



**UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
DEPARTAMENTO DE GESTIÓN EMPRESARIAL
MAGÍSTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN LOS PROCESOS DE
FUSIÓN Y ADQUISICIÓN, ANÁLISIS POR SECTOR INDUSTRIAL
EN CHILE PERIODO 2010 – 2014**

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS

AUTOR : GONZÁLEZ DE LA FUENTE PABLO ANDRÉS

Profesor Guía : Dr. Améstica Rivas Luis

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

CHILLÁN, 2016

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

AGRADECIMIENTOS

Quisiera en esta oportunidad, agradecer a dios, por entregarme la posibilidad de poder alcanzar las metas que me he propuesto. Además a todas aquellas personas que me han apoyado, especialmente a mi familia y amigos que han sido un pilar fundamental en este proceso; aquellos que confiaron en mí incondicionalmente; apoyándome en aquellos momentos difíciles entregando sus palabras de aliento

Del mismo modo a los profesores que fueron parte de mi formación, los cuales me entregaron sus conocimientos, sabiduría, paciencia y comprensión. Especialmente a mis profesores guías: Luis Améstica Rivas y Edison Cornejo Saavedra que estuvieron siempre disponible para poder responder mis inquietudes.

RESUMEN

En los mercados de valores, las organizaciones toman decisiones relevante para sus negocios, es primordial contar con la información relevante y de forma oportuna para contar con las herramientas que permitan tomar una decisión a tiempo; es aquí en donde el uso y la obtención de información privilegiada, forma un rol relevante para poder anticiparse a las variaciones ocurridas en el mercado y/o sacar provecho de este.

Es por ello que las autoridades y gobiernos tratan de minimizar el tráfico de información privilegiada, en busca de la igualdad de información, ya que ha quedado en manifiesto que en reiteradas oportunidades organizaciones y/o personas han utilizado esta información para maximizar sus beneficios, los cuales van en directo desmedro de los intereses y beneficios de terceros. Es aquí, la importancia de investigar este tipo de sucesos, para poder identificar en donde ocurre asimetría de información, y junto con ello poder tomar medidas que permitan revertir dicha situación. Son diversas las situaciones en donde se puede hacer uso de información, entre ellos se encuentra, los procesos de fusión u adquisición.

El objetivo de este estudio es analizar el uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición de los distintos sectores industriales del mercado de valores chileno en el periodo 2010 al 2014. Para ello se utilizó la metodología de estudio de evento. Dicho estudio se realizó a través de la aplicación de tres modelos denominados: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return, con el objetivo de que los resultados obtenidos tengan mayor implicancia.

Llegando a concluir que existen evidencia estadística, que en ciertos sectores industriales del mercado chileno se observan retornos anormales, anteriormente al anuncio de fusión y/o adquisición; lo que presumiblemente puede ser atribuible al uso de información privilegiada.

Palabras claves: Mercado de capitales, Chile, fusión y adquisición; información privilegiada; retornos anormales.

ÍNDICE

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	10
1.1 ANTECEDENTES.....	11
1.2 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO.....	13
1.3 PROPÓSITO Y OBJETIVOS.....	14
OBJETIVO GENERAL	15
OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	15
1.4 HIPÓTESIS.....	15
1.5 MARCO CONCEPTUAL.....	17
1.5.1 MERCADO DE VALORES	17
1.5.2 PARTICIPANTE DEL MERCADO DE VALORES	17
1.5.3 INDICES BURSATILES.....	20
1.5.3.1 IGPA	20
1.5.3.2 IPSA	21
1.5.3.3 INTER-10.....	22
1.5.3.4 ADRían	23
1.5.4 FUSIÓN Y ADQUISICIÓN.....	23
1.5.5 INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	28
1.5.6 INSIDERS.....	30
1.5.7 SECTOR INDUSTRIAL.....	31
1.5.8 FIJACIÓN DE PRECIOS DE LAS INDUSTRIAS.....	33
1.5.9 RETORNO	34
1.5.10 RETORNO ANORMAL Y NORMAL.....	35
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO-CONCEPTUAL.....	38
2.2 MARCO TEÓRICO.....	39
2.2.1 MERCADO DE VALORES	39
2.2.3 MERCADOS EFICIENTES	40

2.2.4 HIPÓTESIS DE MERCADOS EFICIENTES	41
2.2.5 FUSIONES Y ADQUISICIONES	43
2.2.6 MOTIVOS PARA REALIZAR FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	43
2.2.7 VENTAJAS Y LIMITACIONES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	46
2.2.8 FUSIONES Y ADQUISICIONES: EFECTOS EN EL MERCADO.....	48
2.2.9 FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LATINOAMERICA.....	50
2.2.10 FUSIONES Y ADQUISICIONES EN CHILE	54
2.2.11 USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA	55
2.2.12 FUNDAMENTOS PARA LA PROHIBICIÓN DEL USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA.....	57
2.2.13 ESTUDIO DE EVENTOS	60
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA	62
3.1 CARACTERISTICAS DEL ESTUDIO.....	63
3.2 HECHOS ESENCIALES	63
3.3 MÉTODO ESTUDIO DE EVENTOS	64
3.3.1 MEAN ADJUSTED RETURN.....	66
3.3.2 MARKET MODEL.....	66
3.3.3 MARKET ADJUSTED RETURN.....	67
3.4 ANÁLISIS DE SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA	67
3.5 DEFINICION DE LOS EVENTOS	68
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS	77
4.1 CALCULOS RETORNOS ANORMALES PROMEDIOS.....	78
4.2 RESULTADOS DEL ESTUDIO DE EVENTOS.....	79
4.3 ANALISIS RESULTADOS SIGNIFICATIVOS	82
4.4 EVOLUCIÓN AR Y CAR PROMEDIO DE LOS EVENTOS	84
CAPÍTULO V: CONCLUSIONES.....	88
BIBLIOGRAFÍA	92
ANEXOS	99

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Participantes del Mercado de Valores	18
Ilustración 2 Inter-10 histórico	23
Ilustración 3 Ventana del Evento.....	35
Ilustración 4: Evolución de cantidad de acuerdos y montos totales en el mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica.	51
Ilustración 5: Principales sectores económicos de la región	52
Ilustración 6: Principales países según cantidad de acuerdos y montos totales.	53
Ilustración 7: Orígenes de los capitales destinados al mercado de fusiones y adquisiciones de Latinoamérica.	54
Ilustración 8: Retornos Anormales Promedios en la ventana del evento para el sector industrial secundario.....	78
Ilustración 9: Retornos Anormales Promedios en la ventana del evento para el sector industrial terciario.....	79
Ilustración 10: Evolución de AR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector secundario en el mercado de valores chileno”	84
Ilustración 11: Evolución de AR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector terciario en el mercado de valores chileno”	85
Ilustración 12: Evolución de CAR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector industrial secundario en el mercado de valores chileno”	86
Ilustración 13: Evolución de CAR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector industrial terciario en el mercado de valores chileno”	87

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Índices Bursátiles chilenos	20
Tabla 2: Rubros y sub rubros de la Bolsa de Comercio de Santiago.....	21
Tabla 3: Limitaciones y Ventajas de las Fusiones y/o Adquisiciones.....	47
Tabla 5: Resultados del análisis de los eventos de fusión y adquisición; del sector industrial secundario entre los años 2010 y 2014. Retornos anormales.	79
Tabla 6: Resultados del análisis de los eventos de fusión y adquisición; del sector industrial terciario entre los años 2010 y 2014. Retornos anormales.	81
Tabla 7: Resultados significativos para los eventos de fusión y/o adquisición del sector industrial secundario. Para la ventana (-1; +1) días	82
Tabla 8: Resultados significativos para los eventos de fusión y/o adquisición del sector industrial terciario. Para la ventana (-1; +1) días	83

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexos 1: Tipos de hechos esenciales relacionados con procesos de Fusión y/o Adquisición	100
Anexos 2: Listado de empresas que presentaron hechos esenciales relacionados con los procesos de Fusión y/o Adquisición, entre los años 2010-2014	102
Anexos 3: Promedio retornos anormales (AR), del sector secundario para la ventana del evento (-40; +40) días. Para los modelos: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return.....	107
Anexos 4: Promedio retornos anormales (AR), del sector terciario para la ventana del evento (-40; +40) días. Para los modelos: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return.....	110
Anexos 5: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método A: Mean Adjusted Return para el sector industrial secundario	113
Anexos 6: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método B: Market Model para el sector industrial secundario	117
Anexos 7: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método C: Adjusted Market Return para el sector industrial secundario	121
Anexos 8: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método A: Mean Adjusted Return para el sector industrial terciario	125
Anexos 9: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método B: Market Model para el sector industrial terciario	128
Anexos 10: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método C: Adjusted Market Return para el sector industrial terciario.....	131

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

En este capítulo se comienza explicando los antecedentes del tema que se está estudiando, pasando por la justificación de éste. Luego se menciona el propósito junto con los objetivos generales y específicos, para terminar con las hipótesis del estudio.

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 promulgó la actual ley 198046 de Sociedades Anónimas.

El mercado de valores funciona al igual que los demás, sin embargo, en este caso la información juega un rol preponderante a la hora de tomar decisiones, ya que con ella, se pueden prever o proyectar con mayor certidumbre los resultados que se esperan obtener. Por lo tanto, aquellos que cuenten con mayores y mejores accesos a la información poseerán una ventaja frente a los demás participantes. Según Brealey & Myers, (2003), los mercados son más eficientes cuando todos tienen acceso a la misma información y al mismo tiempo y esta refleja tanto el pasado, presente y futuro con lo cual se pueden tomar mejores decisiones, reduciendo así las asimetrías de información.

En la realidad esto no es así, y los distintos participantes cuentan con diferentes niveles de información, en este sentido es que en Chile el uso de información privilegiada fue prohibido en el año 1981 al dictarse la ley 18.045 sobre mercado de valores, tomando como ejemplo los fundamentos de la prohibición en la legislación de Estados Unidos. De la misma forma es que existe un consenso a la hora de prohibir el uso de información privilegiada en pos de mayor transparencia e igualdad en la información (Ried, 2004).

A pesar de lo expresado anteriormente, en el último tiempo se han destapado varios casos de corrupción y manejo de información privilegiada en Chile, dos de los más conocidos son el caso de Juan Cueto y Sebastián Piñera, por uso de información privilegiada en acciones de LAN el 24 de julio de 2008 y el caso de la fusión de D&S y Falabella en mayo del 2007, que terminó con multas a varios miembros de las familias relacionadas (Viera, 2009). Además, en el año 2015 podemos mencionar el emblemático caso “Caval”, que no siendo propio del mercado de valores, refleja como el tráfico de influencias y el manejo de información privilegiada, puede generar beneficios anormales que en la compra de terrenos en la comuna de Machalí para obtener beneficios personales al elevar el valor de dicho suelo. (El Mostrador, 2015)

Es por esto que se han realizado diversos estudios donde se revisan las reglas y normas cuyo objetivo es evitar y anticiparse al uso de información privilegiada, y medir el impacto que esta produce en el mercado. Chakravarty & McConnell, (1999) encuentran evidencia de una correlación positiva para el caso de insider trading¹ 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.

En el caso de Chile, alguno autores investigaron sobre los efectos del uso de información privilegiada como por ejemplo, Vásquez, (2008) que analizó los periodos de publicación de los estados financieros, concluyendo que existía presencia de retornos anormales en dichos periodos, como también lo hizo, Ramírez & Yáñez, (2010) que estudiaron los movimientos de los insider en los periodos de Blackout², los cuales realizan transacciones antes y después del periodo de cierre obteniendo retornos anormales en los precios accionarios de las compañías.

El objetivo principal de esta investigación; es analizar el uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición de los sectores industriales en Chile entre los años 2010 – 2014. Para determinar la existencia de retornos anormales en los diferentes sectores industriales en los procesos de anuncio de fusión y/o adquisición; con el objetivo que permita determinar el uso de información privilegiada. Realizando a través de la metodología del estudio de eventos (Fama, Fisher, Jensen, & Roll, 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). Entre los años 2010 al 2014, en los procesos de fusiones y/o adquisiciones en el periodo de tiempo antes mencionado, que se encuentran en la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), obteniendo un total de 1.074 entidades registradas ya sean que se encuentre actualmente vigente o no vigente.

¹ El concepto Insider, 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

² El periodo de Blackout o bloqueo, es una política corporativa que restringen las transacciones de los Insiders (compra venta de acciones), en fechas cercanas a la divulgación de los estados financieros o circunstancias específicas.

Los resultados que se pretenden obtener con esta investigación, van en la línea con los obtenidos por diversos autores tanto nacionales como internacionales, en donde se debería concluir con que sí existe evidencia significativa de uso de información privilegiada en los procesos de fusión y/o adquisición, en los diferentes sectores industriales en Chile reflejado en retornos anormales producidos en dichos eventos.

1.2 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

Se ha establecido que los mercados funcionan en base a especulaciones y la incertidumbre, siendo esta última una de sus principales características la cual lo torna complejo e impredecible, por tanto, el contar con información relevante; es una forma de reducir la incertidumbre y poder anticiparse con mayor probabilidad a las proyecciones que se realicen sobre los rendimientos esperados de los distintos instrumentos financieros.

Por consiguiente, la necesidad de contar con información importante para la toma de decisiones genera asimetrías, ya que no todos pueden acceder a la misma información y tampoco al mismo tiempo, por lo que aquellos que tengan o conozcan mayor y mejores fuentes de información, obtendrán una ventaja ante aquellos que no los tengan, por ende podrán tomar decisiones más acertadas y con un mayor nivel de certidumbre, las cuales se transformaran en beneficios tanto personales como organizacionales.

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 de privilegio 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. Pudiendo ser usada para beneficio propio es decir, 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), afecta valores como la lealtad en la competencia o la búsqueda de la honestidad y transparencia en las actividades mercantiles.

Se ha visto que una falta de confianza de parte de inversores, por la ausencia de regulación de la información privilegiada, puede producir una limitación en el volumen de inversiones y la caída en el valor de los precios de las sociedades, afectado enormemente la credibilidad de los mercados. Los inversores institucionales serios, que siguen la evolución de los valores, son conscientes de si hay o no uso de información privilegiada y si la práctica está generalizada en una determinada bolsa, pudiendo advertir que las conductas corruptas si son comunes, se pierden la confianza y por ende retiran sus inversiones y con ello se incrementa el costo de financiación de las empresas (Viera, 2009).

De hecho, la información privilegiada es una práctica habitual en los mercados de valores mundiales. De ahí la necesidad de regular seriamente esta práctica dado que atenta contra la transparencia de las operaciones del mercado, genera desigualdades, poniendo en peligro la estabilidad de una economía, generada por la pérdida de confianza en los accionistas, en un evidente conflicto de intereses; entre el personal y el mercado.

1.3 PROPÓSITO Y OBJETIVOS

El manejo de información en el mercado bursátil, juega un rol preponderante a la hora de tomar decisiones, tanto para el beneficio personal como para el de una organización, por lo tanto, aquellos participantes que tengan acceso a información clave denominados “Insider” obtendrán una ventaja ante los demás agentes, puesto que podrán reducir la incertidumbre y los riesgos de las distintas operaciones que se realizan en este tipo de mercados.

El propósito principal de esta investigación, es evaluar si existe evidencia significativa que indique uso de información privilegiada en los procesos de fusión y/o adquisición de los diferentes sectores industriales que participan en el mercado de valores chileno.

De esta forma se pretende que los resultados obtenidos de esta investigación sean de ayuda a los organismos reguladores, como también para los distintos inversionistas, para así propiciar una mayor transparencia y políticas que regulen esta asimetría de información.

Los objetivos de esta investigación son:

OBJETIVO GENERAL

- Analizar el uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, en los sectores industriales de Chile, entre los años 2010 al 2014.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Caracterizar el mercado de valores chileno, el concepto de información privilegiada y los diferentes sectores industriales.
- Identificar aquellas empresas que realizaron fusiones y/o adquisiciones, agrupándolas por sector industrial entre los años 2010 – 2014.
- Analizar el comportamiento del precio de las acciones antes y después del anuncio de fusión y/o adquisición; de los distintos sectores industriales.
- Evaluar la existencia de retornos anormales de los distintos sectores industriales en Chile; en los procesos de anuncio de fusión y/o adquisición, buscando evidencia estadística del uso de información privilegiada.

1.4 HIPÓTESIS

En el presente estudio se pretende contrastar las siguientes hipótesis, las cuales se analizan 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 de los sectores industriales en Chile.

H₁: Si se observan retornos anormales significativos en torno al día del anuncio de una fusión y/o adquisición de los sectores industriales en Chile.

1.5 MARCO CONCEPTUAL

1.5.1 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). Dentro del mercado, existen distintos tipos de acuerdo y 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.

Los mercados de capitales o mercado de valores, son espacios físicos o virtuales, donde se reúnen los participantes que buscan capital adicional y aquellos que desean invertir sus recursos en exceso (Chisholm & Chisholm, 2004). A su vez, define a los mercados de capitales como aquellos lugares en 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, 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 (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015).

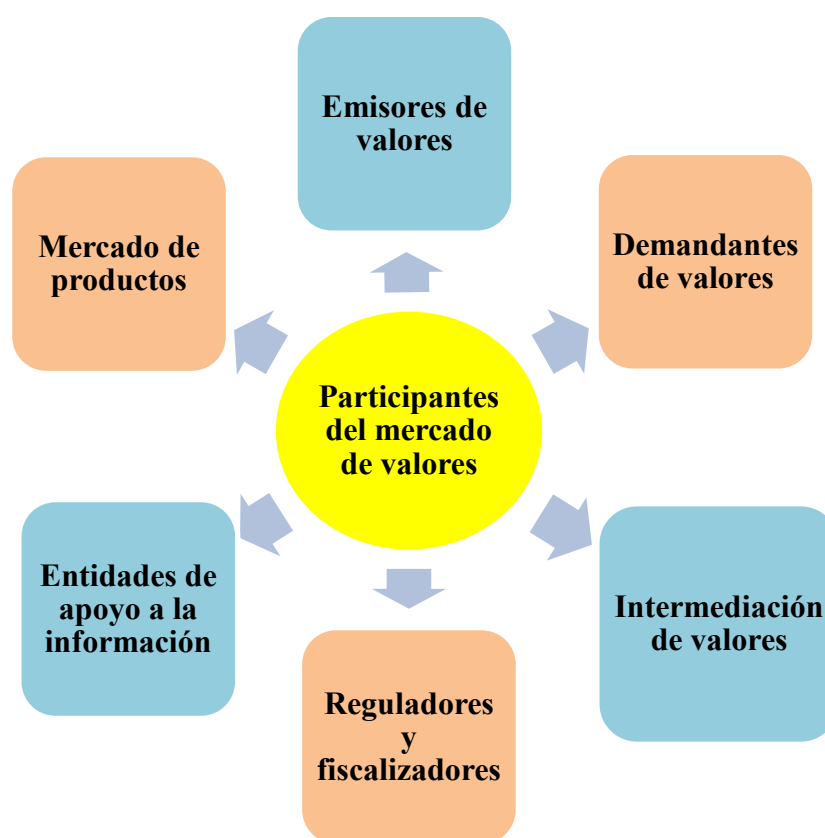
1.5.2 PARTICIPANTE DEL MERCADO DE VALORES

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 ilustración N°1 se puede observar los distintos participantes que se encuentran en el Mercado de Valores. (Superintendencia de Valores y Seguros, 2016)

Ilustración 1: Participantes del Mercado de Valores



Fuente: elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de la SVS (2015)

Participantes del Mercado de Valores:

1. **Emisores de Valores:** ofrecen valores (acciones, bonos, cuotas de fondos mutuos, etc.) para su venta en el mercado.
2. **Demandantes de Valores:** personas o instituciones que desean obtener ganancias mediante la adquisición de instrumentos de inversión.
3. **Intermediación de Valores:** se encuentran en esta categoría, los Intermediarios de Valores, las Operaciones de intermediación y las Sociedades de Apoyo a la Intermediación.
4. **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.
5. **Entidades de apoyo a la información:** contribuyen con la fiscalización, mediante la revisión de la información financiera de las sociedades.
6. **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 (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015). Por último, a octubre de 2015 se encontraban registradas 372 empresas vigentes que cotizan en la bolsa de Comercio de Santiago.

En Chile, actualmente existen tres bolsas de valores: la Bolsa De Corredores de Valparaíso (fundada en 1892), la Bolsa De Comercio de Santiago (fundada en 1893) y la Bolsa Electrónica De Chile (fundada en 1989). Tienen un rol de autorregulación, esto es, ente otras atribuciones, tener la autoridad de poder sancionar a sus miembros. Velando que los negocios y los actores que participen en su mecanismo de negocio estén en conformidad con la ley, de manera de poder asegurar la existencia de mercado competitivo, ordenado y transparente; buscando proveer a sus miembros, las condiciones e implementos necesarios, para que pueda realizar eficazmente las negociaciones de los valores. A causa de poder

visualizar y/o representar las variaciones del mercado, se han creado diversos índices con el objetivo de poder ser medible dicha situación.

1.5.3 ÍNDICES BURSÁTILES

Los índices bursátiles, revelan variaciones de precios de los valores que los componen, como acciones, títulos de deuda, entre otros. 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.

1.5.3.1 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 sub rubros, 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 (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015).

La Bolsa de Santiago, indica que el criterio fundamental de la estructura del IGPA es medir variaciones de precios de las acciones inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago. Este cálculo se mide a través del patrimonio bursátil (N° de acciones por precio de la acción) de las diferentes sociedades componentes, las cuales se han dividido en cinco rubros básicos y doce sub rubros que son mencionados a continuación.

