5	-0,27% (-0,19)	3,43% (0,74)	-0,57% (-0,50)	2,84% (0,74)	-0,40% (-0,34)	4,31% (1,12)

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo observar en la tabla N°17, los AR y CAR significativos se encuentran antes del día del evento ($t=0$) para los tres métodos aplicados. De forma relevante, solo se encuentran retornos anormales significativos en el día $t=-5$ en torno a un 4%, los cuales son positivos a un 99% de confianza para los tres métodos, y en el día $t=-3$ los cuales son negativos y significativos a un 95% y 90% de confianza solo para los métodos B y C respectivamente. Por otra parte, los CAR arrojan retornos acumulados positivos y significativos a niveles de 95% y 99% de confianza para los tres métodos en los días $t=-5$ y $t=-4$, en torno a un 4% a 5%. También se observan CAR significativos en los días $t=-1$ y $t=0$ solo para los métodos A y C a un 90% de confianza y que giran en torno a un 5% a 6% acumulados.

4.1.4.10 INVERSIONES LA CONSTRUCCION S.A.

Tabla 18: Empresa significativa evento Adquisición Inversiones la Constructora S.A.

Fecha anuncio: 23-09-2013						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-3,36% (-2,66)***	-3,36% (-2,66)***	-3,55% (-3,15)***	-3,55% (-3,15)***	-3,52% (-3,13)***	-3,52% (-3,13)***
-4	1,77% (1,40)	-1,59% (-0,89)	3,21% (2,85)***	-0,34% (-0,21)	3,30% (2,94)***	-0,22% (-0,14)
-3	0,31% (0,24)	-1,28% (-0,58)	1,08% (0,96)	0,74% (0,38)	1,15% (1,02)	0,93% (0,48)
-2	1,43% (1,13)	0,15% (0,06)	0,40% (0,35)	1,14% (0,50)	0,39% (0,35)	1,32% (0,58)
-1	0,07% (0,06)	0,22% (0,08)	0,35% (0,31)	1,48% (0,59)	0,39% (0,35)	1,71% (0,68)
0	5,19% (4,11)***	5,41% (1,75)*	2,47% (2,20)**	3,95% (1,43)	2,39% (2,13)**	4,10% (1,49)
1	2,11% (1,67)*	7,53% (2,25)**	2,70% (2,40)**	6,65% (2,23)**	2,76% (2,45)**	6,86% (2,30)**
2	2,18% (1,73)*	9,71% (2,72)***	2,46% (2,18)**	9,11% (2,86)***	2,50% (2,22)**	9,36% (2,94)***
3	1,37% (1,08)	11,08% (2,93)***	1,47% (1,31)	10,58% (3,13)***	1,51% (1,34)	10,87% (3,22)***
4	0,98% (0,77)	12,06% (3,02)***	1,42% (1,26)	12,00% (3,37)***	1,47% (1,31)	12,34% (3,47)***
5	0,29% (0,23)	12,35% (2,95)***	1,23% (1,10)	13,23% (3,55)***	1,31% (1,16)	13,65% (3,66)***

Fuente: elaboración propia

Como se pudo observar en la tabla N°18, la mayoría de los AR y CAR significativos se encuentran en los días posteriores al día del evento (t=0). Sin embargo, el día t=-5 arroja retornos anormales negativos en torno a un 3%, los cuales son significativos para los tres métodos a un 99% de confianza, luego para t=-4 los retornos anormales son positivos en torno a un 3%, pero solo significativos para los métodos B y C a un 99% de confianza. En los días posteriores al evento, se aprecian retornos anormales positivos para los días t=0, 1 y 2, entre un 2% a 3%, los cuales, son significativos a niveles del 90%, 95% y 99% de confianza para los tres métodos. Por último, el CAR presenta retornos positivos posteriores al día del evento que llegan a alcanzar un 13% y los cuales son estadísticamente significativos a niveles de 95% y 99% de confianza para los tres métodos aplicados.

4.1.4.11 AES GENER S.A.

Tabla 19: Empresa significativa evento Adquisición Aes Gener S.A.

Fecha anuncio: 28-03-2014						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-1,53% (-1,08)	-1,53% (-1,08)	-1,45% (-1,13)	-1,45% (-1,13)	-1,37% (-1,04)	-1,37% (-1,04)
-4	0,51% (0,36)	-1,03% (-0,51)	0,04% (0,03)	-1,41% (-0,78)	-0,11% (-0,09)	-1,48% (-0,80)
-3	2,59% (1,83)*	1,57% (0,64)	1,76% (1,37)	0,35% (0,16)	1,46% (1,11)	-0,02% (-0,01)
-2	0,99% (0,70)	2,56% (0,90)	1,14% (0,88)	1,48% (0,58)	1,24% (0,95)	1,22% (0,47)
-1	5,21% (3,67)***	7,77% (2,45)**	4,52% (3,52)***	6,00% (2,09)**	4,28% (3,27)***	5,51% (1,88)*
0	0,29% (0,21)	8,06% (2,32)**	0,00% (0,0)	6,01% (1,91)*	-0,07% (-0,05)	5,44% (1,69)*
1	0,01% (0,0)	8,07% (2,15)**	-0,29% (-0,22)	5,72% (1,68)*	-0,36% (-0,28)	5,07% (1,46)
2	-0,40% (-0,28)	7,67% (1,91)*	-0,79% (-0,61)	4,93% (1,36)	-0,90% (-0,69)	4,17% (1,13)
3	-1,35% (-0,95)	6,32% (1,48)	-1,71% (-1,33)	3,22% (0,84)	-1,81% (-1,38)	2,36% (0,60)
4	-0,83% (-0,58)	5,49% (1,22)	-0,61% (-0,47)	2,61% (0,64)	-0,48% (-0,36)	1,89% (0,46)
5	-1,28% (-0,90)	4,21% (0,89)	-0,98% (-0,76)	1,64% (0,38)	-0,81% (-0,62)	1,08% (0,25)

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla N°19, solo se encuentran AR significativos en el día anterior $t=-1$ al día del evento ($t=0$) arrojando retoños anormales positivos en torno a un 4% a 5%, los cuales, son significativos para los tres métodos a un 99% de confianza. En contraste, los CAR significativos se encuentran desde $t=-1$ hasta $t=2$, los cuales son significativos a niveles de 90% y 95% de confianza para los tres métodos aplicados, y que llegan a alcanzar un 8% acumulado.

4.1.4.12 BUPA CHILE S.A.

Tabla 20: Empresa significativa evento Adquisición Bupa Chile S.A.

Fecha anuncio: 17-07-2013						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-0,01% (-0,01)	-0,01% (-0,01)	0,67% (0,58)	0,67% (0,58)	0,89% (0,77)	0,89% (0,77)
-4	-0,01% (-0,01)	-0,02% (-0,01)	0,76% (0,65)	1,43% (0,88)	0,99% (0,86)	1,88% (1,15)
-3	-2,19% (-1,82)*	-2,22% (-1,06)	-2,13% (-1,84)*	-0,70% (-0,35)	-2,11% (-1,82)*	-0,23% (-0,11)
-2	-4,14% (-3,43)***	-6,36% (-2,63)***	-4,26% (-3,69)***	-4,96% (-2,15)**	-4,30% (-3,71)***	-4,53% (-1,95)*
-1	-0,01% (-0,01)	-6,37% (-2,36)**	-1,09% (-0,95)	-6,05% (-2,34)**	-1,43% (-1,23)	-5,96% (-2,30)**
0	1,83% (1,51)	-4,54% (-1,53)	0,76% (0,66)	-5,29% (-1,87)*	0,43% (0,37)	-5,53% (-1,95)*
1	3,39% (2,81)***	-1,14% (-0,36)	2,62% (2,27)**	-2,67% (-0,87)	2,38% (2,05)**	-3,15% (-1,03)
2	-2,54% (-2,10)**	-3,69% (-1,08)	-1,66% (-1,44)	-4,33% (-1,33)	-1,38% (-1,19)	-4,53% (-1,38)
3	1,29% (1,07)	-2,40% (-0,66)	1,19% (1,04)	-3,13% (-0,90)	1,16% (1,0)	-3,37% (-0,97)
4	-1,55% (-1,28)	-3,95% (-1,03)	-1,52% (-1,32)	-4,65% (-1,27)	-1,51% (-1,31)	-4,88% (-1,33)
5	-1,85% (-1,53)	-5,79% (-1,45)	-2,07% (-1,79)*	-6,72% (-1,76)*	-2,14% (-1,84)*	-7,02% (-1,83)*

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo apreciar en la tabla N°20, los AR y CAR significativos se encuentran antes como después del día del evento (t=0). De forma relevante, se observan retornos anormales negativos en torno a un -2% y significativos a un 90% de confianza para los tres métodos en el día t=-3, y para el día t=-2 estos retornos anormales negativos giran en torno a un 4%, los cuales son significativos a un 99% de confianza en los tres métodos. Luego, para el día posterior al evento se observan retornos positivos en torno a un 3%, significativo a niveles de 95% y 99% de confianza. Por último, los CAR presentan en su mayoría retornos negativos y significativos en los días previos al evento en torno a un -6% para los tres métodos.

4.1.4.13 BUPA CHILE S.A. (B)

Tabla 21: Empresa significativa evento Adquisición Bupa Chile S.A. (b)

Fecha anuncio: 10-09-2013						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	6,40% (4,67)***	6,40% (4,67)***	6,63% (4,91)***	6,63% (4,91)***	6,83% (4,92)***	6,83% (4,92)***
-4	9,59% (6,99)***	15,99% (8,24)***	9,56% (7,08)***	16,18% (8,48)***	9,43% (6,80)***	16,26% (8,29)***
-3	2,23% (1,63)	18,22% (7,67)***	1,36% (1,01)	17,54% (7,50)***	0,14% (0,10)	16,40% (6,82)***
-2	1,47% (1,07)	19,69% (7,17)***	0,48% (0,35)	18,02% (6,68)***	-0,89% (-0,64)	15,51% (5,59)***
-1	10,75% (7,83)***	30,44% (9,92)***	9,79% (7,25)***	27,80% (9,21)***	8,45% (6,09)***	23,96% (7,72)***
0	0,47% (0,34)	30,91% (9,19)***	0,44% (0,33)	28,25% (8,55)***	0,33% (0,24)	24,29% (7,15)***
1	-1,64% (-1,19)	29,27% (8,06)***	-1,73% (-1,28)	26,52% (7,43)***	-1,94% (-1,40)	22,35% (6,09)***
2	-2,23% (-1,62)	27,04% (6,97)***	-1,58% (-1,17)	24,94% (6,53)***	-0,83% (-0,60)	21,52% (5,48)***
3	-7,72% (-5,63)***	19,32% (4,69)***	-7,38% (-5,47)***	17,56% (4,34)***	-7,02% (-5,06)***	14,50% (3,48)***
4	3,67% (2,67)***	22,98% (5,30)***	3,19% (2,37)**	20,75% (4,86)***	2,50% (1,80)*	17,00% (3,87)***
5	-6,37% (-4,64)***	16,61% (3,65)***	-6,25% (-4,63)***	14,50% (3,24)***	-6,18% (-4,46)***	10,82% (2,35)**

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla N°21, los AR y CAR significativos se encuentran en toda la ventana de análisis y en los tres métodos aplicados. De forma relevante se observan retornos anormales positivos en los días previos al día del evento (t=0) y que llegan a alcanzar un 10%, los cuales son significativos para los tres métodos a niveles de 99% de confianza. Por último, los CAR entregan retornos significativos y positivos en los tres métodos aplicados y en toda la ventana de análisis, a niveles de 95% de confianza y en gran mayoría a un 99% de confianza, llegando incluso en el caso del día del evento a un 30% de retorno acumulado.

4.1.4.14 CENCOSUD S.A.

Tabla 22: Empresa significativa evento Adquisición Cencosud S.A.

Fecha anuncio: 15-10-2010						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-1,68% (-1,12)	-1,68% (-1,12)	-0,34% (-0,27)	-0,34% (-0,27)	-0,43% (-0,35)	-0,43% (-0,35)
-4	-0,37% (-0,25)	-2,05% (-0,97)	-0,16% (-0,13)	-0,50% (-0,28)	-0,04% (-0,03)	-0,47% (-0,26)
-3	-0,21% (-0,14)	-2,26% (-0,87)	0,60% (0,48)	0,10% (0,05)	0,61% (0,48)	0,14% (0,06)
-2	4,85% (3,25)***	2,59% (0,87)	2,36% (1,90)*	2,46% (0,99)	3,00% (2,40)**	3,14% (1,25)
-1	-0,18% (-0,12)	2,41% (0,72)	0,53% (0,43)	2,99% (1,08)	0,56% (0,45)	3,70% (1,32)
0	-1,90% (-1,28)	0,51% (0,14)	-0,97% (-0,78)	2,02% (0,66)	-0,98% (-0,78)	2,72% (0,89)
1	4,00% (2,68)***	4,51% (1,14)	3,89% (3,13)***	5,91% (1,80)*	4,08% (3,25)***	6,79% (2,05)**
2	2,99% (2,0)**	7,50% (1,77)*	2,81% (2,26)**	8,73% (2,48)**	3,01% (2,40)**	9,81% (2,76)***
3	-0,73% (-0,49)	6,77% (1,51)	-0,66% (-0,53)	8,07% (2,16)**	-0,51% (-0,40)	9,30% (2,47)**
4	0,17% (0,11)	6,94% (1,47)	-0,06% (-0,05)	8,01% (2,04)**	0,15% (0,12)	9,45% (2,38)**
5	-1,00% (-0,67)	5,94% (1,20)	-1,19% (-0,96)	6,82% (1,65)*	-0,99% (-0,79)	8,46% (2,03)**

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo apreciar en la tabla N°22, la mayoría de los AR y CAR significativos se encuentran en los días posteriores al día del evento (t=0). De forma relevante, se observan retornos anormales positivos en torno a un 3% a 4%, para los días t=1 y t=2, los cuales son significativos para los tres métodos aplicados a un 99% y un 95% de confianza respectivamente. Por otra parte, se observa que el CAR entrega retornos significativos y positivos después del día del evento, con mayor presencia en los métodos B y C, a los tres niveles de significancia estadística (90%, 95% y 99%) los cuales, llegan a alcanzar retorno acumulado del 9%.

4.1.4.15 ENERSIS S.A.

Tabla 23: Empresa significativa evento Adquisición Enersis S.A.

Fecha anuncio: 01-04-2014						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	3,13% (2,42)**	3,13% (2,42)**	1,86% (2,05)**	1,86% (2,05)**	1,98% (2,17)**	1,98% (2,17)**
-4	-0,95% (-0,73)	2,18% (1,19)	-0,73% (-0,80)	1,14% (0,88)	-0,72% (-0,79)	1,26% (0,98)
-3	3,71% (2,87)***	5,89% (2,63)***	2,67% (2,94)***	3,81% (2,42)**	2,77% (3,04)***	4,04% (2,56)**
-2	-0,46% (-0,36)	5,43% (2,10)**	-0,90% (-0,99)	2,90% (1,60)	-0,84% (-0,92)	3,19% (1,75)*
-1	1,53% (1,18)	6,96% (2,41)**	1,09% (1,19)	3,99% (1,96)**	1,14% (1,26)	4,34% (2,13)**
0	1,00% (0,77)	7,96% (2,51)**	0,41% (0,45)	4,40% (1,98)**	0,48% (0,53)	4,82% (2,16)**
1	0,86% (0,66)	8,81% (2,57)**	0,32% (0,35)	4,72% (1,96)**	0,38% (0,42)	5,20% (2,16)**
2	-0,29% (-0,23)	8,52% (2,33)**	0,04% (0,04)	4,75% (1,85)*	0,04% (0,05)	5,24% (2,03)**
3	-0,72% (-0,55)	7,80% (2,01)**	-0,25% (-0,28)	4,50% (1,65)*	-0,26% (-0,28)	4,99% (1,82)*
4	0,81% (0,63)	8,61% (2,11)**	0,42% (0,46)	4,92% (1,71)*	0,47% (0,52)	5,46% (1,90)*
5	0,60% (0,46)	9,21% (2,15)**	-0,57% (-0,62)	4,35% (1,44)	-0,46% (-0,50)	5,00% (1,66)*

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo observar en la tabla N°23, la presencia de AR significativos se encuentran en los días previos el día del evento, mientras que los CAR significativos se encuentran en toda la ventana de análisis. De forma relevante, se aprecian retornos anormales positivos en tonos a un 2% a 3% en los días t=-5 y t=-3, los cuales son significativos para los tres métodos aplicados a niveles de 95% de confianza y 99% de confianza respectivamente. Por otra parte, los CAR arrojan retornos positivos y significativos en los tres métodos y a los tres niveles de significancia, llegando a alcanzar el día del evento entre un 4% a un 7% de retorno acumulado.

4.1.4.16 EMPRESA COPEC S.A.

Tabla 24: Empresa significativa evento Adquisición Copec S.A.

Fecha anuncio: 08-06-2012						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-1,52% (-0,81)	-1,52% (-0,81)	-0,52% (-0,50)	-0,52% (-0,50)	-0,80% (-0,73)	-0,80% (-0,73)
-4	-1,71% (-0,90)	-3,23% (-1,21)	0,46% (0,45)	-0,06% (-0,04)	-0,12% (-0,11)	-0,93% (-0,59)
-3	1,13% (0,60)	-2,10% (-0,64)	1,09% (1,06)	1,03% (0,58)	1,08% (0,97)	0,15% (0,08)
-2	3,82% (2,02)**	1,72% (0,45)	2,09% (2,03)**	3,12% (1,52)	2,51% (2,27)**	2,66% (1,20)
-1	1,68% (0,89)	3,40% (0,80)	1,28% (1,24)	4,40% (1,91)*	1,36% (1,23)	4,01% (1,62)
0	2,61% (1,38)	6,01% (1,30)	0,92% (0,90)	5,33% (2,11)**	1,33% (1,20)	5,34% (1,97)**
1	0,37% (0,19)	6,37% (1,27)	1,39% (1,35)	6,72% (2,47)**	1,10% (0,99)	6,44% (2,20)**
2	-2,52% (-1,33)	3,86% (0,72)	-1,98% (-1,93)*	4,73% (1,63)	-2,15% (-1,94)*	4,30% (1,37)
3	-1,55% (-0,82)	2,31% (0,41)	-0,95% (-0,92)	3,78% (1,23)	-1,13% (-1,02)	3,17% (0,95)
4	2,59% (1,37)	4,90% (0,82)	2,19% (2,13)**	5,97% (1,84)*	2,26% (2,05)**	5,43% (1,55)
5	1,85% (0,98)	6,74% (1,08)	0,81% (0,79)	6,78% (1,99)**	1,05% (0,95)	6,48% (1,77)*

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo observar en la tabla N°24, la presencia de AR significativos es escasa, estos se encuentran antes y después del día del evento ($t=0$). De forma relevante, el día $t=-2$ muestra retornos anormales positivos en torno a un 3%, los cuales son significativos a un 95% de confianza para los tres métodos aplicados. Por otra parte, solo se observan CAR significativos en los métodos B y C mayoritariamente en los días posteriores al evento, estos son positivos y significativos a niveles de 90% y 95% de confianza, alcanzando el día del evento un retorno acumulado entorno al 5%.

