



UNIVERSIDAD DE CHILE

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
ADMINISTRATIVAS**

DEPARTAMENTO ADMINISTRACIÓN

**“FUSIONES: EVIDENCIA NACIONAL E
INTERNACIONAL”**

Tesis para optar al Grado de Ingeniero Comercial con Mención en
Administración.

Jaime Heriberto Becerra Baes

Profesor Guía:
Marcelo González Araya

SANTIAGO DE CHILE, 2005

RESUMEN

Este estudio analiza la evidencia empírica sobre los efectos que tienen las fusiones sobre diferentes aspectos, como el impacto que tienen sobre la riqueza de los accionistas tanto de la empresa adquiriente como objetivo, niveles de eficiencia, rentabilidad y riesgo.

Dentro de las metodologías de análisis utilizadas por los diversos estudios se encuentran los estudios de eventos, utilizando los modelos de mercado y de media constante, como también diversos ratios de indicadores financieros.

En cuanto a la evidencia internacional no se encuentran resultados lo suficientemente robustos para poder asociar a las fusiones con la creación de valor, como tampoco con un aumento de la riqueza de los accionistas, principalmente de la empresa adquiriente. Sin embargo, los resultados deben ser analizados de acuerdo a los periodos de tiempo analizados.

Con respecto a la evidencia nacional se observó que tanto los niveles de eficiencia, rentabilidad y riesgo, fue la eficiencia privada la que se vio incrementada en mayor cuantía en comparación a la eficiencia social por parte de los bancos adquirientes, en cuanto a los indicadores de rentabilidad, tanto para el banco adquiriente y objetivo, la rentabilidad aumentó, mientras que el nivel de riesgo aumentó para el banco resultante de la fusión.

En los estudios sobre el impacto del anuncio de fusiones sobre la riqueza de los accionistas de las empresas adquirientes en ambos se encontró la existencia de retornos anormales positivos, lo cual iría en contradicción con los estudios internacionales sobre el tema. Estos resultados son consistentes con la hipótesis de sinergia en el caso chileno. Estas evidencias no indican que en Chile no existe un mercado competitivo por el control corporativo.

CAPÍTULO 1: Introducción

Las fusiones y adquisiciones, y tomas de control se han estudiado durante los últimos años han presentado un crecimiento sostenido desde mediados de los años sesenta en adelante.

En Chile en los últimos años se han producido un importante crecimiento en lo que respecta a fusiones y tomas de control de empresas de diversos sectores tanto comercial como financiero el cual juega un rol crítico en la economía. Este crecimiento ha llamado la atención tanto de académicos y analistas con el fin de estudiar los impactos que tienen estos acontecimientos en el mercado.

La finalidad de este estudio es entregar un documento que refleje la evidencia empírica tanto nacional como internacional sobre los resultados de estas fusiones, en el sentido si crean valor, mejoran la posición de los accionistas adquirientes frente al anuncio de una fusión o toma de control, son más eficientes y productivas las empresas fusionadas, en el caso de las fusiones de instituciones financieras cobra relevancia el hecho si son más eficientes, más rentables y menos riesgosas.

La finalidad de estudiar lo que son las fusiones y adquisiciones radica en que cada día es más importante poder entender el por qué de las decisiones de una fusión, los efectos que provocan y los resultados que se generan en cuanto a desempeño futuro, para que de esta forma los encargados de tomar las decisiones puedan hacerlo con la mayor seguridad y tranquilidad.

La investigación se divide en cuatro capítulos restantes: en el segundo encontramos lo correspondiente al marco teórico, las motivaciones, beneficios e inconvenientes de las fusiones, en el tercero encontramos lo correspondiente a la evidencia internacional sobre fusiones, en el cuarto la evidencia nacional, y en el quinto las conclusiones finales.

CAPÍTULO 2: Marco teórico

Fusiones

Una fusión es una operación mediante la cual dos empresas se unen con la finalidad de formar una nueva empresa. Por otro lado una absorción se puede describir como la adquisición de una empresa por otra. En algunos casos dos entidades que tienen características distintas en cuanto a productos y mercados a los que atienden se convierten en una sola y las acciones de una de las dos se dejan de cotizar en la bolsa. Cuando se realizan a través de compras apalancadas (leveraged buyouts, LBO) se produce una transferencia en la propiedad de una única empresa.

Contablemente una fusión se puede definir como una operación en la cual se reúnen una o más empresas, en una sola entidad económica, la cual hereda los derechos de administrar las operaciones, activos netos, pasivos y patrimonio de las empresas involucradas.

Económicamente una fusión es el resultado de la unión de una o varias sociedades para conformar una sociedad nueva, la cual cuenta con una personalidad jurídica nueva e independiente.

Legalmente y conforme al artículo 99° de la ley sobre Sociedades Anónimas, una fusión es una reunión de dos o más sociedades en una sola, sobre la cual recaen todos los derechos y obligaciones de las anteriores, la cual cuenta con el total del patrimonio y accionistas de los entes fusionados.

Existe una fusión por creación, la cual se conforma por los activos y pasivos de dos o más sociedades que se disuelven, los cuales se concentran en una nueva sociedad. Además existe una fusión por incorporación, la cual se materializa cuando una o más sociedades se disuelven y son absorbidas por una sociedad ya existente, la cual adquiere y administra todos sus activos y pasivos.