Tabla 2: Rubros y sub rubros de la Bolsa de Comercio de Santiago

RUBROS	SUBRUBROS INDUSTRIALES	SUBRUBROS Y SERVICIOS VARIOS
1. Bancarias y financieras	4.1 Alimentos y bebidas	5.1. Comerciales y distribuidoras
2. Agropecuarias y forestales	4.2. Construcción	5.2. Inversiones e inmobiliarias
3. Mineras	4.3. Productos diversos	5.3. Marítimas y navieras
4. Industriales	4.4. Metalmecánicas	5.4. Servicios públicos
5. Servicios básicos	4.5. Pesqueras	5.5. Seguros
	4.6. Productos químicos	
	4.7. Textiles y vestuarios	

Fuente: Elaboración propia

1.5.3.2 IPSA

El IPSA, es el Índice de Precios Selectivo de Acciones, mide las variaciones de precios de las cuarentas 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-float³. El Ipsa, se calculó por primera vez en el año 1977, y su valor base era 1.000 puntos. (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015).

1.5.3.3 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.

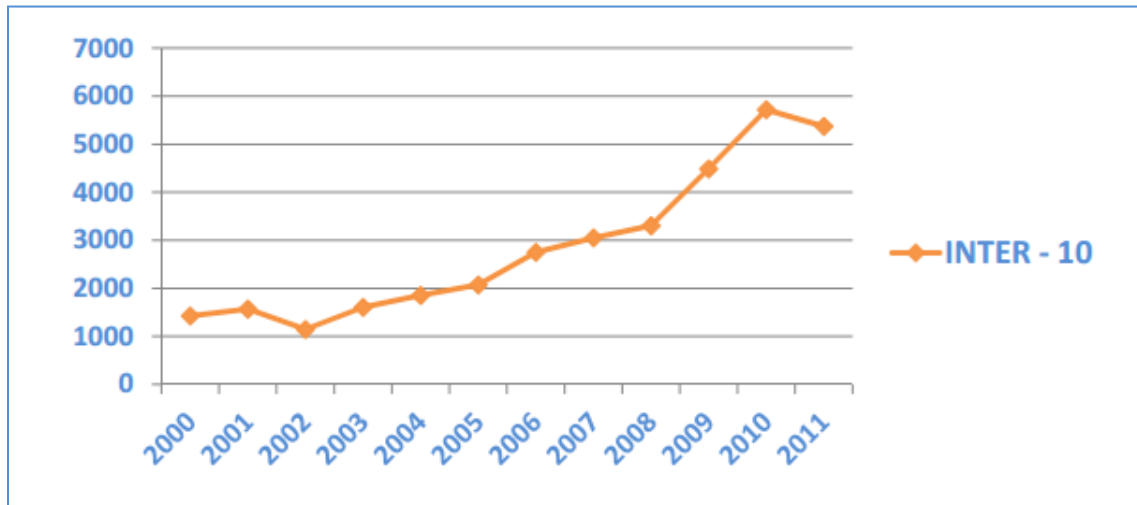
La capitalización bursátil de las compañías componentes del INTER-10, equivale a USD 73.605 MM lo que representa a la fecha un 27% de la capitalización bursátil total y un 40% de la capitalización bursátil del IPSA.

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. En la ilustración 2 se puede apreciar los rendimientos históricos de este indicador.

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. (SVS Educa, Portal de Educación Financiera, 2014).

³ 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/>)

Ilustración 2 Inter-10 histórico



Fuente: Bolsa de Santiago

1.5.3.4 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, elaborado por la Bolsa Electrónica, está compuesto por: Andina-A, Conchatoro, Próvida, Andina-B, Corpbanca, SQM-B, B Santander, Endesa, CCU, Enersis, Chile e Hipermerc.

1.5.4 FUSIÓN Y ADQUISICIÓN

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. 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.

Existen múltiples motivos que pueden llevar a dos o más empresas querer realizar una fusión entre las partes; uno de ellos es con el objetivo de buscar beneficios privados tales como acciones, reconocimiento, aumento de capital, la falta de liquidez, el crecimiento, entre otros motivos (Berger & Ofek, 1995). Estudios anteriores han encontrado que al momento de realizar una fusión; los beneficios son aparentemente más bajo, posterior a la materialización de la fusión, debido a que en circunstancias normales, genera una reducción de las ganancias reportadas en los futuros periodos (Dechow, 1994) y como consecuencia provocar retornos negativos de las acciones (Rangan, 1998).

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).

- i) **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.
- ii) **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 (Iglesias, 2003):

- i. **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.
- ii. **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.
- iii. **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.
- iv. **Fusiones Concéntricas o Convergentes:** Se caracterizan por ser fusiones de empresas, que aun no perteneciendo a un mismo sector, tienen en común un mismo canal de distribución, o un mercado de consumo convergente.

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.

Son múltiples las empresas las empresas que utilizan la adquisición como una medida de crecimiento artificialmente, con el objetivo de buscar crecer, posicionarse y/o la posibilidad de poder diversificarse; en la búsqueda de poder mitigar el riesgo del mercado. En ocasiones, las organizaciones no logran identificar en su totalidad aquellas variables que no permite mitigar, como lo es el riesgo de un capital humano no diversificarle (Shleifer & Vishny, 1989). La diversificación a través de la adquisición busca poder reducir el riesgo que se produce por las variaciones ocurridas del mercado, producto a que el mercado en ocasiones no reacciona como lo esperado; dado que son múltiples las variables que intervienen en el mercado y en las organizaciones; provocando que sea imposible mantener todas las variables constantes. Es por ello que diversos autores han estudiado el efecto que provoca la diversificación en el mercado, y han logrado concluir, que las empresas que se encuentran en un segmento, posee una mayor valorización del mercado, que las empresas que se encuentran en múltiples segmento (Berger & Ofek, 1995).

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:

- i) **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.
- ii) **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.

- iii) **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 mas interesante económicamente.

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

- iv) **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.
- v) **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.

En los últimos tiempos las Fusiones y Adquisiciones (F&A) se han convertido en una alternativa para que las empresas puedan afrontar los retos de un mercado global diversificado, manteniendo una ventaja competitiva, logrando establecerse como entidades más sólidas y alcanzando un crecimiento constante (Saavedra, Luna, & Saavedra, 2012)

Las fusiones y adquisiciones constituyen operaciones utilizadas para unificar inversiones y criterios comerciales entre dos empresas, las que acuerdan competir juntas en vez de cada una por separado (Panchana, Yoong, & Romero, 2006)

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. A partir de este punto será cuando se podrá determinar si la operación tiene una motivación adecuada para ser un éxito o un fracaso.

1.5.5 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).

La Ley del Mercado de Valores 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”*.

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)

Se podría considerar que para las empresas es importante divulgar, pero sin antes aprovechar esa información privilegiada. Los ejecutivo de las organizaciones ya se han percatado que al momento de divulgar información y teniéndola desde antes, aprovechan el privilegio de contar con información privada, de manera anticipada que el resto del mercado, lo que provoca que los precios de las acciones tiendan a cambiar, sin lograr cuantificar el efecto que la utilización produce (Chauvin & Shenoy, 2001). Algo similar plantea (Noe, 1999), que estudio la divulgación de la información por parte de las compañías, percatándose que los ejecutivos ocupaban la información privilegiada para poder realizar transacciones entre ellos, antes de divulgar la información, provocando la obtención de precios favorable de las acciones.

El manejo de información y posterior divulgación, hacen hincapié que la manipulación de información tanto en la veracidad que se desea entregar en el mercado, como en el día que se desea dar a conocer al público externo de la compañía. Con el objetivo de poder controlar el precio de las acciones, entre unas de las acciones que algunas compañías utilizan para poder manipular el precio de las acciones es a través de la entregar información falsa al mercado, ya sea para generar menor expectativa al mercado del verdadero valor de la compañía (sub valorado), o con el objetivo de aumentar las expectativas del mercado del verdadero valor de la compañía, provocando que el precio de la acciones aumenten su valor (sobre valorado) (Jaffe (1974) citado en Seyhun, 1986). Además, se han realizado estudios que han demostrado que cuando las empresas tienden a diversificarse industrialmente y geográficamente, esta acción se asocia a un menor grado de manipulación de los beneficios (Jiraporn, Kim, & Mathur, 2008) y por ende, la diversificación corporativa, logra como resultado una estrategia que destruye valor a la compañía (Berger & Ofek, 1995). Esto se produce, debido a que al poseer un mayor grado de diversificación, produce un mayor grado de asimetría de información, producto al aumento de la complejidad de las operaciones; la estructura de gestión y la estructura de la propiedad de la empresa (Nam, Tang, Thornton, & Wynne, 2006). Sin embargo las investigaciones realizadas más recientemente, han afirmado que ha una mayor diversificación industrial no está asociado con el aumento de la asimetría de la información (Thomas, 2002).

Existen un gran número de empresas que han intentado manipular las ganancias reportadas antes de una fusión y/o adquisición; ya que al realizar este tipo de acto, para inflar las ganancias reportadas, buscando impulsar los precios de las acciones (sobre valorado), con el objetivo de poder que el precio de las acciones aumenten (Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004); que examinó una muestra de 12.023 de las empresas públicas, entre los años 1980 y el 2001

1.5.6 INSIDERS

El concepto Insider, 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. Es decir, 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. Por lo antes mencionado, queda en claro la importancia de regular el uso de información privilegiada, es por ello que es necesario identificar aquellos sectores industriales en donde existe evidencia de este tipo de hechos.

1.5.7 SECTOR INDUSTRIAL

El término de sector industrial, hace referencia a una clasificación de la economía en función al proceso productivo que lo caracteriza. Es aquí en donde desde los inicios de la humanidad se necesitó la elaboración y/o realización de diversos bienes y servicios, con el objetivo de poder satisfacer las diversas necesidades. Sin embargo, la manera de como se producen en el mundo ha ido cambiado drásticamente, pasando de un modelo artesanal (menor volumen de producción), a una producción industrializada (mayor volumen de producción, y homogeneidad).

Este cambio, en la manera de producir bienes y mercancías se implementó tras la utilización de maquinarias y la fabricación a gran escala. Modificando la manera de la elaboración de bienes. Muchos de estos cambios, se vieron sus primeros inicios entre la segunda mitad del siglo XVIII y el principio del siglo XIX; fecha en que se produjo la revolución industrial. Tras estos cambios producidos, se buscó dar respuestas eficientes y efectivas a las diversas necesidades humanas, elaborando productos con mayor grado de homogeneidad entre sí, y cada vez con un mayor grado de complejidad; entregándole un valor agregado.

Tradicionalmente, se conocen tres grandes sectores industriales que son el sector primario, el sector secundario y el sector terciario. Que es importante definir con anterioridad para evitar confusiones (Almeida, Carlos, Leodoro, & Angelo, 2004).

- **Sector primario:** es aquel, que a partir de sus actividades, obtiene el producto directamente de los recursos naturales, transformándolo en materia prima no elaborada; destinada principalmente a la producción industrial y al abastecimiento de determinados tipos de servicios; tales como la agricultura, la ganadería, la caza la pesca y la extracción de minera y la madera es decir todas las actividades que implique el uso de las plantas, animal y mineral, pero que esto no implique una agregación de valor vía industrialización.
- **Sector secundario:** comprende a todas aquellas actividades económicas de un país, relacionado con la transformación industrial de materia prima o mercancías, que se utiliza tanto para la fabricación de nuevos productos, como para abastecer directamente las necesidades del mercado. Se sub divide en tres subsectores que son la industria de la construcción, la industria de servicios público (generación y distribución de energía eléctrica, el procesamiento y distribución de agua, gas entre otros.
- **Sector terciario:** incluye a todas las actividades que no producen una mercancía como tal; sino una prestación de un servicio. Fundamental para el correcto funcionamiento de la economía en general. Este sector incluye el comercio, la

industria hotelera, transporte, servicios financieros, las comunicaciones, los servicios de educación, los servicios profesionales, etc.

Es en este contexto muchas empresas se dan cuenta de la búsqueda de la calidad no tan solo de los productos, sino también en los servicios ofrecido, debido a la unión de los bienes tangibles e intangibles constituye una diferencia con la competencia (Fiates (1995) citado en Almeida, Carlos, Leodoro, & Angelo, n.d.).

1.5.8 FIJACIÓN DE PRECIOS DE LAS INDUSTRIAS

Las empresas que se encuentran en sectores económico homogéneo, se enfrenta a variables económicas relativamente similares, es por ello que las ganancias de toda la industria debería ser más constante a través del tiempo, que las industria heterogénea en donde las fuerzas económicas del mercado no afecta a todos los participante del sector industria de la misma forma y más aún, distintas variables que afecta a los distintas compañías y en distinto grado. Lo que provoca que los inversores no distinguan en su totalidad la persistencia; lo que provoca que las variaciones de las ganancias de toda la industria reaccionen de forma exagerada a la a la persistencia de las utilidades una compañía en específico; que se comporta de manera menos constante a través del tiempo que el sector (Hui, Nelson, & Yeung, 2015).

Diversas encuestas indican que profesionales, del rubro financiero ven que los resultados obtenido por la industria como uno de los factores más importante que afecta a la sostenibilidad de las ganancias de la empresa (Dichev & Graham, 2013). En otras palabras, es que los analistas financieros, toman el rendimiento del sector, como el rendimiento que poseerán en las industrias del sector; queda claro decir que el rendimiento del sector no necesariamente es el resultado de una compañía; ya que dicho resultado se puede ver influenciado por un grupo de empresas del sector, debido a que las empresas del sector no siempre son homogéneas entre sí. pero a pesar de dispersión de las organizaciones de determinado sector industrial; la mayor proporción explicado por las variaciones de los ingresos de una empresa puede ser explicado por las noticias a nivel industrial (Ball &

Brown, 1968). Esto se ve explicado principalmente por las perspectivas que genera los resultados del sector en los inversores.

Las investigaciones realizadas con anterioridad, han concluido que las malas noticias son menos persistentes que las buenas ganancias (Patatoukas & Thomas, 2010). Esto quiere decir que las ganancias específicas son menos constante a través del tiempo, que las ganancias generada por toda la industria. Indicando la posibilidad que las malas noticias es una medida específica a cada compañía.

Algunos estudios realizado han concluido que las empresas deciden controlar de mejor forma la información “mala” de una empresa, y divulgar de mayor forma la buena, puesto que evita la disminución de los precios de sus acciones (Sletten, 2012). Lo que rectifica lo planteado por (Augusto & Franco, 2006), señalando que los precios de las acciones no reaccionan solamente a través de la divulgación de información de la propia compañía; sino a su vez a otra información indirectamente asociada a las compañías.

1.5.9 RETORNO

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.

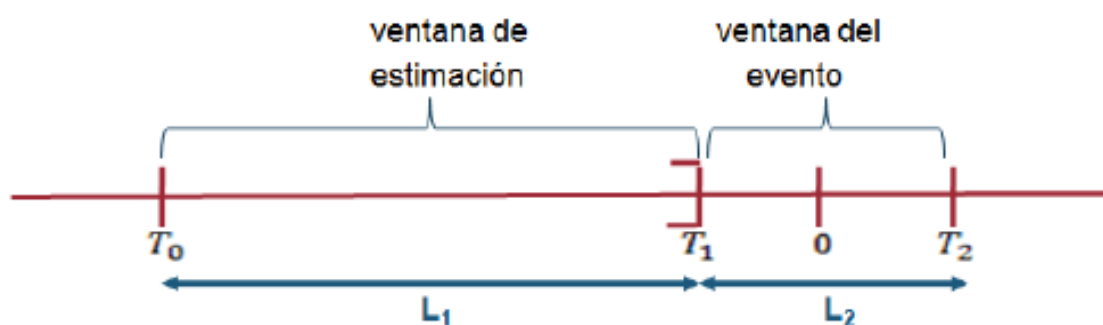
Además, las expectativas de utilidades de la empresa dependen de factores que no están directamente relacionados con la actividad económica desarrollada por la sociedad, tales

como la situación económica general país y el ambiente de negocios (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015). Debido a que la información de toda la industria y la empresa en específico que se desea evaluar el ingreso y la medida de cómo esta información se refleja en las acciones de la compañía refleja las variable presente en el mercado; como lo son los gustos de los consumidores, las nuevas tecnologías utilizada en la producción, las normar presente, entre otras variables (Hui et al., 2015)

1.5.10 RETORNO ANORMAL Y NORMAL

Para poder determinar la existencia de información privilegiada 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 analizaran 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 ilustración N°3 muestra la línea de tiempo para determinar el retorno anormal, la cual se abordará con más detalles en el capítulo III.

Ilustración 3 Ventana del Evento



Fuente: Velásquez (2009).

RETORNO NORMAL

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).

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, Reyes, Villaroel, Parisi, & Cornejo, 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.

Diferentes autores han intentado analizar, las variaciones de los precios de las acciones en el futuro, a través de la creación de un modelo que busque incorporar las variables que posean mayor grado de relevancia, a través de la percepción de posible retornos anormales

ganado por inversionistas, y, sobre todo, en la búsqueda de analizar si los precios se ajustan rápidamente a la nueva información (Fama et al., 1969).

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO- CONCEPTUAL

En este capítulo se aborda el marco conceptual y teórico del estudio. Primero se exponen los principales conceptos relacionados con el estudio, con el objetivo de familiarizar al lector con la terminología técnica y lograr así una mayor comprensión del texto. Además, se realiza un análisis de la literatura existente sobre el tema de estudio, en este caso, el uso de información privilegiada en las fusiones y adquisiciones de los sectores industriales en Chile entre el periodo 2010 - 2014, por lo que se revisa literatura sobre temas relacionados tales como, el mercado de valores, los procesos de fusiones y adquisiciones, características de los sectores industriales, el uso y prohibición de información privilegiada y además se profundiza en la metodología denominada “estudio de eventos”. De esta forma se pretende generar un conjunto de conocimientos que permita un mejor entendimiento de la investigación.

2.2 MARCO TEÓRICO

2.2.1 MERCADO DE VALORES

El mercado de valores chileno se viene desarrollando desde principios del siglo XIX, en 1840 se trató de formar la primera bolsa de valores, la cual solo tomo forma en 1893 como la Bolsa de Comercio de Santiago. En 1954 se dictó la ley de sociedades anónimas incorporadas al Código de Comercio en 1965 y finalmente en 1981 se dictó la actual ley de sociedades anónimas.

Este mercado 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. Según Brealey & Myers, (2003) los mercados son más eficientes cuando todos tienen acceso a la misma información y al mismo tiempo, pero en la 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, por lo que son denominados “Insiders”.

Por lo 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). ya que ha quedado en manifiesto, el importante rol que cumple la obtención de información, en especial dentro del mercado de valores; en donde dicha información se refleja rápidamente en el valor de la empresa. En donde la información de interés, se incorpora rápidamente en el valor de la empresa (Aitken, 1998 citado en Hemang Desai, K Ramesh, S Ramu Thiagarajan, 2002)

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 dada a estos de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos

contra el uso ilícito de la información privilegiada, considerando que las operaciones con información de este carácter que suponen ventajas para ciertos inversores deterioran esta confianza y entorpecen así ese buen funcionamiento.

2.2.3 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 (Aragónés & 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. (Aragónés & 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. es decir, que a través de la historia del mercado de capitales, se ha percibido una preocupación respecto a la variación de los precios de las acciones, y sobre todo saber cuál sería sus causas, es hay en donde ha quedado comprobado de que los precios de las acciones cambian a medida que se obtiene nueva información y los inversionistas tienden a reevaluar los activos en base a esa nueva información (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2003)

De manera que 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 (Aragónes & Mascareñas, 1994). Es por ello que 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.

2.2.4 HIPÓTESIS DE MERCADOS EFICIENTES

Históricamente se ha hablado de 3 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.

- 1) 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 tornara 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.
- 2) 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, entre otros. Es

decir, usando cualquier información pública es imposible construir una estrategia exitosa de especulación y predecir los futuros movimientos de precios.

- 3) 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 lo que 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). Demostrando que el mercado de valores se comporta de manera eficiente; cuando toda la información disponible en el mercado, ya sea esta directa o indirectamente relacionadas con las

compañías, refleja los precios de los títulos. Ya que los precios de las acciones cambian a medida que llega nueva información y los inversionistas reevalúan los activos y la decisiones tomadas en base a esta nueva información (Ross et al., 2003)

2.2.5 FUSIONES Y ADQUISICIONES

En los últimos tiempos las Fusiones y Adquisiciones (F&A) se han convertido en una alternativa para que las empresas puedan afrontar los retos de un mercado global diversificado, manteniendo una ventaja competitiva, logrando establecerse como entidades más sólidas y alcanzando un crecimiento constante (Saavedra et al., 2012)

Las fusiones y adquisiciones constituyen operaciones utilizadas para unificar inversiones y criterios comerciales entre dos empresas, las que acuerdan competir juntas en vez de cada una por separado (Panchana et al., 2006)

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 (“Cuestiones básicas y metodología en el proceso de fusiones y adquisiciones,” 2014”). A partir de este punto será cuando se podrá determinar si la operación tiene una motivación adecuada para ser un éxito o un fracaso.

2.2.6 MOTIVOS PARA REALIZAR FUSIONES Y ADQUISICIONES

Existen diversos motivos por los cuales llevar 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:

a) 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.

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 (García, 2014)

b) SINERGIAS FINANCIERAS

Una fuente de sinergias financieras es el bajo costo de la financiación interna en comparación con la externa. Empresas con un gran flujo de caja interno y pequeñas oportunidades de inversión tienen exceso de flujo de caja. Empresas con una baja generación de fondos y con grandes oportunidades de crecimiento necesitan financiamiento adicional. Combinando ambas puede resultar una ventaja por los bajos costos 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).

c) 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 (García, 2014)

d) PODER DE MERCADO

Al tomar el control corporativo o fusionarse con otra empresa, las empresas adquirentes 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.)

e) 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 (García, 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.

f) 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. (García, 2014)

2.2.7 VENTAJAS Y LIMITACIONES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Como se mencionó anteriormente las F&A surgen por diversos motivos, estos motivos pueden generar ventajas o limitaciones según sea el caso en particular, por lo que es necesario tener en cuenta que no todo proceso de F&A es siempre fructífero. En la tabla N°3 resume algunas de estas limitaciones y ventajas de acuerdo al trabajo de Zozaya (2007).