4.1.4.17 ENJOY S.A.

Tabla 25: Empresa significativa evento Adquisición Enjoy S.A.

Fecha anuncio: 25-10-2012						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	4,36% (2,25)**	4,36% (2,25)**	4,12% (2,27)**	4,12% (2,27)**	4,07% (2,24)**	4,07% (2,24)**
-4	2,35% (1,22)	6,71% (2,46)**	3,46% (1,90)*	7,58% (2,95)***	3,31% (1,82)*	7,38% (2,87)***
-3	1,86% (0,96)	8,57% (2,56)**	2,25% (1,24)	9,83% (3,12)***	2,15% (1,18)	9,54% (3,03)***
-2	0,95% (0,49)	9,51% (2,46)**	1,09% (0,60)	10,92% (3,0)***	1,01% (0,56)	10,55% (2,90)***
-1	2,68% (1,39)	12,19% (2,82)***	2,47% (1,36)	13,38% (3,29)***	2,41% (1,33)	12,96% (3,19)***
0	-9,25% (-4,79)***	2,94% (0,62)	-9,10% (-5,01)***	4,28% (0,96)	-9,18% (-5,05)***	3,78% (0,85)
1	-0,86% (-0,45)	2,08% (0,41)	-1,17% (-0,64)	3,11% (0,65)	-1,21% (-0,67)	2,57% (0,53)
2	2,52% (1,31)	4,60% (0,84)	2,37% (1,31)	5,48% (1,07)	2,32% (1,27)	4,88% (0,95)
3	1,82% (0,94)	6,42% (1,11)	1,71% (0,94)	7,20% (1,32)	1,65% (0,91)	6,54% (1,20)
4	-1,65% (-0,85)	4,77% (0,78)	-1,79% (-0,98)	5,41% (0,94)	-1,85% (-1,02)	4,69% (0,82)
5	3,20% (1,66)*	7,97% (1,24)	3,23% (1,78)*	8,64% (1,43)	3,16% (1,74)*	7,85% (1,30)

Fuente: elaboración propia.

Por último, como se pudo apreciar en la tabla N°25, la presencia de AR y CAR significativos se encuentran mayoritariamente en los días previos al día del evento (t=0). De forma relevante se puede mencionar la existencia de retornos anormales negativos en torno a un -9% en el día del evento, los cuales son significativos a un 99% de confianza para los tres métodos aplicados. Por otra parte, se muestran CAR positivos y significativos anteriores al día del evento para los tres métodos a niveles de 95% y 99% de confianza, los cuales, llegan a acumular un retorno del 13%.

4.2 ANÁLISIS FUSIONES

A continuación, se presentara el análisis realizado para el evento que corresponde a aquellos hechos esenciales referidos a procesos de “Fusiones” empresariales, a través de los tres modelos expuestos en la metodología: Modelo del retorno promedio ajustado (Método A), Modelo de mercado (Método B) y el Modelo retorno mercado ajustado (Método C).

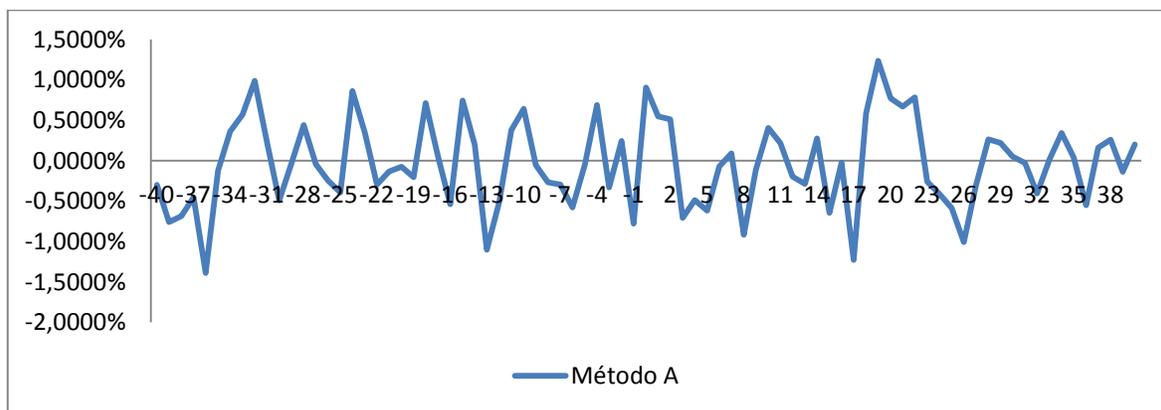
4.2.1 RESIDUOS O RETORNOS ANORMALES EVENTO FUSIÓN

EL anexo N°7, muestra los retornos anormales promedio de los tres modelos aplicados, del conjunto de empresas que realizaron procesos de Fusión, en cada periodo t, de la ventana del evento. Así el retorno anormal del periodo -40 considera el promedio de los residuos de cada anuncio considerado en el estudio. A continuación, se muestran los retornos anormales promedios para cada uno de los modelos aplicados, dentro de la ventana del evento, es decir desde t= -40 a t=40.

4.2.1.1 RETORNOS PROMEDIO MODELO RETORNO PROMEDIO AJUSTADO

El Gráfico N°4, muestra la distribución de los retornos anormales promedios del Modelo de retorno promedio ajustado (Método A). A simple vista el modelo no muestra retornos anormales relevantes, cercanos al día del evento. Se pueden observar variaciones constantes pero estables dentro de un mismo rango. Sin embargo, es posible mencionar a priori la presencia de retornos negativos posterior al día del evento, es por ello que no es posible determinar si estos residuos tienen algún grado de significancia estadística.

Gráfico 4: Residuos ventana del evento Método A

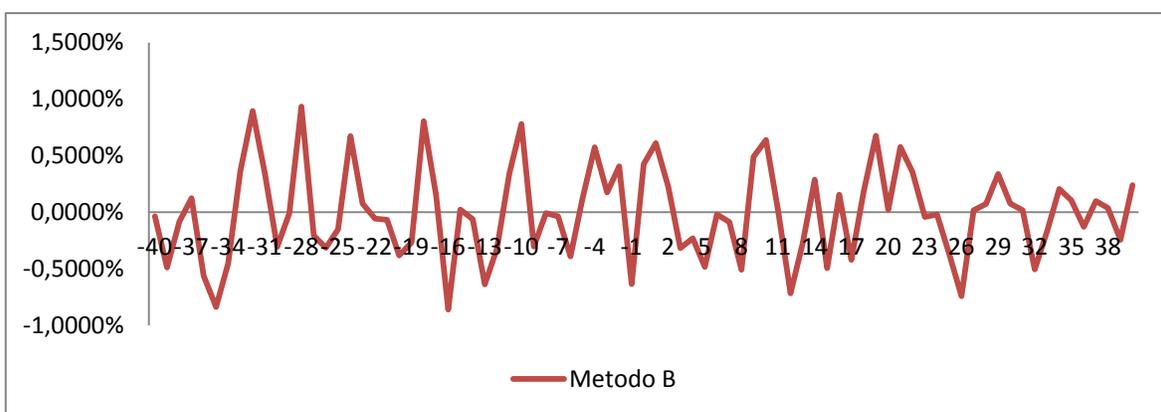


Fuente: elaboración propia

4.2.1.2 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO

El Gráfico N°5, muestra la distribución de los retornos anormales promedios del Modelo de mercado (Método B). Al igual que el anterior método, no se observan variaciones relevantes en torno al día $t=0$, del evento. Es posible apreciar un comportamiento relativamente estable, sin embargo se observa la presencia de una caída en los retornos posterior al evento, aunque aun no es posible mencionar si estos residuos tienen algún grado de significancia estadística.

Gráfico 5: Residuos ventana del evento Fusión, Método B.

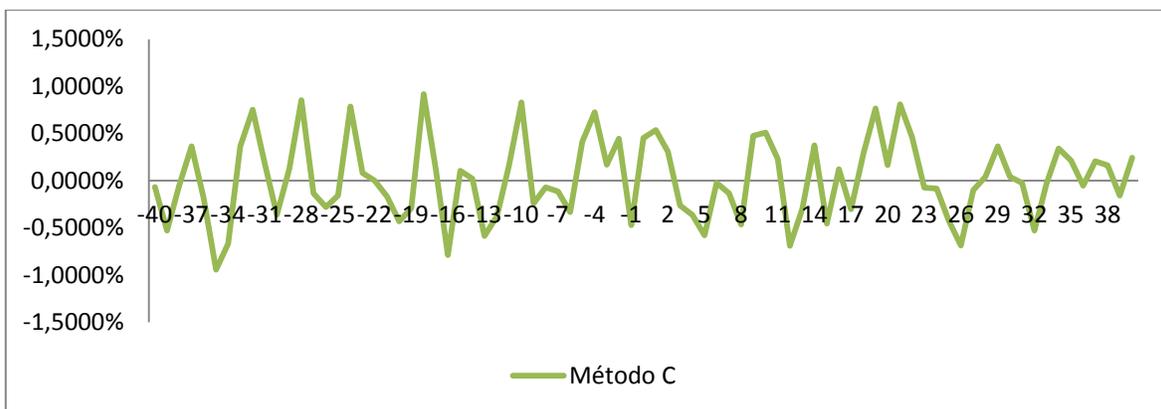


Fuente: elaboración propia

4.2.1.3 RETORNOS PROMEDIO MODELO DE MERCADO AJUSTADO

El Gráfico N°6, muestra la distribución de los retornos anormales promedios del Modelo de mercado Ajustado (Método C). Al igual que los anteriores métodos, no se observan variaciones relevantes en torno al día $t=0$, del evento. Es posible apreciar variaciones constantes pero con un comportamiento estable, y retornos negativos posteriores a la fecha del evento, sin embargo, aun no es posible mencionar si estos residuos tienen algún grado de significancia estadística.

Gráfico 6: Residuos ventana del evento Fusión, Método C



Fuente: elaboración propia

4.2.2 SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA DE LOS RESULTADOS EVENTO FUSIÓN

Como se menciono anteriormente, a través del comportamiento de los residuos de la ventana del evento, no se pudo determinar de forma a priori la presencia de retornos anormales relevantes en torno a la fecha del anuncio de una fusión, sin embargo, en esta ocasión se analizara si estos retornos son significativos estadísticamente, a través de la metodología explicada en el capítulo anterior. Los métodos arrojan resultados significativos para ser analizados dentro de una venta más pequeña que va desde $t=-5$ a $t=5$, es decir, una ventana de 11 días incluida en ella el día del evento. Sin embargo, la presencia de retornos anormales significativos es bastante escasa.

La tabla N°26, muestra los retornos anormales significativos para el evento fusión. La venta del evento muestra retornos negativos en los tres métodos para los días $t=-9$ a $t=-6$ sin embargo estos no son significativos estadísticamente. En los días $t=-5$ a $t=-2$ se observan mayoritariamente retornos positivos, aunque solo en el día $t=-4$ estos son significativos. Luego $t=-1$, es decir, el día anterior al anuncio presenta retornos negativos y significativos.

Tabla 26: Resultados significativos para el evento Fusión, ventana -40;+40 días

El día $t=0$ es aquel en el cual se produjo el anuncio de Fusión del conjunto de entidades consideradas para el estudio. Los resultados se presentan para una ventana de (-5; +5) días entorno al evento, no obstante el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40) los cuales se encuentran detallados en los anexos N°8, 9 y 10. Los valores porcentuales corresponden al retorno anormal (AR) promedio diario y al retorno anormal acumulado (CAR) que se muestra para cada modelo. Entre paréntesis se muestra el test-t: (*) es significativo al 90%; (**) es significativo al 95%; (***) es significativo al 99%.

t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-0,05% (-0,12)	-2,52% (-1,06)	0,12% (0,38)	-1,20% (-0,62)	0,41% (1,20)	-0,67% (-0,32)
-4	0,69% (1,73)*	-1,83% (-0,76)	0,57% (1,77)*	-0,62% (-0,32)	0,73% (2,10)**	0,05% (0,03)
-3	-0,33% (-0,84)	-2,16% (-0,89)	0,18% (0,54)	-0,45% (-0,22)	0,17% (0,49)	0,22% (0,10)
-2	0,24% (0,61)	-1,92% (-0,78)	0,41% (1,25)	-0,04% (-0,02)	0,45% (1,29)	0,67% (0,31)
-1	-0,78% (-1,96)**	-2,70% (-1,08)	-0,63% (-1,96)*	-0,68% (-0,33)	-0,47% (-1,36)	0,20% (0,09)
0	0,90% (2,28)**	-1,80% (-0,71)	0,43% (1,31)	-0,25% (-0,12)	0,45% (1,31)	0,65% (0,29)
1	0,54% (1,37)	-1,25% (-0,49)	0,61% (1,89)*	0,36% (0,17)	0,54% (1,55)	1,19% (0,53)
2	0,51% (1,29)	-0,74% (-0,28)	0,23% (0,70)	0,59% (0,28)	0,31% (0,89)	1,50% (0,66)
3	-0,71% (-1,79)*	-1,45% (-0,55)	-0,32% (-0,98)	0,27% (0,13)	-0,26% (-0,75)	1,24% (0,54)
4	-0,49% (-1,23)	-1,94% (-0,73)	-0,23% (-0,71)	0,04% (0,02)	-0,36% (-1,05)	0,87% (0,38)
5	-0,62% (-1,55)	-2,56% (-0,95)	-0,48% (-1,49)	-0,44% (-0,20)	-0,58% (-1,68)*	0,29% (0,12)

Fuente: elaboración propia.

Solo en el día $t=-4$ existe concordancia entre los tres métodos entregando resultados significativos estadísticamente. Sin embargo, en los demás días de la ventana no existe evidencia clara entre los métodos para dar una conclusión con fundamentos estadísticos.

Como se puede observar, existen retornos anormales significativos para la ventana (-4; +5). El día $t=-4$ es significativo y positivo al 90% de confianza para los tres métodos y al 95% de confianza para el método C. Los días $t=-3$ y $t=-2$ son en su mayoría positivos para los tres métodos, sin embargo no son significativos.

El día $t=-1$, es decir, el día previo al evento es significativo y negativo al 95% de confianza para el método A y al 90% de confianza para el método B. El día $t=0$ del evento, es significativo y positivo al 95% de confianza solo para el método A. El día $t=1$ es significativo y positivo al 90% de confianza solo para el método B. El día $t=2$ entrega retornos positivos pero no significativos, el día $t=3$ es significativo y negativo al 90% de confianza solo para el método A. El día $t=4$ es negativo pero no significativo a ningún porcentaje y el día $t=5$ solo es significativo para el método C a un 90% de confianza.

Por último, el CAR no presenta niveles significativos para ningún modelo. Sin embargo, para el método A y B el CAR presenta en su mayoría retornos acumulados negativos y en contraste el método C presenta retornos acumulados positivos.

4.2.3 RESULTADOS SIGNIFICATIVOS

El análisis anterior arrojó que los retornos anormales estadísticamente significativos no fueron concluyentes y solo en el día $t=-4$ los tres modelos entregaron retornos significativos positivos. Por lo tanto, con el propósito de observar el efecto acumulado solo desde aquellos retornos que son estadísticamente significativos, se procedió a analizar el CAR para la ventana de tiempo de (-4; +4) días.

Entonces, en este caso el CAR mostrará los retornos anormales acumulados desde el día $t=-4$ en adelante, en otras palabras, se muestra el CAR desde el día $t=-4$, por lo tanto el AR del día $t=-4$ será igual al CAR del día $t=-4$ ($AR_{-4} = CAR_{-4}$).

La tabla N°27, muestra los resultados para el AR y CAR de los tres Métodos para la ventana (-4; +4) días. Los AR se mantienen iguales a los de la tabla N° 26. Sin embargo el CAR en este caso presenta resultados positivos y significativos en los distintos métodos.

Tabla 27: Resultados significativos para el evento Fusión, ventana -4;+4 días

t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-4	0,69% (1,73)*	0,69% (1,73)*	0,57% (1,77)*	0,57% (1,77)*	0,73% (2,10)**	0,73% (2,10)**
-3	-0,33% (-0,84)	0,36% (0,63)	0,18% (0,54)	0,75% (1,63)	0,17% (0,49)	0,89% (1,83)*
-2	0,24% (0,61)	0,60% (0,87)	0,41% (1,25)	1,16% (2,06)**	0,45% (1,29)	1,34% (2,24)**
-1	-0,78% (-1,96)**	-0,20% (-0,23)	-0,63% (-1,96)*	0,52% (0,80)	-0,47% (-1,36)	0,87% (1,26)
0	0,90% (2,28)**	0,72% (0,82)	0,43% (1,31)	0,95% (1,31)	0,45% (1,31)	1,32% (1,71)*
1	0,54% (1,37)	1,27% (1,31)	0,61% (1,89)*	1,56% (1,96)**	0,54% (1,55)	1,86% (2,20)**
2	0,51% (1,29)	1,78% (1,7)*	0,23% (0,70)	1,78% (2,08)**	0,31% (0,89)	2,17% (2,37)**
3	-0,71% (-1,79)*	1,07% (0,95)	-0,32% (-0,98)	1,47% (1,60)	-0,26% (-0,75)	1,91% (1,95)*
4	-0,49% (-1,23)	0,58% (0,49)	-0,23% (-0,71)	1,24% (1,27)	-0,36% (-1,05)	1,54% (1,49)

Fuente: elaboración propia.