Tipos de fusiones y absorciones

Se podrían clasificar de innumerables formas los tipos de fusiones que se producen a diario, pero los bancos de inversiones las clasifican en tres tipos:

- Absorciones estratégicas
- Absorciones financieras
- Absorciones de conglomerado.

Absorciones estratégicas

En muchos casos las fusiones estratégicas pueden ser consideradas como fusiones horizontales. Las fusiones estratégicas generan sinergias de explotación, lo que implica que las dos empresas obtienen unas mayores rentabilidades juntas y no separadas.

Se argumente que en las adquisiciones horizontales, cuando se trata de la adquisición de una empresa que esta inmersa en la misma industria, se pueden llegar a restringir la cantidad producida por la industria, produciéndose un aumento en los precios y pérdida del bienestar de los consumidores. Esta visión suele estar fundamentada en los estudios hechos por George Stigler y Jhon Chamberlain, quienes destacan que uno de los efectos potencialmente más importante de una fusión horizontal es la colusión de precios.

Las fusiones horizontales llevan a una mayor concentración del sector, que se puede definir como el porcentaje de la actividad sectorial total, medida por los ingresos totales, que es controlado por las empresas más grandes del sector. Frente a una mayor concentración, la competencia se vera reducida dentro de un mismo sector, pudiendo llegar a situaciones de oligopolio o incluso monopolios, por lo cual la regulación antimonopolio cobre vital importancia.

Las sinergias de explotación pueden surgir en casos en los que las compañías involucradas eran competidoras entre si, como también en los casos en que los productos o cualidades de las empresas se puedan complementar bien.

Absorciones financieras

Estas son consideradas por los bancos de inversiones como absorciones donde no existen sinergias de explotación. En estos caso la empresa adquiriente piensa que el valor de mercado del capital de la empresa adquirida esta por debajo del valor de su activo.

Dentro de las motivaciones de las absorciones de este tipo estarían por ejemplo las ventajas fiscales asociadas a la adquisición. Además se piensa que los activos de la empresa adquirida están siendo infravalorados dado que los mercados no tienen toda la información o están

dejando de analizar información relevante. Sin embargo, la principal razón es que la empresa adquiriente piensa que la empresa adquirida se encuentra infravalorada dada la mala gestión que vendría realizando. Cuando estamos frente a este último caso nos encontramos frente a una toma de control hostil, la cual se denomina a veces absorción disciplinaria.

Por lo general las absorciones financieras se estructuraban como compras apalancadas (leverage buyouts, LBO) en donde se financian casi en su totalidad a través de deuda, en donde las mejoras de explotación se deben a una mejora en la dirección de la empresa y a los incentivos que existan.

Absorciones de conglomerados

Las absorciones de conglomerados (o de diversificación) es en la cual no existe, aparentemente, algún tipo de sinergias de explotación entre las empresas. Dado esto se puede decir que son similares a las absorciones financieras. Sin embargo este tipo de absorciones están motivadas principalmente por las sinergias financieras, a través de las cuales se logra reducir el costo de capital de una empresa y de esta forma crear valor.

A continuación se presenta un cuadro resumen con las tres categorías de absorciones antes mencionadas.

Tipo de absorción	Motivación principal	Hostil o amistosa	Tendencia
Estratégica	Sinergias de explotación	Generalmente amistosa	Importancia creciente en los 90
Financiera	Impuestos, mejoras de motivaciones	Con frecuencia hostil	Principalmente en los años 80
Conglomerado	Sinergias financieras, impuestos y motivaciones	Hostil o amistosa	Principalmente de los años 60 y 70.

Motivaciones de las fusiones

Algunas de las principales motivaciones por las que ocurren las fusiones son las siguientes:

Incrementos en la eficiencia

Una de las razones de por que una compañía podría ser blanco de una posible absorción es por que se encuentra mal administrada lo cual produce que esta siendo subvalorada por el mercado, esto lo pueden percibir algunos inversionista, por lo cual adquieren esta compañía realizan los cambios pertinentes ya sea en administración, procesos, entre otros, mejoran su desempeño y luego podrían venderla obteniendo ganancias.

Hipótesis de información

Por lo general se ha observado que la empresa objetivo de una fisión, presenta retornos anormales positivos, incluso cuando la fusión no tenga éxito. (Dodd y Ruback (1977), Kummer y Hoffmeiter (1978), Bradley (1980). Existen dos explicaciones para este hecho. Por un lado la empresa adquiriente entrega información al mercado en el sentido de que una de las razones del por que quiere adquirir un determinada empresa es que sus acciones están subvaluadas, por lo que el mercado reacciona revalorizando el precio de éstas. Ekbo Maulis y Oyvind (2000), encontraron que los mercados reaccionan ante el anuncio de una nueva fusión, revalorizando los precios de las acciones. Esta nueva revalorización depende de la percepción que tenga el mercado sobre el futuro de esta nueva fusión, como también de la asimetría de información que exista entre los inversionistas y la firma.