Tabla 3: Limitaciones y Ventajas de las Fusiones y/o Adquisiciones

VENTAJAS	LIMITACIONES
<ul style="list-style-type: none"> • Disminución considerable de los gastos de operación y/o producción, al reducirse el personal. • Desaparece la rivalidad y la competencia leal o desleal que les impide a las empresas tener un mayor poder económico y la realización de mayores beneficios. • Mayor rentabilidad, porque los instrumentos de producción son mejor utilizados cuando son manejados bajo una gestión única o se encuentran concentrados en un mismo espacio, reduciendo de forma considerable los costes. • La compañía absorbente se convierte en una sociedad más sólida, con disfrute de mayor crédito comercial. • Garantiza una administración más metódica y una fiscalización más centralizada. • Mejora la presencia o imagen corporativa. 	<ul style="list-style-type: none"> • Las fusiones y adquisiciones entre empresas del mismo sector o sectores afines están generando un serio problema de desempleo al cerrar plantas o despedir por cuestiones de modernización tecnológica de la empresa. Esto se está viendo agravado por la difícil situación económica que estamos atravesando actualmente. • Al realizar una operación de fusión la comunicación entre los directivos y los empleados debería ser abierta, honesta y constante para el buen entendimiento de la misión, los nuevos valores y la cultura empresarial. De esta forma se evitarían esfuerzos y actividades innecesarias. Pero en la realidad esto no ocurre, y supone un aumento de los costes para la compañía. • Disminuyen las opciones comerciales para el cliente, es decir, al haber mayores monopolios, la tendencia es hacia la estandarización de los bienes y servicios, lo que

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la capacidad instalada. | impedirá al cliente decidir en función de sus gustos y necesidades. |
|--|---|

Fuente: elaboración propia

2.2.8 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 (García, 2014).

Uno 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 Jarrell & Bradley (1980), estudiaron el efecto de la regulación sobre las ofertas públicas de adquisición, en su trabajo se muestra que el Premium⁴ 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

⁴ Premium = [Precio ofrecido/Precio de la acción 40 días antes de la oferta] – 1

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), mejoró 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 concluyó 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.

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 con-seguro, pero neutralizado como consecuencia del aumento en el apalancamiento.

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.

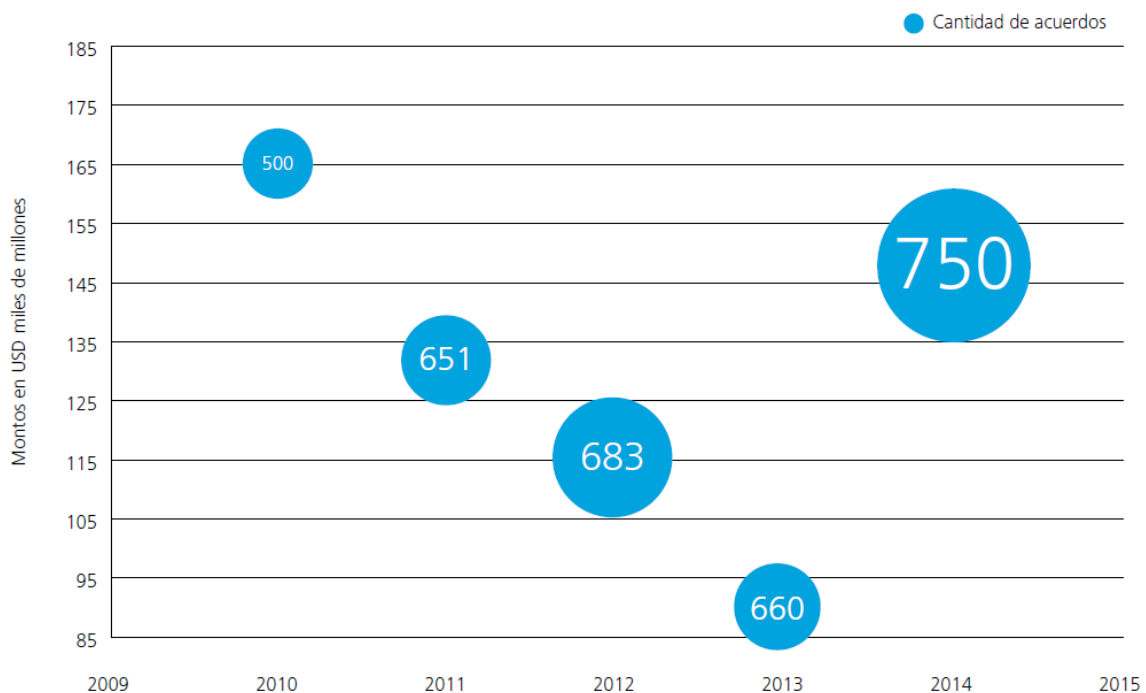
Eckbo (1983) encuentra que los rivales de las fusiones horizontales anunciadas, obtienen, en promedio, retornos anormales significativamente positivos a la hora del aviso de la propuesta de la fusión; mientras que las noticias subsecuentes de la queja anticompetitiva causan una reducción en el valor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

2.2.9 FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LATINOAMERICA.

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 ilustración N°4, 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.

Ilustración 4: Evolución de cantidad de acuerdos y montos totales en el mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica.



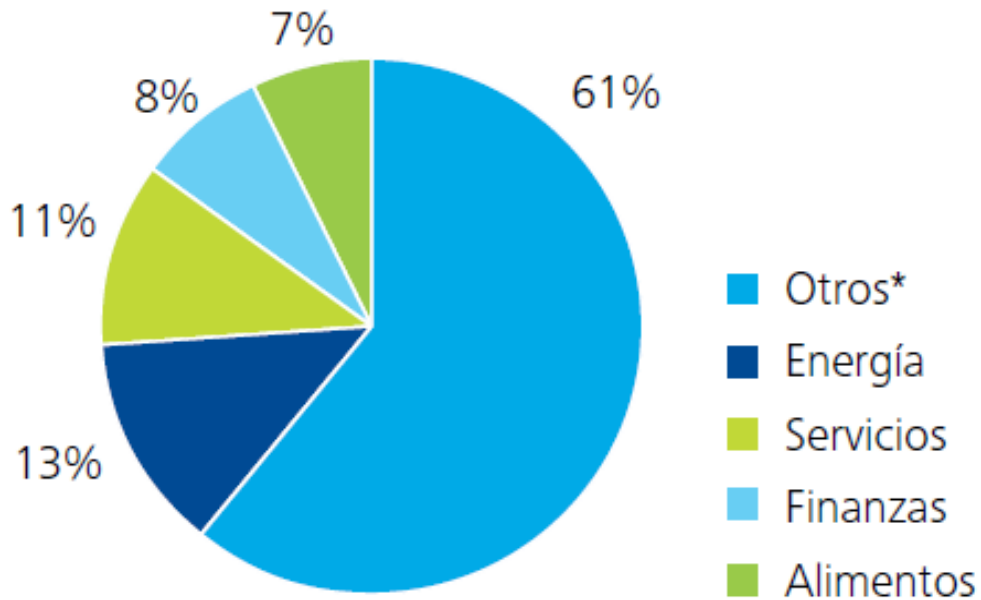
Fuente: (Deloitte, 2015)

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 ilustración N°5 muestra la distribución porcentual de acuerdo por sector económico.

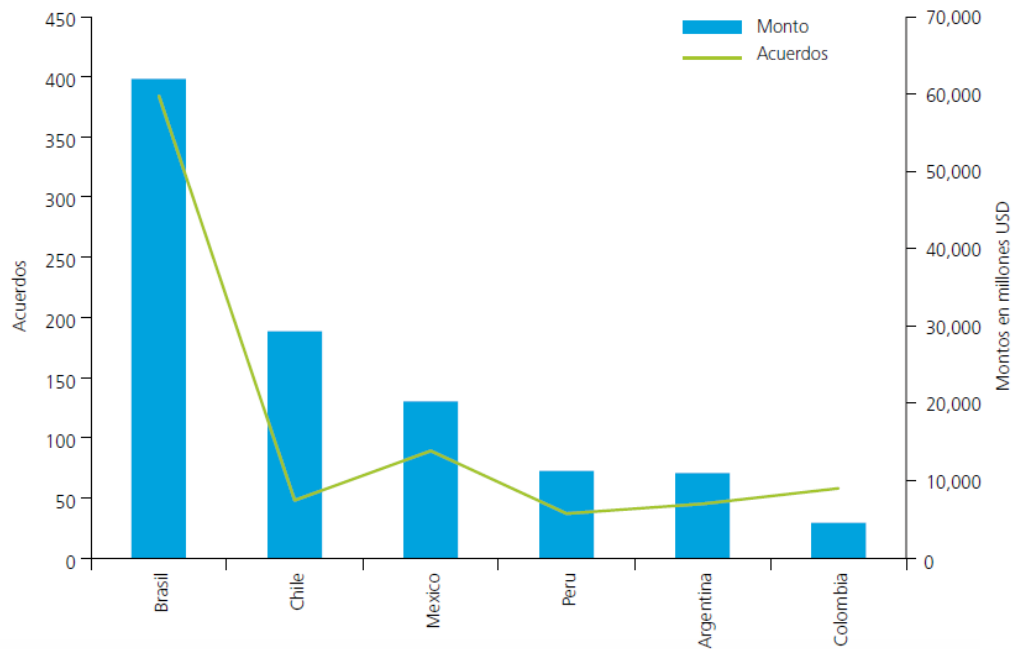
Ilustración 5: Principales sectores económicos de la región



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 ilustración N°6 se puede observar los principales países para el mercado de fusiones y adquisiciones, según cantidad de acuerdos y montos totales.

Ilustración 6: Principales países según cantidad de acuerdos y montos totales.



Fuente: (Deloitte, 2015)

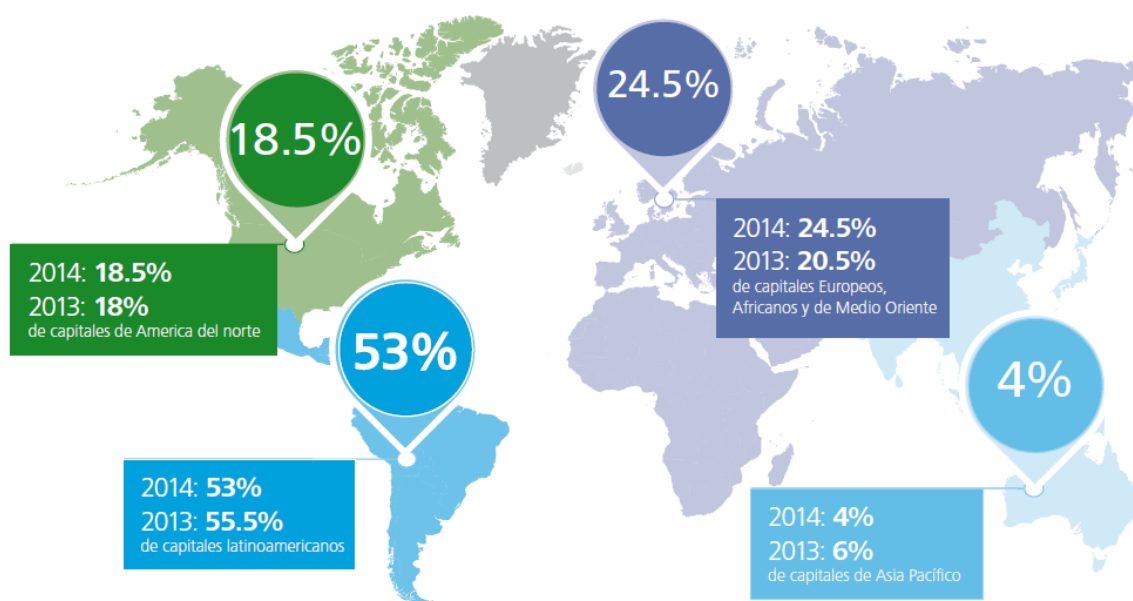
Brasil lidera el mercado de fusiones y adquisiciones latinoamericano en 2014 tanto en el valor total de adquisición de empresas brasileras como en la cantidad de acuerdos de transacción.

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 ilustración N°7 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.

Ilustración 7: 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.

2.2.10 FUSIONES Y ADQUISICIONES EN 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.

2.2.11 USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA

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 SEC, genera rendimientos anormales.

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).

Demostrando que los precios de las acciones, se ven afectado no tan solo con la divulgación divulgada por las empresas, sino también a otras información ya sea directa o indirectamente con las compañías (Cutler, Poterba, & Summers, 1989).

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.

Poder obtener esta ventaja frente a los demás participantes, propicia a que surjan 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 autores como Hillier, Korczak, & Korczak (2015) analizaron el abuso 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 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.

Variadas son las posturas frente al insider trading, algunos mencionan que al ser controlado es beneficioso para el mercado, ya que aumenta la información y mejora la eficiencia. Sin embargo O'Hara (2001) postula 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.

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.

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.

Es así como Brockman, Tresl, & Unlu (2014) estudian el insider trading y los pagos de dividendos, 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. También Velásquez (2009) en su estudio analizó el impacto de anuncios de eventos en el mercado accionario colombiano, obteniendo que el impacto de esos anuncios es semejante al que se espera y se observa en otros mercados.

Alguno autores nacionales que investigaron sobre los efectos del uso de información privilegiada fueron por ejemplo, Vasquez (2008) que analizo los periodos de publicación de los estados financieros, concluyendo que existía presencia de retornos anormales en dichos periodos, como también lo hizo Ramírez & Yáñez (2010) que estudiaron los movimientos de los insider en los periodos de Blackout (fechas cercanas a los anuncios de ganancias), los cuales realizan transacciones antes y después del periodo de cierre obteniendo retornos anormales.

2.2.12 FUNDAMENTOS PARA LA PROHIBICIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

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 lograr sus objetivos (Velar, 2003).

Sin embargo, sólo hasta 1723 es que se tiene registro de una denuncia concreta acerca de éste tipo de prácticas, cuando Sir John Barnard, sobresaliente conocedor de los negocios

londinenses, denunció que personajes vinculados a la Compañía de las Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, pues al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron las respectivas acciones. Poco tiempo después, cuando dicha noticia ya era de conocimiento público, el valor de las acciones de esas empresas cayó en más de un 50%, con lo cual aquellas personas que tuvieron conocimiento anticipado de esa información, vendieron sus derechos sociales y así se evitaron un perjuicio considerable a sus patrimonio, a diferencia de lo que ocurrió con los demás accionistas (outsiders).

Otro caso especialmente grave ocurrió en Gran Bretaña, cuando el órgano encargado de la supervisión del comercio e industria londinense, la DTI (*Department of Trade and Industry*) realizó investigaciones sobre los negocios de la Fábrica de Cerveza y Licores "Guinness", esta empresa en apenas cinco años, había dejado de ser una pequeña empresa familiar para convertirse en una empresa líder en la exportación de alimentos y bebidas, finalizada la investigación resultaron involucradas otras entidades, como el Banco Mercantil Morgan Grenfall, lo que originó la renuncia del Gerente General y del Jefe del Departamento Financiero del Banco involucrado, así como la prematura cesantía del Presidente de la Corporación; la referida investigación tuvo incluso implicancias externas, la SEC norteamericana (*Securities and Exchange Commission*), ente similar a la DTI, logró información que le permitió encontrar serias irregularidades relacionadas con el uso de información privilegiada en la Bolsa de Nueva York y en Wall Street. (Reyna, L. citado en (Velar, 2003)).

Diversos estudios han concluido, que en reiteradas ocasiones cuando los precios de las acciones de las empresas, se encuentran con una clara tendencia a la caída de su precio los Insiders poseen un incentivo para vender acciones; antes del desplome de su valor (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, 1996).

ESTADOS UNIDOS

En 1929 con la crisis de la Bolsa de Nueva York, se inició 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. Luego en 1934 se dictó la *Securities Exchange Act* (Ley de Mercado de Valores), que complementaba a la ley anterior, solo que 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. (Velar, 2003).

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)

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, la transparencia, la fe pública y tomando como ejemplo la legislación de los estados unidos. Sin embargo Ried, (2004) plantea en el mismo trabajo que dichas razones 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 de información privilegiada, 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 168, entre otros aspectos.

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.

2.2.13 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 marketing, producción, gestión, entre otras (Martin, 2003).

Estos se utilizan para examinar los retornos de una empresa durante la ventana del acontecimiento, para determinar si dichos retornos son anormalmente, ya sean 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.

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA

En este capítulo se explicara 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 las fusiones y adquisiciones en el mercado de valores chileno. Además se definirá la muestra con la que se trabajara y los distintos modelos que se aplicaran.

3.1 CARACTERISTICAS DEL ESTUDIO

El estudio que se llevó a cabo, es una investigación cuantitativa de corte longitudinal abarcando un periodo de 5 años, durante los cuales se realizara 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 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) obteniendo los hechos esenciales que se hayan emitido durante dicho periodo, de un total de 1074 empresas ya sean estas emisoras de valores de oferta pública o sociedades anónimas abiertas (según Ley nro. 20.382). De esta forma se construirá 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 procederá a obtener los precio 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 procederá a aplicar los tres modelos que se mencionan a continuación.

Productos a que muchas empresas, usan como estrategia la diversificación, en el caso de estudio no es la excepción. Para poder determinar aquellas empresas que se encuentran en 2 o más sectores industriales al mismo tiempo; se designó solamente un sector industrial en donde poseía mayor presencia en comparación a sus otras unidades de negocio.

3.2 HECHOS ESENCIALES

Como se ha mencionado con anterioridad, se considera los “Hechos Esenciales” emitidos por las empresas a través de la Superintendencia de valores y seguro (SVS). Como toda información de carácter esencial, cuando esta se es importante para la decisión de los inversionistas y/o potenciales inversionistas.

Los hechos esenciales, son publicados por todas aquellas empresas listadas dentro de la SVS; ya sean que estas emitan acciones o no; dentro del mercado chileno. Para todas aquellas empresas que se encuentran en el listado de la SVS, se encuentran obligados a la publicación de todos sus hechos esenciales; con el objetivo de que todos los agentes que participan en el mercado posean la misma cantidad de información y al mismo tiempo. Para así evitar que se produzca asimetría de información. La publicación de los hechos esenciales, deben contener cierta información como mínimo (logo y nombre de la empresa, fecha de publicación del hecho esencial, RUT de la empresa, dirección, tipo de hecho esencial, anuncio, firma del encargado).

Para la realización del estudio, se recopilieron todos los hechos esenciales publicados por todas las empresas listadas en la SVS, ya sea si actualmente se encuentran vigente o no. Para su posterior identificación de aquellas empresas que presentaron anuncios de Fusión y/o adquisición y clasificación según sector industrial que se encuentra la empresa. El periodo que se trabajara será de 5 años, que abarcará desde el 01 de Enero del 2010, hasta el 31 de Diciembre del 2014.

La cantidad de empresas que se encuentra durante ese periodo de tiempo, listado dentro de la SVS y que han realizado anuncio de hechos esenciales son 1.047 empresas.

3.3 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 fórmula (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 fórmula (2).

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

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

3.3.1 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 fórmula (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.

3.3.2 MARKET MODEL

El modelo de mercado o el modelo APT de un solo factor (Fama, 1976), el cual se presenta a continuación en la fórmula (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 fórmula (5)

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

3.3.3 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 $\hat{\beta} = 1$. La fórmula queda expresada en la fórmula (6)

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

3.4 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)

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

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

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

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.

3.5 DEFINICIÓN DE LOS EVENTOS

Producto de los últimos sucesos ocurridos en el último tiempo en el país, en donde se ha mostrado claramente; que muchas organizaciones y personas han presentado información privilegiada; en donde existe gran importancia e interés en poder revertir esta situación; llevando a los mercados a poseer mayor nivel de simetría de información, disminuyendo el uso de información privilegiada, ya que en muchas ocasiones se utiliza en beneficios propios; en desmedro de los intereses de terceras personas. Es por ello la importancia y la relevancia que se analice la existencia de uso de información privilegiada como primera medida, para poder identificar si existe en los mercados asimetría de la información, si esto se llegase a demostrar, de esta forma poder tomar las medidas necesarias para revertir dicha situación.

Para el análisis del estudio del uso de información privilegiada, en fusiones y adquisiciones de empresas chilenas entre los años 2010 al 2014, se analizó la totalidad de las empresas que cotiza o cotizo 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 tomó 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. Y para posteriormente clasificar 11.938 hechos esenciales, por empresa, tipo de hecho esencial y fecha.

Esta clasificación tomo todos los tipos de hechos esenciales emitidos por las distintas entidades en el periodo de tiempo antes señalado, los cuales se encuentran detallados en el anexo N° 1.

Al obtener todos los hechos esenciales que presentaron fusión y/o adquisición; entre el periodo 2010 al 2014, el tamaño de la muestra se redujo a 198 empresas, las cuales se encuentran detalladas en el anexo N°2.

Al analizar todas las empresas que presentaron hechos esenciales relacionados con fusión y/o adquisición, se obtuvo el promedio de hechos esenciales por año; ya que las 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.

Posteriormente, 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. Para ellos se tomó en consideración a todas las empresas que cotiza en la bolsa de valores en Chile, ya que permite tener acceso a los precios diarios de las acciones, para medir los efectos en base a la volatilidad de sus valores y tener acceso a la información necesaria de las distintas empresas.

Posterior a dicho análisis de las empresas que cotizaban en la bolsa de valores en Chile, se necesitaba como requisitos mínimo que cotizaran un 80% en el total de los días necesario para el estudio, esto tomando los días del periodo limpio correspondiente a 200 días, y los días del evento (antes, durante y después del anuncio de fusión y adquisición), correspondiente a 81 días; 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 o adquisición en algún porcentaje significativo. De estas 13 corresponden al sector secundario y 48 corresponden a empresas del sector terciario; cabe destacar que no se posee registro del sector primario, debido a que las empresas que presentaban fusión y/o adquisición entre los años 2010 y 2014; y contaban con participación en el sector primario, dicha participación era menor a la que poseen en otro sector industrial

La tabla 5 muestra el listado de las entidades junto al tipo de anuncio, la fecha y una breve descripción del acontecimiento, con esta muestra se realizarán los análisis respectivos en los siguientes capítulos.