En contraste, el primer análisis del CAR no entregó resultados significativos en ningún método, en cambio, para esta nueva ventana de análisis se existen resultados significativos en los demás métodos. El día $t=-4$ arrojando un nivel de significancia del 90% para el método A y B, y un 95% de significancia para el método C. El día $t=-3$ muestra un nivel de confianza del 90% solo para el método C. El día $t=-2$ muestra resultados significativos a un 95% de confianza solo para los métodos B y C.

Para el día del evento ($t=0$) el CAR solo es significativo a un 90% de confianza para el método C. El día $t=1$ es significativo a un 95% de confianza para los métodos B y C. El día $t=2$ es significativo a un 90% de confianza para el método A y un 95% para los métodos B y C. Por último, el día $t=3$ es significativo a un 90% de confianza, solo para el método C. A simple vista se pueden apreciar retornos acumulados significativos con mayor presencia desde el día del evento en adelante, sin embargo los resultados no se presentan en los tres métodos a la misma vez.

4.2.4 RESULTADO EMPRESAS SIGNIFICATIVAS EVENTO FUSIÓN

Debido a que los análisis para el evento “Fusión” del modelo AR como del modelo CAR del conjunto de empresas seleccionadas, no entregaron resultados concluyentes y/o significativos para los tres métodos aplicados; Modelo del retorno promedio ajustado, Modelo de mercado y Modelo retorno mercado ajustado (métodos A, B y C), se procedió a analizar anuncio por anuncio, para determinar si existe alguno de ellos con resultados significativos estadísticamente.

Para ello, a cada anuncio se aplicó el modelo CAR, tanto para la una ventana del evento de 81 días ($t=-40$ hasta $t=40$) como, para una ventana más pequeña de 11 días con el propósito de observar los efectos más cercanos a la fecha del evento. Por lo tanto, aquellas empresas que presentaron retornos anormales significativos (AR) en la ventana de tiempo de 11 días (-5;+5), en alguno de los métodos y que al aplicar el modelo CAR en dicha ventana de tiempo, estas o presentarán rendimientos acumulados significativos estadísticamente. En síntesis, la tabla N°28, muestra que de los 11 eventos considerados como fusión para el análisis, solo 3 de ellos presentan estas características.

Tabla 28: Empresas significativas evento fusión

Presencia retornos significativos	Ventana AR (-40; +40)	Ventana AR (-5; +5)	Ventana CAR (-5; +5)
N° de Eventos	11	7	3

Fuente: elaboración propia.

Para ello cada anuncio será analizado en una tabla en la cual se indicarán los resultados de los tres métodos y tanto para el modelo AR como CAR. Por último, los valores porcentuales corresponden al retorno anormal (AR) promedio diario y al retorno anormal acumulado (CAR) que se muestra para cada modelo. Entre paréntesis se muestra el test-t: (*) es significativo al 90%; (**) es significativo al 95%; (***) es significativo al 99%.

4.2.4.1 LATAM AIRLINES GROUP S.A.

Tabla 29: Empresa significativa evento Fusión Latam Airlines Group S.A.

Fecha anuncio: 13-08-2010						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	3,40% (2,64)***	3,40% (2,64)***	2,93% (2,93)***	2,93% (2,93)***	3,15% (3,12)***	3,15% (3,12)***
-4	3,82% (2,97)***	7,22% (3,97)***	3,11% (3,12)***	6,04% (4,28)***	3,38% (3,35)***	6,52% (4,57)***
-3	-1,91% (-1,48)	5,31% (2,38)**	-1,45% (-1,45)	4,59% (2,66)***	-1,40% (-1,39)	5,12% (2,93)***
-2	-1,75% (-1,36)	3,57% (1,39)	0,49% (0,49)	5,08% (2,54)**	0,20% (0,19)	5,32% (2,63)***
-1	-0,30% (-0,23)	3,27% (1,14)	-0,03% (-0,03)	5,04% (2,26)**	0,05% (0,05)	5,37% (2,38)**
0	7,51% (5,83)***	10,78% (3,42)***	5,63% (5,64)***	10,67% (4,37)***	6,12% (6,06)***	11,48% (4,64)***
1	2,13% (1,65)*	12,91% (3,79)***	2,23% (2,24)**	12,90% (4,89)***	2,34% (2,32)**	13,82% (5,17)***
2	0,52% (0,40)	13,43% (3,69)***	-0,20% (-0,20)	12,70% (4,50)***	0,06% (0,06)	13,89% (4,86)***
3	-1,66% (-1,29)	11,76% (3,05)***	-2,06% (-2,07)**	10,64% (3,55)***	-1,86% (-1,84)*	12,03% (3,97)***
4	-2,56% (-1,99)**	9,20% (2,26)**	-2,76% (-2,77)***	7,87% (2,50)**	-2,59% (-2,57)**	9,44% (2,96)***
5	-0,86% (-0,67)	8,34% (1,95)*	-0,63% (-0,63)	7,24% (2,19)**	-0,54% (-0,54)	8,89% (2,66)***

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo apreciar en la tabla N°29, la existencia de AR y CAR significativos se encuentra en toda la ventana de análisis tanto antes, durante y después del día del evento ($t=0$). De forma relevante, los días $t=-5$ y $t=-4$ arrojan retornos anormales positivos en torno a un 3% y significativos a un 99% de confianza para los tres métodos, además se observa que en el día del evento $t=0$ el retorno anormal es positivo en torno a un 5% a 7%, los cuales son significativos para los tres métodos a un 99% de confianza. Por otra parte, el CAR muestra retornos positivos y significativos para los tres métodos a niveles de 95% y 99% de significancia estadística, los cuales para el día del evento alcanzan un retorno acumulado en torno al 11%.

4.2.4.2 ENERSIS S.A.

Tabla 30: Empresa significativa evento Fusión Enersis S.A.

Fecha anuncio: 25-11-2014						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	1,86% (1,49)	1,86% (1,49)	1,54% (1,83)*	1,54% (1,83)*	1,75% (1,93)*	1,75% (1,93)*
-4	1,27% (1,02)	3,14% (1,77)*	-0,10% (-0,12)	1,44% (1,21)	0,49% (0,54)	2,24% (1,75)*
-3	0,49% (0,39)	3,63% (1,67)*	0,45% (0,53)	1,89% (1,29)	0,56% (0,61)	2,80% (1,78)*
-2	1,53% (1,22)	5,16% (2,06)**	1,00% (1,19)	2,89% (1,72)*	1,29% (1,42)	4,09% (2,25)**
-1	-1,07% (-0,85)	4,09% (1,46)	-0,59% (-0,69)	2,31% (1,22)	-0,67% (-0,74)	3,42% (1,68)*
0	0,50% (0,40)	4,59% (1,49)	0,44% (0,52)	2,74% (1,33)	0,55% (0,61)	3,97% (1,78)*
1	-0,06% (-0,05)	4,53% (1,36)	0,43% (0,51)	3,18% (1,42)	0,34% (0,38)	4,31% (1,80)*
2	-0,51% (-0,41)	4,02% (1,13)	-1,12% (-1,32)	2,06% (0,86)	-0,80% (-0,89)	3,51% (1,37)
3	1,38% (1,10)	5,40% (1,43)	1,02% (1,21)	3,08% (1,22)	1,24% (1,37)	4,75% (1,75)*
4	-0,73% (-0,58)	4,67% (1,18)	0,43% (0,51)	3,51% (1,32)	0,10% (0,11)	4,85% (1,69)*
5	0,12% (0,10)	4,79% (1,15)	0,44% (0,53)	3,95% (1,41)	0,42% (0,46)	5,27% (1,75)*

Fuente: elaboración propia.

Como se pudo observar en la tabla N°30, la presencia de retornos anormales significativos es escasa y solo se encuentran en el día $t=-5$ cercano a un 2%, los cuales son significativos a un 90% de confianza para los métodos B y C. Por otra parte, el CAR presenta retornos positivos antes del día del evento para los dos primeros métodos a niveles de 90% y 95% de confianza, los cuales llegan a alcanzar un 5% de retorno acumulado. Sin embargo para el método C, el CAR es significativo para casi toda la ventana de análisis a niveles de 90% y 95% de confianza, alcanzando el día del evento un retorno acumulado cercano al 4%.

4.2.4.3 COMPAÑÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A.

Tabla 31: Empresa significativa evento Fusión Compañía General de Electricidad S.A.

Fecha anuncio: 29-09-2011						
t	Método A		Método B		Método C	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-2,29% (-1,74)*	-2,29% (-1,74)*	1,23% (1,03)	1,23% (1,03)	2,17% (1,80)*	2,17% (1,80)*
-4	4,15% (3,15)***	1,86% (0,99)	4,99% (4,18)***	6,21% (3,68)***	5,18% (4,30)***	7,35% (4,32)***
-3	1,98% (1,50)	3,83% (1,68)*	1,39% (1,16)	7,60% (3,68)***	1,18% (0,98)	8,53% (4,09)***
-2	1,04% (0,78)	4,87% (1,85)*	-0,74% (-0,62)	6,86% (2,87)***	-1,28% (-1,07)	7,25% (3,01)***
-1	-1,93% (-1,46)	2,94% (1,00)	-1,57% (-1,31)	5,29% (1,98)**	-1,51% (-1,25)	5,74% (2,13)**
0	-0,37% (-0,28)	2,57% (0,79)	-0,38% (-0,32)	4,91% (1,68)*	-0,42% (-0,35)	5,32% (1,80)*
1	-2,98% (-2,26)**	-0,41% (-0,12)	-2,79% (-2,34)**	2,12% (0,67)	-2,77% (-2,30)**	2,55% (0,80)
2	-1,33% (-1,01)	-1,74% (-0,47)	0,65% (0,55)	2,77% (0,82)	1,16% (0,97)	3,71% (1,09)
3	-2,63% (-1,99)**	-4,37% (-1,11)	-0,04% (-0,04)	2,73% (0,76)	0,64% (0,53)	4,35% (1,20)
4	5,20% (3,94)***	0,82% (0,20)	3,78% (3,17)***	6,51% (1,73)*	3,34% (2,78)***	7,69% (2,02)**
5	0,06% (0,04)	0,88% (0,20)	-3,08% (-2,58)***	3,43% (0,87)	-4,00% (-3,32)***	3,69% (0,93)

Fuente: elaboración propia.

Como se puede apreciar en la tabla N°31, los AR significativos se encuentran tanto antes como después del día del evento (t=0), por el contrario los CAR significativos se encuentran mayoritariamente en los días previos al dicho evento. De manera relevante, se observa que el día después al evento, es decir, t=1 arroja retornos anormales negativos cercanos a un -3%, los cuales son significativos para los tres métodos a un 95% de confianza. Por otra parte, los CAR muestran retornos positivos en los tres métodos a los tres niveles de significancia estadística, sin embargo, los métodos B y C muestran retoños significativos en el día del evento, los cuales alcanzan un retorno acumulado aproximadamente de un 5%.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES

En este último capítulo se exponen las principales conclusiones, tanto para los objetivos propuestos al inicio del estudio, la metodología aplicada y para los resultados derivados del análisis de capítulo anterior. Para finalizar, se compararon los efectos que produjeron ambos eventos; fusiones y adquisiciones, exponiendo las principales similitudes y diferencias, para cerrar con el aporte que entrega esta investigación.

Como se menciono al principio de este estudio, las empresas cuentan con información relevante, relacionada con sus estrategias, decisiones, procesos, resultados financieros, etc., que al darse a conocer o al ser liberada al público, puede generar cambios en el precio de las acciones, tanto de ella misma como de otras entidades.

Es por esto, que los organismos reguladores han obligado a las empresas a comunicar aquellos eventos que puedan afectar significativamente el funcionamiento del negocio, a través de la publicación de los denominados hechos esenciales, de esta forma se logrará que la información esté disponible en tiempo y veracidad para todos los participantes del mercado, reduciendo las asimetrías de información.

Sin embargo, esta divulgación de información en forma de hechos esenciales puede generar cambios en los retornos accionarios, los cuales pueden ser predecibles de algún modo, debido a observación histórica de los efectos que estos producen.

Por lo tanto, este estudio entrega evidencia sobre los efectos de la divulgación de información de determinados hechos esenciales que emiten las empresas chilenas que cotizan en la bolsa de valores de valores, respecto de los retornos de sus acciones. Debido a la gran cantidad y variedad de información emitida por las empresas, el estudio se centro solo en aquellos hechos esenciales que comunican y/o anuncian la realización de procesos de fusiones y adquisiciones empresariales.

5.1 CONCLUSIÓN SOBRE LOS OBJETIVOS DEL ESTUDIO

A través de los distintos análisis realizados en la investigación, se cumple el propósito principal establecido en el estudio, que hace referencia a; Analizar y comparar el efecto que produce la divulgación de hechos esenciales referidos a procesos de fusión y adquisición, en el retorno accionario de las empresas en Chile durante el periodo 2010-2014. Por lo cual se logro cumplir con los objetivos específicos planteados en el inicio del estudio, como se muestra en la tabla N°32.

Tabla 32: Conclusión a los objetivos del estudio

Conclusiones sobre los objetivos del estudio
<p>1. Se caracterizo el mercado de valores chileno y los efectos de la divulgación de información en los mercados accionarios, realizando una amplia revisión de de literatura, relacionada al tema de estudio, a través de distintos autores nacionales como internacionales.</p>
<p>2. Se identifico y clasifico, aquellas empresas que realizaron procesos de fusión y/o adquisición durante el periodo 2010-2014, a través de los datos disponibles en los registros de la SVS, por lo cual se obtuvo una muestra correspondiente a 30 empresas, con un total de 61 eventos, de los cuales 11 corresponden a anuncios de fusión y 50 a anuncios de adquisición.</p>
<p>3. A través de la metodología de estudio de eventos, se logro analizar el comportamiento de los retornos accionarios producidos por los anuncio de una fusión, de forma separada a los del anuncio de una adquisición.</p>
<p>4. Por último, se evaluaron y compararon los retornos anormales producidos por el anuncio de una fusión versus los de una adquisición, obteniendo resultados significativos estadísticamente.</p>

Fuente: elaboración propia.

5.2 CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN

Al aplicar la metodología de estudio de eventos, es decir, los dos modelos AR y CAR a los 3 métodos; Modelo del retorno promedio ajustado; Modelo de mercado; Modelo retorno mercado ajustado (método A, método B y método C), para determinar si existen residuos o retornos anormales significativos en los precios accionarios de las empresas que emitieron hechos esenciales referidos a procesos de fusión y adquisición, se concluye lo siguiente.

5.2.1 CONCLUSION ADQUISICIONES

Para el evento Adquisición, 20 fueron las empresas que a través de los distintos filtros determinaron la muestra final, las cuales en conjunto emitieron 50 hechos esenciales que clasificaban para este estudio como adquisiciones empresariales que condujeran a toma de control por parte del adquirente.

5.2.1.1 RESULTADOS AR

Al aplicar la metodología de estudio de evento, se obtuvieron resultados significativos estadísticamente, que se traducen en retornos anormales positivos tanto antes como después del día del anuncio ($t=0$), los cuales fueron observados dentro de la ventana del evento, es decir, desde $t=-40$ a $t=+40$ días y en los tres métodos aplicados. Estos retornos anormales positivos y significativos, se encuentran en gran cantidad, aunque no superan el 1%. A simple vista, se observa que antes de los resultados significativos, se aprecian en mayoría retornos anormales negativos en los tres métodos aplicados y que se encuentran en la ventana $(-20; -7)$ días. Aunque estos retornos negativos no son significativos, demuestran una clara tendencia a la baja en los retornos accionarios del conjunto de las empresas, anterior a la fecha del evento.

Específicamente, para el día $t=-6$ se obtuvieron retornos positivos del 0,55%, 0,52% y 0,56%, con un 95% de confianza para los tres métodos, respectivamente. El día $t=-5$ arrojo retornos positivos del orden de 0,48%, 0,50% y 0,55%, estadísticamente significativos a un 90%,95% y 95% para los métodos aplicados respectivamente. El día $t=-4$ arrojo retornos

positivos del 0,42%, 0,63% y 0,65%, estadísticamente significativos a un 90%, 99% y 99% para los métodos aplicados respectivamente.

Aun con mayor relevancia, se observaron retornos significativos estadísticamente y positivos en la ventana (-1; +1) días. El día $t=-1$ arrojó retornos para el método A, B y C, del 0,89%, 0,60% y 0,67% significativos al 99% respectivamente. El día del evento $t=0$ arrojó retornos positivos para el método A, B y C del 0,67%, 0,45% y 0,46% significativos a un 99%, 95% y 95% respectivamente. Y el día $t=1$ arrojó retornos positivos para el método A, B y C del 0,63%, 0,65% y 0,70% significativos a niveles de 95%, 99% y 99% de confianza respectivamente.

5.2.1.2 RESULTADOS CAR

Por otra parte, el CAR solo presenta resultados significativos y positivos para el método C (Modelo de mercado ajustado) significativos a niveles del 95% de confianza. Los otros dos métodos, no presentan resultados significativos, lo cual se puede deberse al efecto acumulado de los periodos anteriores.

Es por ello, que para analizar el efecto acumulado solo desde aquellos retornos anormales significativos, se procedió a construir una ventana más pequeña, de 13 días incluido el día del evento, es decir, la ventana (-6; +6) días.

En contraste con el primer análisis, para esta nueva ventana el CAR es positivo y significativo para todos los días y en los tres métodos aplicados, solo el día $t=-6$ el nivel de confianza es de un 95% para los tres métodos y luego para el resto de los días el CAR es significativo a un nivel de confianza del 99% para los tres métodos, llegando a alcanzar un retorno acumulado al día del evento cercano a un 3%.

5.2.2 CONCLUSION FUSIONES

Para el evento Fusión, 10 fueron las empresas que a través de los distintos filtros determinaron la muestra final, las cuales en conjunto emitieron 11 hechos esenciales que clasificaban para este estudio como fusiones empresariales.