Por otro lado esta el caso en que la fusión no tiene éxito, pero se esperan nuevos interesados, lo cual hace que el precio aumente. Bradley, Desai y Kim (1983) llamaron a esto “estar sentado sobre una mina de oro”, los cuales determinaron que si en un lapso de cinco años no se presentaban nuevas ofertas, la empresa objetivo perdería las ganancias. , Jensen y Ruback (1983) encontraron que si la firma objetivo no recibe nuevas ofertas, dentro de dos años, pierde las ganancias obtenidas. Ambos estudios encontraron que si la firma objetivo recibe nuevas ofertas, sus ganancias anormales se incrementaban aun más.

Acceso a nuevas tecnologías

Los adelantos tecnológicos hoy en día son un factor muy importante en casi todas las áreas productivas. Por lo tanto el tener acceso a nuevas tecnologías juega un rol importante dentro de los objetivos de la compañía, y una forma de obtenerla es fusionándose con otra empresa

que ya ha desarrollado la tecnología que necesita la empresa adquiriente, por lo que no tendría que realizar la inversión necesaria para desarrollarla. Esta política de adquisiciones puede generarle una reducción importante en gastos de investigación y desarrollo.

Economías de escala

Las economías de escala se producen cuando mediante un aumento en la producción o servicios, los costos medio se ven disminuidos en un mayor rango, en proporción a los aumentos anteriormente mencionados. Estos se puede deber a reparto de costos fijos, descuentos por volúmenes de materias primas, etc. Otra forma de generar economías de escala es a través de los canales de distribución, el cual podría servir para varios productos a la vez, o en la publicidad en donde el potenciar la marca principal, puede beneficiar a las secundarias.

Un factor que incentiva la creación de economías de escala es la indivisibilidad, que puede reflejarse en los individuos, infraestructura, o equipamiento. La especialización de hombres y maquinaria es otro factor que puede ayudar al desarrollo de economías de escala a través del aprendizaje.

Economías de ámbito

Estas se producen cuando con la utilización de una determinada cantidad o tipos de factores productivos se pueden producir una variada cantidad de productos en un mismo período de tiempo, y en un mismo lugar, siendo más eficientes que si fueran producidos por dos o más empresas.

Las economías de ámbito se obtienen por dos causas: La existencia de insumos que son imperfectamente divisibles, que además no se utilizan en su totalidad en la producción de un sólo bien o servicio, y que es posible utilizar en la producción de otro bien o servicio; y la existencia de insumos con características de un bien público, el cual al adquirirse para la producción de un bien , queda inmediatamente disponible para la producción de otros bienes, sin que se vea mermada su capacidad productiva.

Poder de mercado.

Al fusionarse dos empresas y si son del mismo rubro , con esto pueden aumentar su poder de mercado, pudiendo atender a una mayor variedad y cantidad de clientes, pudiendo lograr un

mayor poder de negociación con los proveedores, reduciendo el poder de negociación de los clientes, generando mayores barrera a la entrada, etc.

Santomero y Piloff (1998), analizaron la industria bancaria en los Estados Unidos, y observaron que en la última década ha experimentado un importante crecimiento y nivel de consolidación, explicado por que se cree que las ganancias pueden incrementarse y acumularse gracias al aumento del poder de mercado, reducción de gastos y aprovechamiento de economías de escala y de ámbito.

Capacidad de endeudamiento no usada.

La razón óptima de deuda a capital es donde el beneficio fiscal marginal proveniente de deudas adicionales es igual al incremento marginal de los costos de reorganización financiera que también derivan de estas deudas. Dado que se produce algún grado de diversificación cuando las empresas se fusionan, es probable que el costo de reorganización financiera sea inferior para la empresa combinada en comparación a la suma de los valores de las empresas separadas. Por ésta razón, la empresa adquiriente podría incrementar su razón de deuda a capital luego de una fusión, por lo que podría generar beneficios fiscales adicionales y aumentar su valor.¹

Beneficios procedentes de las fusiones

Los beneficios de las fusiones pueden ser determinados de varias maneras, sin embargo los especificaremos en cuatro puntos fundamentales:

- Impuestos
- Sinergias de explotación
- Problemas de intereses de la dirección

¹ Michael C. Jensen [“Agency Cost of Free Cash flow, Corporate Finance and Takeovers” (1986)] ofrece otra razón por la cual se utiliza deuda en las fusiones y en las adquisiciones. Jensen sostiene que al utilizar más deuda proporciona ciertos incentivos para que la nueva administración genere eficiencia, para que de esta forma poder reembolsar la deuda.

- Sinergias financiera

Razones impositivas

La legislación fiscal se ve modificada en algunos períodos dentro de los cuales se podría motivar o desmotivar la concreción de fusiones, como también difiere de país en país.

Por estas razones es que se puede dar sólo una visión general del tema. Si analizamos la legislación de Estados Unidos en los años ochenta, el Congreso aprobó dos leyes tributarias, que tuvieron efectos importantes en las fusiones de la época. Estas son la Ley de Capitales Fiscales y de Responsabilidad Tributaria de 1982 y la Ley de reforma tributaria de 1986.