Tabla 5: Listado de eventos considerados para el estudio, como Fusión y/o Adquisición

Empresa	N° de Evento	n° total	Acción	Acrónimo	Tipo anuncio	Fecha	Descripción
1	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	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	1	3	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	1	4	SONDA SA	SONDA	adquisición	23-04-2010	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa brasilera Telsinc
	2	5	SONDA SA	SONDA	adquisición	29-04-2010	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa brasilera Softeam
	3	6	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
	4	7	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
	5	8	SONDA SA	SONDA	adquisición	04-11-2010	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa argentina Ceitech
	6	9	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
	7	10	SONDA SA	SONDA	adquisición	08-03-2012	Adquirió el 100% de la propiedad de la empresa brasileña Pars

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

	8	11	SONDA SA	SONDA	adquisición	04-05-2012	Adquirió el 100% de la propiedad de la sociedad Elucid Solutions S.A en Brasil
	9	12	SONDA SA	SONDA	adquisición	13-03-2014	Adquirirá el 100% de la propiedad de la empresa brasileña Ctis
4	1	13	SIGDO KOPPERS SA	SK	adquisición	02-08-2010	Adquirió el 53,73% de las acciones emitidas por Enaex
	2	14	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
	3	15	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	1	16	SALFACORP SA	SALFACORP	adquisición	07-01-2011	Salfa Ingeniería y Construcción S.A unidad de Salfacorp S.A adquirirá el 100% de la empresa Teca S.A
	2	17	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
	3	18	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	1	19	S.A.C.I. FALABELLA	FALABELLA	adquisición	17-09-2014	la sociedad filial Sodimac Perú S.A adquirió el 100% de las acciones de la sociedad maestro Perú S.A
7	1	20	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

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

8	1	21	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
	2	22	PARQUE ARAUCO SA	PARAUCO	adquisición	21-09-2010	La sociedad inmuebles Panamericana S.A filial de Parque Arauco en Perú, celebros un contrato de compraventa en el que adquirió el 67% del capital accionario de Altec trading S.A.C.
	3	23	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
	4	24	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	1	25	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.
	2	26	LATAM AIRLINES GROUO SA	LAN	adquisición	27-10-2010	LAN celebros 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	1	27	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.
	2	28	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	1	29	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	1	30	AES GENER S.A	AESGENER	adquisición	28-03-2014	50,01% acciones de Guacolda

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

13	1	31	ALMENDRAL S.A	ALMENDRAL	Fusión	28-11-2011	fusión por incorporación de GTD
14	1	32	BANMEDICA S.A	BANMEDICA	Fusión	30-07-2010	Fusión de la filial Banmedica International SPA con la sociedad Inversiones Salud Interamerica S.A de Panama
15	1	33	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.
	2	34	BESALCO S.A	BESALCO	adquisición	06-11-2012	adquisición del 50,01% de construcciones civiles S.A
16	1	35	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	18-07-2012	adquisición del 100% de la sociedad servicio Clínico S.A
	2	36	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 Fácil S.A
	3	37	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	17-07-2013	adquisición del 70% de sociedad Anglolab S.A
	4	38	BUPA CHILE S.A	BUPA	adquisición	10-09-2013	adquisición del 100% de sociedad Mediperu S.A
17	1	39	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
18	1	40	CAP S.A	CAP	adquisición	17-03-2010	adquisición del 51% de Puerto las Losas S.A
19	1	41	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	05-03-2010	Acuerdo de adquisición del 100% de la sociedad Súper Familia Comercial de Alimentos Ltda. De la ciudad de Fortaleza, Brasil

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

2	42	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	28-04-2010	Acuerdo de adquisición del 100% de la participación de Carballo Faro y cial tda en la sociedad Perini Comercial de Alimentos Ltda de la ciudad de Salvador, Brasil
3	43	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	15-10-2010	Acuerdo de adquisición del 100% de FagParticipacoes Ltda e Irmaos Breta, Filhos e cia tda. Los cuales comprara la cadena de supermercados BRETAS
4	44	CENCOSUD S.A	CENCOSUD	adquisición	07-10-2011	Acuerdo de adquisición del 85,58% de comercial Johnson S.A
20	1	E.CL S.A	ECL	Fusión	29-01-2010	fusión a través de la absorción de inversiones Tocopilla – 1
21	1	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
22	1	ENERSIS S.A	ENERSIS	adquisición	01-04-2014	adquisición del 50% de Gasatacama holding limitada
2	48	ENERSIS S.A	ENERSIS	Fusión	29-05-2013	Fusión por absorción de sus filiales; inversiones sudamericana limitada. Absorbiendo a Cono Sur
3	49	ENERSIS S.A	ENERSIS	Fusión	25-11-2014	fusión a través absorción de sus filiales; ICT Servicios Informáticos Limitada absorbiendo a Inmobiliaria Manso de Velasco Limitada
23	1	COMPAÑÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A	CGE	Fusión	29-09-2011	Se anuncia la fusión por incorporación de las filiales de CGE; de Transnet S.A con la empresas Emel S.A la que se disolverá
24	1	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A	ENTEL	Fusión	28-11-2011	acuerdo de fusión: Entel se fusionara por incorporación con GTD
25	1	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

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

26	1	53	EMPRESA IANSA S.A	IANSA	adquisición	07-04-2010	adquisición del 100% de Ed&f Man Chile Limitada. A través de la filial Iansagro SA
27	1	54	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
	2	55	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)
	3	56	EMPRESA COPEC S.A	COPEC	adquisición	14-03-2012	adquisición del 98,24% de Proenergia Internacional S.A a través de la filial Copec Investments Ltd., filial de Empresas Copec SA
	4	57	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.
28	1	58	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
29	1	59	FORUS S.A	FORUS	adquisición	02-09-2013	adquisición del 100% de Siete Veintes S.A
	2	60	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.
30	1	61	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

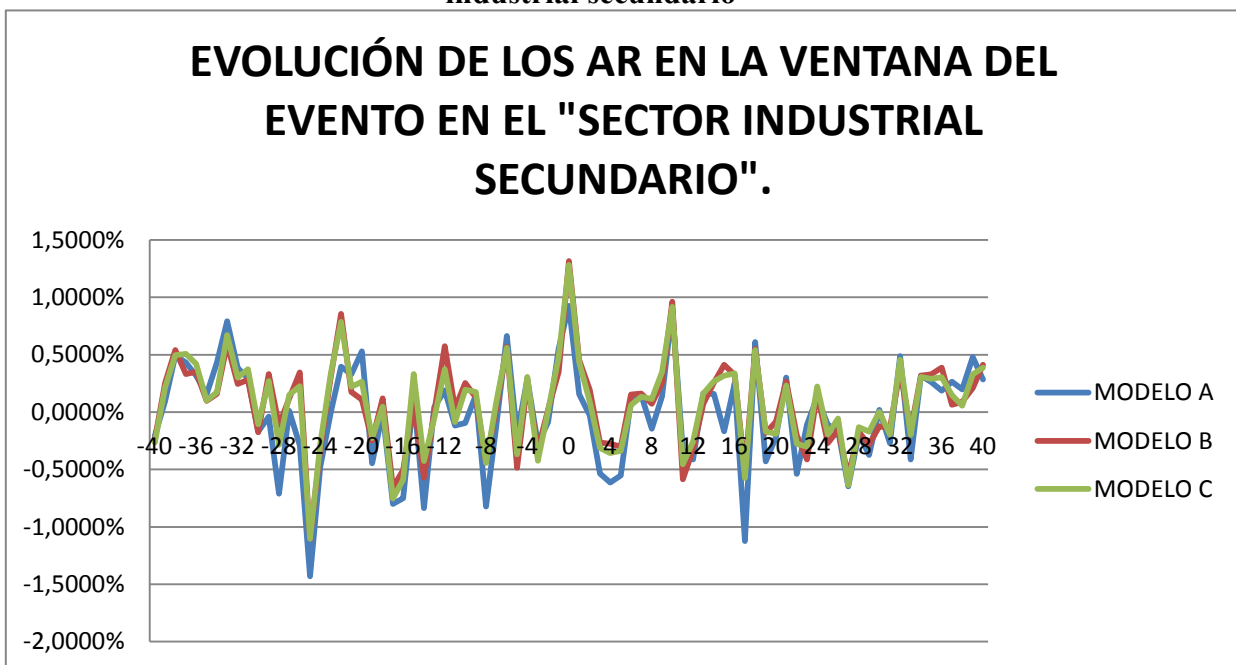
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS

En este capítulo se analiza 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 determinará si estos anuncios provocan retornos anormales en el precio de las acciones, dejando en evidencia el posible uso de información privilegiada en el mercado de valores chileno.

4.1 CALCULOS RETORNOS ANORMALES PROMEDIOS

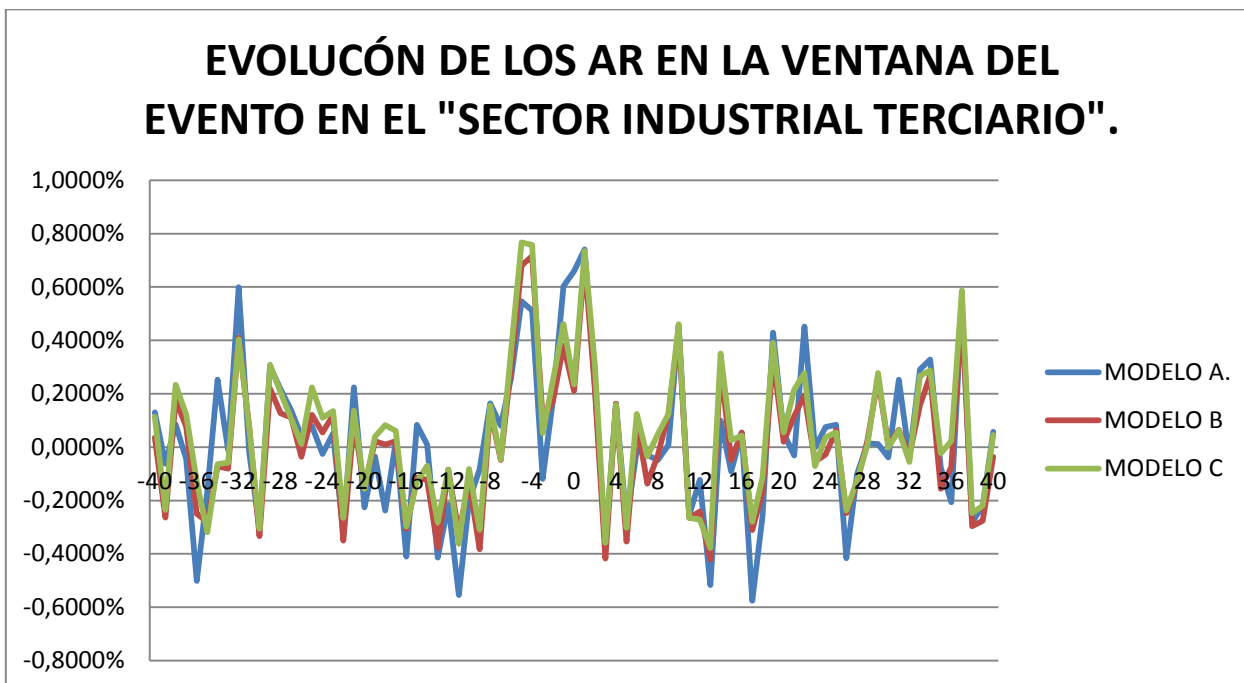
Los anexos N°3 y N°4, muestra los retornos anormales promedio del conjunto de empresas en cada periodo t, de la ventana del evento. Así el retorno anormal del periodo -40 considera el promedio de los residuos de cada anuncio considerado en el estudio en el caso de las empresas correspondiente al sector industrial secundario y al sector industrial terciario respectivamente. La ilustración N°8 y la ilustración 9, muestra la distribución de los retornos anormales promedios de los sectores industriales secundario y terciario respectivamente, se debe dejar en claro que producto a que de cada uno de los modelos aplicados durante la ventana del evento (-40; +40), es decir, los 40 días previos y los 40 días posteriores al anuncio de una Fusión y/o Adquisición. En él se puede observar que los tres modelos (Market Model, Adjusted Market Return y Mean Adjusted Return) presentan una de las variaciones positivas más relevantes en el día t=0 del evento. Además se aprecia que existe un aumento en el retorno anormal promedio días antes del anuncio de una Fusión y/o Adquisición en ambos sectores industriales, atribuible en primera instancia, al uso de información privilegiada en este tipo de procesos.

Ilustración 8: Retornos Anormales Promedios en la ventana del evento para el sector industrial secundario



Fuente: elaboración propia.

Ilustración 9: Retornos Anormales Promedios en la ventana del evento para el sector industrial terciario



Fuente: elaboración propia

4.2 RESULTADOS DEL ESTUDIO DE EVENTOS

En las siguientes tablas, se muestra los retornos anormales promedios para los eventos estudiados de los sectores industriales secundarios y terciario para una ventana de (-5 a +5) días. Como se puede observar, en tabla 5 correspondiente al sector industrial secundario; se puede observar los retornos anormales promedios para los días $t=-1$, $t=0$ y $t=1$ son positivos en los tres modelos; pero al observar el nivel de significancia que se obtiene que solamente en $t=0$ con un nivel de significancia del 90% en el modelo A; y para el modelo B y C con un nivel de significancia del 99%.

Tabla 4: Resultados del análisis de los eventos de fusión y adquisición; del sector industrial secundario entre los años 2010 y 2014. Retornos anormales.

El día $t=0$ es aquel en el cual se produjo el anuncio de la fusión y/o adquisición 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° 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	Mean Adjusted Return		Market Model		Adjusted Market Return	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-0,20%	-1,56%	-0,49%	1,79%	-0,37%	2,08%
	-0,37	-0,48	-1,03	0,63	-0,74	0,70
-4	0,29%	-1,27%	0,25%	2,04%	0,31%	2,39%
	0,54	-0,39	0,54	0,71	0,62	0,79
-3	-0,27%	-1,54%	-0,32%	1,72%	-0,42%	1,97%
	-0,51	-0,47	-0,68	0,59	-0,86	0,64
-2	-0,09%	-1,63%	0,02%	1,74%	0,01%	1,98%
	-0,16	-0,49	0,05	0,59	0,03	0,64
-1	0,55%	-1,07%	0,35%	2,09%	0,48%	2,46%
	1,03	-0,32	0,74	0,70	0,97	0,78
0	0,93%	-0,15%	1,32%	3,41%	1,28%	3,74%
	(1,73) *	-0,04	(2,8) ***	1,13	2,59 (***)	1,18
1	0,15%	0,01%	0,45%	3,87%	0,44%	4,17%
	0,29	0,00	0,97	1,27	0,88	1,30
2	-0,03%	-0,02%	0,19%	4,06%	0,09%	4,27%
	-0,05	-0,01	0,41	1,31	0,18	1,31
3	-0,53%	-0,56%	-0,27%	3,79%	-0,31%	3,95%
	-1,00	-0,16	-0,56	1,21	-0,63	1,20
4	-0,61%	-1,17%	-0,28%	3,52%	-0,36%	3,60%
	-1,14	-0,33	-0,59	1,11	-0,72	1,08
5	-0,55%	-1,72%	-0,30%	3,22%	-0,34%	3,26%
	-1,03	-0,47	-0,64	1,01	-0,68	0,97

Fuente: elaboración propia

En la tabla 6 correspondiente a las empresas perteneciente sector industrial terciario; se puede observar retornos anormales promedio para los días t=0, t=0 y t=1son positivos en los tres modelos; al observar el nivel significancia estadística que presentan, se observar que en los tres modelos presentan nivel de significancia en dicho periodo para el día t=-1 posee un nivel de significancia del 99% para el modelo A; un nivel de significancia del 90% para el modelo B y un nivel de significancia del 95% para el modelo B. para el día t=0

poseen un nivel de significancia del 99%. Para el día t=1 posee un nivel de significancia del 99% en los tres modelos.

Tabla 5: Resultados del análisis de los eventos de fusión y adquisición; del sector industrial terciario entre los años 2010 y 2014. Retornos anormales.

El día t=0 es aquel en el cual se produjo el anuncio de la fusión y/o adquisición 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° 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	Mean Adjusted Return		Market Model		Adjusted Market Return	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	0,55% (2,41)**	-0,56% -0,41	0,68% (3,30)***	-0,92% -0,74	0,77% (3,66)***	0,45% 0,36
-4	0,51% (2,26)**	-0,04% -0,03	0,72% (3,47)***	-0,20% -0,16	0,76% (3,61)***	1,21% 0,95
-3	-0,12% -0,52	-0,16% -0,12	0,10% 0,51	-0,10% -0,08	0,05% 0,25	1,26% 0,97
-2	0,18% 0,78	0,01% 0,01	0,17% 0,83	0,08% 0,06	0,25% 1,19	1,51% 1,15
-1	0,60% (2,66)***	0,62% 0,43	0,38% (1,85)*	0,46% 0,35	0,46% (2,20)**	1,97% 1,48
0	0,66% (2,91)***	1,28% 0,88	0,21% 1,02	0,67% 0,51	0,23% 1,12	2,21% (1,64)*
1	0,74% (3,27)***	2,02% 1,37	0,70% (3,37)***	1,36% 1,02	0,73% (3,50)***	2,94% (2,16)**
2	0,24% 1,04	2,25% 1,52	0,22% 1,06	1,58% 1,17	0,31% 1,47	3,25% (2,36)**
3	-0,37% (-1,63)*	1,88% 1,26	-0,42% (-2,02)**	1,17% 0,85	-0,36% (-1,71)*	2,89% (2,08)**
4	0,16% 0,72	2,05% 1,35	0,16% 0,79	1,33% 0,96	0,16% 0,76	3,05% (2,17)**
5	-0,28% -1,24	1,77% 1,15	-0,35% (-1,72)*	0,97% 0,70	-0,30% -1,44	2,75% (1,93)*

Fuente: elaboración propia.

4.3 ANALISIS RESULTADOS SIGNIFICATIVOS

La tabla N°7, muestra los retornos anormales para el sector industrial secundario, evidenciando que no existen retornos anormales significativos en los días previos al anuncio de previos, siendo solo presentando retornos anormales significativos el día del evento (t=0) en los 3 modelos aplicados, para el modelo A entregando un nivel de significancia del 90% y para los modelos B y C entregando un nivel de significancia estadística del 99%. CAR, en este caso, muestra los retornos anormales acumulados desde el día t=-1. En otras palabras, se observa el CAR desde el día t=-1, por lo tanto el AR del día t=-1 será igual al CAR del día t=-1 ($AR_{-1} = CAR_{-1}$)

Tabla 6: Resultados significativos para los eventos de fusión y/o adquisición del sector industrial secundario. Para la ventana (-1; +1) días

El día t=0 es aquel en el cual se produjo el anuncio de la fusión y/o adquisición del conjunto de entidades perteneciente al sector industrial secundario para el estudio. Los resultados se presentan para una ventana de (-1; +1) días entorno al evento, no obstante el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40). 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	AR			CAR		
	Mean Adjusted Return	Market Model	Adjusted Market Return	Mean Adjusted Return	Market Model	Adjusted Market Return
-1	0,55% 1,03	0,35% 0,74	0,48% 0,97	-1,07% -0,32	2,09% 0,70	2,46% 0,78
0	0,93% (1,73) *	1,32% (2,8) ***	1,28% 2,59 (***)	-0,15% -0,04	3,41% 1,13	3,74% 1,18
1	0,15% 0,29	0,45% 0,97	0,44% 0,88	0,01% 0,00	3,87% 1,27	4,17% 1,30

Fuente: elaboración propia.

En la tabla 8 se observa los retornos anormales para el sector industrial terciario, evidenciando un claro nivel de significancia en los días previos al anuncio de fusión y/

adquisición, lo que en primera instancia podría ser atribuible al uso de información privilegiada. En los días previos al anuncio de información privilegiada ($t=-1$) es significativo al 99% de confianza en el modelo A; para el modelo B presenta un nivel de significancia del 90% y para el modelo C presenta un nivel de significancia del 95%. Para el día del anuncio ($t=0$) solo presenta un nivel de significancia estadística para el modelo A; con un nivel de significancia del 99%. Para el día posterior al anuncio de fusión y/o adquisición ($t=1$); se observan en los 3 modelos un nivel de significancia del 99% de confianza. El CAR, en este caso, muestra los retornos anormales acumulados desde el día $t=-1$. En otras palabras, se muestra el CAR desde el día $t=-1$, por lo tanto el AR del día $t=-1$ será igual al CAR del día $t=-1$ ($AR_{-1} = CAR_{-1}$). Se puede observar que para el día $t=1$ es significativo al 95% de confianza en el modelo C.

Tabla 7: Resultados significativos para los eventos de fusión y/o adquisición del sector industrial terciario. Para la ventana (-1; +1) días

El día $t=0$ es aquel en el cual se produjo el anuncio de la fusión y/o adquisición del conjunto de entidades perteneciente al sector industrial terciario para el estudio. Los resultados se presentan para una ventana de (-1; +1) días entorno al evento, no obstante el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40). 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%.*

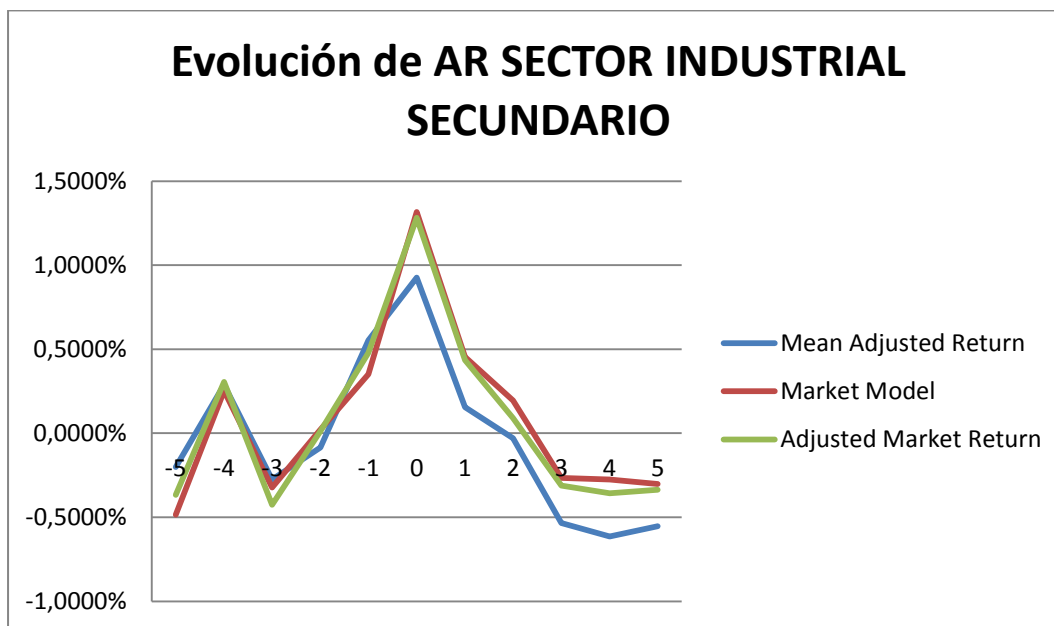
T	AR			CAR		
	Mean Adjusted Return	Market Model	Adjusted Market Return	Mean Adjusted Return	Market Model	Adjusted Market Return
-1	0,60% (2,66)***	0,38% (1,85)*	0,46% (2,20)**	0,62% 0,43	0,46% 0,35	1,97% 1,48
0	0,66% (2,91)***	0,21% 1,02	0,23% 1,12	1,28% 0,88	0,67% 0,51	2,21% (1,64)*
1	0,74% (3,27)***	0,70% (3,37)***	0,73% (3,50)***	2,02% 1,37	1,36% 1,02	2,94% (2,16)**

Fuente: elaboración propia.