5.2.2.1 RESULTADOS AR

Al aplicar la metodología de estudio de eventos, el comportamiento de los retornos anormales que entregan los tres métodos aplicados, arrojan resultados significativos, tanto positivos como negativos dentro de la ventana del evento, aunque estos son muy escasos y no se dan en los tres métodos al mismo tiempo. Se puede observar, que antes de los días cercanos al evento, existen retornos anormales negativos entre un -0,3% a -0,5% en la ventana de (-9; -6) días, los cuales concuerdan en los tres métodos. Sin embargo, estos retornos no son significativos estadísticamente, aunque permiten ver una tendencia a la baja en los retornos previos a una fusión.

Los retornos significativos que se encuentran en los días cercanos al evento, es decir, en la ventana (-5; +5) días, además de ser muy escasos, no se aprecian a la misma vez en los tres métodos aplicados, por lo que no se puede observar un comportamiento claro de los retornos, que permitan entregar una conclusión con fundamentos estadísticos.

De manera específica, solo en el periodo $t=-4$ los tres métodos concuerdan y arrojan retorno positivos del orden del 0,70%, y significativos a niveles del 90% y 95% de confianza. El $t=-1$ arroja retornos negativos pero estos son solo significativo para el método A y B, a un 95% y 90% de confianza respectivamente.

Como reflejo de la poca significancia de los resultados, el día del evento $t=0$ arroja un retorno positivo del 0,90% el cual, solo es significativo para el método A en un 95% de confianza. Luego, en determinados periodos se observan retornos que son significativos para solo un método, por lo que no se pudo tener una clara certeza de dicho resultado.

Por último, al igual que en los días previos al evento se observa que en los días posteriores, específicamente en la ventana (+3; +8) días, los tres métodos muestran retornos negativos de aproximadamente un -0,01% a un -0,7% aunque no son significativos, dan señales de un compartimento a la baja de los retornos después de comunicado el anuncio de fusión. Es por ello, que a la luz de la evidencia que muestran los resultados, no se puede dar una conclusión estadísticamente significativa sobre los efectos que produce este tipo de divulgaciones en los retornos accionarios.

5.2.2.2 RESULTADOS CAR

El CAR no presenta niveles significativos para ningún modelo. Sin embargo, para el método A y B el CAR presenta en su mayoría retornos acumulados negativos y en contraste el método C presenta retornos acumulados positivos aunque en ningún caso estos son significativos estadísticamente.

Dado que solo en el día $t=-4$ los tres modelos entregaron retornos significativos positivos, se procedió a analizar el CAR para la venta de tiempo de (-4; +4) días, con el propósito de observar el efecto acumulado solo desde aquellos retornos que son estadísticamente significativos, y de esta forma analizar la posibilidad de obtener resultados significativos.

En contraste con el primer análisis, se obtuvieron retornos significativos a niveles del 95 y 99 por ciento, para los tres métodos. Sin embargo, los resultados aún siguen siendo dispersos y escasos, por lo cual no es posible atribuir aquellos retornos significativos a la divulgación de este tipo de hechos esenciales.

5.3 RESULTADOS EMPRESA SIGNIFICATIVAS

El propósito de analizar aquellas empresas significativas, además de lograr una mayor profundidad en los análisis, se basa, en que al darse el caso de no encontrar retornos significativos para el conjunto de los dos tipos de eventos, se analizaría los anuncios que particularmente si lo obtuviesen, y de esta forma lograr encontrar algún tipo de comportamiento que pudiese generar una conclusión sobre el efecto de los mismos.

Para el caso de las Adquisiciones, como se menciona anteriormente, si se encontraron retornos anormales significativos y positivos en los días cercanos al evento. De igual forma se analizaron los anuncios por separado, de los cuales 17 fueron considerados como relevantes. Los resultados de estos casos particulares concuerdan plenamente con los obtenidos por el conjunto de las mismas, arrojando resultados significativos y positivos tanto antes como después del día del evento ($t=0$).

Por el contrario, para el caso de las Fusiones, como se menciona en el capítulo IV, a raíz de la poca evidencia de resultados significativos para el evento Fusión, se procedió a analizar los resultados que arrojaron cada uno de los anuncios, de esta forma identificar y determinar la existían de anuncios que si generaran retornos anormales.

Del total de 11 anuncios, se consideró que sólo tres de ellos entregaban resultados significativos y relevantes de ser analizados por separado. Sin embargo, al analizar con mayor detalle los días en los cuales se presentaron retornos significativos, estos no son los mismos para estas empresas, por lo cual, no se puede observar un comportamiento o tendencia en el periodo en que se generan los retornos anormales, es decir, si estos se producen antes, durante o después del anuncio de una fusión.

5.4 CONCLUSIÓN GENERAL

Para finalizar, a través de los distintos resultados y análisis expuestos en el desarrollo de esta investigación, se logra concluir de manera general que la divulgación de hechos esenciales referidos a procesos de fusión y adquisición por parte de las empresas chilenas, generan efectos distintos en los retornos accionarios de las mismas.

Si bien, ambos eventos muestran un comportamiento bajista de los retornos accionarios en los días previos a la venta de tiempo más cercana al evento, es decir, (-5;+5) días, con una tendencia más marcada en el evento adquisición y aunque estos retornos negativos no fueron significativos estadísticamente, dejan evidencia de una clara tendencia en los periodos previos a los anuncios. Sin embargo, al acercarse al día del evento, es decir $t=0$, los resultados difieren entre estos tipos de anuncios.

En el caso de las adquisiciones, se obtuvieron retornos anormales positivos cercanos a un 1%, los cuales, se encuentran tanto antes como después del anuncio, sin embargo estos tienen mayor presencia en los días previos al evento, logrando un retorno anormal acumulado que alcanza aproximadamente un 3% en el día del anuncio. Por el contrario, en el caso de las fusiones, si bien se encontraron retornos significativos cercanos al evento, estos no se obtuvieron en los tres métodos aplicados al mismo tiempo, por lo cual no se puede tener certeza de la significancia estadística que lograron los retornos anormales.

De igual forma, al obtener retornos a normales significativos estadísticamente, se logra rechazar la hipótesis nula (H_0) de que no se observan retornos anormales significativos en torno al día del anuncio de una Fusión y/o Adquisición. Por el contrario, no se puede rechazar la hipótesis alterna (H_1), señalando que se observan retornos anormales significativos entorno al día del anuncio de una Fusión y/o Adquisición. Aunque como se menciono en el párrafo anterior, no es posible definir un comportamiento en el caso de las fusiones.

Por lo tanto, al existir retornos anormales estadísticamente significativos previos al anuncio, se puede mencionar que presumiblemente, estos se podrían atribuir al uso de información privilegiada en los procesos de Fusión y/o Adquisición.

Aunque no se tiene la certeza de que dicho efecto positivo en los retornos anormales sea atribuible 100% al manejo de información privilegiada, esto deja a la vista la existencia de distintos agentes participes del mercado de valores chileno, que cuentan con información clave, con las cuales obtienen retornos anormales positivos, que van en directo beneficio de sí mismos, acuesta de terceros. Luego, aunque en menor cantidad la existencia de retornos significativos posteriores al día del evento, en el caso de las adquisiciones, deja a la luz la generación de retornos positivos en los dos días inmediatamente siguientes al anuncio.

Por último, sin lugar a duda esta investigación deja un precedente para las empresas chilenas que emitan hechos esenciales referidos a procesos de *Fusión y Adquisición*, pues tendrán conocimiento de los posibles efectos tanto positivos como negativos que fueron mencionados en este estudio. Además, a raíz de los resultados obtenidos, es posible que en futuras investigaciones se pueda estudiar el comportamiento de compra y venta de acciones que realizan los Insiders, anterior al anuncio de una fusión y/o adquisición, logrando de esta forma analizar con mayor precisión la existencia de uso de información privilegiada. Adicionalmente, aplicando la metodología de este estudio a otros tipos de anuncios en forma de hechos esenciales, resultaría interesante construir reglas o tips de compra-venta de acciones a partir del análisis de los efectos que generen cada uno de ellos, puesto, que se obtendría información relevante sobre la reacción que tendría el mercado a los distintos tipos de hechos esenciales.

BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A., & Cooper, T. (2015). Insider trading before accounting scandals. *Journal of Corporate Finance*, 34, 169–190. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.005>
- Ahumada, S., Reyes, C., Villaroel, K., Parisi, F., & Cornejo, E. (2009). *Método de Estudio de Eventos: Crisis SubPrime*.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). RISK REDUCTION AS A MANAGERIAL MOTIVE FOR CONGLOMERATE MERGERS. *Journal of Economic*, 12(2), 605–617.
- Aragonés, J., & Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Journal of Business*, 64, 76–89.
- Asquith, P., Bruner, R., & Mullins, D. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90007-7](http://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90007-7)
- Asquith, P., Bruner, R., & Mullins, D. (1986). *Merger returns and the form of financing*. Retrieved from <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/15003161>
- Asquith, P., & Kim, H. (1982). The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders. *Journal of Finance*, 37(5), 1209–1228. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb03613.x>
- Bachelier, L. (1900). “Theorie de La Speculation” Normale Supérieure Sér. *The Origins of Modern Finance*, 17, 21–86. Retrieved from <https://eudml.org/doc/81146>
- BEC. (2016). Bolsa Electrónica de Chile. Retrieved from <http://www.bolchile.cl>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(04), 1411–1438. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296–343. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Bradley, M. (1980). Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *Journal of Business*, 53, 345–376.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, H. (1988). Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3–40.
- Brealey, R., & Myers, S. (2003). *Principles of Corporate Finance* (The McGraw). Seventh Edition.
- Brockman, P., Tressl, J., & Unlu, E. (2014). The impact of insider trading laws on dividend payout policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 263–287. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.002>

- Brown, S., & Warner, J. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205–258. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X80900021>
- Burneo, K., Galindo, H., Berggrun, L., & Lizaraburu, E. R. (2015). Emerging Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators : Chile , Colombia , and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 20(39), 74–83.
- Carvajal, D. (2004). *Regulacion del uso de la informacion privilegiada en el mercado de valores*. Universidad de Chile.
- Chakravarty, S., & McConnell, J. (1999). Does Insider Trading Really Move Stock Prices? *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 34, 191–209. <http://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Chang, M., & Wee, M. (2016). The effect of voluntary versus mandatory adoption of trading policies on the returns to insider trades. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38(September 2014), 76–87. <http://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.03.007>
- Chauvin, K. W., & Shenoy, C. (2001). Stock price decreases prior to executive stock option grants. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 53–76. [http://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00019-5](http://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00019-5)
- Cheng, E., Courtenay, S., & Krishnamurti, C. (2006). The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry , Informed and Uninformed Trading. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 33–72. [http://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70016-3](http://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70016-3)
- Cheng, Q., & Kin, L. O. (2006). Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 815–848. <http://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00222.x>
- Deloitte. (2015). *Mercado De Fusiones Y Adquisiciones Para Latinoamérica 2014*. Retrieved from http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/arg_fas_mercado-fus-y-adq-lat-2014_15012015.pdf
- Denis, D., & Xu, J. (2013). Insider trading restrictions and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 91–112. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.04.003>
- Desir, R. (2012). How Do Managers of Non-Announcing Firms Respond to Intra-Industry Information Transfers? *Journal of Business Finance and Accounting*, 39(9-10), 1180–1213. <http://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2012.02306.x>
- Dodd, P. (1980). Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105.135.
- Dye, R. A., & Sridhar, S. S. (1995). Industry-wide disclosure dynamics. *Journal of Accounting Research*, 33(1), 157–174.

- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583.
- Eckbo, E. (1983). Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-2), 241–273.
- Einstein, A. (1905). “Über die von der molekularkinetischen Theorie der Wärme geforderte Bewegung von in ruhenden Flüssigkeiten suspendierten Teilchen. *Annalen Der Physik*, 8(322), 549–560.
- Fama, E. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38, 34–105. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/2350752?seq=1#page_scan_tab_contents
- Fama, E. (1970). American Finance Association Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The Adjustment Of Stock Prices To New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21. <http://doi.org/10.2307/2525569>
- Fernández, P., & Bonet, A. (1989). FUSIONES, ADQUISICIONES Y CONTROL DE LAS EMPRESAS, 39–60.
- Fidrmuc, J., Korczak, A., & Korczak, P. (2013). Why does shareholder protection matter for abnormal returns after reported insider purchases and sales ? *Journal of Banking and Finance*, 37(6), 1915–1935. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.06.019>
- Gompers, P., & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229–259.
- Grégoire, P. (2008). Insider Trading and Voluntary Disclosure. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 11(2), 143–162.
- Hanson, R. (2007). Insider Trading and Prediction Markets. *Economics & Policy*, 4(January).
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54(6), 1969–1997.
- Henderson, M., Jagolinzer, A., & Muller, K. (2015). Offensive disclosure: How voluntary disclosure can increase returns from insider trading. *Georgetown Law Journal*, 103(5), 1275–1306.
- Hillier, D., Korczak, A., & Korczak, P. (2015). The impact of personal attributes on corporate insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 30, 150–167. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.003>

- Huddart, S., Hughes, J., & Levine, C. (2001). Public disclosure and dissimulation of insider trades. *Econometrica*, 69(3), 665–681.
- Iglesias, C. (2003). *TRANSFORMACIÓN, DIVISIÓN Y FUSIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS*. Universidad de Chile.
- Jairo, J. (2009). Los estudios de acontecimientos y la importancia de la metodología de estimación. *Lecturas de Economía*, 223–235. <http://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>
- Jarrell, G., & Bradley, M. (1980). The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers. *The Journal of Law & Economics*, 23(2), 371–407. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/725131?seq=1#page_scan_tab_contents
- Jensen, M., & Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control-The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5–50.
- Jorgensen, B., & Kirschenheiter, M. (2003). Discretionary risk disclosures. *Accounting Review*, 78(2), 449–469.
- Kim, H., & Lu, Y. (2013). Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 22, 236–253. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.05.005>
- Kim, H., & McConnel, J. (1977). American Finance Association Corporate Debt and the Evaluation of Corporate Earnings. *The Journal of Finance*, 32(2), 349–365.
- Kim, O., & Verrecchia, R. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 41–67.
- Kraft, A., Soo, B., & Lopatta, K. (2014). Management earnings forecasts, insider trading, and information asymmetry. *Journal of Corporate Finance*, 26, 96–123. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.002>
- Lambrecht, B. M. (2004). The timing and terms of mergers motivated by economies of scale. *Journal of Financial Economics*, 72, 41–62. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.09.002>
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or ... *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623–663.
- LeRoy, S. (1973). Risk Aversion and the Martingale Property of Stock Returns. *International Economic Review*, 14(2), 436–446.
- Lo, A., & MacKinlay, C. (1988). Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test. *The Review of Financial Studies*, 1(1), 41–66. <http://doi.org/10.1093/rfs/1.1.41>
- Lucas, R. (1978). Asset Prices in an Exchange Economy. *Econometrica*, 46(6), 1429–1446.

- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance*, 56(6), 2019–2065.
- Mandelker, G. (1974). Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303–335.
- Martin, J. (2003). METODOLOGÍA DE LOS ESTUDIOS DE SUCESOS : UNA REVISIÓN. *Investigaciones Europeas de Direccion Y Economia de La Empresa*, 9, 197–244.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers : What have we learned and where do we stand ? *Journal of Banking and Finance*, 32, 2148–2177. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>
- Mascareñas, J., & González, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado. *Revista Universitaria Europea*, 19, 87–112.
- Nassreddine, G. (2016). Determinants of financial information disclosure : A visualization test by cognitive mapping technique. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 21(40), 8–13. <http://doi.org/10.1016/j.jefas.2016.03.002>
- Noe, C. F. (1999). Voluntary disclosures and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), 305–326. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00014-2](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00014-2)
- O'Hara, P. (2001). Insider trading in financial markets: legality, ethics, efficiency. *International Journal of Social Economics*, 28, 1046–1060.
- Palominos, G. G. (2013). Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena. *Política Criminal*, 8(Julio), 23–63.
- Palominos, G. G. (2015). The idealization and administrativization of the punibility of Insider Trading. An analysis of the penal discourses in Chilean doctrine. *Política Criminal*, 10(19), 119–158.
- Persons, J., & Warther, V. (1997). Boom and bust patterns in the adoption of financial innovations. *Review of Financial Studies*, 10(4), 939–967.
- Ramírez, V., & Yáñez, G. (2010). *Información en los Estados Financieros y Períodos de Blackout : Evidencia para Chile. Serie Documentos de Trabajo Superintendencia de Valores y Seguros.*
- Reddy, K. S. (2015). The state of case study approach in mergers and acquisitions literature : A bibliometric analysis. *Future Business Journal*, 1(1-2), 13–34. <http://doi.org/10.1016/j.fbj.2015.09.001>

- Ried, J. (2004). fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada en Chile: una visión crítica. *Revista Chilena de Derecho*, 31, 439–463.
- Rubinstein, M. (1976). The Valuation of Uncertain Income Streams and the Pricing of Options. *The Bell Journal of Economics*, 7(2), 407–425.
- Samuelson, P. (1965). “Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly” Industrial Management Review. *Industrial Management Review*.
<http://doi.org/10.1109/SP.2006.16>
- Santeiro, G. (2014). *Cuestiones básicas y metodología en el proceso de fusiones y adquisiciones*. Universidad de Coruña.
- Schipper, K., & Thompson, R. (1983). Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 85–119.
- Sletten, E. (2012). *The effect of stock price on discretionary disclosure*. *Review of Accounting Studies* (Vol. 17). <http://doi.org/10.1007/s11142-011-9165-4>
- Socolich, M. (2007). *DESEMPEÑO FINANCIERO Y CREACION DE VALOR EN EMPRESAS CHILENAS FUSIONADAS*. Tesis. Uchile. Cl. Universidad de Chile.
 Retrieved from http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2007/celis_c/sources/celis_c.pdf
- Susmel, R. (2010). Eficiencia de Mercados y Predicción de Retornos. In T. G. E. Srl (Ed.), *Progresos en Finanzas* (p. 235).
- SVS. (2008). Normativa de carácter general N° 210. Retrieved from http://www.svs.cl/normativa/neg_210_2008.pdf
- SVS. (2016). Qué es la SVS. Retrieved from <http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-propertyvalue-18501.html>
- SVS Educa. (2016). SVS Educa: Portal de educación financiera. Retrieved from <http://www.svs.cl/educa/600/w3-channel.html>
- Ullah, S., Massoud, N., & Scholnick, B. (2013). The Impact of Fraudulent False Information on Equity Values. *Journal of Business Ethics*, 120(2), 219–235.
<http://doi.org/10.1007/s10551-013-1657-7>
- Vásquez, E. (2008). *Retornos accionarios anormales alrededor de la fecha de publicación de los estados financieros por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros*.
- Velar, J. C. (2003). *LA INFORMACION PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE CAPITALLES (LEY 18.045)*. Universidad de Chile.
- Velásquez, G. (2009). El impacto de anuncio de eventos en el mercado accionario colombiano, 1–43.
- Wang, C., & Xie, F. (2009). Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions. *Review of Financial Studies*, 22(2), 829–858.