La primera permitió incrementar la base impositiva de los activos adquiridos (es decir elevar sus valores contables) lo cual incentiva las fusiones. Luego con las actualizaciones de las bases de los elementos amortizables incluidos en los activos de la empresa absorbida se logra incrementar las deducciones fiscales de estos activos, lo cual podría generar importantes ahorros impositivos para la empresa absorbente. Con la segunda Ley de 1986 se establece que las empresas que decidan actualizar el valor contable de los elementos amortizables de su inmovilizado tributarán por el aumento de la base imponible. Además con esta nueva Ley no sería posible que la empresa absorbente pudiera aprovechar las pérdidas de ejercicio de la empresa absorbida con la finalidad de compensar sus beneficios presentes y futuros.

El apalancamiento financiero como medio para realizar las absorciones también puede llevar de la mano algunos beneficios o ahorros fiscales adicionales. Estos ahorros impositivos relacionados con las fusiones que incrementan sus niveles de endeudamiento se conocen como sinergias financieras. Esto se explica por la posibilidad de deducir fiscalmente los intereses financieros de la deuda.

Por lo general se ve que una fusión lleva a las compañías a incrementar su nivel de endeudamiento, esto se debe a varias razones, entre las cuales se puede mencionar que las empresas fusionadas se encuentran con un mayor grado de diversificación lo que reduciría el riesgo de verse envuelta en problemas financieros, o a encontrarse con un exceso de deducciones fiscales para un nivel de endeudamiento dado. Otra razón es que se vean propensas a aumentar su ratio deuda/capital dado que en un principio se encontrarán con niveles bajos de endeudamiento, considerados como insuficientes.

Sinergias de explotación

Para poder hablar de sinergias de explotación es necesario que con la unión de ambas empresas estas aumenten la productividad o reduzcan los costos, con la finalidad de que los flujos de caja no apalancados de las empresas fusionadas superen los flujos de las empresas por separado. Esto se puede expresar como la creación de valor por parte de las sinergias por sobre el funcionamiento individual.

Fuentes de sinergias de explotación

Las fuentes de sinergias de explotación pueden ser motivadas por varios factores, como por ejemplo las fusiones verticales, que puede ser la fusión entre un proveedor y su cliente, lo cual permite eliminar diferentes problemas de coordinación y de negociación entre ambos². Por otro lado están las fusiones horizontales, (fusión entre competidores), lo cual puede reducir el grado de competitividad de sus productos, ahorro de costos, como cuando las diferentes empresas ponen a disposición de la nueva empresa sus instalaciones de investigación y desarrollo, comparten fuerza de venta, canales de distribución, optimización de los equipos informáticos y pueden cerrar los puntos de venta ineficientes entre otras muchas medidas que se pueden adoptar.

Los problemas de intereses de la dirección

Los problemas de motivación de los directivos se explican principalmente por que estos piensan en sus propios intereses desviándose de los principales que son los de los accionistas. Una de las formas de combatir estas acciones es a través de las absorciones disciplinarias.

Absorciones disciplinarias y compras apalancadas

Las absorciones disciplinarias por lo general suelen ser hostiles, lo cual provocan la fragmentación de grandes sociedades diversificadas y con el reemplazo de los directores de la empresa absorbida. Este tipo de absorciones se puede llevar a cabo mediante la emisión de deuda, las cuales se denominan compras apalancadas (leveraged buyouts, LBO).

² Para ver un análisis de los problemas de coordinación y negociación, véase Klein, Craford y Alchain (1987), y Grossman y Hart (1986)

La financiación mediante LBO es utilizada también de forma amistosa por los ejecutivos, con la finalidad de adquirir sus propias empresas y retirarlas de los mercados de valores. A este tipo de LBO se le designa con el nombre de compra por el equipo de dirección (management buyout, MBO), en donde la diferencia está en que la alta gerencia continúa en sus puestos.

Tanto en las MBO, como en las LBO en donde la dirección no está implicada no se produce la unión de dos empresas, por lo que no se producen sinergias. Los beneficios provienen ya sea de ahorros impositivos o mejoras en la dirección. Se menciona además que la creación de valor está determinada por el cambio en la propiedad y no en la sustitución de los administradores. Esto se debe a que los directores tienen una relación mucho más directa con el desempeño de la compañía, dado que por lo general poseen más de un 10% de esta, y en el caso de que reciban paquetes adicionales de *stock options*, tendrían la posibilidad de acumular proporciones importantes de capital. Sin embargo tienen un mayor riesgo dado los niveles de endeudamiento que enfrentan, lo cual lo hace tomar mejores decisiones con el fin de maximizar el rendimiento. Pero por otro lado, existen críticas a este sistema de financiamiento las cuales tienen relación con que dado el alto nivel de endeudamiento que tendría la compañía por la emisión de deuda para la financiación de la absorción, esto lleva a la compañía a maximizar los retornos de corto plazo, con la finalidad de poder responder a los compromisos en el presente, sacrificando la inversión en investigación y desarrollo lo que compromete los flujos futuros y la viabilidad de la compañía en el largo plazo.

Problemas de motivación del comprador

Las absorciones pueden ser vistas como un síntoma o una solución para los problemas de motivación de los administradores.