4.4 EVOLUCIÓN AR Y CAR PROMEDIO DE LOS EVENTOS

La ilustración 10, muestra la evolución de los retornos anormales promedios (AR) dentro de la ventana de los eventos (-5; +5) días, del sector industrial secundario para los tres modelos aplicados en el estudio. Se puede observar que en día $t=0$ se produce una de las más importantes variaciones en la serie de tiempo analizada. Los tres modelos Market Model, Adjusted Market Return y Mean Adjusted Return presentan una gran variación positiva en torno al día del evento.

Ilustración 10: Evolución de AR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector secundario en el mercado de valores chileno”

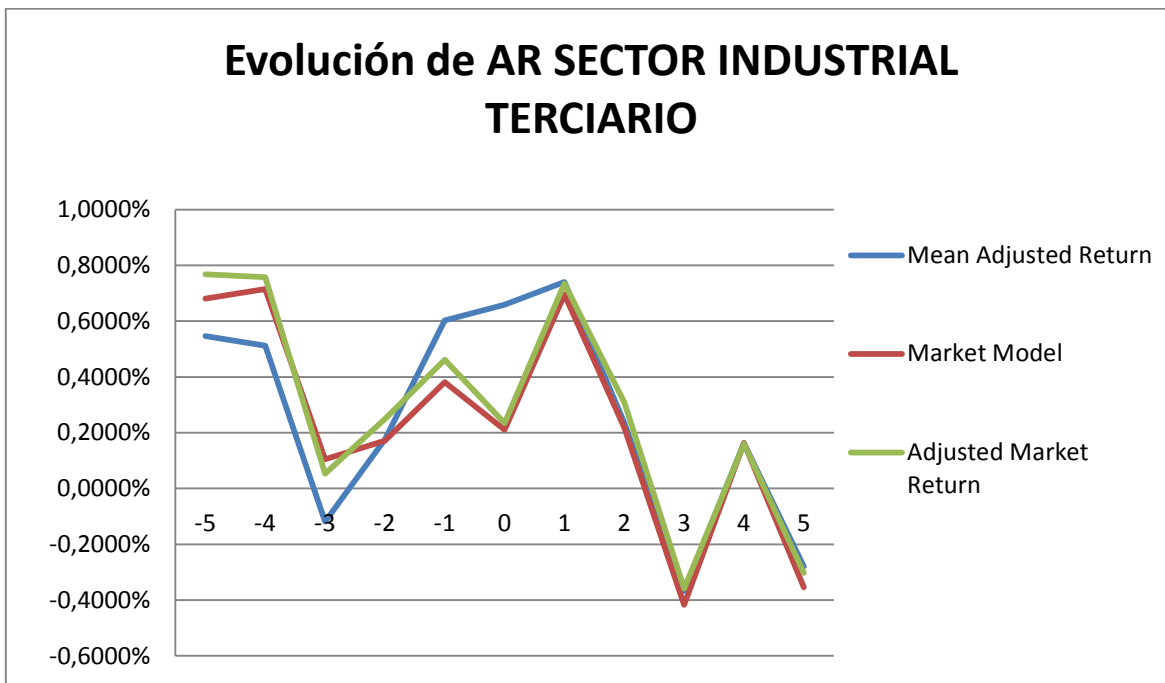


Fuente: Elaboración propia

Caso similar que se puede observar en la ilustración N° 11 que muestra la evolución de los retornos anormales promedio (AR) dentro de la ventana del evento (-5;+5) días, del sector terciario para los tres modelos aplicados en el estudio. Se puede observar que en día $t=0$ se produce una de las más importantes variaciones en la serie de tiempo analizada. Los tres modelos Market Model, Adjusted Market Return y Mean Adjusted Return presentan una gran variación positiva en torno al día del evento. Estos al ser estadísticamente

significativos, descartan que dicho comportamiento se debiese al comportamiento aleatorio de los datos, por lo cual es posible mencionar que existe evidencia estadística significativa de uso de información privilegiada en torno a la fecha de anuncio de una Fusión y/o Adquisición.

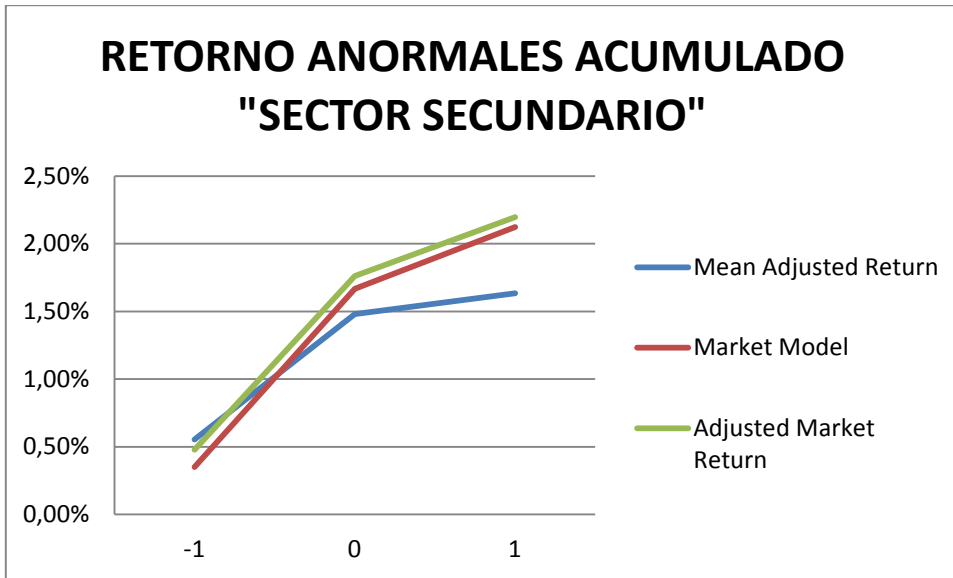
Ilustración 11: Evolución de AR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector terciario en el mercado de valores chileno”



Fuente: elaboración propia.

La ilustración N°12, muestra la evolución de los retornos anormales acumulados (CAR) para el sector industrial secundario, para una ventana de (-1; +1) días. Se puede observar en la ventana analizada, un alza acumulada en el retorno de las acciones anterior al día t=0, es decir, antes del anuncio de una Fusión y/o Adquisición. Lo que deja en claro la existencia de retornos anormales antes del anuncio de fusión y/o adquisición; lo que entrega claras señales, que dicho efecto puede ser atribuible a uso de información privilegiada.

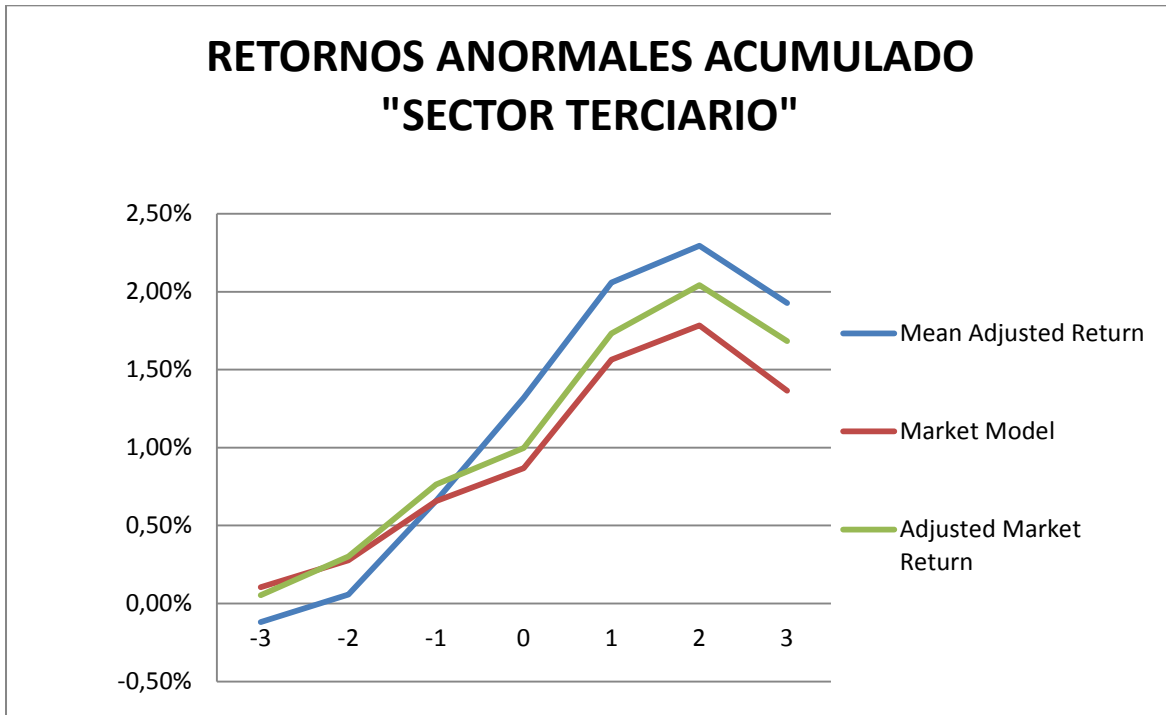
Ilustración 12: Evolución de CAR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector industrial secundario en el mercado de valores chileno”



Fuente: elaboración propia.

La ilustración 13, muestra la evolución de los retornos anormales acumulados (CAR) para el sector industrial terciario, para una ventana de (-3; +3) días. Se puede observar en la ventana analizada, un alza acumulada en el retorno de las acciones anterior al día t=0, es decir, antes del anuncio de una Fusión y/o Adquisición. Lo que deja en claro; igualmente a los resultados obtenidos en el sector industrial secundario, la existencia de retornos anormales antes del anuncio de fusión y/o adquisición; lo que entrega claras señales, que dicho efecto puede ser atribuible a uso de información privilegiada.

Ilustración 13: Evolución de CAR para el evento “Anuncio de fusión y/o adquisición del sector industrial terciario en el mercado de valores chileno”



Fuente: elaboración propia.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES

En este último capítulo se expone las principales conclusiones, tanto para la metodología aplicada, como para los resultados derivados del análisis de capítulo anterior, y sobre otros aspectos que se pueden extrapolar del estudio.

Los últimos sucesos ocurridos, tanto en el mundo y de forma particular en Chile; demostrado la existencia de asimetría de información en los mercados de valores. Muchos de ellos, utilizan información privilegiada, para beneficios personales y que en reiteradas ocasiones ha quedado demostrado que van en desmedro de terceras personas u organización, suceso como el caso de Juan Cueto y Sebastián Piñera el año 2008, el caso de la fusión de D&S y Falabella en mayo del 2007 y el emblemático caso “Caval” del año 2015, los cuales fueron detallados con más profundidad al inicio de este estudio.

Dichos sucesos han preocupado a las autoridades, las cuales, en la búsqueda de revertir dicha situación han tratado de crear y/o aumentar las maneras de regular estas asimetrías de información, ya que estos tipos de sucesos afecta la igualdad de oportunidades existentes en los mercados y en la sociedad. Es así que la SVS ha diseñado reglas y normas para garantizar la divulgación de la información; en la búsqueda de poder garantizar igualdad de información; en especial de aquellas firmas cuyas acciones son transadas en el mercado de capitales nacional, consecuentemente la SVS ha introducido el Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado (MMIIM)⁵.

Es aquí donde este estudio cobran relevancia, puesto que los resultados arrojaron los análisis; son concluyentes y significativos estadísticamente. En la tabla 5 y 6 se demostró que existían retornos anormales significativos para los tres modelos aplicados, en la ventana (-1; +1) días en el sector terciario, es decir, que hay evidencia significativa de “retornos anormales positivos” un día antes y después al anuncio de una Fusión y/o Adquisición, en el precio de las acciones. En el caso de los resultados obtenidos en el sector secundario, estos mostraron retornos anormales antes del anuncio de fusión y adquisición, pero solamente obteniendo resultados estadísticamente significativo en el modelo A.

Para el caso del sector industrial secundario del mercado en Chile se obtuvieron los siguientes resultados

⁵ El MMIIM entro en vigencia el año 2008. En este manual las empresas deben especificar las políticas corporativas referentes a las transacciones que realicen sus Insiders.

El modelo A (Mean Adjusted Return) arrojo retornos anormal positivo del 0,55%, 0,93% y 0,15% para los días $t=-1$; $t=0$ y $t=1$ respectivamente y estadísticamente significativos en $t=0$ con un 90% de confianza

En tanto el modelo B (Market Model) también arrojo retornos anormales positivos del 0,35%, 1,32% y 0,45%, para los días $t=-1$; $t=0$ y $t=1$ respectivamente y estadísticamente significativo en $t=0$ con un nivel de significancia de un 99% de confianza.

El modelo C (Adjusted Market Return) arrojo retornos anormales significativos del 0,48%, 1,28% y 0,44%, para los días $t=-1$; $t=0$ y $t=1$ respectivamente significativos en $t=0$ con un 99% de confianza.

Para el caso del sector industrial terciario del mercado en Chile se obtuvieron los siguientes resultados

El modelo A (Mean Adjusted Return) arrojo retornos anormal positivo del 0,60%, 0,66% y 0,74% para los días $t=-1$; $t=0$ y $t=1$ respectivamente y estadísticamente significativos del 99% para dicho periodo

El modelo B (Market Model) también arrojo retornos anormales positivos del 0,38%, 0,21% y 0,70%, para los días $t=-1$; $t=0$ y $t=1$ respectivamente y estadísticamente significativo en $t=-1$ con un nivel de significancia del 90% y $t=1$ con un nivel de significancia de un 99% de confianza.

El modelo C (Adjusted Market Return) arrojo retornos anormales significativos del 0,46%, 0,23% y 0,73%, para los días $t=-1$; $t=0$ y $t=1$ respectivamente y estadísticamente significativos en $t=0$ con un al 95%, de confianza y para $t=1$ con un 99% de confianza

A su vez, el retorno anormal acumulado (CAR) mostro resultados positivos; en especial a los resultados obtenidos en el sector terciario y significativos para el modelos C, siendo el día $t=0$ y en $t=1$ estadísticamente significativo con un nivel de significancia 90% y 95% de confianza respectivamente.

Estos resultados, al ser significativos estadísticamente, para el caso del sector terciario, permiten 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. Por lo tanto, al existir retornos anormales estadísticamente significativos el día anterior al anuncio, podemos mencionar que presumiblemente, estos se podrían explicar 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.

Para el caso del sector secundario; si es que se observan retornos anormales en torno al anuncio de fusión y/o adquisición, estos no son estadísticamente significativos, por ende no se le puede atribuir con certeza el uso de información privilegiada.

Es por ello, la importancia de investigaciones que busquen identificar la existencia de asimetría de información, y de esta forma entregar evidencia significativa y relevante, para tomar las medidas y sanciones que permitan revertir dicha situación, para crear igualdad de oportunidades, transparencia y mejorar la fe pública, logrando que el uso de información privilegiada sea regulada de manera eficiente.

Sin embargo cabe mencionar, que los resultados obtenidos son para el promedio de las empresas analizadas, por lo cual no es posible apreciar el efecto en particular para cada una de ellas, además hay que recalcar que los análisis fueron realizados para el evento del “anuncio” del proceso de Fusión y/o Adquisición. Por lo tanto es posible que en posteriores estudios se pueda analizar el efecto en los retornos para cada empresa o bien segmentadas por sector industrial y a la vez, contrastar el evento del anuncio con la materialización de la Fusión y/o Adquisición.

BIBLIOGRAFÍA

- Ahumada, S., Reyes, C., Villaroel, K., Parisi, F., & Cornejo, E. (2009). *Método de Estudio de Eventos: Crisis SubPrime*.
- Almeida, A. N. De, Carlos, J., Leodoro, G., & Angelo, H. (2004). Importância dos setores primário , secundário e terciário para o desenvolvimento sustentável Importance of primary , secondary and tertiary industries for sustainable development.
- 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*.
- 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>
- Augusto, G., & Franco, S. (2006). La Utilización De Estudio De Evento *. *Event (London)*, 92 – 104.
- Bachelier, L. (1900). “Theorie de La Speculation” Normale Supérieure Sér. *The Origins of Modern Finance*, 17, 21–86.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). Ball_Brown_JAR_1968.pdf. *Journal of Accounting Research*.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00798-6](http://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00798-6)
- 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.
- Carvajal, D. (2004). *Regulación del uso de la información 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>
- 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)
- Chisholm, M., & Chisholm, M. (2004). 12 – Defining Business Processes and Related Information. In *How to Build a Business Rules Engine* (pp. 199–209).
<http://doi.org/10.1016/B978-155860918-1/50013-2>
- Cutler, D. M., Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1989). What Moves Stock Prices. *Journal of Portfolio Management*. <http://doi.org/10.3905/jpm.1989.409212>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 341–371. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00850-E](http://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00850-E)
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3–42. [http://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90016-7](http://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90016-7)
- Deloitte. (2015). *Mercado De Fusiones Y Adquisiciones Para Latinoamérica 2014*.

- Dichev, I., & Graham, J. (2013). Earnings Quality: Evidence From the Field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1–33.
<http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>
- Dodd, P. (1980). Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105.135.
- 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.
- El Mostrador. (2015). Las pruebas del uso de información privilegiada en el Caso Caval.
- Fama, E. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38, 34–105.
- 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.
- García, M. S. (2014). Cuestiones básicas y metodología en el proceso de fusiones y adquisiciones.
- Hanson, R. (2007). Insider Trading and Prediction Markets. *Economics & Policy*, 4(January).
- Hemang Desai, K Ramesh, S Ramu Thiagarajan, B. V. B. (2002). An Investigation of the

- Informational Role of Short Interest in the Nasdaq Market. *Journal of Finance*, 57(5), 2263–2287. <http://doi.org/10.1111/0022-1082.00495>
- 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>
- Hui, K. W., Nelson, K. K., & Yeung, P. E. (2015). On the persistence and pricing of industry-wide and firm-specific earnings, cash flows, and accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 1–18. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.06.003>
- 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.
- Jensen, M., & Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control-The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5–50.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Mathur, I. (2008). Does corporate diversification exacerbate or mitigate earnings management?: An empirical analysis. *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 1087–1109. <http://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.10.001>
- Kim, H., & McConnel, J. (1977). American Finance Association Corporate Debt and the Evaluation of Corporate Earnings. *The Journal of Finance*, 32(2), 349–365.
- 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.
- 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 suceso: una revisión. *Investigaciones Europeas de Direccion Y Economia de La Empresa*, 9, 197–244.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228.
<http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>
- Nam, J., Tang, C., Thornton, J. H., & Wynne, K. (2006). The effect of agency costs on the value of single-segment and multi-segment firms. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 761–782. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.06.003>
- 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*. [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.
- Panchana, V., Yoong, C., & Romero, M. (2006). Estudio de fusiones y adquisiciones y sus efectos en el retorno del accionista: Caso Interbrew-Ambev.
- Patatoukas, & Thomas, J. (2010). More evidence of bias in Basu (1997) estimates of conditional conservatism. *Yale School of Management Working Paper*, (1997). Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1616134
- 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.

- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101–122.
[http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00033-6](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00033-6)
- Ried, J. (2004). fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada en Chile: una visión crítica. *Revista Chilena de Derecho*, 31, 439–463.
- Ross, S. a, Westerfield, & Jaffe. (2003). Corporate Finance, 6th Edition. *McGraw–Hill Primis*, 1, 972.
- Rubinstein, M. (1976). The Valuation of Uncertain Income Streams and the Pricing of Options. *The Bell Journal of Economics*, 7(2), 407–425.
- Saavedra, M., Luna, C., & Saavedra, M. (2012). La generación de valor corporativo a través de las fusiones; aplicación de los modelos EVA Y FED. *Compendium*, 29, 21–49. Retrieved from file:///C:/Users/VAIO/Downloads/Dialnet-LaGeneracionDeValorCorporativoATravesDeLasFusiones-4684831.pdf
- Samuelson, P. (1965). “Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly” Industrial Management Review. *Industrial Management Review*.
<http://doi.org/10.1109/SP.2006.16>
- 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.
- Seyhun, H. N. (1986). Insiders’ profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 189–212. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90060-7](http://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90060-7)
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](http://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Sletten, E. (2012). The effect of stock price on discretionary disclosure. *Review of Accounting Studies*. <http://doi.org/10.1007/s11142-011-9165-4>
- Socolich, M. (2007). *Desempeño financiero y creación de valor en empresas chilenas fusionadas. Tesis.Uchile.Cl.* Universidad de Chile.