- Yadav, Y. (2015). Insider Trading in Derivatives Markets. *Associate Professor of Law*, 381–432.
- Yermack, D. (1997). Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *Journal of Finance*, 52(2), 449–476.
- Zozaya, N. Z. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección General de Política de la PYME. Madrid.

ANEXOS

Anexo 1: Clasificación General Hechos Esenciales

Hechos esenciales
Activos o paquetes accionarios, adquisición o enajenación
Cambios en la administración
Cambios en la propiedad y/o toma de control
Colocación de valores en mercados internacionales y o nacionales
Contingencias, huelgas, paralización de actividades
División, fusión o constitución de sociedades
Junta extraordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones
Junta ordinaria de accionistas, citaciones, acuerdos y proposiciones
Otros
Reparto de utilidades (pago de dividendos)
Suscripción o renovación de contratos
Transacciones con personas relacionadas o con interés
Otras categorías

Fuente: elaboración propia.

Anexo 2: Listado de empresas que presentaron hechos esenciales relacionados con los procesos de Fusión y/o Adquisición, entre los años 2010-2014.

Nro.	Empresa	Nro.	Empresa
1	AD retail SA	2	ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES CUPRUM SA
3	ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES HABITAT SA	4	ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES PROVIDA SA
5	AES GENER S.A	6	AGENCIAS UNIVERSALES S.A
7	AGRICOLA NACIONAL S.A.C. E I	8	AGROSUPER S.A
9	AGUAS ARAUCANIA S.A	10	AGUAS DE ANTOFAGASTA S.A
11	AGUAS DEL ALTIPLANO S.A	12	AGUAS MAGALLANES S.A
13	AGUAS NUEVAS (2)	14	AGUAS NUEVAS (4)
15	AGUAS NUEVAS S.A	16	AGUAS NUEVAS S.A. (3)
17	ALMENDRAL S.A	18	ALMENDRAL TELECOMUNICACIONES S.A
19	AMERICA MOVIL S.A.B. DE C.V	20	ANDACOR S.A
21	AURUS S.A. ADMINISTRADORA GENERAL DE FONDOS	22	AUSTRALIS SEAFOODS S.A
23	AXXION S.A	24	BANCO PINE S.A
25	BANMEDICA S.A	26	BESALCO S.A
27	BETLAN DOS S.A	28	BICECORP S.A
29	BLUMAR S.A	30	BRITISH AMERICAN TOBACCO CHILE OPERACIONES S.A
31	BSSF CHILE S.A. EN LIQUIDACION	32	BUPA CHILE S.A
33	C.T.I. COMPAÑIA TECNO INDUSTRIAL S.A	34	CAJA DE COMPENSACION DE ASIGNACION FAMILIAR DE LOS ANDES
35	CAMPOS DEPORTIVOS CRAIGHOUSE S.A	36	CAMPOS DEPORTIVOS LLACOLEN S.A
37	CANAL 13 S.A	38	CAP S.A

39	CASINO DE JUEGO DE TALCA S.A	40	CASINO RINCONADA S.A
41	CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A	42	CEM S.A
43	CEMENTOS BIO BIO S.A	44	CENCOSUD S.A
45	CENTRALES HIDROELECTRICAS DE AYSEN S.A	46	CFR PHARMACEUTICALS S.A
47	CGE DISTRIBUCION S.A	48	CHILQUINTA ENERGIA S.A
49	CLARO 110 S.A	50	CLARO 155 S.A
51	CLARO COMUNICACIONES S.A	52	CLARO, VICUÑA, VALENZUELA S.A
53	CLINICA LAS CONDES S.A	54	CLUB DE POLO Y EQUITACION SAN CRISTOBAL S.A
55	COCA COLA EMBONOR S.A	56	COLBUN S.A
57	COMPAÑIA AGROPECUARIA COPEVAL S.A	58	COMPAÑIA CHILENA DE NAVEGACION INTEROCEANICA S.A
59	COMPAÑIA ELECTRO METALURGICA S.A	60	COMPAÑIA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A
61	COMPAÑIA INDUSTRIAL EL VOLCAN S.A	62	COMPAÑIA MINERA DEL PACIFICO S.A
63	COMPAÑIA NACIONAL DE TELEFONOS, TELEFONICA DEL SUR S.A	64	COMPAÑIA PESQUERA CAMANCHACA S.A
65	CONCESIONARIA SUBTERRA DOS S.A	66	COPEFRUT S.A
67	CORP GROUP BANKING S.A	68	CORP GROUP VIDA CHILE S.A
69	CORPESCA S.A	70	CORPORACION NACIONAL DEL COBRE DE CHILE
71	CORPORACION UNIVERSIDAD DE CONCEPCION	72	COSTA VERDE AERONAUTICA S.A
73	COSTANERA SOCIEDAD ANONIMA COMERCIAL E INDUSTRIAL	74	CRISTALERIAS DE CHILE S.A
75	CTI S.A	76	DETROIT CHILE S.A
77	DREAM S.A	78	DUNCAN FOX S.A
79	E.CL S.A	80	ECHEVERRIA, IZQUIERDO S.A
81	ELECTRICA PUNTILLA S.A	82	EMBOTELLADORA ANDINA S.A

83	EMBOTELLADORAS COCA-COLA POLAR S.A	84	EMPRESA DE SERVICIOS SANITARIOS LAGO PEÑUELAS S.A
85	EMPRESA ELECTRICA ATACAMA S.A	86	EMPRESA ELECTRICA PILMAIQUEN S. A
87	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A	88	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A
89	EMPRESA NACIONAL DEL PETROLEO	90	EMPRESA PESQUERA EPERVA S.A
91	EMPRESAS CAROZZI S.A	92	EMPRESAS CMPC S.A
93	EMPRESAS COPEC S.A	94	EMPRESAS EMEL S.A
95	EMPRESAS HITES S.A	96	EMPRESAS IANSA S.A
97	EMPRESAS JUAN YARUR S.A.C	98	EMPRESAS LA POLAR S.A
99	EMPRESAS RED SALUD S.A	100	EMPRESAS SANTA CAROLINA S.A
101	ENAP REFINERIAS S.A	102	ENERGIA LATINA S.A
103	ENERSIS S.A	104	ENJOY S.A
105	ESSBIO S.A	106	ESVAL S.A
107	FACTOTAL S.A	108	FERIA DE OSORNO S.A
109	FERROCARRIL DEL PACIFICO S.A	110	FORESTAL CONSTRUCTORA Y COMERCIAL DEL PACIFICO SUR S.A
111	FORUS S.A	112	GASCO S.A
113	GRAN CASINO DE COPIAPO S.A	114	GRUPO EMPRESAS NAVIERAS S.A
115	GRUPO SECURITY S.A	116	GTD LARGA DISTANCIA S.A
117	GTD MANQUEHUE LARGA DISTANCIA S.A	118	HOHNECK CHILE S.A
119	HOLDCO II S.A	120	HORTIFRUT S.A
121	IFINCORP S.A	122	INCOFIN S.A faltan hechos
123	INDIVER S.A	124	INDURA S.A. INDUSTRIA Y COMERCIO
125	INDUSTRIAS FORESTALES S.A	126	INGEVEC S.A

127	INMOBILIARIA MANQUEHUE S.A	128	INMOBILIARIA SAN PATRICIO S.A
129	INMOBILIARIA SIXTERRA S.A	130	INVERMAR S.A
131	INVERSIONES AGRICOLAS Y COMERCIALES S.A	132	INVERSIONES CMPC S.A
133	INVERSIONES LA CONSTRUCCION S.A	134	INVERSIONES SIEMEL S.A
135	INVEXANS S.A	136	JUGOS CONCENTRADOS S. A
137	LABORATORIOS ANDROMACO S.A	138	LAMBIC CHILE S.A
139	LATAM AIRLINES GROUP S.A	140	LATIN GAMING CALAMA S.A
141	LQ INVERSIONES FINANCIERAS S.A	142	MARITIMA DE INVERSIONES S.A
143	MASISA S.A	144	MATRIZ IDEAS S.A
145	MELON S.A	146	MOLIBDENOS Y METALES S. A
147	MULTIEXPORT FOODS S.A	148	NITRATOS DE CHILE S.A
149	PARQUE ARAUCO S.A	150	PENTA VIDA COMPAÑIA DE SEGUROS DE VIDA S.A
151	PESQUERA IQUIQUE - GUANAYE S.A	152	PROMOTORA CMR FALABELLA S.A
153	PUERTOS Y LOGISTICA S.A	154	QUEMCHI S.A
155	QUINTEC S.A	156	QUIÑENCO S.A
157	REBRISA S.A	158	S.A.C.I. FALABELLA
159	SABA PARK CHILE S.A	160	SALFACORP S.A
161	SAN FRANCISCO INVESTMENT S.A	162	SCF CHILE S.A. EN LIQUIDACION
163	SCHWAGER ENERGY S.A	164	SECURITIZADORA SUDAMERICANA S.A
165	SEGUROS VIDA SECURITY PREVISION S.A	166	SEMBRADOR CAPITAL DE RIESGO S.A
167	SERVICIO DE TRANSPORTE DE PERSONAS SANTIAGO S.A	168	SIGDO KOPPERS S.A
169	SINTEX S.A	170	SIPSA SOCIEDAD ANONIMA

171	SISTEMA DE TRANSMISION DEL SUR S.A	172	SMU S.A
173	SOCIEDAD CONCESIONARIA PLAZA DE LA CIUDADANIA S.A	174	SOCIEDAD DE INVERSIONES NORTE SUR S.A
175	SOCIEDAD ELECTRICA SANTIAGO S.A	176	SOCIEDAD MATRIZ SAAM S.A
177	SOCIEDAD PESQUERA COLOSO S.A	178	SOCOVESA S.A
179	SONDA S.A	180	SOPROLE S.A
181	SOQUIMICH COMERCIAL S.A	182	SU-BUS CHILE S.A
183	TANNER SERVICIOS FINANCIEROS S.A	184	TECH PACK S.A
185	TELEFONICA LARGA DISTANCIA S.A	186	TELEFONICA MOVILES CHILE S.A
187	TRANS ARAUCARIAS S.A	188	TRANSELEC NORTE S.A
189	TRANSELEC S.A	190	TRANSNET S.A
191	TRENES METROPOLITANOS S.A	192	TRES MARES S.A
193	VALPARAISO SPORTING CLUB S.A	194	VIÑA CONCHA Y TORO S.A
195	VIÑEDOS EMILIANA S.A	196	VIÑEDOS EMILIANA S.A
197	WALMART CHILE S.A	198	WATTS S.A

Fuente: elaboración propia.

Anexo 3: Promedio retornos anormales (AR) ventana del evento (-40; +40) días. Modelos: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return. Evento Adquisición.

Promedio retornos anormales			
t	Método A	Método B	Método C
-40	0,14%	-0,02%	0,06%
-39	0,13%	-0,08%	-0,05%
-38	0,36%	0,33%	0,36%
-37	0,17%	0,13%	0,17%
-36	-0,09%	-0,02%	0,03%
-35	-0,09%	-0,06%	-0,07%
-34	0,27%	0,07%	0,13%
-33	0,07%	0,00%	0,04%
-32	0,46%	0,26%	0,30%
-31	0,00%	0,07%	0,13%
-30	-0,23%	-0,30%	-0,24%
-29	0,29%	0,30%	0,34%
-28	-0,07%	-0,11%	-0,07%
-27	0,14%	0,18%	0,17%
-26	0,02%	0,12%	0,13%
-25	-0,21%	-0,14%	-0,04%
-24	-0,34%	-0,18%	-0,14%
-23	-0,03%	0,18%	0,20%
-22	-0,14%	-0,10%	-0,05%
-21	0,33%	0,15%	0,23%
-20	-0,06%	-0,03%	0,01%
-19	-0,10%	0,02%	0,04%
-18	-0,39%	-0,14%	-0,11%
-17	-0,20%	-0,18%	-0,16%
-16	-0,47%	-0,24%	-0,27%
-15	-0,05%	-0,09%	-0,06%
-14	-0,25%	-0,25%	-0,18%
-13	-0,14%	-0,22%	-0,16%
-12	-0,04%	0,14%	0,10%
-11	-0,65%	-0,38%	-0,41%
-10	-0,36%	-0,23%	-0,21%
-9	-0,03%	-0,27%	-0,20%
-8	0,00%	0,02%	0,05%
-7	0,11%	-0,03%	0,00%
-6	0,55%	0,52%	0,56%
-5	0,48%	0,50%	0,55%
-4	0,42%	0,63%	0,65%
-3	-0,11%	-0,02%	-0,10%
-2	0,09%	0,08%	0,14%

-1	0,89%	0,60%	0,67%
0	0,67%	0,45%	0,46%
1	0,63%	0,65%	0,70%
2	0,11%	0,21%	0,25%
3	-0,34%	-0,40%	-0,37%
4	0,10%	0,14%	0,14%
5	-0,28%	-0,31%	-0,25%
6	0,03%	0,13%	0,14%
7	-0,01%	-0,07%	0,03%
8	0,12%	0,10%	0,18%
9	0,07%	0,08%	0,10%
10	0,58%	0,53%	0,57%
11	-0,38%	-0,41%	-0,42%
12	-0,18%	-0,16%	-0,18%
13	-0,39%	-0,32%	-0,25%
14	0,08%	0,30%	0,32%
15	0,01%	0,17%	0,21%
16	0,12%	0,10%	0,10%
17	-0,57%	-0,34%	-0,35%
18	-0,22%	-0,06%	-0,03%
19	0,03%	0,13%	0,16%
20	-0,18%	-0,01%	-0,03%
21	-0,10%	0,05%	0,09%
22	0,12%	0,06%	0,09%
23	0,03%	-0,15%	-0,13%
24	0,20%	0,02%	0,11%
25	0,18%	0,07%	0,09%
26	-0,22%	-0,12%	-0,09%
27	-0,20%	-0,28%	-0,26%
28	-0,09%	-0,04%	-0,04%
29	-0,13%	0,10%	0,14%
30	-0,04%	-0,04%	-0,01%
31	0,18%	0,02%	0,01%
32	0,18%	0,18%	0,18%
33	0,17%	0,14%	0,21%
34	0,32%	0,30%	0,28%
35	-0,01%	-0,09%	0,01%
36	-0,03%	0,06%	0,11%
37	0,54%	0,49%	0,56%
38	-0,28%	-0,27%	-0,26%
39	-0,06%	-0,16%	-0,09%
40	0,08%	0,02%	0,09%

Fuente: elaboración propia.

Anexo 4: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método A: Mean Adjusted Return.
Evento Adquisición.

Método A									
Día	AR	Desv. Estándar	Test-t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	Test-t	T	Sig.
-40	0,1369%	0,00252	0,54217	N/S	0,1369%	0,00252	0,542	1	N/S
-39	0,1314%	0,00252	0,52029	N/S	0,2683%	0,00252	0,751	2	N/S
-38	0,3602%	0,00252	1,42676	N/S	0,6285%	0,00252	1,437	3	N/S
-37	0,1691%	0,00252	0,66979	N/S	0,7976%	0,00252	1,580	4	N/S
-36	-0,0940%	0,00252	-0,37245	N/S	0,7036%	0,00252	1,246	5	N/S
-35	-0,0916%	0,00252	-0,36260	N/S	0,6120%	0,00252	0,990	6	N/S
-34	0,2745%	0,00252	1,08705	N/S	0,8865%	0,00252	1,327	7	N/S
-33	0,0700%	0,00252	0,27738	N/S	0,9565%	0,00252	1,339	8	N/S
-32	0,4582%	0,00252	1,81476	0,1	1,4147%	0,00252	1,868	9	0,1
-31	0,0048%	0,00252	0,01918	N/S	1,4195%	0,00252	1,778	10	0,1
-30	-0,2277%	0,00252	-0,90195	N/S	1,1918%	0,00252	1,423	11	N/S
-29	0,2877%	0,00252	1,13956	N/S	1,4795%	0,00252	1,692	12	0,1
-28	-0,0744%	0,00252	-0,29482	N/S	1,4051%	0,00252	1,543	13	N/S
-27	0,1446%	0,00252	0,57263	N/S	1,5497%	0,00252	1,640	14	0,1
-26	0,0188%	0,00252	0,07440	N/S	1,5684%	0,00252	1,604	15	N/S
-25	-0,2090%	0,00252	-0,82790	N/S	1,3594%	0,00252	1,346	16	N/S
-24	-0,3383%	0,00252	-1,33993	N/S	1,0211%	0,00252	0,981	17	N/S
-23	-0,0271%	0,00252	-0,10743	N/S	0,9940%	0,00252	0,928	18	N/S
-22	-0,1419%	0,00252	-0,56204	N/S	0,8521%	0,00252	0,774	19	N/S
-21	0,3302%	0,00252	1,30786	N/S	1,1823%	0,00252	1,047	20	N/S
-20	-0,0617%	0,00252	-0,24437	N/S	1,1206%	0,00252	0,969	21	N/S
-19	-0,1048%	0,00252	-0,41498	N/S	1,0158%	0,00252	0,858	22	N/S
-18	-0,3853%	0,00252	-1,52624	N/S	0,6305%	0,00252	0,521	23	N/S
-17	-0,1976%	0,00252	-0,78278	N/S	0,4328%	0,00252	0,350	24	N/S
-16	-0,4699%	0,00252	-1,86114	0,1	-0,0371%	0,00252	-0,029	25	N/S
-15	-0,0460%	0,00252	-0,18231	N/S	-0,0831%	0,00252	-0,065	26	N/S
-14	-0,2512%	0,00252	-0,99500	N/S	-0,3343%	0,00252	-0,255	27	N/S
-13	-0,1442%	0,00252	-0,57124	N/S	-0,4785%	0,00252	-0,358	28	N/S
-12	-0,0444%	0,00252	-0,17596	N/S	-0,5230%	0,00252	-0,385	29	N/S
-11	-0,6453%	0,00252	-2,55576	0,05	-1,1682%	0,00252	-0,845	30	N/S
-10	-0,3582%	0,00252	-1,41882	N/S	-1,5265%	0,00252	-1,086	31	N/S
-9	-0,0295%	0,00252	-0,11669	N/S	-1,5559%	0,00252	-1,089	32	N/S
-8	0,0032%	0,00252	0,01248	N/S	-1,5528%	0,00252	-1,071	33	N/S
-7	0,1111%	0,00252	0,44006	N/S	-1,4417%	0,00252	-0,979	34	N/S
-6	0,5472%	0,00252	2,16744	0,05	-0,8944%	0,00252	-0,599	35	N/S
-5	0,4825%	0,00252	1,91102	0,1	-0,4119%	0,00252	-0,272	36	N/S
-4	0,4154%	0,00252	1,64533	0,1	0,0035%	0,00252	0,002	37	N/S
-3	-0,1123%	0,00252	-0,44476	N/S	-0,1088%	0,00252	-0,070	38	N/S
-2	0,0932%	0,00252	0,36926	N/S	-0,0156%	0,00252	-0,010	39	N/S