Los directivos tienen incentivos muchas veces de maximizar su propio beneficio en perjuicio de maximizar los beneficios de la empresa o de las cotizaciones de las acciones. Por ejemplo los directivos que se desempeñan en empresas que están teniendo un bajo desempeño y por ende las posibilidades de perder el empleo son relativamente altas, se ven motivados a adquirir empresas que se desenvuelven en sectores más rentables y con mejores expectativas en el largo plazo. Otros aspiran a tener el control de empresas más grandes y con esto poder incrementar sus remuneraciones o su prestigio por el solo hecho de manejar empresas de mayor tamaño o con un mayor poder de mercado.

En un estudio realizado por Lang, Stulz y Walking (1991) las empresas que adquieren a otras por razones distintas de la maximización de valor, reflejan bajos precios de sus acciones en relación a su valor contable y sus flujos de caja. Estas empresas suelen tener una aceptable rentabilidad pero lo que le perjudica es el hecho de tener un bajo ratio de valor de mercado sobre valor contable entre otros, lo cual puede dar señales de que su rentabilidad no sea tan positiva en el futuro. Además que cuando este tipo de empresas anuncian una posible adquisición, los precios de sus acciones se reducen, lo cual refleja que el mercado no ve con buenos ojos estas adquisiciones o que existen problemas de intereses de los directivos, los cuales no los lleva a maximizar el valor de la empresa.

Mitchell y Lehn (1990) definieron a este tipo de directivos como “malos compradores”, los cuales por lo general eran víctimas de absorciones disciplinarias. Bhagat, Shleifer y Vishny (1990) demostraron que luego de estas absorciones disciplinarias, la empresa adquirida es fraccionada deshaciéndose de las malas adquisiciones

Sinergias financieras

Un argumento que frecuentemente se esgrime a favor de la diversificación es que a través de esta se logra reducir el riesgo de las acciones de la empresa y con esto aumentan su valor, teniendo como consecuencia una reducción del costo de capital de la empresa. Sin embargo el modelo utilizado para la valoración de activos CAPM (Capital Asset Pricing Model), como también la teoría de valoración por arbitraje APT (Arbitrage Pricing Theory), aseguran que no es probable que los inversores este dispuestos a pagar una prima por el menor riesgo asociado a una empresa diversificada, ya que estos pueden recurrir al mercado de capitales y conformar una cartera de inversiones con el mismo o mayor grado de diversificación. Dado esto se puede afirmar que para que una estrategia de diversificación tenga éxito y pueda crear valor, se debe reducir el riesgo pero más importante aún es que debe generar sinergias de explotación o sinergias financieras.

Berkovitch, Elazar, y M.P Narayan (1993), afirman que la hipótesis de sinergia implica una correlación positiva entre firma objetivo y ganancias totales. Testean esta hipótesis utilizando una muestra de *tender offers* en los Estado Unidos entre 1963 y 1988. Tomando submuestras de ganancias totales positivas, obtuvieron una correlación positiva entre ganancias totales y las de la firma objetivo, concluyendo que el motivo de la sinergia domina.

Anteriormente se vieron las ventajas fiscales del apalancamiento, en el sentido que la mayor diversificación reducía el riesgo de quiebra, permite aumentar el nivel de endeudamiento, aumentar el nivel de deuda en la estructura de capital óptima de la empresa, teniendo implicancias en una reducción del costo de capital de la empresa.

Las sinergias financieras se pueden relacionar con los impuestos personales que gravan las distribuciones de efectivo de los accionistas. Si tomamos a una empresa A que tiene importantes flujos de caja, pero que carece de oportunidades de inversión y una empresa B que si tiene posibilidades de inversión pero que no cuenta con los recursos para llevarlos a cabo. Si tomamos el supuesto de que los mercados de capitales son perfectos, esto implicaría que los recursos podrían pasar fácilmente de la empresa A, hacia la empresa B que necesita de los recursos para invertir. Pero los impuestos personales dificultan este traspaso de recursos en forma considerable, ya que los dividendos de los accionistas de la empresa A tributan antes de poder ser reinvertidos en la empresa B. Estos impuestos personales pueden ser eludidos en el caso de que se fusionaran ambas empresas. Esto sugiere que una forma de crear valor es fusionando empresas con altos niveles de liquidez y pocas oportunidades de inversión (empresa A), con empresas que carecen de recursos para invertir pero que si cuentan con importantes oportunidades de inversión (empresa B).

Inconvenientes de las fusiones y absorciones

Una vez analizadas las ventajas de las fusiones se deben evaluar los puntos que pueden reducir o incluso anular estas ventajas. A lo largo del tiempo los analistas financieros se han vuelto cada vez más escépticos con respecto al real aporte que puede producir una fusión, como también de los efectos negativos que eventualmente podrían producir la unión de dos empresas. En los años setenta las absorciones de conglomerado eran muy bien vistas por los inversores, obteniéndose importantes ganancias por parte de las empresas involucradas. Sin embargo a partir de los años ochenta las absorciones de diversificación no han tenido una evaluación positiva en general.