- Superintendencia de Valores y Seguros. (2015). El mercado de valores.
- Susmel, R. (2010). Eficiencia de Mercados y Predicción de Retornos. In T. G. E. Srl (Ed.), *Progresos en Finanzas* (p. 235).
- SVS Educa. (2016). SVS Educa: Portal de educacion financiera.
- Thomas, S. (2002). Firm diversification and asymmetric information: Evidence from analysts' forecasts and earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 64(3), 373–396. [http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00129-0](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00129-0)
- 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>
- Vasquez, 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 información privilegiada en el mercado de capitales (LEY 18.045)*. Universidad de Chile.
- Velásquez, G. (2009). El impacto de anuncio de eventos en el mercado accionario colombiano, 1–43.
- Viera, C. (2009). La información privilegiada: un problema económico y político.
- Yadav Yesha. (2015). Insider Trading in Derivatives Markets. *Associate Professor of Law*, 381–432.
- Zozaya, N. Z. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. Dirección General de Política de la PYME*. Madrid.

ANEXOS

Anexos 1: Tipos de hechos esenciales relacionados con procesos de Fusión y/o Adquisición

Nro.	Tipo de Fusión y Adquisición
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.

Anexos 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	QUINENCO 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	SOCOVELSA 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

Anexos 3: Promedio retornos anormales (AR), del sector secundario para la ventana del evento (-40; +40) días. Para los modelos: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return.

PROMEDIO RETORNOS ANORMALES			
t	Método A	Método B	Método C
-40	-0,0021	-0,0024	-0,0026
-39	0,0009	0,0025	0,0022
-38	0,0049	0,0054	0,0050
-37	0,0043	0,0033	0,0051
-36	0,0032	0,0035	0,0042
-35	0,0016	0,0010	0,0010
-34	0,0043	0,0016	0,0017
-33	0,0079	0,0059	0,0067
-32	0,0039	0,0024	0,0030
-31	0,0030	0,0028	0,0037
-30	-0,0017	-0,0018	-0,0011
-29	-0,0004	0,0033	0,0027
-28	-0,0071	-0,0011	-0,0029
-27	0,0001	0,0012	0,0015

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-26	-0,0029	0,0034	0,0023
-25	-0,0143	-0,0110	-0,0110
-24	-0,0048	-0,0033	-0,0028
-23	0,0000	0,0031	0,0034
-22	0,0040	0,0085	0,0079
-21	0,0033	0,0018	0,0022
-20	0,0053	0,0011	0,0026
-19	-0,0045	-0,0025	-0,0023
-18	0,0000	0,0012	0,0005
-17	-0,0080	-0,0066	-0,0075
-16	-0,0075	-0,0050	-0,0059
-15	0,0014	0,0009	0,0033
-14	-0,0084	-0,0057	-0,0043
-13	0,0004	0,0000	-0,0006
-12	0,0019	0,0057	0,0037
-11	-0,0012	0,0003	-0,0009
-10	-0,0010	0,0025	0,0020
-9	0,0015	0,0013	0,0017
-8	-0,0082	-0,0044	-0,0044
-7	-0,0012	0,0004	0,0009
-6	0,0066	0,0057	0,0056
-5	-0,0020	-0,0049	-0,0037
-4	0,0029	0,0025	0,0031
-3	-0,0027	-0,0032	-0,0042
-2	-0,0009	0,0002	0,0001
-1	0,0055	0,0035	0,0048
0	0,0093	0,0132	0,0128
1	0,0015	0,0045	0,0044
2	-0,0003	0,0019	0,0009
3	-0,0053	-0,0027	-0,0031
4	-0,0061	-0,0028	-0,0036
5	-0,0055	-0,0030	-0,0034

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

6	0,0011	0,0015	0,0006
7	0,0015	0,0016	0,0014
8	-0,0015	0,0007	0,0011
9	0,0014	0,0026	0,0035
10	0,0089	0,0096	0,0092
11	-0,0034	-0,0058	-0,0045
12	-0,0041	-0,0033	-0,0026
13	0,0016	0,0007	0,0016
14	0,0016	0,0026	0,0027
15	-0,0017	0,0041	0,0032
16	0,0025	0,0032	0,0034
17	-0,0112	-0,0052	-0,0058
18	0,0061	0,0055	0,0054
19	-0,0043	-0,0018	-0,0017
20	-0,0022	-0,0008	-0,0019
21	0,0030	0,0027	0,0023
22	-0,0054	-0,0020	-0,0027
23	-0,0011	-0,0041	-0,0030
24	0,0013	0,0017	0,0022
25	-0,0011	-0,0027	-0,0020
26	-0,0016	-0,0016	-0,0006
27	-0,0065	-0,0055	-0,0064
28	-0,0019	-0,0017	-0,0013
29	-0,0037	-0,0028	-0,0017
30	0,0002	-0,0012	0,0000
31	-0,0027	-0,0014	-0,0020
32	0,0049	0,0036	0,0046
33	-0,0041	-0,0016	-0,0020
34	0,0032	0,0032	0,0031
35	0,0026	0,0033	0,0029
36	0,0019	0,0039	0,0030
37	0,0026	0,0006	0,0015

38	0,0020	0,0009	0,0005
39	0,0048	0,0021	0,0033
40	0,0028	0,0041	0,0039

Anexos 4: Promedio retornos anormales (AR), del sector terciario para la ventana del evento (-40; +40) días. Para los modelos: Mean Adjusted Return, Market Model y Adjusted Market Return

PROMEDIO RETORNOS ANORMALES			
t	Método A	Método B	Método C
-40	0,0013	0,0004	0,0011
-39	-0,0006	-0,0026	-0,0023
-38	0,0008	0,0018	0,0023
-37	-0,0004	0,0008	0,0012
-36	-0,0050	-0,0025	-0,0013
-35	-0,0017	-0,0028	-0,0032
-34	0,0025	-0,0007	-0,0006
-33	-0,0001	-0,0008	-0,0006
-32	0,0060	0,0041	0,0040
-31	-0,0002	0,0008	0,0007
-30	-0,0030	-0,0033	-0,0031
-29	0,0030	0,0022	0,0031
-28	0,0022	0,0013	0,0020
-27	0,0014	0,0011	0,0011
-26	0,0004	-0,0004	0,0001
-25	0,0008	0,0012	0,0022
-24	-0,0003	0,0006	0,0011
-23	0,0005	0,0012	0,0014
-22	-0,0032	-0,0035	-0,0027
-21	0,0022	0,0009	0,0014
-20	-0,0023	-0,0015	-0,0016
-19	-0,0004	0,0002	0,0004

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-18	-0,0024	0,0001	0,0008
-17	0,0002	0,0002	0,0006
-16	-0,0041	-0,0031	-0,0030
-15	0,0008	-0,0011	-0,0013
-14	0,0001	-0,0012	-0,0007
-13	-0,0041	-0,0038	-0,0028
-12	-0,0022	-0,0008	-0,0008
-11	-0,0055	-0,0032	-0,0036
-10	-0,0020	-0,0013	-0,0008
-9	-0,0008	-0,0038	-0,0031
-8	0,0016	0,0014	0,0016
-7	0,0008	-0,0005	-0,0005
-6	0,0026	0,0030	0,0036
-5	0,0055	0,0068	0,0077
-4	0,0051	0,0072	0,0076
-3	-0,0012	0,0010	0,0005
-2	0,0018	0,0017	0,0025
-1	0,0060	0,0038	0,0046
0	0,0066	0,0021	0,0023
1	0,0074	0,0070	0,0073
2	0,0024	0,0022	0,0031
3	-0,0037	-0,0042	-0,0036
4	0,0016	0,0016	0,0016
5	-0,0028	-0,0035	-0,0030
6	-0,0001	0,0009	0,0012
7	-0,0003	-0,0014	-0,0004
8	-0,0005	-0,0003	0,0005
9	0,0001	0,0013	0,0012
10	0,0046	0,0044	0,0046
11	-0,0026	-0,0027	-0,0026

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

12	-0,0012	-0,0024	-0,0027
13	-0,0052	-0,0042	-0,0038
14	0,0010	0,0031	0,0035
15	-0,0009	-0,0005	0,0003
16	0,0005	0,0005	0,0004
17	-0,0058	-0,0031	-0,0028
18	-0,0026	-0,0017	-0,0011
19	0,0043	0,0034	0,0039
20	0,0005	0,0002	0,0005
21	-0,0003	0,0012	0,0022
22	0,0045	0,0019	0,0028
23	0,0000	-0,0005	-0,0007
24	0,0008	-0,0003	0,0004
25	0,0008	0,0006	0,0005
26	-0,0042	-0,0025	-0,0024
27	-0,0010	-0,0014	-0,0013
28	0,0001	0,0003	0,0001
29	0,0001	0,0026	0,0028
30	-0,0004	0,0001	0,0000
31	0,0025	0,0006	0,0006
32	-0,0004	-0,0003	-0,0005
33	0,0029	0,0016	0,0027
34	0,0033	0,0027	0,0029
35	-0,0008	-0,0016	-0,0002
36	-0,0021	-0,0007	0,0002
37	0,0053	0,0052	0,0059
38	-0,0028	-0,0030	-0,0025
39	-0,0022	-0,0028	-0,0022
40	0,0006	-0,0004	0,0004

Anexos 5: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método A: Mean Adjusted Return para el sector industrial secundario

desviación estándar 0,00535918									
MÉTODO A									
Día	AR	Desv. Estándar	test t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	test t	T	Sig.
-40	-0,21%	0,00535918	-0,38604145	N/S	-0,21%	0,00535918	-0,38604145	1	N/S
-39	0,09%	0,00535918	0,17521027	N/S	-0,11%	0,00535918	-0,14908016	2	N/S
-38	0,49%	0,00535918	0,92226106	N/S	0,38%	0,00535918	0,41074424	3	N/S
-37	0,43%	0,00535918	0,80392626	N/S	0,81%	0,00535918	0,75767807	4	N/S
-36	0,32%	0,00535918	0,59211033	N/S	1,13%	0,00535918	0,94248766	5	N/S
-35	0,16%	0,00535918	0,29234436	N/S	1,29%	0,00535918	0,97971867	6	N/S
-34	0,43%	0,00535918	0,80370363	N/S	1,72%	0,00535918	1,21081466	7	N/S
-33	0,79%	0,00535918	1,47781414	N/S	2,51%	0,00535918	1,6550996	8	0,1
-32	0,39%	0,00535918	0,71981301	N/S	2,89%	0,00535918	1,80038054	9	0,1
-31	0,30%	0,00535918	0,55047139	N/S	3,19%	0,00535918	1,88206528	10	0,1
-30	-0,17%	0,00535918	-0,31535186	N/S	3,02%	0,00535918	1,69939668	11	0,1
-29	-0,04%	0,00535918	-0,07526814	N/S	2,98%	0,00535918	1,6053204	12	N/S
-28	-0,71%	0,00535918	-1,32890163	N/S	2,27%	0,00535918	1,17377096	13	N/S
-27	0,01%	0,00535918	0,01928936	N/S	2,28%	0,00535918	1,13622929	14	N/S
-26	-0,29%	0,00535918	-0,53891541	N/S	1,99%	0,00535918	0,95855442	15	N/S
-25	-1,43%	0,00535918	-2,66612366	0,01	0,56%	0,00535918	0,26158541	16	N/S
-24	-0,48%	0,00535918	-0,88815367	N/S	0,08%	0,00535918	0,03836622	17	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-23	0,00%	0,00535918	-0,00237619	N/S	0,08%	0,00535918	0,03672519	18	N/S
-22	0,40%	0,00535918	0,73785322	N/S	0,48%	0,00535918	0,20502082	19	N/S
-21	0,33%	0,00535918	0,61204826	N/S	0,81%	0,00535918	0,33668773	20	N/S
-20	0,53%	0,00535918	0,98982037	N/S	1,34%	0,00535918	0,54457009	21	N/S
-19	-0,45%	0,00535918	-0,83261675	N/S	0,89%	0,00535918	0,35453508	22	N/S
-18	0,00%	0,00535918	-0,00718916	N/S	0,89%	0,00535918	0,3452431	23	N/S
-17	-0,80%	0,00535918	-1,49195611	N/S	0,09%	0,00535918	0,03342974	24	N/S
-16	-0,75%	0,00535918	-1,39811042	N/S	-0,66%	0,00535918	-0,24686776	25	N/S
-15	0,14%	0,00535918	0,26380031	N/S	-0,52%	0,00535918	-0,19033825	26	N/S
-14	-0,84%	0,00535918	-1,5626428	N/S	-1,36%	0,00535918	-0,48751096	27	N/S
-13	0,04%	0,00535918	0,0804963	N/S	-1,31%	0,00535918	-0,46351389	28	N/S
-12	0,19%	0,00535918	0,35494084	N/S	-1,12%	0,00535918	-0,38954131	29	N/S
-11	-0,12%	0,00535918	-0,2203042	N/S	-1,24%	0,00535918	-0,42321579	30	N/S
-10	-0,10%	0,00535918	-0,17736693	N/S	-1,34%	0,00535918	-0,44818981	31	N/S
-9	0,15%	0,00535918	0,27814459	N/S	-1,19%	0,00535918	-0,39196178	32	N/S
-8	-0,82%	0,00535918	-1,53305484	N/S	-2,01%	0,00535918	-0,65284787	33	N/S
-7	-0,12%	0,00535918	-0,22204191	N/S	-2,13%	0,00535918	-0,68125539	34	N/S
-6	0,66%	0,00535918	1,23816299	N/S	-1,47%	0,00535918	-0,4621649	35	N/S
-5	-0,20%	0,00535918	-0,37469226	N/S	-1,67%	0,00535918	-0,51814945	36	N/S
-4	0,29%	0,00535918	0,53893395	N/S	-1,38%	0,00535918	-0,42249927	37	N/S
-3	-0,27%	0,00535918	-0,5128949	N/S	-1,65%	0,00535918	-0,50010555	38	N/S
-2	-0,09%	0,00535918	-0,15890969	N/S	-1,74%	0,00535918	-0,51909822	39	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-1	0,55%	0,00535918	1,03325611	N/S	-1,18%	0,00535918	-0,34919628	40	N/S
0	0,93%	0,00535918	1,72770794	0,1	-0,26%	0,00535918	-0,07508886	41	N/S
1	0,15%	0,00535918	0,28882205	N/S	-0,10%	0,00535918	-0,02962335	42	N/S
2	-0,03%	0,00535918	-0,05401386	N/S	-0,13%	0,00535918	-0,0375139	43	N/S
3	-0,53%	0,00535918	-0,99771866	N/S	-0,67%	0,00535918	-0,1874969	44	N/S
4	-0,61%	0,00535918	-1,14419413	N/S	-1,28%	0,00535918	-0,35596829	45	N/S
5	-0,55%	0,00535918	-1,03055132	N/S	-1,83%	0,00535918	-0,50402431	46	N/S
6	0,11%	0,00535918	0,20088863	N/S	-1,72%	0,00535918	-0,4693309	47	N/S
7	0,15%	0,00535918	0,27701479	N/S	-1,58%	0,00535918	-0,42443267	48	N/S
8	-0,15%	0,00535918	-0,27069837	N/S	-1,72%	0,00535918	-0,45875059	49	N/S
9	0,14%	0,00535918	0,25294633	N/S	-1,59%	0,00535918	-0,41836791	50	N/S
10	0,89%	0,00535918	1,66585124	0,1	-0,69%	0,00535918	-0,18098012	51	N/S
11	-0,34%	0,00535918	-0,62671769	N/S	-1,03%	0,00535918	-0,26614159	52	N/S
12	-0,41%	0,00535918	-0,77139157	N/S	-1,44%	0,00535918	-0,36957764	53	N/S
13	0,16%	0,00535918	0,30744596	N/S	-1,28%	0,00535918	-0,32430154	54	N/S
14	0,16%	0,00535918	0,29648283	N/S	-1,12%	0,00535918	-0,28136208	55	N/S
15	-0,17%	0,00535918	-0,31040179	N/S	-1,28%	0,00535918	-0,32031779	56	N/S
16	0,25%	0,00535918	0,47074071	N/S	-1,03%	0,00535918	-0,25514442	57	N/S
17	-1,12%	0,00535918	-2,09518441	0,05	-2,16%	0,00535918	-0,52804653	58	N/S
18	0,61%	0,00535918	1,14044308	N/S	-1,54%	0,00535918	-0,37507939	59	N/S
19	-0,43%	0,00535918	-0,80305648	N/S	-1,97%	0,00535918	-0,47561474	60	N/S
20	-0,22%	0,00535918	-0,40323145	N/S	-2,19%	0,00535918	-0,52332865	61	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

21	0,30%	0,00535918	0,56085779	N/S	-1,89%	0,00535918	-0,44786209	62	N/S
22	-0,54%	0,00535918	-1,00367372	N/S	-2,43%	0,00535918	-0,57074441	63	N/S
23	-0,11%	0,00535918	-0,20381728	N/S	-2,54%	0,00535918	-0,59174508	64	N/S
24	0,13%	0,00535918	0,2457598	N/S	-2,41%	0,00535918	-0,5566928	65	N/S
25	-0,11%	0,00535918	-0,20936157	N/S	-2,52%	0,00535918	-0,57822996	66	N/S
26	-0,16%	0,00535918	-0,29756152	N/S	-2,68%	0,00535918	-0,61025151	67	N/S
27	-0,65%	0,00535918	-1,20489688	N/S	-3,32%	0,00535918	-0,75186296	68	N/S
28	-0,19%	0,00535918	-0,35181664	N/S	-3,51%	0,00535918	-0,78874854	69	N/S
29	-0,37%	0,00535918	-0,69763886	N/S	-3,89%	0,00535918	-0,86647815	70	N/S
30	0,02%	0,00535918	0,03704887	N/S	-3,87%	0,00535918	-0,85595766	71	N/S
31	-0,27%	0,00535918	-0,50540234	N/S	-4,14%	0,00535918	-0,90955496	72	N/S
32	0,49%	0,00535918	0,90945257	N/S	-3,65%	0,00535918	-0,79686028	73	N/S
33	-0,41%	0,00535918	-0,76944283	N/S	-4,06%	0,00535918	-0,88090368	74	N/S
34	0,32%	0,00535918	0,59051187	N/S	-3,74%	0,00535918	-0,80682485	75	N/S
35	0,26%	0,00535918	0,48674275	N/S	-3,48%	0,00535918	-0,74566599	76	N/S
36	0,19%	0,00535918	0,35048854	N/S	-3,30%	0,00535918	-0,7008663	77	N/S
37	0,26%	0,00535918	0,49263512	N/S	-3,03%	0,00535918	-0,64057913	78	N/S
38	0,20%	0,00535918	0,3699644	N/S	-2,83%	0,00535918	-0,59488768	79	N/S
39	0,48%	0,00535918	0,89453479	N/S	-2,35%	0,00535918	-0,49114591	80	N/S
40	0,28%	0,00535918	0,53132343	N/S	-2,07%	0,00535918	-0,42906879	81	N/S

Anexos 6: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método B: Market Model para el sector industrial secundario

desviación estándar 0,00471142									
MÉTODO B									
Día	AR	Desv. Estándar	test t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	test t	t	Sig.
-40	-0,24%	0,004711424	-0,507262119	N/S	-0,24%	0,004711424	-0,507262119	1	N/S
-39	0,25%	0,004711424	0,535910912	N/S	0,01%	0,004711424	0,020257755	2	N/S
-38	0,54%	0,004711424	1,145513322	N/S	0,55%	0,004711424	0,677902813	3	N/S
-37	0,33%	0,004711424	0,701790346	N/S	0,88%	0,004711424	0,937976231	4	N/S
-36	0,35%	0,004711424	0,747655734	N/S	1,24%	0,004711424	1,173313254	5	N/S
-35	0,10%	0,004711424	0,205992952	N/S	1,33%	0,004711424	1,155179831	6	N/S
-34	0,16%	0,004711424	0,340191853	N/S	1,49%	0,004711424	1,198069141	7	N/S
-33	0,59%	0,004711424	1,261545029	N/S	2,09%	0,004711424	1,566714585	8	N/S
-32	0,24%	0,004711424	0,519012983	N/S	2,33%	0,004711424	1,650117004	9	0,1
-31	0,28%	0,004711424	0,595859185	N/S	2,61%	0,004711424	1,75386566	10	0,1
-30	-0,18%	0,004711424	-0,3729875	N/S	2,44%	0,004711424	1,559785331	11	N/S
-29	0,33%	0,004711424	0,706517194	N/S	2,77%	0,004711424	1,697334705	12	0,1
-28	-0,11%	0,004711424	-0,242160845	N/S	2,66%	0,004711424	1,563583102	13	N/S
-27	0,12%	0,004711424	0,255733414	N/S	2,78%	0,004711424	1,575054007	14	N/S
-26	0,34%	0,004711424	0,732171682	N/S	3,12%	0,004711424	1,71069265	15	0,1
-25	-1,10%	0,004711424	-2,341457039	0,05	2,02%	0,004711424	1,071006776	16	N/S
-24	-0,33%	0,004711424	-0,692432815	N/S	1,69%	0,004711424	0,871089566	17	N/S
-23	0,31%	0,004711424	0,658386288	N/S	2,00%	0,004711424	1,001730029	18	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-22	0,85%	0,004711424	1,813902424	0,1	2,86%	0,004711424	1,391150169	19	N/S
-21	0,18%	0,004711424	0,373839448	N/S	3,03%	0,004711424	1,439518502	20	N/S
-20	0,11%	0,004711424	0,22948773	N/S	3,14%	0,004711424	1,454904539	21	N/S
-19	-0,25%	0,004711424	-0,529246166	N/S	2,89%	0,004711424	1,308618324	22	N/S
-18	0,12%	0,004711424	0,253941735	N/S	3,01%	0,004711424	1,332804482	23	N/S
-17	-0,66%	0,004711424	-1,396531721	N/S	2,35%	0,004711424	1,019676453	24	N/S
-16	-0,50%	0,004711424	-1,07077549	N/S	1,85%	0,004711424	0,784919707	25	N/S
-15	0,09%	0,004711424	0,193887878	N/S	1,94%	0,004711424	0,807701638	26	N/S
-14	-0,57%	0,004711424	-1,214395336	N/S	1,37%	0,004711424	0,558892588	27	N/S
-13	0,00%	0,004711424	-0,002502901	N/S	1,37%	0,004711424	0,548348623	28	N/S
-12	0,57%	0,004711424	1,217363066	N/S	1,94%	0,004711424	0,764870044	29	N/S
-11	0,03%	0,004711424	0,069104611	N/S	1,97%	0,004711424	0,764630888	30	N/S
-10	0,25%	0,004711424	0,539864774	N/S	2,23%	0,004711424	0,849159612	31	N/S
-9	0,13%	0,004711424	0,272938676	N/S	2,36%	0,004711424	0,884035381	32	N/S
-8	-0,44%	0,004711424	-0,92536382	N/S	1,92%	0,004711424	0,709452701	33	N/S
-7	0,04%	0,004711424	0,07900283	N/S	1,96%	0,004711424	0,712490583	34	N/S
-6	0,57%	0,004711424	1,208383156	N/S	2,53%	0,004711424	0,906492418	35	N/S
-5	-0,49%	0,004711424	-1,030001966	N/S	2,04%	0,004711424	0,722146584	36	N/S
-4	0,25%	0,004711424	0,537228844	N/S	2,29%	0,004711424	0,80064088	37	N/S
-3	-0,32%	0,004711424	-0,683791888	N/S	1,97%	0,004711424	0,679110205	38	N/S
-2	0,02%	0,004711424	0,046831002	N/S	1,99%	0,004711424	0,677846088	39	N/S
-1	0,35%	0,004711424	0,744678058	N/S	2,35%	0,004711424	0,787063322	40	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