-1	0,8934%	0,00252	3,53846	0,01	0,8778%	0,00252	0,550	40	N/S
0	0,6748%	0,00252	2,67253	0,01	1,5525%	0,00252	0,960	41	N/S
1	0,6313%	0,00252	2,50025	0,05	2,1838%	0,00252	1,335	42	N/S
2	0,1066%	0,00252	0,42233	N/S	2,2904%	0,00252	1,383	43	N/S
3	-0,3362%	0,00252	-1,33159	N/S	1,9542%	0,00252	1,167	44	N/S
4	0,1038%	0,00252	0,41121	N/S	2,0581%	0,00252	1,215	45	N/S
5	-0,2766%	0,00252	-1,09559	N/S	1,7814%	0,00252	1,040	46	N/S
6	0,0333%	0,00252	0,13179	N/S	1,8147%	0,00252	1,048	47	N/S
7	-0,0102%	0,00252	-0,04023	N/S	1,8046%	0,00252	1,032	48	N/S
8	0,1175%	0,00252	0,46558	N/S	1,9221%	0,00252	1,088	49	N/S
9	0,0676%	0,00252	0,26764	N/S	1,9897%	0,00252	1,114	50	N/S
10	0,5819%	0,00252	2,30467	0,05	2,5716%	0,00252	1,426	51	N/S
11	-0,3802%	0,00252	-1,50569	N/S	2,1914%	0,00252	1,204	52	N/S
12	-0,1816%	0,00252	-0,71928	N/S	2,0098%	0,00252	1,093	53	N/S
13	-0,3896%	0,00252	-1,54299	N/S	1,6202%	0,00252	0,873	54	N/S
14	0,0752%	0,00252	0,29774	N/S	1,6954%	0,00252	0,905	55	N/S
15	0,0104%	0,00252	0,04134	N/S	1,7059%	0,00252	0,903	56	N/S
16	0,1230%	0,00252	0,48722	N/S	1,8289%	0,00252	0,959	57	N/S
17	-0,5748%	0,00252	-2,27671	0,05	1,2540%	0,00252	0,652	58	N/S
18	-0,2192%	0,00252	-0,86835	N/S	1,0348%	0,00252	0,534	59	N/S
19	0,0285%	0,00252	0,11291	N/S	1,0633%	0,00252	0,544	60	N/S
20	-0,1751%	0,00252	-0,69340	N/S	0,8882%	0,00252	0,450	61	N/S
21	-0,0988%	0,00252	-0,39114	N/S	0,7895%	0,00252	0,397	62	N/S
22	0,1215%	0,00252	0,48129	N/S	0,9110%	0,00252	0,455	63	N/S
23	0,0268%	0,00252	0,10602	N/S	0,9378%	0,00252	0,464	64	N/S
24	0,1969%	0,00252	0,77972	N/S	1,1346%	0,00252	0,557	65	N/S
25	0,1807%	0,00252	0,71557	N/S	1,3153%	0,00252	0,641	66	N/S
26	-0,2193%	0,00252	-0,86870	N/S	1,0960%	0,00252	0,530	67	N/S
27	-0,1989%	0,00252	-0,78761	N/S	0,8971%	0,00252	0,431	68	N/S
28	-0,0935%	0,00252	-0,37045	N/S	0,8036%	0,00252	0,383	69	N/S
29	-0,1338%	0,00252	-0,52977	N/S	0,6698%	0,00252	0,317	70	N/S
30	-0,0427%	0,00252	-0,16904	N/S	0,6272%	0,00252	0,295	71	N/S
31	0,1784%	0,00252	0,70651	N/S	0,8055%	0,00252	0,376	72	N/S
32	0,1794%	0,00252	0,71069	N/S	0,9850%	0,00252	0,457	73	N/S
33	0,1698%	0,00252	0,67256	N/S	1,1548%	0,00252	0,532	74	N/S
34	0,3224%	0,00252	1,27683	N/S	1,4771%	0,00252	0,676	75	N/S
35	-0,0135%	0,00252	-0,05348	N/S	1,4636%	0,00252	0,665	76	N/S
36	-0,0274%	0,00252	-0,10839	N/S	1,4363%	0,00252	0,648	77	N/S
37	0,5436%	0,00252	2,15287	0,05	1,9798%	0,00252	0,888	78	N/S
38	-0,2757%	0,00252	-1,09211	N/S	1,7041%	0,00252	0,759	79	N/S
39	-0,0571%	0,00252	-0,22625	N/S	1,6470%	0,00252	0,729	80	N/S
40	0,0848%	0,00252	0,33607	N/S	1,7318%	0,00252	0,762	81	N/S

Fuente: elaboración propia.

Anexo 5: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método B: Market Model. Evento Adquisición.

Método B									
Día	AR	Desv. Estándar	Test-t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	Test-t	T	Sig.
-40	-0,0200%	0,0022	-0,0892	N/S	-0,020%	0,00225	-0,0892	1	N/S
-39	-0,0808%	0,0022	-0,3593	N/S	-0,101%	0,00225	-0,3171	2	N/S
-38	0,3280%	0,0022	1,4586	N/S	0,227%	0,00225	0,5833	3	N/S
-37	0,1324%	0,0022	0,5889	N/S	0,360%	0,00225	0,7996	4	N/S
-36	-0,0245%	0,0022	-0,1090	N/S	0,335%	0,00225	0,6664	5	N/S
-35	-0,0601%	0,0022	-0,2672	N/S	0,275%	0,00225	0,4993	6	N/S
-34	0,0724%	0,0022	0,3220	N/S	0,347%	0,00225	0,5840	7	N/S
-33	-0,0025%	0,0022	-0,0109	N/S	0,345%	0,00225	0,5424	8	N/S
-32	0,2595%	0,0022	1,1541	N/S	0,604%	0,00225	0,8961	9	N/S
-31	0,0694%	0,0022	0,3085	N/S	0,674%	0,00225	0,9477	10	N/S
-30	-0,2981%	0,0022	-1,3257	N/S	0,376%	0,00225	0,5038	11	N/S
-29	0,2990%	0,0022	1,3297	N/S	0,675%	0,00225	0,8662	12	N/S
-28	-0,1134%	0,0022	-0,5042	N/S	0,561%	0,00225	0,6924	13	N/S
-27	0,1833%	0,0022	0,8151	N/S	0,745%	0,00225	0,8851	14	N/S
-26	0,1239%	0,0022	0,5512	N/S	0,869%	0,00225	0,9974	15	N/S
-25	-0,1373%	0,0022	-0,6107	N/S	0,731%	0,00225	0,8130	16	N/S
-24	-0,1797%	0,0022	-0,7993	N/S	0,552%	0,00225	0,5949	17	N/S
-23	0,1784%	0,0022	0,7935	N/S	0,730%	0,00225	0,7651	18	N/S
-22	-0,1017%	0,0022	-0,4525	N/S	0,628%	0,00225	0,6409	19	N/S
-21	0,1507%	0,0022	0,6702	N/S	0,779%	0,00225	0,7746	20	N/S
-20	-0,0346%	0,0022	-0,1538	N/S	0,744%	0,00225	0,7223	21	N/S
-19	0,0156%	0,0022	0,0692	N/S	0,760%	0,00225	0,7205	22	N/S
-18	-0,1372%	0,0022	-0,6102	N/S	0,623%	0,00225	0,5774	23	N/S
-17	-0,1828%	0,0022	-0,8129	N/S	0,440%	0,00225	0,3993	24	N/S
-16	-0,2368%	0,0022	-1,0531	N/S	0,203%	0,00225	0,1806	25	N/S
-15	-0,0907%	0,0022	-0,4032	N/S	0,112%	0,00225	0,0981	26	N/S
-14	-0,2528%	0,0022	-1,1243	N/S	-0,140%	0,00225	-0,1202	27	N/S
-13	-0,2237%	0,0022	-0,9947	N/S	-0,364%	0,00225	-0,3060	28	N/S
-12	0,1390%	0,0022	0,6181	N/S	-0,225%	0,00225	-0,1859	29	N/S
-11	-0,3771%	0,0022	-1,6769	0,1	-0,602%	0,00225	-0,4889	30	N/S
-10	-0,2290%	0,0022	-1,0186	N/S	-0,831%	0,00225	-0,6639	31	N/S
-9	-0,2673%	0,0022	-1,1887	N/S	-1,098%	0,00225	-0,8636	32	N/S
-8	0,0227%	0,0022	0,1009	N/S	-1,076%	0,00225	-0,8328	33	N/S
-7	-0,0285%	0,0022	-0,1267	N/S	-1,104%	0,00225	-0,8422	34	N/S
-6	0,5198%	0,0022	2,3115	0,05	-0,584%	0,00225	-0,4394	35	N/S
-5	0,4995%	0,0022	2,2214	0,05	-0,085%	0,00225	-0,0630	36	N/S
-4	0,6263%	0,0022	2,7854	0,01	0,541%	0,00225	0,3958	37	N/S
-3	-0,0221%	0,0022	-0,0982	N/S	0,519%	0,00225	0,3746	38	N/S
-2	0,0810%	0,0022	0,3602	N/S	0,600%	0,00225	0,4275	39	N/S

-1	0,5972%	0,0022	2,6558	0,01	1,197%	0,00225	0,8420	40	N/S
0	0,4508%	0,0022	2,0048	0,05	1,648%	0,00225	1,1448	41	N/S
1	0,6518%	0,0022	2,8989	0,01	2,300%	0,00225	1,5784	42	N/S
2	0,2108%	0,0022	0,9374	N/S	2,511%	0,00225	1,7029	43	0,1
3	-0,3998%	0,0022	-1,7778	0,1	2,111%	0,00225	1,4154	44	N/S
4	0,1352%	0,0022	0,6014	N/S	2,246%	0,00225	1,4892	45	N/S
5	-0,3117%	0,0022	-1,3863	N/S	1,935%	0,00225	1,2685	46	N/S
6	0,1349%	0,0022	0,6000	N/S	2,069%	0,00225	1,3425	47	N/S
7	-0,0708%	0,0022	-0,3150	N/S	1,999%	0,00225	1,2830	48	N/S
8	0,1010%	0,0022	0,4490	N/S	2,100%	0,00225	1,3339	49	N/S
9	0,0794%	0,0022	0,3529	N/S	2,179%	0,00225	1,3705	50	N/S
10	0,5280%	0,0022	2,3483	0,05	2,707%	0,00225	1,6858	51	0,1
11	-0,4098%	0,0022	-1,8227	0,1	2,297%	0,00225	1,4167	52	N/S
12	-0,1590%	0,0022	-0,7071	N/S	2,138%	0,00225	1,3062	53	N/S
13	-0,3235%	0,0022	-1,4385	N/S	1,815%	0,00225	1,0983	54	N/S
14	0,2985%	0,0022	1,3273	N/S	2,113%	0,00225	1,2672	55	N/S
15	0,1680%	0,0022	0,7472	N/S	2,281%	0,00225	1,3557	56	N/S
16	0,1020%	0,0022	0,4537	N/S	2,383%	0,00225	1,4038	57	N/S
17	-0,3415%	0,0022	-1,5185	N/S	2,042%	0,00225	1,1923	58	N/S
18	-0,0595%	0,0022	-0,2645	N/S	1,982%	0,00225	1,1477	59	N/S
19	0,1268%	0,0022	0,5639	N/S	2,109%	0,00225	1,2109	60	N/S
20	-0,0074%	0,0022	-0,0330	N/S	2,102%	0,00225	1,1967	61	N/S
21	0,0534%	0,0022	0,2373	N/S	2,155%	0,00225	1,2172	62	N/S
22	0,0568%	0,0022	0,2528	N/S	2,212%	0,00225	1,2393	63	N/S
23	-0,1501%	0,0022	-0,6676	N/S	2,062%	0,00225	1,1461	64	N/S
24	0,0204%	0,0022	0,0908	N/S	2,082%	0,00225	1,1486	65	N/S
25	0,0706%	0,0022	0,3139	N/S	2,153%	0,00225	1,1785	66	N/S
26	-0,1152%	0,0022	-0,5123	N/S	2,038%	0,00225	1,1070	67	N/S
27	-0,2798%	0,0022	-1,2445	N/S	1,758%	0,00225	0,9480	68	N/S
28	-0,0366%	0,0022	-0,1628	N/S	1,721%	0,00225	0,9215	69	N/S
29	0,0974%	0,0022	0,4333	N/S	1,819%	0,00225	0,9666	70	N/S
30	-0,0397%	0,0022	-0,1764	N/S	1,779%	0,00225	0,9389	71	N/S
31	0,0204%	0,0022	0,0906	N/S	1,799%	0,00225	0,9430	72	N/S
32	0,1759%	0,0022	0,7822	N/S	1,975%	0,00225	1,0281	73	N/S
33	0,1448%	0,0022	0,6439	N/S	2,120%	0,00225	1,0960	74	N/S
34	0,2954%	0,0022	1,3138	N/S	2,415%	0,00225	1,2403	75	N/S
35	-0,0878%	0,0022	-0,3905	N/S	2,327%	0,00225	1,1873	76	N/S
36	0,0571%	0,0022	0,2538	N/S	2,385%	0,00225	1,2085	77	N/S
37	0,4890%	0,0022	2,1748	0,05	2,874%	0,00225	1,4470	78	N/S
38	-0,2700%	0,0022	-1,2008	N/S	2,604%	0,00225	1,3027	79	N/S
39	-0,1572%	0,0022	-0,6990	N/S	2,446%	0,00225	1,2164	80	N/S
40	0,0198%	0,0022	0,0879	N/S	2,466%	0,00225	1,2186	81	N/S

Fuente: elaboración propia.

Anexo 6: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método C: Adjusted Market Return.
Evento Adquisición.

Método C									
Día	AR	Desv. Estándar	Test-t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	Test-t	T	Sig.
-40	0,055%	0,0023	0,2361	N/S	0,055%	0,0023	0,2361	1	N/S
-39	-0,054%	0,0023	-0,2295	N/S	0,002%	0,0023	0,0047	2	N/S
-38	0,365%	0,0023	1,5580	N/S	0,366%	0,0023	0,9034	3	N/S
-37	0,169%	0,0023	0,7213	N/S	0,535%	0,0023	1,1430	4	N/S
-36	0,027%	0,0023	0,1137	N/S	0,562%	0,0023	1,0732	5	N/S
-35	-0,073%	0,0023	-0,3116	N/S	0,489%	0,0023	0,8525	6	N/S
-34	0,130%	0,0023	0,5553	N/S	0,619%	0,0023	0,9991	7	N/S
-33	0,039%	0,0023	0,1673	N/S	0,658%	0,0023	0,9938	8	N/S
-32	0,299%	0,0023	1,2793	N/S	0,957%	0,0023	1,3634	9	N/S
-31	0,127%	0,0023	0,5447	N/S	1,085%	0,0023	1,4656	10	N/S
-30	-0,243%	0,0023	-1,0383	N/S	0,842%	0,0023	1,0844	11	N/S
-29	0,340%	0,0023	1,4509	N/S	1,181%	0,0023	1,4570	12	N/S
-28	-0,066%	0,0023	-0,2807	N/S	1,116%	0,0023	1,3220	13	N/S
-27	0,170%	0,0023	0,7267	N/S	1,286%	0,0023	1,4682	14	N/S
-26	0,131%	0,0023	0,5613	N/S	1,417%	0,0023	1,5633	15	N/S
-25	-0,038%	0,0023	-0,1604	N/S	1,379%	0,0023	1,4736	16	N/S
-24	-0,140%	0,0023	-0,5996	N/S	1,239%	0,0023	1,2841	17	N/S
-23	0,200%	0,0023	0,8541	N/S	1,439%	0,0023	1,4493	18	N/S
-22	-0,051%	0,0023	-0,2162	N/S	1,388%	0,0023	1,3610	19	N/S
-21	0,226%	0,0023	0,9660	N/S	1,614%	0,0023	1,5426	20	N/S
-20	0,014%	0,0023	0,0578	N/S	1,628%	0,0023	1,5180	21	N/S
-19	0,042%	0,0023	0,1815	N/S	1,670%	0,0023	1,5218	22	N/S
-18	-0,111%	0,0023	-0,4729	N/S	1,560%	0,0023	1,3898	23	N/S
-17	-0,164%	0,0023	-0,7001	N/S	1,396%	0,0023	1,2176	24	N/S
-16	-0,265%	0,0023	-1,1335	N/S	1,131%	0,0023	0,9663	25	N/S
-15	-0,062%	0,0023	-0,2662	N/S	1,068%	0,0023	0,8953	26	N/S
-14	-0,182%	0,0023	-0,7783	N/S	0,886%	0,0023	0,7288	27	N/S
-13	-0,156%	0,0023	-0,6687	N/S	0,730%	0,0023	0,5893	28	N/S
-12	0,100%	0,0023	0,4257	N/S	0,829%	0,0023	0,6581	29	N/S
-11	-0,406%	0,0023	-1,7348	0,1	0,423%	0,0023	0,3303	30	N/S
-10	-0,211%	0,0023	-0,8996	N/S	0,213%	0,0023	0,1634	31	N/S
-9	-0,199%	0,0023	-0,8498	N/S	0,014%	0,0023	0,0106	32	N/S
-8	0,049%	0,0023	0,2091	N/S	0,063%	0,0023	0,0468	33	N/S
-7	0,004%	0,0023	0,0156	N/S	0,067%	0,0023	0,0488	34	N/S
-6	0,562%	0,0023	2,4031	0,05	0,629%	0,0023	0,4543	35	N/S
-5	0,551%	0,0023	2,3526	0,05	1,180%	0,0023	0,8400	36	N/S
-4	0,647%	0,0023	2,7667	0,01	1,827%	0,0023	1,2834	37	N/S
-3	-0,097%	0,0023	-0,4131	N/S	1,730%	0,0023	1,1994	38	N/S
-2	0,144%	0,0023	0,6158	N/S	1,874%	0,0023	1,2826	39	N/S