Dentro de los inconvenientes que se pueden generar como resultado de una fusión es que los conglomerados pueden llevar a asignaciones ineficientes de capital, esto se ve reflejado cuando los directivos de las empresas que tienen la capacidad de transferir recursos de una empresa a otra, dándole una mala utilización a estos recursos, como puede ser subvencionando líneas de negocios que tienen pérdidas y que en otro caso serían cerradas. Este tipo de subvenciones se puede dar en los casos en que los altos directivos no se vean

incentivados a reducir personal o tiene razones sentimentales, entre otras, como para mantener un negocio a pérdidas. Otro punto es cuando los directivos no reconocen que se tomaron malas decisiones en el pasado, y que esto pudo perjudicar en forma importante el desempeño de la empresa.

Además se puede dar que las fusiones pueden reducir la información contenida en los precios de las acciones. Esto se puede ver porque cuando dos empresas se fusionan, por lo general una de ellas deja de cotizar en la bolsa de valores. Esto puede ser un costo en el sentido que los precios de las acciones es un referente importante sobre el desempeño presente y futuro de una compañía, lo cual ayuda a los administradores a asignar recursos. También esta información es útil para evaluar y recompensar a los directivos de la compañía.

CAPÍTULO 3: Evidencia empírica internacional

Durante los últimos años se han realizado diversos estudios con la finalidad de dilucidar el punto de si realmente se crea valor a través de las fusiones.

Las fusiones y adquisiciones han experimentado un crecimiento sostenido desde los años setenta, esto queda reflejado por los recursos involucrados ya que desde 1967 el valor total del conjunto de las fusiones y absorciones empresariales fue inferior a 20 millardos de dólares mientras que en 1998 alcanzo cifras superiores a un billón de dólares en los Estados Unidos. Para el caso de América Latina, se puede mencionar que también se observa un crecimiento sostenido, lo cual queda reflejado por los aumentos en los montos involucrados en las fusiones y adquisiciones entre los años 1993 y 1997³

Lo que se pretende es dar respuesta a la pregunta de que si las sinergias financieras y de explotación son reales o son un invento de los altos directivos con la finalidad de justificar las absorciones y el crecimiento de la compañía. Se analizaran en un principio tres estudios, en el primero se analizarán los valores de las acciones en el momento del anuncio de las ofertas de fusiones, observándose si son o no atribuibles las alzas o a las caídas de las cotizaciones a los beneficios esperados de las uniones, las mejoras en la administración o a la identificación de los activos infravalorados. Un segundo estudio analiza más en concreto si el valor de la empresa más diversificada es mayor o menor al de la empresa no diversificada. En un tercer estudio se analiza la información contable para saber si existe alguna variación en la rentabilidad de la actividad de la empresa absorbida tras la adquisición.

Análisis de las variaciones de los precios de acciones en torno a la fecha de anuncio de una fusión.

En la actualidad los estudios de los mercados de valores toman muy en cuenta cuales son los comportamientos de los precios de las acciones de las compañías, para tomar decisiones de inversión. En el caso de las fusiones se determina si la suma de las ganancias de ambas es mayor a que estuvieran separadas y de esta forma determinar si crean valor.

³ Ver Anexo N°1

Si analizamos las ganancias bursátiles de las empresas absorbidas, se puede ver que por lo general obtienen beneficios, explicado por la prima que se paga en el momento de la compra de acciones. Jensen y Ruback (1983) encontraron que en promedio las acciones de las empresas absorbidas subían entre un 16% y un 30% en torno al anuncio de una fusión. Jarrell, Brickley y Netter (1998) encontraron que las ganancias aumentaron considerablemente en los años ochenta hasta alcanzar un valor medio del 53%.

Jensen y Ruback encontraron además que la revalorización media de las empresas absorbidas a través de las ofertas de fusión alcanzaba un 10%.

Jensen y Ruback se hicieron un panorama general de las evidencias en el corto plazo. Elaboraron dos cuadros sobre los resultados obtenidos por numerosos estudios que contemplan los efectos de las fusiones y de las ofertas directas sobre los precios de las acciones desde la fecha de anuncio hasta la fecha de conclusión de la operación.⁴

En el cuadro 1 se observa que cuando una adquisición es exitosa, los accionistas de la empresa adquirida logran rendimientos anormales más altos. Cuando la adquisición se realiza por medio de una fusión las ganancias son de 20%, mientras que si son a través de una oferta directa, las ganancias ascienden a 30%.

Para el caso de los accionistas de la empresa oferente, estos no tienen tan buenos resultados. De acuerdo al cuadro 1 ellos obtienen rendimientos anormales de un 4% en las ofertas directas, mientras que en las fusiones los rendimientos anormales no existen.

En el cuadro número 2 se observa la situación de los accionistas de las empresas que están involucradas en intentos de fusiones que no fueron exitosa, en donde se obtienen rendimientos negativos tanto en las fusiones como en las ofertas directas.

CUADRO N°1

⁴ Cuadro 1 y 2, modificados a partir de los documentos de Michael C. Jensen y Richard S. Ruback. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11 (Abril de 1983).

Cambios anormales del precio de las acciones asociados con ofertas exitosas de adquisiciones empresariales.

Técnica de adquisición empresarial	Blanco de ataque	Oferentes
Oferta directa	30%	4%
Fusión	20%	0
Lucha de poder	8%	<u>n.a</u>

n.a= No aplicable

CUADRO N°2

Cambios anormales del precio de las acciones asociados con ofertas no exitosas de adquisiciones empresariales corporativas.