0	1,32%	0,004711424	2,795214949	0,01	3,66%	0,004711424	1,213944971	41	N/S
1	0,45%	0,004711424	0,965029934	N/S	4,12%	0,004711424	1,348313535	42	N/S
2	0,19%	0,004711424	0,413423744	N/S	4,31%	0,004711424	1,395589774	43	N/S
3	-0,27%	0,004711424	-0,564182274	N/S	4,05%	0,004711424	1,294585975	44	N/S
4	-0,28%	0,004711424	-0,585579378	N/S	3,77%	0,004711424	1,192827853	45	N/S
5	-0,30%	0,004711424	-0,639694979	N/S	3,47%	0,004711424	1,085473213	46	N/S
6	0,15%	0,004711424	0,327596115	N/S	3,62%	0,004711424	1,121648344	47	N/S
7	0,16%	0,004711424	0,342740431	N/S	3,78%	0,004711424	1,159373332	48	N/S
8	0,07%	0,004711424	0,152403887	N/S	3,86%	0,004711424	1,169253993	49	N/S
9	0,26%	0,004711424	0,541316695	N/S	4,11%	0,004711424	1,234056139	50	N/S
10	0,96%	0,004711424	2,040331506	0,05	5,07%	0,004711424	1,507601212	51	N/S
11	-0,58%	0,004711424	-1,241187561	N/S	4,49%	0,004711424	1,320912929	52	N/S
12	-0,33%	0,004711424	-0,691912944	N/S	4,16%	0,004711424	1,213350592	53	N/S
13	0,07%	0,004711424	0,156358383	N/S	4,24%	0,004711424	1,223341046	54	N/S
14	0,26%	0,004711424	0,545541987	N/S	4,49%	0,004711424	1,285729614	55	N/S
15	0,41%	0,004711424	0,877451739	N/S	4,91%	0,004711424	1,391452594	56	N/S
16	0,32%	0,004711424	0,68597455	N/S	5,23%	0,004711424	1,47005241	57	N/S
17	-0,52%	0,004711424	-1,109031017	N/S	4,71%	0,004711424	1,311701537	58	N/S
18	0,55%	0,004711424	1,169463048	N/S	5,26%	0,004711424	1,452789037	59	N/S
19	-0,18%	0,004711424	-0,385418109	N/S	5,08%	0,004711424	1,390874329	60	N/S
20	-0,08%	0,004711424	-0,179844774	N/S	4,99%	0,004711424	1,356399845	61	N/S
21	0,27%	0,004711424	0,568057859	N/S	5,26%	0,004711424	1,41756009	62	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

22	-0,20%	0,004711424	-0,423902016	N/S	5,06%	0,004711424	1,352857977	63	N/S
23	-0,41%	0,004711424	-0,874451635	N/S	4,65%	0,004711424	1,232940708	64	N/S
24	0,17%	0,004711424	0,351147054	N/S	4,81%	0,004711424	1,266974219	65	N/S
25	-0,27%	0,004711424	-0,574600343	N/S	4,54%	0,004711424	1,186610882	66	N/S
26	-0,16%	0,004711424	-0,333438682	N/S	4,38%	0,004711424	1,136986267	67	N/S
27	-0,55%	0,004711424	-1,176390409	N/S	3,83%	0,004711424	0,985936818	68	N/S
28	-0,17%	0,004711424	-0,368376089	N/S	3,66%	0,004711424	0,934419004	69	N/S
29	-0,28%	0,004711424	-0,602444505	N/S	3,37%	0,004711424	0,855714682	70	N/S
30	-0,12%	0,004711424	-0,260958868	N/S	3,25%	0,004711424	0,818697033	71	N/S
31	-0,14%	0,004711424	-0,303591767	N/S	3,11%	0,004711424	0,777213125	72	N/S
32	0,36%	0,004711424	0,773926999	N/S	3,47%	0,004711424	0,862452694	73	N/S
33	-0,16%	0,004711424	-0,341146873	N/S	3,31%	0,004711424	0,816947972	74	N/S
34	0,32%	0,004711424	0,674952952	N/S	3,63%	0,004711424	0,889420229	75	N/S
35	0,33%	0,004711424	0,699691897	N/S	3,96%	0,004711424	0,963809569	76	N/S
36	0,39%	0,004711424	0,820065533	N/S	4,35%	0,004711424	1,050985754	77	N/S
37	0,06%	0,004711424	0,135338191	N/S	4,41%	0,004711424	1,059550965	78	N/S
38	0,09%	0,004711424	0,188022415	N/S	4,50%	0,004711424	1,073977764	79	N/S
39	0,21%	0,004711424	0,444432874	N/S	4,71%	0,004711424	1,116933401	80	N/S
40	0,41%	0,004711424	0,877074355	N/S	5,12%	0,004711424	1,207470044	81	N/S

Anexos 7: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método C: Adjusted Market Return para el sector industrial secundario

desviación estándar 0,004950039									
MÉTODO C									
Día	AR	Desv. Estándar	test t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	test t	t	Sig.
-40	-0,26%	0,004950	-0,53341734	N/S	-0,26%	0,00495004	-0,53341734	1	N/S
-39	0,22%	0,004950	0,43455036	N/S	-0,05%	0,00495004	-0,06990951	2	N/S
-38	0,50%	0,004950	1,00494839	N/S	0,45%	0,00495004	0,52312635	3	N/S
-37	0,51%	0,004950	1,02294881	N/S	0,95%	0,00495004	0,96451512	4	N/S
-36	0,42%	0,004950	0,85298624	N/S	1,38%	0,00495004	1,24415559	5	N/S
-35	0,10%	0,004950	0,20502775	N/S	1,48%	0,00495004	1,2194557	6	N/S
-34	0,17%	0,004950	0,34737321	N/S	1,65%	0,00495004	1,26029133	7	N/S
-33	0,67%	0,004950	1,35843975	N/S	2,32%	0,00495004	1,65917557	8	0,1
-32	0,30%	0,004950	0,60553019	N/S	2,62%	0,00495004	1,76612912	9	0,1
-31	0,37%	0,004950	0,75437113	N/S	3,00%	0,00495004	1,9140503	10	0,1
-30	-0,11%	0,004950	-0,21663932	N/S	2,89%	0,00495004	1,75965614	11	0,1
-29	0,27%	0,004950	0,5465134	N/S	3,16%	0,00495004	1,84250732	12	0,1
-28	-0,29%	0,004950	-0,57598038	N/S	2,87%	0,00495004	1,61047556	13	N/S
-27	0,15%	0,004950	0,30198831	N/S	3,02%	0,00495004	1,63260285	14	N/S
-26	0,23%	0,004950	0,45703625	N/S	3,25%	0,00495004	1,69525045	15	0,1
-25	-1,10%	0,004950	-2,23023064	0,05	2,15%	0,00495004	1,08386153	16	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-24	-0,28%	0,004950	-0,56463375	N/S	1,87%	0,00495004	0,91455633	17	N/S
-23	0,34%	0,004950	0,68288098	N/S	2,20%	0,00495004	1,04974559	18	N/S
-22	0,79%	0,004950	1,58723974	N/S	2,99%	0,00495004	1,3858851	19	N/S
-21	0,22%	0,004950	0,44690416	N/S	3,21%	0,00495004	1,45072451	20	N/S
-20	0,26%	0,004950	0,53361298	N/S	3,48%	0,00495004	1,53220605	21	N/S
-19	-0,23%	0,004950	-0,45884385	N/S	3,25%	0,00495004	1,39915238	22	N/S
-18	0,05%	0,004950	0,09465507	N/S	3,30%	0,00495004	1,38813497	23	N/S
-17	-0,75%	0,004950	-1,52016713	N/S	2,54%	0,00495004	1,04860499	24	N/S
-16	-0,59%	0,004950	-1,18539354	N/S	1,96%	0,00495004	0,79034016	25	N/S
-15	0,33%	0,004950	0,66794208	N/S	2,29%	0,00495004	0,9059865	26	N/S
-14	-0,43%	0,004950	-0,85952973	N/S	1,86%	0,00495004	0,72363411	27	N/S
-13	-0,06%	0,004950	-0,11451834	N/S	1,80%	0,00495004	0,68895266	28	N/S
-12	0,37%	0,004950	0,7569236	N/S	2,18%	0,00495004	0,81752714	29	N/S
-11	-0,09%	0,004950	-0,17327459	N/S	2,09%	0,00495004	0,77215074	30	N/S
-10	0,20%	0,004950	0,39639662	N/S	2,29%	0,00495004	0,83078955	31	N/S
-9	0,17%	0,004950	0,35312143	N/S	2,46%	0,00495004	0,88012907	32	N/S
-8	-0,44%	0,004950	-0,89296518	N/S	2,02%	0,00495004	0,71124591	33	N/S
-7	0,09%	0,004950	0,17547209	N/S	2,11%	0,00495004	0,73080156	34	N/S
-6	0,56%	0,004950	1,131097	N/S	2,67%	0,00495004	0,91147617	35	N/S
-5	-0,37%	0,004950	-0,74108642	N/S	2,30%	0,00495004	0,77521322	36	N/S
-4	0,31%	0,004950	0,61925788	N/S	2,61%	0,00495004	0,86647098	37	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-3	-0,42%	0,004950	-0,85854404	N/S	2,18%	0,00495004	0,71571981	38	N/S
-2	0,01%	0,004950	0,02578356	N/S	2,20%	0,00495004	0,710613	39	N/S
-1	0,48%	0,004950	0,96738759	N/S	2,68%	0,00495004	0,85463152	40	N/S
0	1,28%	0,004950	2,59054451	0,01	3,96%	0,00495004	1,24871993	41	N/S
1	0,44%	0,004950	0,88040457	N/S	4,39%	0,00495004	1,36961403	42	N/S
2	0,09%	0,004950	0,18331043	N/S	4,48%	0,00495004	1,38154918	43	N/S
3	-0,31%	0,004950	-0,62887403	N/S	4,17%	0,00495004	1,2709532	44	N/S
4	-0,36%	0,004950	-0,72141523	N/S	3,82%	0,00495004	1,14920993	45	N/S
5	-0,34%	0,004950	-0,67902748	N/S	3,48%	0,00495004	1,03653274	46	N/S
6	0,06%	0,004950	0,12265749	N/S	3,54%	0,00495004	1,04333795	47	N/S
7	0,14%	0,004950	0,27274972	N/S	3,68%	0,00495004	1,07178067	48	N/S
8	0,11%	0,004950	0,2301029	N/S	3,79%	0,00495004	1,0936596	49	N/S
9	0,35%	0,004950	0,70123995	N/S	4,14%	0,00495004	1,18183807	50	N/S
10	0,92%	0,004950	1,85212101	0,1	5,05%	0,00495004	1,42954288	51	N/S
11	-0,45%	0,004950	-0,91538621	N/S	4,60%	0,00495004	1,28878932	52	N/S
12	-0,26%	0,004950	-0,51769605	N/S	4,34%	0,00495004	1,20546201	53	N/S
13	0,16%	0,004950	0,3266225	N/S	4,51%	0,00495004	1,23869586	54	N/S
14	0,27%	0,004950	0,54202016	N/S	4,77%	0,00495004	1,30046932	55	N/S
15	0,32%	0,004950	0,64464266	N/S	5,09%	0,00495004	1,37494968	56	N/S
16	0,34%	0,004950	0,6838852	N/S	5,43%	0,00495004	1,45341815	57	N/S
17	-0,58%	0,004950	-1,16201568	N/S	4,86%	0,00495004	1,28825408	58	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

18	0,54%	0,004950	1,09386196	N/S	5,40%	0,00495004	1,41969871	59	N/S
19	-0,17%	0,004950	-0,34477875	N/S	5,23%	0,00495004	1,36330743	60	N/S
20	-0,19%	0,004950	-0,38235882	N/S	5,04%	0,00495004	1,30313057	61	N/S
21	0,23%	0,004950	0,4679709	N/S	5,27%	0,00495004	1,3520111	62	N/S
22	-0,27%	0,004950	-0,55504807	N/S	4,99%	0,00495004	1,27130845	63	N/S
23	-0,30%	0,004950	-0,60561883	N/S	4,70%	0,00495004	1,18563489	64	N/S
24	0,22%	0,004950	0,44992516	N/S	4,92%	0,00495004	1,23228562	65	N/S
25	-0,20%	0,004950	-0,39431151	N/S	4,72%	0,00495004	1,1743781	66	N/S
26	-0,06%	0,004950	-0,11252811	N/S	4,67%	0,00495004	1,15183364	67	N/S
27	-0,64%	0,004950	-1,2865146	N/S	4,03%	0,00495004	0,9873201	68	N/S
28	-0,13%	0,004950	-0,26705782	N/S	3,90%	0,00495004	0,94798951	69	N/S
29	-0,17%	0,004950	-0,3437008	N/S	3,73%	0,00495004	0,90011369	70	N/S
30	0,00%	0,004950	0,00472928	N/S	3,73%	0,00495004	0,89431365	71	N/S
31	-0,20%	0,004950	-0,39426885	N/S	3,53%	0,00495004	0,84161639	72	N/S
32	0,46%	0,004950	0,92361666	N/S	3,99%	0,00495004	0,94393317	73	N/S
33	-0,20%	0,004950	-0,39708191	N/S	3,80%	0,00495004	0,89137372	74	N/S
34	0,31%	0,004950	0,62019693	N/S	4,10%	0,00495004	0,95702546	75	N/S
35	0,29%	0,004950	0,58645681	N/S	4,39%	0,00495004	1,0179796	76	N/S
36	0,30%	0,004950	0,61568986	N/S	4,70%	0,00495004	1,08151211	77	N/S
37	0,15%	0,004950	0,29613547	N/S	4,84%	0,00495004	1,10808771	78	N/S
38	0,05%	0,004950	0,11034501	N/S	4,90%	0,00495004	1,11346695	79	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

39	0,33%	0,004950	0,66367815	N/S	5,23%	0,00495004	1,18068737	80	N/S
40	0,39%	0,004950	0,78539095	N/S	5,62%	0,00495004	1,2606422	81	N/S

Anexos 8: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método A: Mean Adjusted Return para el sector industrial terciario

desviación estándar		0,00206299							
MÉTODO B									
Día	AR	Desv. Estándar	test t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	test t	t	Sig.
-40	0,04%	0,00206299	0,172521269	N/S	0,04%	0,00206299	0,172521269	1	N/S
-39	-0,26%	0,00206299	-1,281767883	N/S	-0,23%	0,00206299	-0,784355803	2	N/S
-38	0,18%	0,00206299	0,859424353	N/S	-0,05%	0,00206299	-0,14423495	3	N/S
-37	0,08%	0,00206299	0,373476899	N/S	0,03%	0,00206299	0,061827319	4	N/S
-36	-0,25%	0,00206299	-1,210178836	N/S	-0,22%	0,00206299	-0,485908393	5	N/S
-35	-0,28%	0,00206299	-1,360085528	N/S	-0,50%	0,00206299	-0,998824238	6	N/S
-34	-0,07%	0,00206299	-0,347160953	N/S	-0,58%	0,00206299	-1,055946062	7	N/S
-33	-0,08%	0,00206299	-0,391097275	N/S	-0,66%	0,00206299	-1,126020864	8	N/S
-32	0,41%	0,00206299	1,983662705	0,05	-0,25%	0,00206299	-0,40040175	9	N/S
-31	0,08%	0,00206299	0,366051474	N/S	-0,17%	0,00206299	-0,264098812	10	N/S
-30	-0,33%	0,00206299	-1,61446383	N/S	-0,51%	0,00206299	-0,738587498	11	N/S
-29	0,22%	0,00206299	1,060811076	N/S	-0,29%	0,00206299	-0,400913911	12	N/S
-28	0,13%	0,00206299	0,61364902	N/S	-0,16%	0,00206299	-0,214990011	13	N/S
-27	0,11%	0,00206299	0,537702873	N/S	-0,05%	0,00206299	-0,063462421	14	N/S
-26	-0,04%	0,00206299	-0,175970644	N/S	-0,09%	0,00206299	-0,106745948	15	N/S
-25	0,12%	0,00206299	0,586608129	N/S	0,04%	0,00206299	0,043295713	16	N/S
-24	0,06%	0,00206299	0,268261071	N/S	0,09%	0,00206299	0,107065878	17	N/S
-23	0,12%	0,00206299	0,577923126	N/S	0,21%	0,00206299	0,240267117	18	N/S
-22	-0,35%	0,00206299	-1,696454355	0,1	-0,14%	0,00206299	-0,155334481	19	N/S
-21	0,09%	0,00206299	0,454419917	N/S	-0,05%	0,00206299	-0,049789942	20	N/S
-20	-0,15%	0,00206299	-0,740443513	N/S	-0,20%	0,00206299	-0,210168029	21	N/S
-19	0,02%	0,00206299	0,11013224	N/S	-0,18%	0,00206299	-0,181855662	22	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-18	0,01%	0,00206299	0,044158299	N/S	-0,17%	0,00206299	-0,168650704	23	N/S
-17	0,02%	0,00206299	0,106691046	N/S	-0,14%	0,00206299	-0,143321547	24	N/S
-16	-0,31%	0,00206299	-1,48609456	N/S	-0,45%	0,00206299	-0,437644776	25	N/S
-15	-0,11%	0,00206299	-0,552832292	N/S	-0,57%	0,00206299	-0,537565342	26	N/S
-14	-0,12%	0,00206299	-0,593890553	N/S	-0,69%	0,00206299	-0,641810796	27	N/S
-13	-0,38%	0,00206299	-1,834824152	0,1	-1,07%	0,00206299	-0,976994862	28	N/S
-12	-0,08%	0,00206299	-0,409481457	N/S	-1,15%	0,00206299	-1,036041148	29	N/S
-11	-0,32%	0,00206299	-1,567219238	N/S	-1,47%	0,00206299	-1,304761228	30	N/S
-10	-0,13%	0,00206299	-0,625945658	N/S	-1,60%	0,00206299	-1,395967344	31	N/S
-9	-0,38%	0,00206299	-1,854882271	0,1	-1,99%	0,00206299	-1,70188219	32	0,1
-8	0,14%	0,00206299	0,678068647	N/S	-1,85%	0,00206299	-1,557861129	33	N/S
-7	-0,05%	0,00206299	-0,233158687	N/S	-1,89%	0,00206299	-1,574766814	34	N/S
-6	0,30%	0,00206299	1,445645162	N/S	-1,60%	0,00206299	-1,307748486	35	N/S
-5	0,68%	0,00206299	3,297572187	0,01	-0,92%	0,00206299	-0,739862032	36	N/S
-4	0,72%	0,00206299	3,467748804	0,01	-0,20%	0,00206299	-0,159701021	37	N/S
-3	0,10%	0,00206299	0,506299949	N/S	-0,10%	0,00206299	-0,075452985	38	N/S
-2	0,17%	0,00206299	0,832101011	N/S	0,08%	0,00206299	0,058763442	39	N/S
-1	0,38%	0,00206299	1,849620886	0,1	0,46%	0,00206299	0,35047499	40	N/S
0	0,21%	0,00206299	1,020157477	N/S	0,67%	0,00206299	0,505496351	41	N/S
1	0,70%	0,00206299	3,374322022	0,01	1,36%	0,00206299	1,020111476	42	N/S
2	0,22%	0,00206299	1,059144977	N/S	1,58%	0,00206299	1,169698032	43	N/S
3	-0,42%	0,00206299	-2,021917654	0,05	1,17%	0,00206299	0,85151406	44	N/S
4	0,16%	0,00206299	0,789107036	N/S	1,33%	0,00206299	0,95963277	45	N/S
5	-0,35%	0,00206299	-1,715609831	0,1	0,97%	0,00206299	0,696191796	46	N/S
6	0,09%	0,00206299	0,459353324	N/S	1,07%	0,00206299	0,755749249	47	N/S
7	-0,14%	0,00206299	-0,6654039	N/S	0,93%	0,00206299	0,651792646	48	N/S
8	-0,03%	0,00206299	-0,149375064	N/S	0,90%	0,00206299	0,623768121	49	N/S
9	0,13%	0,00206299	0,60914855	N/S	1,03%	0,00206299	0,70364555	50	N/S
10	0,44%	0,00206299	2,114366411	0,05	1,46%	0,00206299	0,99278343	51	N/S
11	-0,27%	0,00206299	-1,286368923	N/S	1,20%	0,00206299	0,804803821	52	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