-1	0,671%	0,0023	2,8657	0,01	2,545%	0,0023	1,7195	40	0,1
0	0,459%	0,0023	1,9626	0,05	3,004%	0,0023	2,0049	41	0,05
1	0,701%	0,0023	2,9934	0,01	3,705%	0,0023	2,4428	42	0,05
2	0,253%	0,0023	1,0798	N/S	3,958%	0,0023	2,5789	43	0,05
3	-0,368%	0,0023	-1,5721	N/S	3,590%	0,0023	2,3125	44	0,05
4	0,140%	0,0023	0,5996	N/S	3,730%	0,0023	2,3760	45	0,05
5	-0,250%	0,0023	-1,0672	N/S	3,480%	0,0023	2,1927	46	0,05
6	0,141%	0,0023	0,6010	N/S	3,621%	0,0023	2,2569	47	0,05
7	0,031%	0,0023	0,1320	N/S	3,652%	0,0023	2,2523	48	0,05
8	0,178%	0,0023	0,7627	N/S	3,830%	0,0023	2,3382	49	0,05
9	0,103%	0,0023	0,4419	N/S	3,934%	0,0023	2,3772	50	0,05
10	0,567%	0,0023	2,4243	0,05	4,501%	0,0023	2,6932	51	0,01
11	-0,423%	0,0023	-1,8059	0,1	4,078%	0,0023	2,4168	52	0,05
12	-0,176%	0,0023	-0,7504	N/S	3,903%	0,0023	2,2908	53	0,05
13	-0,254%	0,0023	-1,0860	N/S	3,649%	0,0023	2,1217	54	0,05
14	0,324%	0,0023	1,3847	N/S	3,973%	0,0023	2,2890	55	0,05
15	0,208%	0,0023	0,8885	N/S	4,181%	0,0023	2,3872	56	0,05
16	0,102%	0,0023	0,4351	N/S	4,283%	0,0023	2,4238	57	0,05
17	-0,351%	0,0023	-1,5017	N/S	3,931%	0,0023	2,2057	58	0,05
18	-0,032%	0,0023	-0,1348	N/S	3,900%	0,0023	2,1693	59	0,05
19	0,161%	0,0023	0,6895	N/S	4,061%	0,0023	2,2402	60	0,05
20	-0,034%	0,0023	-0,1455	N/S	4,027%	0,0023	2,2031	61	0,05
21	0,088%	0,0023	0,3762	N/S	4,115%	0,0023	2,2331	62	0,05
22	0,093%	0,0023	0,3987	N/S	4,208%	0,0023	2,2655	63	0,05
23	-0,130%	0,0023	-0,5549	N/S	4,078%	0,0023	2,1784	64	0,05
24	0,112%	0,0023	0,4797	N/S	4,191%	0,0023	2,2210	65	0,05
25	0,095%	0,0023	0,4053	N/S	4,285%	0,0023	2,2540	66	0,05
26	-0,092%	0,0023	-0,3914	N/S	4,194%	0,0023	2,1893	67	0,05
27	-0,265%	0,0023	-1,1321	N/S	3,929%	0,0023	2,0359	68	0,05
28	-0,035%	0,0023	-0,1502	N/S	3,894%	0,0023	2,0030	69	0,05
29	0,142%	0,0023	0,6052	N/S	4,035%	0,0023	2,0610	70	0,05
30	-0,010%	0,0023	-0,0411	N/S	4,026%	0,0023	2,0415	71	0,05
31	0,013%	0,0023	0,0572	N/S	4,039%	0,0023	2,0341	72	0,05
32	0,182%	0,0023	0,7783	N/S	4,221%	0,0023	2,1112	73	0,05
33	0,211%	0,0023	0,9022	N/S	4,432%	0,0023	2,2017	74	0,05
34	0,281%	0,0023	1,2003	N/S	4,713%	0,0023	2,3256	75	0,05
35	0,006%	0,0023	0,0257	N/S	4,719%	0,0023	2,3132	76	0,05
36	0,113%	0,0023	0,4816	N/S	4,832%	0,0023	2,3530	77	0,05
37	0,556%	0,0023	2,3760	0,05	5,388%	0,0023	2,6069	78	0,01
38	-0,259%	0,0023	-1,1064	N/S	5,129%	0,0023	2,4659	79	0,05
39	-0,091%	0,0023	-0,3875	N/S	5,038%	0,0023	2,4071	80	0,05
40	0,090%	0,0023	0,3856	N/S	5,129%	0,0023	2,4350	81	0,05

Fuente: elaboración propia.

Anexo 7: Promedio retornos anormales (AR) ventana del evento (-40; +40) días. Modelos: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return. Evento Fusión.

Promedio retornos anormales			
Día	Método A	Método B	Método C
-40	-0,300%	-0,036%	-0,065%
-39	-0,760%	-0,488%	-0,527%
-38	-0,685%	-0,079%	-0,052%
-37	-0,454%	0,125%	0,365%
-36	-1,387%	-0,562%	-0,183%
-35	-0,124%	-0,837%	-0,944%
-34	0,362%	-0,452%	-0,667%
-33	0,570%	0,362%	0,366%
-32	0,986%	0,895%	0,755%
-31	0,238%	0,346%	0,180%
-30	-0,491%	-0,306%	-0,358%
-29	-0,039%	-0,011%	0,126%
-28	0,440%	0,933%	0,855%
-27	-0,045%	-0,207%	-0,134%
-26	-0,245%	-0,314%	-0,277%
-25	-0,396%	-0,151%	-0,157%
-24	0,863%	0,673%	0,787%
-23	0,347%	0,076%	0,081%
-22	-0,298%	-0,055%	0,002%
-21	-0,136%	-0,068%	-0,169%
-20	-0,077%	-0,382%	-0,431%
-19	-0,206%	-0,266%	-0,292%
-18	0,712%	0,805%	0,918%
-17	0,048%	0,149%	0,123%
-16	-0,539%	-0,858%	-0,787%
-15	0,741%	0,022%	0,105%
-14	0,195%	-0,062%	0,020%
-13	-1,100%	-0,637%	-0,586%
-12	-0,512%	-0,323%	-0,377%
-11	0,376%	0,342%	0,162%
-10	0,642%	0,778%	0,831%
-9	-0,054%	-0,303%	-0,242%
-8	-0,269%	-0,008%	-0,068%
-7	-0,295%	-0,036%	-0,114%
-6	-0,578%	-0,388%	-0,333%
-5	-0,046%	0,125%	0,414%
-4	0,688%	0,574%	0,726%
-3	-0,332%	0,175%	0,168%
-2	0,243%	0,407%	0,446%

-1	-0,778%	-0,635%	-0,470%
0	0,903%	0,426%	0,453%
1	0,544%	0,612%	0,536%
2	0,512%	0,226%	0,309%
3	-0,710%	-0,317%	-0,260%
4	-0,488%	-0,230%	-0,363%
5	-0,617%	-0,484%	-0,580%
6	-0,071%	-0,017%	-0,024%
7	0,088%	-0,086%	-0,135%
8	-0,919%	-0,509%	-0,465%
9	-0,113%	0,489%	0,478%
10	0,403%	0,639%	0,511%
11	0,214%	0,014%	0,230%
12	-0,197%	-0,716%	-0,691%
13	-0,288%	-0,278%	-0,301%
14	0,277%	0,287%	0,375%
15	-0,645%	-0,493%	-0,453%
16	-0,025%	0,156%	0,123%
17	-1,227%	-0,421%	-0,302%
18	0,586%	0,186%	0,287%
19	1,236%	0,674%	0,768%
20	0,768%	0,023%	0,168%
21	0,667%	0,578%	0,812%
22	0,782%	0,354%	0,459%
23	-0,259%	-0,041%	-0,073%
24	-0,411%	-0,017%	-0,084%
25	-0,587%	-0,363%	-0,422%
26	-1,009%	-0,741%	-0,688%
27	-0,308%	0,017%	-0,099%
28	0,264%	0,074%	0,043%
29	0,219%	0,339%	0,366%
30	0,050%	0,076%	0,041%
31	-0,029%	0,017%	-0,022%
32	-0,406%	-0,506%	-0,527%
33	0,013%	-0,165%	-0,028%
34	0,342%	0,205%	0,341%
35	0,038%	0,106%	0,213%
36	-0,553%	-0,129%	-0,053%
37	0,160%	0,100%	0,207%
38	0,258%	0,037%	0,163%
39	-0,138%	-0,244%	-0,156%
40	0,198%	0,240%	0,245%

Fuente: elaboración propia.

Anexo 8: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método A: Mean Adjusted Return.
Evento Fusión

Método A									
Día	AR	Desv. Estandar	Test-t	Sig.	CAR	Desv. Estandar	Test-t	T	Sig.
-40	-0,30%	0,00397	-0,757	N/S	-0,30%	0,00397	-0,757	1	N/S
-39	-0,76%	0,00397	-1,915	0,1	-1,06%	0,00397	-1,889	2	0,1
-38	-0,69%	0,00397	-1,728	0,1	-1,75%	0,00397	-2,540	3	0,05
-37	-0,45%	0,00397	-1,144	N/S	-2,20%	0,00397	-2,772	4	0,01
-36	-1,39%	0,00397	-3,498	0,01	-3,59%	0,00397	-4,043	5	0,01
-35	-0,12%	0,00397	-0,313	N/S	-3,71%	0,00397	-3,819	6	0,01
-34	0,36%	0,00397	0,914	N/S	-3,35%	0,00397	-3,190	7	0,01
-33	0,57%	0,00397	1,437	N/S	-2,78%	0,00397	-2,476	8	0,05
-32	0,99%	0,00397	2,486	0,05	-1,79%	0,00397	-1,506	9	N/S
-31	0,24%	0,00397	0,600	N/S	-1,55%	0,00397	-1,239	10	N/S
-30	-0,49%	0,00397	-1,237	N/S	-2,04%	0,00397	-1,554	11	N/S
-29	-0,04%	0,00397	-0,097	N/S	-2,08%	0,00397	-1,516	12	N/S
-28	0,44%	0,00397	1,109	N/S	-1,64%	0,00397	-1,149	13	N/S
-27	-0,05%	0,00397	-0,114	N/S	-1,69%	0,00397	-1,138	14	N/S
-26	-0,25%	0,00397	-0,618	N/S	-1,93%	0,00397	-1,259	15	N/S
-25	-0,40%	0,00397	-0,997	N/S	-2,33%	0,00397	-1,468	16	N/S
-24	0,86%	0,00397	2,174	0,05	-1,47%	0,00397	-0,897	17	N/S
-23	0,35%	0,00397	0,874	N/S	-1,12%	0,00397	-0,666	18	N/S
-22	-0,30%	0,00397	-0,751	N/S	-1,42%	0,00397	-0,820	19	N/S
-21	-0,14%	0,00397	-0,343	N/S	-1,55%	0,00397	-0,876	20	N/S
-20	-0,08%	0,00397	-0,195	N/S	-1,63%	0,00397	-0,898	21	N/S
-19	-0,21%	0,00397	-0,520	N/S	-1,84%	0,00397	-0,988	22	N/S
-18	0,71%	0,00397	1,794	0,1	-1,13%	0,00397	-0,592	23	N/S
-17	0,05%	0,00397	0,120	N/S	-1,08%	0,00397	-0,555	24	N/S
-16	-0,54%	0,00397	-1,359	N/S	-1,62%	0,00397	-0,816	25	N/S
-15	0,74%	0,00397	1,869	0,1	-0,88%	0,00397	-0,433	26	N/S
-14	0,20%	0,00397	0,492	N/S	-0,68%	0,00397	-0,331	27	N/S
-13	-1,10%	0,00397	-2,774	0,01	-1,78%	0,00397	-0,849	28	N/S
-12	-0,51%	0,00397	-1,292	N/S	-2,29%	0,00397	-1,074	29	N/S
-11	0,38%	0,00397	0,947	N/S	-1,92%	0,00397	-0,883	30	N/S
-10	0,64%	0,00397	1,618	N/S	-1,28%	0,00397	-0,578	31	N/S
-9	-0,05%	0,00397	-0,136	N/S	-1,33%	0,00397	-0,593	32	N/S
-8	-0,27%	0,00397	-0,679	N/S	-1,60%	0,00397	-0,702	33	N/S
-7	-0,30%	0,00397	-0,745	N/S	-1,90%	0,00397	-0,819	34	N/S
-6	-0,58%	0,00397	-1,458	N/S	-2,47%	0,00397	-1,054	35	N/S
-5	-0,05%	0,00397	-0,116	N/S	-2,52%	0,00397	-1,059	36	N/S
-4	0,69%	0,00397	1,734	0,1	-1,83%	0,00397	-0,759	37	N/S
-3	-0,33%	0,00397	-0,837	N/S	-2,16%	0,00397	-0,885	38	N/S
-2	0,24%	0,00397	0,613	N/S	-1,92%	0,00397	-0,776	39	N/S

-1	-0,78%	0,00397	-1,961	0,05	-2,70%	0,00397	-1,076	40	N/S
0	0,90%	0,00397	2,277	0,05	-1,80%	0,00397	-0,707	41	N/S
1	0,54%	0,00397	1,372	N/S	-1,25%	0,00397	-0,487	42	N/S
2	0,51%	0,00397	1,290	N/S	-0,74%	0,00397	-0,284	43	N/S
3	-0,71%	0,00397	-1,791	0,1	-1,45%	0,00397	-0,551	44	N/S
4	-0,49%	0,00397	-1,231	N/S	-1,94%	0,00397	-0,728	45	N/S
5	-0,62%	0,00397	-1,555	N/S	-2,56%	0,00397	-0,950	46	N/S
6	-0,07%	0,00397	-0,179	N/S	-2,63%	0,00397	-0,966	47	N/S
7	0,09%	0,00397	0,222	N/S	-2,54%	0,00397	-0,924	48	N/S
8	-0,92%	0,00397	-2,316	0,05	-3,46%	0,00397	-1,245	49	N/S
9	-0,11%	0,00397	-0,284	N/S	-3,57%	0,00397	-1,273	50	N/S
10	0,40%	0,00397	1,017	N/S	-3,17%	0,00397	-1,118	51	N/S
11	0,21%	0,00397	0,540	N/S	-2,95%	0,00397	-1,032	52	N/S
12	-0,20%	0,00397	-0,496	N/S	-3,15%	0,00397	-1,090	53	N/S
13	-0,29%	0,00397	-0,727	N/S	-3,44%	0,00397	-1,179	54	N/S
14	0,28%	0,00397	0,697	N/S	-3,16%	0,00397	-1,074	55	N/S
15	-0,64%	0,00397	-1,625	N/S	-3,81%	0,00397	-1,282	56	N/S
16	-0,02%	0,00397	-0,062	N/S	-3,83%	0,00397	-1,279	57	N/S
17	-1,23%	0,00397	-3,092	0,01	-5,06%	0,00397	-1,674	58	0,1
18	0,59%	0,00397	1,478	N/S	-4,47%	0,00397	-1,467	59	N/S
19	1,24%	0,00397	3,116	0,01	-3,23%	0,00397	-1,053	60	N/S
20	0,77%	0,00397	1,937	0,1	-2,47%	0,00397	-0,796	61	N/S
21	0,67%	0,00397	1,681	0,1	-1,80%	0,00397	-0,576	62	N/S
22	0,78%	0,00397	1,972	0,05	-1,02%	0,00397	-0,323	63	N/S
23	-0,26%	0,00397	-0,653	N/S	-1,28%	0,00397	-0,402	64	N/S
24	-0,41%	0,00397	-1,037	N/S	-1,69%	0,00397	-0,528	65	N/S
25	-0,59%	0,00397	-1,481	N/S	-2,27%	0,00397	-0,706	66	N/S
26	-1,01%	0,00397	-2,543	0,05	-3,28%	0,00397	-1,011	67	N/S
27	-0,31%	0,00397	-0,777	N/S	-3,59%	0,00397	-1,098	68	N/S
28	0,26%	0,00397	0,665	N/S	-3,33%	0,00397	-1,010	69	N/S
29	0,22%	0,00397	0,553	N/S	-3,11%	0,00397	-0,937	70	N/S
30	0,05%	0,00397	0,125	N/S	-3,06%	0,00397	-0,915	71	N/S
31	-0,03%	0,00397	-0,072	N/S	-3,09%	0,00397	-0,917	72	N/S
32	-0,41%	0,00397	-1,023	N/S	-3,49%	0,00397	-1,031	73	N/S
33	0,01%	0,00397	0,034	N/S	-3,48%	0,00397	-1,020	74	N/S
34	0,34%	0,00397	0,863	N/S	-3,14%	0,00397	-0,913	75	N/S
35	0,04%	0,00397	0,097	N/S	-3,10%	0,00397	-0,896	76	N/S
36	-0,55%	0,00397	-1,395	N/S	-3,65%	0,00397	-1,049	77	N/S
37	0,16%	0,00397	0,403	N/S	-3,49%	0,00397	-0,997	78	N/S
38	0,26%	0,00397	0,651	N/S	-3,23%	0,00397	-0,917	79	N/S
39	-0,14%	0,00397	-0,348	N/S	-3,37%	0,00397	-0,951	80	N/S
40	0,20%	0,00397	0,500	N/S	-3,17%	0,00397	-0,889	81	N/S

Fuente: elaboración propia.