Técnica de adquisición empresarial	Blanco de ataque	Oferentes
Oferta directa	-3%	-1%
Fusión	-3%	-5%
Lucha de poder	8%	<u>n.a</u>

n.a= No aplicable

En relación a las empresas absorbentes se puede mencionar que los resultados obtenidos en las fechas próximas a una fusión no son del todo concluyentes, se obtienen resultados tanto positivos como negativos, dependiendo además de la época en que estemos hablando. Jarren y Poulsen (1989) encontraron que las empresas adquirientes presentaron una evolución negativa en los años setenta hasta una pérdida de un 1% en los ochenta. Estos resultados pueden ser explicados por regulaciones desfavorables para las adquirientes o el creciente

aumento de la competencia entre potenciales compradores, lo cual los lleva en ocasiones a pagar primas demasiado altas.

Si analizamos los resultados en conjunto se puede decir que en promedio los precios de las acciones tanto de las empresas adquirientes y adquiridas obtienen resultados positivos en cuanto a ganancias para los accionistas en las fechas próximas a los comunicados de las fusiones. Bradley, Desai y Kim (1998) utilizaron una muestra de 231 *tender offers* exitosos en los Estados Unidos ocurridos entre 1963 y 1984, se estimó el aumento del patrimonio de los accionistas tanto de la empresa adquiriente como objetivo utilizando la aplicación del CAR en torno a la fecha del anuncio de la transacción (cumulative abnormal return), encontraron que en promedio una oferta de adquisición que tiene éxito logra incrementar el valor conjunto de las empresas fusionadas en un (7.4%, significativamente distinto de cero al 99% de nivel de confianza), dejando en evidencia que en promedio las fusiones logran crear valor. Sin embargo, se observó que a través de los años las ganancias se incrementaron para los accionistas de la empresa objetivo y disminuyeron para los accionistas de la empresa adquiriente.

La reacción de los mercados frente al anuncio de una fusión se ve influenciada también por el procedimiento elegido como forma de pago por parte de la empresa adquiriente. Franks, Harris y Mayer (1988), y Travlos (1987) encontraron que las respuestas de las cotizaciones del postor se veían fuertemente influenciadas si es que el pago se efectuara en efectivo o a través de intercambio de acciones. Travlos pudo constatar que en los Estados Unidos, cuando estamos en presencia de compras que se realizaban mediante intercambio de acciones, las cotizaciones de la empresa oferente se veían reducidas en un 1.47% durante los días anteriores y posteriores al anuncio de la oferta. Por otro lado se observó que los mercados reaccionaban favorablemente en los casos en que el pago fuese en efectivo, a pesar de las reducidas ganancias involucradas. Travlos encontró además que durante los dos días anteriores y posteriores al anuncio de una oferta en efectivo los movimientos se desviaron sólo en un (0.24%), en tanto que las revalorizaciones mensuales en torno a la fecha del anuncio de las ofertas en efectivo fueron del orden de un (2.0%) en Estados Unidos y de un 0.7% en el Reino Unido.

Malatesta (1983) estudio el efecto neto de la fusión y su efecto a largo plazo, sobre la riqueza de los accionistas. Para realizar este estudio se basó en tres hipótesis:⁵

- Hipótesis de Inversión: se supone que ambas firmas son maximizadoras de valor, por lo que no se invertirá recursos en una fusión si el valor presente neto de la inversión es negativo.
- Hipótesis de mejorar la dirección: se asume que la empresa adquiriente busca maximizar el valor, por lo que las potenciales firmas objetivo son administradas en forma ineficiente.
- Hipótesis de maximizar el tamaño: se da por supuesto que las potenciales empresas objetivo actúan con la finalidad de maximizar su valor, pero por otro lado las adquirientes buscan maximizar su tamaño.

Durante la realización del estudio el autor se vio con la imposibilidad de medir los retornos al momento del anuncio del intento de fusión, ya que la fecha del anuncio es difícil de determinar con precisión. Otra fecha importante es la de resolución de la fusión (cuando los inversionistas saben si la fusión se va a concretar o no) donde puede reflejar en el precio los beneficios de la fusión, sin embargo, no es capaz de discriminar entre hipótesis. Para poder realizar el estudio los autores propusieron utilizar un estimador insesgado del valor presente neto del intento de fusión: retorno anormal acumulado en dólares sobre un intervalo de tiempo que contenga la fecha del anuncio y de la resolución. El retorno anormal se calcula sobre la tasa de retorno anormal en t , multiplicada por el valor de mercado total del patrimonio en $(t-1)$, por lo que el acumulado se obtiene de la suma a través del tiempo. Es importante mencionar que este estimador podría estar positivamente sesgado por sesgo de selección, dado que sólo se incluyeron fusiones que se concretaron.⁶

⁵ Ver Anexo N°2

⁶ La muestra utilizada corresponde principalmente de U.S Federal Trade Comisión Statistical Report on Mergers and Acquisitions. Sólo se incluyeron fusiones de firmas objetivo que cuenten con más de US\$10 millones en activos. La muestra es

Para la estimación se utilizó un modelo de mercado de los retornos, el cual es usado como *benchmark* de los retornos normales. Para realizar los cálculos se procede a agrupar las firmas según diversos criterios (como datos de anuncios), para lo cual se fabrican submuestras o portafolios. El error de predicción obtenido se puede interpretar como una medida del impacto sobre el valor del portafolio debido a nueva información en el período t .