12	-0,24%	0,00206299	-1,169863115	N/S	0,96%	0,00206299	0,63648212	53	N/S
13	-0,42%	0,00206299	-2,03909615	0,05	0,54%	0,00206299	0,353075388	54	N/S
14	0,31%	0,00206299	1,488675072	N/S	0,84%	0,00206299	0,550583793	55	N/S
15	-0,05%	0,00206299	-0,242115829	N/S	0,79%	0,00206299	0,513291634	56	N/S
16	0,05%	0,00206299	0,263580161	N/S	0,85%	0,00206299	0,543681198	57	N/S
17	-0,31%	0,00206299	-1,506125008	N/S	0,54%	0,00206299	0,34121001	58	N/S
18	-0,17%	0,00206299	-0,817278512	N/S	0,37%	0,00206299	0,231905443	59	N/S
19	0,34%	0,00206299	1,627620697	N/S	0,70%	0,00206299	0,440089706	60	N/S
20	0,02%	0,00206299	0,099281499	N/S	0,72%	0,00206299	0,4491792	61	N/S
21	0,12%	0,00206299	0,559623114	N/S	0,84%	0,00206299	0,516614268	62	N/S
22	0,19%	0,00206299	0,942116179	N/S	1,03%	0,00206299	0,631193236	63	N/S
23	-0,05%	0,00206299	-0,262223922	N/S	0,98%	0,00206299	0,593464634	64	N/S
24	-0,03%	0,00206299	-0,133351875	N/S	0,95%	0,00206299	0,572341563	65	N/S
25	0,06%	0,00206299	0,308071597	N/S	1,02%	0,00206299	0,605910085	66	N/S
26	-0,25%	0,00206299	-1,199070143	N/S	0,77%	0,00206299	0,454881635	67	N/S
27	-0,14%	0,00206299	-0,666511278	N/S	0,63%	0,00206299	0,370698165	68	N/S
28	0,03%	0,00206299	0,125277564	N/S	0,66%	0,00206299	0,383083789	69	N/S
29	0,26%	0,00206299	1,240849455	N/S	0,91%	0,00206299	0,52864751	70	N/S
30	0,01%	0,00206299	0,045887726	N/S	0,92%	0,00206299	0,530357309	71	N/S
31	0,06%	0,00206299	0,309989881	N/S	0,99%	0,00206299	0,563194052	72	N/S
32	-0,03%	0,00206299	-0,152427306	N/S	0,95%	0,00206299	0,54148299	73	N/S
33	0,16%	0,00206299	0,758530415	N/S	1,11%	0,00206299	0,625989246	74	N/S
34	0,27%	0,00206299	1,301925861	N/S	1,38%	0,00206299	0,77213543	75	N/S
35	-0,16%	0,00206299	-0,758719589	N/S	1,22%	0,00206299	0,680007665	76	N/S
36	-0,07%	0,00206299	-0,36223661	N/S	1,15%	0,00206299	0,634296907	77	N/S
37	0,52%	0,00206299	2,49659066	0,05	1,66%	0,00206299	0,912901012	78	N/S
38	-0,30%	0,00206299	-1,437995222	N/S	1,37%	0,00206299	0,745317654	79	N/S
39	-0,28%	0,00206299	-1,339208481	N/S	1,09%	0,00206299	0,59091671	80	N/S
40	-0,04%	0,00206299	-0,176138736	N/S	1,05%	0,00206299	0,567686777	81	N/S

Anexos 9: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método B: Market Model para el sector industrial terciario

desviación estándar 0,002099695									
MÉTODO C									
Día	AR	Desv. Estándar	test t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	test t	t	Sig.
-40	0,11%	0,002100	0,54382009	N/S	0,11%	0,00209969	0,543820086	1	N/S
-39	-0,23%	0,002100	-1,11859455	N/S	-0,12%	0,00209969	-0,40642692	2	N/S
-38	0,23%	0,002100	1,11068094	N/S	0,11%	0,00209969	0,309405749	3	N/S
-37	0,12%	0,002100	0,58284216	N/S	0,23%	0,00209969	0,55937432	4	N/S
-36	-0,13%	0,002100	-0,61274	N/S	0,11%	0,00209969	0,226293943	5	N/S
-35	-0,32%	0,002100	-1,52267312	N/S	-0,21%	0,00209969	-0,41505154	6	N/S
-34	-0,06%	0,002100	-0,3053345	N/S	-0,28%	0,00209969	-0,49966865	7	N/S
-33	-0,06%	0,002100	-0,27393554	N/S	-0,34%	0,00209969	-0,56424806	8	N/S
-32	0,40%	0,002100	1,92251997	0,1	0,07%	0,00209969	0,108861817	9	N/S
-31	0,07%	0,002100	0,34738756	N/S	0,14%	0,00209969	0,21312898	10	N/S
-30	-0,31%	0,002100	-1,45783605	N/S	-0,16%	0,00209969	-0,2363436	11	N/S
-29	0,31%	0,002100	1,47290991	N/S	0,14%	0,00209969	0,1989107	12	N/S
-28	0,20%	0,002100	0,97496943	N/S	0,35%	0,00209969	0,461515085	13	N/S
-27	0,11%	0,002100	0,50484052	N/S	0,46%	0,00209969	0,579651368	14	N/S
-26	0,01%	0,002100	0,05745792	N/S	0,47%	0,00209969	0,574831996	15	N/S
-25	0,22%	0,002100	1,06623945	N/S	0,69%	0,00209969	0,823138549	16	N/S
-24	0,11%	0,002100	0,52309673	N/S	0,80%	0,00209969	0,925431282	17	N/S
-23	0,14%	0,002100	0,64375191	N/S	0,94%	0,00209969	1,051091327	18	N/S
-22	-0,27%	0,002100	-1,26217235	N/S	0,67%	0,00209969	0,733494977	19	N/S
-21	0,14%	0,002100	0,6521416	N/S	0,81%	0,00209969	0,860745763	20	N/S
-20	-0,16%	0,002100	-0,74406489	N/S	0,65%	0,00209969	0,677633584	21	N/S
-19	0,04%	0,002100	0,18540427	N/S	0,69%	0,00209969	0,70158204	22	N/S
-18	0,08%	0,002100	0,39241089	N/S	0,77%	0,00209969	0,767984097	23	N/S
-17	0,06%	0,002100	0,29166166	N/S	0,83%	0,00209969	0,811349387	24	N/S
-16	-0,30%	0,002100	-1,41791129	N/S	0,54%	0,00209969	0,511374543	25	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-15	-0,13%	0,002100	-0,62038305	N/S	0,41%	0,00209969	0,379776869	26	N/S
-14	-0,07%	0,002100	-0,33272965	N/S	0,34%	0,00209969	0,308643758	27	N/S
-13	-0,28%	0,002100	-1,34275298	N/S	0,05%	0,00209969	0,049325693	28	N/S
-12	-0,08%	0,002100	-0,40022074	N/S	-0,03%	0,00209969	-0,02585134	29	N/S
-11	-0,36%	0,002100	-1,72652155	0,1	-0,39%	0,00209969	-0,34063509	30	N/S
-10	-0,08%	0,002100	-0,39097492	N/S	-0,47%	0,00209969	-0,40531711	31	N/S
-9	-0,31%	0,002100	-1,47587007	N/S	-0,78%	0,00209969	-0,6598332	32	N/S
-8	0,16%	0,002100	0,73864446	N/S	-0,63%	0,00209969	-0,52117732	33	N/S
-7	-0,05%	0,002100	-0,21784337	N/S	-0,67%	0,00209969	-0,55081558	34	N/S
-6	0,36%	0,002100	1,70409828	0,1	-0,32%	0,00209969	-0,25484458	35	N/S
-5	0,77%	0,002100	3,65585029	0,01	0,45%	0,00209969	0,358028234	36	N/S
-4	0,76%	0,002100	3,60898328	0,01	1,21%	0,00209969	0,946470071	37	N/S
-3	0,05%	0,002100	0,25222211	N/S	1,26%	0,00209969	0,97484932	38	N/S
-2	0,25%	0,002100	1,18522723	N/S	1,51%	0,00209969	1,15205834	39	N/S
-1	0,46%	0,002100	2,19601205	0,05	1,97%	0,00209969	1,484786456	40	N/S
0	0,23%	0,002100	1,11887818	N/S	2,21%	0,00209969	1,641306941	41	0,1
1	0,73%	0,002100	3,49846159	0,01	2,94%	0,00209969	2,161474204	42	0,05
2	0,31%	0,002100	1,4741996	N/S	3,25%	0,00209969	2,361006265	43	0,05
3	-0,36%	0,002100	-1,70776161	0,1	2,89%	0,00209969	2,0765677	44	0,05
4	0,16%	0,002100	0,76031896	N/S	3,05%	0,00209969	2,166706757	45	0,05
5	-0,30%	0,002100	-1,43828288	N/S	2,75%	0,00209969	1,930962949	46	0,1
6	0,12%	0,002100	0,5935433	N/S	2,87%	0,00209969	1,996887533	47	0,05
7	-0,04%	0,002100	-0,16795645	N/S	2,84%	0,00209969	1,951734715	48	0,1
8	0,05%	0,002100	0,2310541	N/S	2,89%	0,00209969	1,964724122	49	0,05
9	0,12%	0,002100	0,58690075	N/S	3,01%	0,00209969	2,02797795	50	0,05
10	0,46%	0,002100	2,18980212	0,05	3,47%	0,00209969	2,314631014	51	0,05
11	-0,26%	0,002100	-1,26152648	N/S	3,21%	0,00209969	2,117324659	52	0,05
12	-0,27%	0,002100	-1,29442727	N/S	2,93%	0,00209969	1,919451519	53	0,1
13	-0,38%	0,002100	-1,79739212	0,1	2,56%	0,00209969	1,657001681	54	0,1
14	0,35%	0,002100	1,67058179	0,1	2,91%	0,00209969	1,867130131	55	0,1

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

15	0,03%	0,002100	0,12553587	N/S	2,93%	0,00209969	1,867159668	56	0,1
16	0,04%	0,002100	0,20239555	N/S	2,98%	0,00209969	1,877516546	57	0,1
17	-0,28%	0,002100	-1,33155545	N/S	2,70%	0,00209969	1,686418889	58	0,1
18	-0,11%	0,002100	-0,54217426	N/S	2,58%	0,00209969	1,60148105	59	N/S
19	0,39%	0,002100	1,85906604	0,1	2,97%	0,00209969	1,828083693	60	0,1
20	0,05%	0,002100	0,25858615	N/S	3,03%	0,00209969	1,846146044	61	0,1
21	0,22%	0,002100	1,02422595	N/S	3,24%	0,00209969	1,961274073	62	0,05
22	0,28%	0,002100	1,31863485	N/S	3,52%	0,00209969	2,111778517	63	0,05
23	-0,07%	0,002100	-0,33763664	N/S	3,45%	0,00209969	2,053010713	64	0,05
24	0,04%	0,002100	0,17767454	N/S	3,49%	0,00209969	2,059194926	65	0,05
25	0,05%	0,002100	0,26147411	N/S	3,54%	0,00209969	2,07572066	66	0,05
26	-0,24%	0,002100	-1,13342714	N/S	3,30%	0,00209969	1,921701808	67	0,1
27	-0,13%	0,002100	-0,60066645	N/S	3,18%	0,00209969	1,834677806	68	0,1
28	0,01%	0,002100	0,04331603	N/S	3,19%	0,00209969	1,826549155	69	0,1
29	0,28%	0,002100	1,32206773	N/S	3,46%	0,00209969	1,971472761	70	0,05
30	0,00%	0,002100	-0,00582821	N/S	3,46%	0,00209969	1,956848236	71	0,1
31	0,06%	0,002100	0,29418341	N/S	3,52%	0,00209969	1,977881344	72	0,05
32	-0,05%	0,002100	-0,26129825	N/S	3,47%	0,00209969	1,93370485	73	0,1
33	0,27%	0,002100	1,2709608	N/S	3,74%	0,00209969	2,068341028	74	0,05
34	0,29%	0,002100	1,36977186	N/S	4,02%	0,00209969	2,212673446	75	0,05
35	-0,02%	0,002100	-0,11178617	N/S	4,00%	0,00209969	2,185245427	76	0,05
36	0,02%	0,002100	0,10850551	N/S	4,02%	0,00209969	2,1833745	77	0,05
37	0,59%	0,002100	2,79501447	0,01	4,61%	0,00209969	2,485806431	78	0,05
38	-0,25%	0,002100	-1,1768892	N/S	4,36%	0,00209969	2,337612993	79	0,05
39	-0,22%	0,002100	-1,04374142	N/S	4,14%	0,00209969	2,20626313	80	0,05
40	0,04%	0,002100	0,21333947	N/S	4,19%	0,00209969	2,216306312	81	0,05

Anexos 10: Cálculos ventana del evento (-40; +40) días. Método C: Adjusted Market Return para el sector industrial terciario

desviación estándar 0,002099695									
MÉTODO C									
Día	AR	Desv. Estándar	test t	Sig.	CAR	Desv. Estándar	test t	t	Sig.
-40	0,11%	0,002100	0,54382009	N/S	0,11%	0,00209969	0,543820086	1	N/S
-39	-0,23%	0,002100	-1,11859455	N/S	-0,12%	0,00209969	-0,40642692	2	N/S
-38	0,23%	0,002100	1,11068094	N/S	0,11%	0,00209969	0,309405749	3	N/S
-37	0,12%	0,002100	0,58284216	N/S	0,23%	0,00209969	0,55937432	4	N/S
-36	-0,13%	0,002100	-0,61274	N/S	0,11%	0,00209969	0,226293943	5	N/S
-35	-0,32%	0,002100	-1,52267312	N/S	-0,21%	0,00209969	-0,41505154	6	N/S
-34	-0,06%	0,002100	-0,3053345	N/S	-0,28%	0,00209969	-0,49966865	7	N/S
-33	-0,06%	0,002100	-0,27393554	N/S	-0,34%	0,00209969	-0,56424806	8	N/S
-32	0,40%	0,002100	1,92251997	0,1	0,07%	0,00209969	0,108861817	9	N/S
-31	0,07%	0,002100	0,34738756	N/S	0,14%	0,00209969	0,21312898	10	N/S
-30	-0,31%	0,002100	-1,45783605	N/S	-0,16%	0,00209969	-0,2363436	11	N/S
-29	0,31%	0,002100	1,47290991	N/S	0,14%	0,00209969	0,1989107	12	N/S
-28	0,20%	0,002100	0,97496943	N/S	0,35%	0,00209969	0,461515085	13	N/S
-27	0,11%	0,002100	0,50484052	N/S	0,46%	0,00209969	0,579651368	14	N/S
-26	0,01%	0,002100	0,05745792	N/S	0,47%	0,00209969	0,574831996	15	N/S
-25	0,22%	0,002100	1,06623945	N/S	0,69%	0,00209969	0,823138549	16	N/S
-24	0,11%	0,002100	0,52309673	N/S	0,80%	0,00209969	0,925431282	17	N/S
-23	0,14%	0,002100	0,64375191	N/S	0,94%	0,00209969	1,051091327	18	N/S
-22	-0,27%	0,002100	-1,26217235	N/S	0,67%	0,00209969	0,733494977	19	N/S
-21	0,14%	0,002100	0,6521416	N/S	0,81%	0,00209969	0,860745763	20	N/S
-20	-0,16%	0,002100	-0,74406489	N/S	0,65%	0,00209969	0,677633584	21	N/S
-19	0,04%	0,002100	0,18540427	N/S	0,69%	0,00209969	0,70158204	22	N/S
-18	0,08%	0,002100	0,39241089	N/S	0,77%	0,00209969	0,767984097	23	N/S
-17	0,06%	0,002100	0,29166166	N/S	0,83%	0,00209969	0,811349387	24	N/S
-16	-0,30%	0,002100	-1,41791129	N/S	0,54%	0,00209969	0,511374543	25	N/S

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

-15	-0,13%	0,002100	-0,62038305	N/S	0,41%	0,00209969	0,379776869	26	N/S
-14	-0,07%	0,002100	-0,33272965	N/S	0,34%	0,00209969	0,308643758	27	N/S
-13	-0,28%	0,002100	-1,34275298	N/S	0,05%	0,00209969	0,049325693	28	N/S
-12	-0,08%	0,002100	-0,40022074	N/S	-0,03%	0,00209969	-0,02585134	29	N/S
-11	-0,36%	0,002100	-1,72652155	0,1	-0,39%	0,00209969	-0,34063509	30	N/S
-10	-0,08%	0,002100	-0,39097492	N/S	-0,47%	0,00209969	-0,40531711	31	N/S
-9	-0,31%	0,002100	-1,47587007	N/S	-0,78%	0,00209969	-0,6598332	32	N/S
-8	0,16%	0,002100	0,73864446	N/S	-0,63%	0,00209969	-0,52117732	33	N/S
-7	-0,05%	0,002100	-0,21784337	N/S	-0,67%	0,00209969	-0,55081558	34	N/S
-6	0,36%	0,002100	1,70409828	0,1	-0,32%	0,00209969	-0,25484458	35	N/S
-5	0,77%	0,002100	3,65585029	0,01	0,45%	0,00209969	0,358028234	36	N/S
-4	0,76%	0,002100	3,60898328	0,01	1,21%	0,00209969	0,946470071	37	N/S
-3	0,05%	0,002100	0,25222211	N/S	1,26%	0,00209969	0,97484932	38	N/S
-2	0,25%	0,002100	1,18522723	N/S	1,51%	0,00209969	1,15205834	39	N/S
-1	0,46%	0,002100	2,19601205	0,05	1,97%	0,00209969	1,484786456	40	N/S
0	0,23%	0,002100	1,11887818	N/S	2,21%	0,00209969	1,641306941	41	0,1
1	0,73%	0,002100	3,49846159	0,01	2,94%	0,00209969	2,161474204	42	0,05
2	0,31%	0,002100	1,4741996	N/S	3,25%	0,00209969	2,361006265	43	0,05
3	-0,36%	0,002100	-1,70776161	0,1	2,89%	0,00209969	2,0765677	44	0,05
4	0,16%	0,002100	0,76031896	N/S	3,05%	0,00209969	2,166706757	45	0,05
5	-0,30%	0,002100	-1,43828288	N/S	2,75%	0,00209969	1,930962949	46	0,1
6	0,12%	0,002100	0,5935433	N/S	2,87%	0,00209969	1,996887533	47	0,05
7	-0,04%	0,002100	-0,16795645	N/S	2,84%	0,00209969	1,951734715	48	0,1
8	0,05%	0,002100	0,2310541	N/S	2,89%	0,00209969	1,964724122	49	0,05
9	0,12%	0,002100	0,58690075	N/S	3,01%	0,00209969	2,02797795	50	0,05
10	0,46%	0,002100	2,18980212	0,05	3,47%	0,00209969	2,314631014	51	0,05
11	-0,26%	0,002100	-1,26152648	N/S	3,21%	0,00209969	2,117324659	52	0,05
12	-0,27%	0,002100	-1,29442727	N/S	2,93%	0,00209969	1,919451519	53	0,1
13	-0,38%	0,002100	-1,79739212	0,1	2,56%	0,00209969	1,657001681	54	0,1
14	0,35%	0,002100	1,67058179	0,1	2,91%	0,00209969	1,867130131	55	0,1

Uso de información privilegiada en los procesos de fusión y adquisición, análisis por sector industrial en Chile periodo 2010 – 2014

15	0,03%	0,002100	0,12553587	N/S	2,93%	0,00209969	1,867159668	56	0,1
16	0,04%	0,002100	0,20239555	N/S	2,98%	0,00209969	1,877516546	57	0,1
17	-0,28%	0,002100	-1,33155545	N/S	2,70%	0,00209969	1,686418889	58	0,1
18	-0,11%	0,002100	-0,54217426	N/S	2,58%	0,00209969	1,60148105	59	N/S
19	0,39%	0,002100	1,85906604	0,1	2,97%	0,00209969	1,828083693	60	0,1
20	0,05%	0,002100	0,25858615	N/S	3,03%	0,00209969	1,846146044	61	0,1
21	0,22%	0,002100	1,02422595	N/S	3,24%	0,00209969	1,961274073	62	0,05
22	0,28%	0,002100	1,31863485	N/S	3,52%	0,00209969	2,111778517	63	0,05
23	-0,07%	0,002100	-0,33763664	N/S	3,45%	0,00209969	2,053010713	64	0,05
24	0,04%	0,002100	0,17767454	N/S	3,49%	0,00209969	2,059194926	65	0,05
25	0,05%	0,002100	0,26147411	N/S	3,54%	0,00209969	2,07572066	66	0,05
26	-0,24%	0,002100	-1,13342714	N/S	3,30%	0,00209969	1,921701808	67	0,1
27	-0,13%	0,002100	-0,60066645	N/S	3,18%	0,00209969	1,834677806	68	0,1
28	0,01%	0,002100	0,04331603	N/S	3,19%	0,00209969	1,826549155	69	0,1
29	0,28%	0,002100	1,32206773	N/S	3,46%	0,00209969	1,971472761	70	0,05
30	0,00%	0,002100	-0,00582821	N/S	3,46%	0,00209969	1,956848236	71	0,1
31	0,06%	0,002100	0,29418341	N/S	3,52%	0,00209969	1,977881344	72	0,05
32	-0,05%	0,002100	-0,26129825	N/S	3,47%	0,00209969	1,93370485	73	0,1
33	0,27%	0,002100	1,2709608	N/S	3,74%	0,00209969	2,068341028	74	0,05
34	0,29%	0,002100	1,36977186	N/S	4,02%	0,00209969	2,212673446	75	0,05
35	-0,02%	0,002100	-0,11178617	N/S	4,00%	0,00209969	2,185245427	76	0,05
36	0,02%	0,002100	0,10850551	N/S	4,02%	0,00209969	2,1833745	77	0,05
37	0,59%	0,002100	2,79501447	0,01	4,61%	0,00209969	2,485806431	78	0,05
38	-0,25%	0,002100	-1,1768892	N/S	4,36%	0,00209969	2,337612993	79	0,05
39	-0,22%	0,002100	-1,04374142	N/S	4,14%	0,00209969	2,20626313	80	0,05
40	0,04%	0,002100	0,21333947	N/S	4,19%	0,00209969	2,216306312	81	0,05