Anexo 9: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método B: Market Model. Evento Fusión.

Método B									
Día	AR	Desv. Estándar	Test-t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	Test-t	T	Sig.
-40	-0,04%	0,00324	-0,1111	N/S	-0,04%	0,00324	-0,1111	1	N/S
-39	-0,49%	0,00324	-1,5057	N/S	-0,52%	0,00324	-1,1432	2	N/S
-38	-0,08%	0,00324	-0,2447	N/S	-0,60%	0,00324	-1,0747	3	N/S
-37	0,13%	0,00324	0,3856	N/S	-0,48%	0,00324	-0,7380	4	N/S
-36	-0,56%	0,00324	-1,7323	0,1	-1,04%	0,00324	-1,4348	5	N/S
-35	-0,84%	0,00324	-2,5798	0,05	-1,88%	0,00324	-2,3630	6	0,05
-34	-0,45%	0,00324	-1,3946	N/S	-2,33%	0,00324	-2,7148	7	0,01
-33	0,36%	0,00324	1,1148	N/S	-1,97%	0,00324	-2,1453	8	0,05
-32	0,90%	0,00324	2,7604	0,01	-1,07%	0,00324	-1,1024	9	N/S
-31	0,35%	0,00324	1,0669	N/S	-0,73%	0,00324	-0,7085	10	N/S
-30	-0,31%	0,00324	-0,9439	N/S	-1,03%	0,00324	-0,9601	11	N/S
-29	-0,01%	0,00324	-0,0330	N/S	-1,04%	0,00324	-0,9288	12	N/S
-28	0,93%	0,00324	2,8769	0,01	-0,11%	0,00324	-0,0944	13	N/S
-27	-0,21%	0,00324	-0,6371	N/S	-0,32%	0,00324	-0,2613	14	N/S
-26	-0,31%	0,00324	-0,9685	N/S	-0,63%	0,00324	-0,5025	15	N/S
-25	-0,15%	0,00324	-0,4671	N/S	-0,78%	0,00324	-0,6033	16	N/S
-24	0,67%	0,00324	2,0750	0,05	-0,11%	0,00324	-0,0820	17	N/S
-23	0,08%	0,00324	0,2338	N/S	-0,03%	0,00324	-0,0246	18	N/S
-22	-0,05%	0,00324	-0,1687	N/S	-0,09%	0,00324	-0,0626	19	N/S
-21	-0,07%	0,00324	-0,2091	N/S	-0,16%	0,00324	-0,1078	20	N/S
-20	-0,38%	0,00324	-1,1768	N/S	-0,54%	0,00324	-0,3620	21	N/S
-19	-0,27%	0,00324	-0,8213	N/S	-0,80%	0,00324	-0,5288	22	N/S
-18	0,80%	0,00324	2,4819	0,05	0,00%	0,00324	0,0004	23	N/S
-17	0,15%	0,00324	0,4604	N/S	0,15%	0,00324	0,0944	24	N/S
-16	-0,86%	0,00324	-2,6449	0,01	-0,71%	0,00324	-0,4365	25	N/S
-15	0,02%	0,00324	0,0691	N/S	-0,69%	0,00324	-0,4145	26	N/S
-14	-0,06%	0,00324	-0,1901	N/S	-0,75%	0,00324	-0,4433	27	N/S
-13	-0,64%	0,00324	-1,9628	0,05	-1,38%	0,00324	-0,8063	28	N/S
-12	-0,32%	0,00324	-0,9946	N/S	-1,71%	0,00324	-0,9770	29	N/S
-11	0,34%	0,00324	1,0532	N/S	-1,36%	0,00324	-0,7683	30	N/S
-10	0,78%	0,00324	2,3997	0,05	-0,59%	0,00324	-0,3248	31	N/S
-9	-0,30%	0,00324	-0,9339	N/S	-0,89%	0,00324	-0,4847	32	N/S
-8	-0,01%	0,00324	-0,0246	N/S	-0,90%	0,00324	-0,4816	33	N/S
-7	-0,04%	0,00324	-0,1123	N/S	-0,93%	0,00324	-0,4937	34	N/S
-6	-0,39%	0,00324	-1,1974	N/S	-1,32%	0,00324	-0,6890	35	N/S
-5	0,12%	0,00324	0,3841	N/S	-1,20%	0,00324	-0,6154	36	N/S
-4	0,57%	0,00324	1,7698	0,1	-0,62%	0,00324	-0,3160	37	N/S
-3	0,18%	0,00324	0,5410	N/S	-0,45%	0,00324	-0,2241	38	N/S
-2	0,41%	0,00324	1,2550	N/S	-0,04%	0,00324	-0,0203	39	N/S

-1	-0,63%	0,00324	-1,9573	0,1	-0,68%	0,00324	-0,3295	40	N/S
0	0,43%	0,00324	1,3128	N/S	-0,25%	0,00324	-0,1204	41	N/S
1	0,61%	0,00324	1,8874	0,1	0,36%	0,00324	0,1723	42	N/S
2	0,23%	0,00324	0,6957	N/S	0,59%	0,00324	0,2763	43	N/S
3	-0,32%	0,00324	-0,9782	N/S	0,27%	0,00324	0,1257	44	N/S
4	-0,23%	0,00324	-0,7104	N/S	0,04%	0,00324	0,0184	45	N/S
5	-0,48%	0,00324	-1,4915	N/S	-0,44%	0,00324	-0,2017	46	N/S
6	-0,02%	0,00324	-0,0535	N/S	-0,46%	0,00324	-0,2074	47	N/S
7	-0,09%	0,00324	-0,2658	N/S	-0,55%	0,00324	-0,2436	48	N/S
8	-0,51%	0,00324	-1,5682	N/S	-1,06%	0,00324	-0,4651	49	N/S
9	0,49%	0,00324	1,5081	N/S	-0,57%	0,00324	-0,2471	50	N/S
10	0,64%	0,00324	1,9715	0,05	0,07%	0,00324	0,0314	51	N/S
11	0,01%	0,00324	0,0426	N/S	0,09%	0,00324	0,0370	52	N/S
12	-0,72%	0,00324	-2,2070	0,05	-0,63%	0,00324	-0,2665	53	N/S
13	-0,28%	0,00324	-0,8583	N/S	-0,91%	0,00324	-0,3809	54	N/S
14	0,29%	0,00324	0,8858	N/S	-0,62%	0,00324	-0,2579	55	N/S
15	-0,49%	0,00324	-1,5205	N/S	-1,11%	0,00324	-0,4588	56	N/S
16	0,16%	0,00324	0,4797	N/S	-0,96%	0,00324	-0,3912	57	N/S
17	-0,42%	0,00324	-1,2992	N/S	-1,38%	0,00324	-0,5584	58	N/S
18	0,19%	0,00324	0,5730	N/S	-1,19%	0,00324	-0,4791	59	N/S
19	0,67%	0,00324	2,0792	0,05	-0,52%	0,00324	-0,2067	60	N/S
20	0,02%	0,00324	0,0708	N/S	-0,50%	0,00324	-0,1959	61	N/S
21	0,58%	0,00324	1,7810	0,1	0,08%	0,00324	0,0319	62	N/S
22	0,35%	0,00324	1,0908	N/S	0,44%	0,00324	0,1691	63	N/S
23	-0,04%	0,00324	-0,1253	N/S	0,39%	0,00324	0,1521	64	N/S
24	-0,02%	0,00324	-0,0535	N/S	0,38%	0,00324	0,1443	65	N/S
25	-0,36%	0,00324	-1,1207	N/S	0,01%	0,00324	0,0052	66	N/S
26	-0,74%	0,00324	-2,2865	0,05	-0,73%	0,00324	-0,2742	67	N/S
27	0,02%	0,00324	0,0523	N/S	-0,71%	0,00324	-0,2658	68	N/S
28	0,07%	0,00324	0,2284	N/S	-0,64%	0,00324	-0,2364	69	N/S
29	0,34%	0,00324	1,0447	N/S	-0,30%	0,00324	-0,1098	70	N/S
30	0,08%	0,00324	0,2354	N/S	-0,22%	0,00324	-0,0811	71	N/S
31	0,02%	0,00324	0,0536	N/S	-0,20%	0,00324	-0,0742	72	N/S
32	-0,51%	0,00324	-1,5596	N/S	-0,71%	0,00324	-0,2562	73	N/S
33	-0,17%	0,00324	-0,5095	N/S	-0,88%	0,00324	-0,3137	74	N/S
34	0,21%	0,00324	0,6324	N/S	-0,67%	0,00324	-0,2386	75	N/S
35	0,11%	0,00324	0,3260	N/S	-0,56%	0,00324	-0,1996	76	N/S
36	-0,13%	0,00324	-0,3974	N/S	-0,69%	0,00324	-0,2436	77	N/S
37	0,10%	0,00324	0,3083	N/S	-0,59%	0,00324	-0,2072	78	N/S
38	0,04%	0,00324	0,1156	N/S	-0,56%	0,00324	-0,1928	79	N/S
39	-0,24%	0,00324	-0,7513	N/S	-0,80%	0,00324	-0,2756	80	N/S
40	0,24%	0,00324	0,7398	N/S	-0,56%	0,00324	-0,1917	81	N/S

Fuente: elaboración propia.

Anexo 10: ventana del evento (-40; +40) días. Método C: Adjusted Market Return. Evento Fusión.

Método C									
Día	AR	Desv. Estándar	Test-t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	Test-t	T	Sig.
-40	-0,06%	0,00346	-0,188	N/S	-0,06%	0,00346	-0,188	1	N/S
-39	-0,53%	0,00346	-1,524	N/S	-0,59%	0,00346	-1,210	2	N/S
-38	-0,05%	0,00346	-0,150	N/S	-0,64%	0,00346	-1,075	3	N/S
-37	0,37%	0,00346	1,057	N/S	-0,28%	0,00346	-0,402	4	N/S
-36	-0,18%	0,00346	-0,531	N/S	-0,46%	0,00346	-0,597	5	N/S
-35	-0,94%	0,00346	-2,731	0,01	-1,41%	0,00346	-1,660	6	0,1
-34	-0,67%	0,00346	-1,931	0,1	-2,07%	0,00346	-2,267	7	0,05
-33	0,37%	0,00346	1,058	N/S	-1,71%	0,00346	-1,746	8	0,1
-32	0,75%	0,00346	2,184	0,05	-0,95%	0,00346	-0,918	9	N/S
-31	0,18%	0,00346	0,521	N/S	-0,77%	0,00346	-0,706	10	N/S
-30	-0,36%	0,00346	-1,036	N/S	-1,13%	0,00346	-0,986	11	N/S
-29	0,13%	0,00346	0,364	N/S	-1,00%	0,00346	-0,839	12	N/S
-28	0,85%	0,00346	2,474	0,05	-0,15%	0,00346	-0,120	13	N/S
-27	-0,13%	0,00346	-0,387	N/S	-0,28%	0,00346	-0,219	14	N/S
-26	-0,28%	0,00346	-0,802	N/S	-0,56%	0,00346	-0,418	15	N/S
-25	-0,16%	0,00346	-0,455	N/S	-0,72%	0,00346	-0,519	16	N/S
-24	0,79%	0,00346	2,277	0,05	0,07%	0,00346	0,049	17	N/S
-23	0,08%	0,00346	0,234	N/S	0,15%	0,00346	0,103	18	N/S
-22	0,00%	0,00346	0,006	N/S	0,15%	0,00346	0,101	19	N/S
-21	-0,17%	0,00346	-0,488	N/S	-0,02%	0,00346	-0,010	20	N/S
-20	-0,43%	0,00346	-1,247	N/S	-0,45%	0,00346	-0,282	21	N/S
-19	-0,29%	0,00346	-0,844	N/S	-0,74%	0,00346	-0,456	22	N/S
-18	0,92%	0,00346	2,656	0,01	0,18%	0,00346	0,108	23	N/S
-17	0,12%	0,00346	0,355	N/S	0,30%	0,00346	0,178	24	N/S
-16	-0,79%	0,00346	-2,277	0,05	-0,48%	0,00346	-0,281	25	N/S
-15	0,11%	0,00346	0,305	N/S	-0,38%	0,00346	-0,215	26	N/S
-14	0,02%	0,00346	0,059	N/S	-0,36%	0,00346	-0,200	27	N/S
-13	-0,59%	0,00346	-1,695	0,1	-0,95%	0,00346	-0,517	28	N/S
-12	-0,38%	0,00346	-1,090	N/S	-1,32%	0,00346	-0,710	29	N/S
-11	0,16%	0,00346	0,469	N/S	-1,16%	0,00346	-0,613	30	N/S
-10	0,83%	0,00346	2,403	0,05	-0,33%	0,00346	-0,171	31	N/S
-9	-0,24%	0,00346	-0,699	N/S	-0,57%	0,00346	-0,292	32	N/S
-8	-0,07%	0,00346	-0,197	N/S	-0,64%	0,00346	-0,322	33	N/S
-7	-0,11%	0,00346	-0,329	N/S	-0,75%	0,00346	-0,373	34	N/S
-6	-0,33%	0,00346	-0,964	N/S	-1,09%	0,00346	-0,531	35	N/S
-5	0,41%	0,00346	1,197	N/S	-0,67%	0,00346	-0,324	36	N/S
-4	0,73%	0,00346	2,100	0,05	0,05%	0,00346	0,026	37	N/S
-3	0,17%	0,00346	0,487	N/S	0,22%	0,00346	0,104	38	N/S
-2	0,45%	0,00346	1,290	N/S	0,67%	0,00346	0,309	39	N/S

-1	-0,47%	0,00346	-1,361	N/S	0,20%	0,00346	0,090	40	N/S
0	0,45%	0,00346	1,311	N/S	0,65%	0,00346	0,294	41	N/S
1	0,54%	0,00346	1,551	N/S	1,19%	0,00346	0,530	42	N/S
2	0,31%	0,00346	0,895	N/S	1,50%	0,00346	0,660	43	N/S
3	-0,26%	0,00346	-0,753	N/S	1,24%	0,00346	0,539	44	N/S
4	-0,36%	0,00346	-1,051	N/S	0,87%	0,00346	0,376	45	N/S
5	-0,58%	0,00346	-1,678	0,1	0,29%	0,00346	0,125	46	N/S
6	-0,02%	0,00346	-0,069	N/S	0,27%	0,00346	0,113	47	N/S
7	-0,13%	0,00346	-0,390	N/S	0,13%	0,00346	0,056	48	N/S
8	-0,46%	0,00346	-1,345	N/S	-0,33%	0,00346	-0,137	49	N/S
9	0,48%	0,00346	1,383	N/S	0,15%	0,00346	0,060	50	N/S
10	0,51%	0,00346	1,478	N/S	0,66%	0,00346	0,267	51	N/S
11	0,23%	0,00346	0,664	N/S	0,89%	0,00346	0,356	52	N/S
12	-0,69%	0,00346	-1,998	0,05	0,20%	0,00346	0,078	53	N/S
13	-0,30%	0,00346	-0,869	N/S	-0,10%	0,00346	-0,041	54	N/S
14	0,37%	0,00346	1,084	N/S	0,27%	0,00346	0,106	55	N/S
15	-0,45%	0,00346	-1,311	N/S	-0,18%	0,00346	-0,070	56	N/S
16	0,12%	0,00346	0,355	N/S	-0,06%	0,00346	-0,023	57	N/S
17	-0,30%	0,00346	-0,875	N/S	-0,36%	0,00346	-0,137	58	N/S
18	0,29%	0,00346	0,829	N/S	-0,07%	0,00346	-0,028	59	N/S
19	0,77%	0,00346	2,223	0,05	0,69%	0,00346	0,259	60	N/S
20	0,17%	0,00346	0,486	N/S	0,86%	0,00346	0,319	61	N/S
21	0,81%	0,00346	2,350	0,05	1,67%	0,00346	0,615	62	N/S
22	0,46%	0,00346	1,329	N/S	2,13%	0,00346	0,777	63	N/S
23	-0,07%	0,00346	-0,212	N/S	2,06%	0,00346	0,745	64	N/S
24	-0,08%	0,00346	-0,244	N/S	1,97%	0,00346	0,709	65	N/S
25	-0,42%	0,00346	-1,222	N/S	1,55%	0,00346	0,553	66	N/S
26	-0,69%	0,00346	-1,991	0,05	0,86%	0,00346	0,306	67	N/S
27	-0,10%	0,00346	-0,286	N/S	0,77%	0,00346	0,269	68	N/S
28	0,04%	0,00346	0,125	N/S	0,81%	0,00346	0,282	69	N/S
29	0,37%	0,00346	1,060	N/S	1,18%	0,00346	0,407	70	N/S
30	0,04%	0,00346	0,119	N/S	1,22%	0,00346	0,418	71	N/S
31	-0,02%	0,00346	-0,064	N/S	1,19%	0,00346	0,407	72	N/S
32	-0,53%	0,00346	-1,525	N/S	0,67%	0,00346	0,226	73	N/S
33	-0,03%	0,00346	-0,080	N/S	0,64%	0,00346	0,215	74	N/S
34	0,34%	0,00346	0,987	N/S	0,98%	0,00346	0,328	75	N/S
35	0,21%	0,00346	0,617	N/S	1,19%	0,00346	0,397	76	N/S
36	-0,05%	0,00346	-0,153	N/S	1,14%	0,00346	0,377	77	N/S
37	0,21%	0,00346	0,598	N/S	1,35%	0,00346	0,442	78	N/S
38	0,16%	0,00346	0,472	N/S	1,51%	0,00346	0,492	79	N/S
39	-0,16%	0,00346	-0,451	N/S	1,36%	0,00346	0,439	80	N/S
40	0,24%	0,00346	0,708	N/S	1,60%	0,00346	0,515	81	N/S

Fuente: elaboración propia.