Para testear las hipótesis se estima el retorno acumulado por firma durante el intervalo de tiempo antes definido, en los períodos pre y pos fusión. Los anuncios relacionados a las fusiones están siendo relacionados con una reacción positiva del precio de la acción, por lo que la riqueza de los accionistas de la empresa objetivo se ve incrementada. Sin embargo, al analizar los retornos netos promedio de largo plazo les arroja valores negativos. Por lo tanto solo la hipótesis de mejora en la dirección predice satisfactoriamente los patrones encontrados para las firmas objetivos. Con respecto a las firmas adquirientes, los resultados indican que el impacto de las fusiones es negativo, lo cual es consistente con la hipótesis de maximización de tamaño.

Los resultados obtenidos nos muestran que las fusiones por si mismas tienen un impacto positivo sobre la riqueza de los accionistas de la firma objetivo. Pero por otro lado éstos experimentan una pérdida de riqueza durante el período muy anterior a la fusión, por lo que el impacto neto sería negativo. En el caso de las firmas adquirientes, sus accionistas experimentan pérdidas en períodos bastante anteriores a las fusiones, como también en los momentos cercanos a la fusión, por lo que la fusión se vuelve un proyecto con VAN negativo.

Evidencia empírica sobre la creación de valor de las fusiones

Durante los últimos treinta años se han realizado diversos estudios con la finalidad de determinar si las fusiones, junto con la diversificación son realmente beneficiosas y crean valor, o son generadas principalmente por los afanes de los ejecutivos de crear grandes imperios económicos.

complementada por observaciones obtenidas de las publicaciones mensuales de The Conference Board INC. El período que abarca el estudio corresponde entre los años 1969-1974, con un total de 256 firmas adquirientes y 85 adquiridas.

Dentro de los estudios que podemos nombrar en cuanto a ver si la diversificación crea valor están los de Lang y Stulz (1994), y Berger y Ofeck (1995), los cuales concluyeron que las empresas más diversificadas son menos valoradas por el mercado. Comment y Jarrel (1995) analizaron las variaciones de la diversificación en los años ochenta, concluyendo que las empresas reducen su valor cuando se diversifican y crean valor cuando se desprenden de algunas de sus divisiones, y logran concentrarse sólo en algunas actividades que se supone son las que saben realizar mejor y más eficientemente. Sin embargo, Servaes (1996), afirma que el comportamiento de los mercados frente a las fusiones depende del período histórico, entre otras cosas, el cual no encontró resultados significativamente negativos frente a las fusiones en los años setenta.

Healy, Palepu y Ruback (1992) realizaron un estudio tomando como muestra 50 grandes fusiones entre los años 1979 y 1983, y encontraron que tanto las ventas como los beneficios de las empresas fusionadas habían crecido luego de la fusión. Esto puede reflejar que las motivaciones de las fusiones en los años setenta y ochenta eran distintas. En los setenta la motivación principal era sólo diversificación, mientras que en los ochenta la motivación principal era mejorar las motivaciones de los directivos y a través de esta mejora, hacer más eficiente la compañía resultante de la fusión y aumentar los beneficios.

Un estudio más extenso que realizaron Andre, Mitchell y Stanford (2001) en donde analizaron 2.000 fusiones entre 1973 y 1998, concluyeron que el margen de explotación conjunto de las empresas absorbentes y absorbida aumentó en cerca de un 1% posterior a la fusión.

Otro estudio realizado por Denis y Sarin (1997) encontraron que la tendencia a diversificarse por parte de las empresas tiene una relación directa con la estructura de propiedad de estas, en los casos en que los directivos tienen una participación importante en el capital social, estas empresas se encuentran menos diversificadas.

En un estudio más reciente realizado por J. Campa y S. Kedia (2002), los cuales argumentan que el descuento sobre las firmas diversificadas, afirmaciones hechas en los estudios anteriormente mencionados, no son evidencia que perdure en el tiempo, en el sentido que la diversificación destruye valor.

Los autores sugieren que la decisión de diversificar depende de algunas características específicas de la firma que la lleva crear mayor valor con una fusión y diversificación que otras.

Se utiliza una muestra de 8815 firmas para el período de 1978 – 1996, disponible a través de la base de datos CIS. Luego para evaluar el impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa es importante tomar en cuenta la endogeneidad de la decisión. Para poder analizar éste punto se deben realizar tres análisis:

1. Controlar por las características no observables de la firma que afectan la decisión, con la introducción de efectos fijos.
2. Modelan la decisión de diversificar como una función de la industria, firma y factores macroeconómicos. Utilizan la probabilidad de diversificar como instrumento para la evaluación del efecto que tienen sobre las operaciones en múltiples segmentos sobre el valor de la firma.
3. Se utiliza la corrección de Heckman (1979) para corregir el sesgo de selección.

Amanera de conclusión se puede mencionar que no existe evidencia fuerte que apoye la teoría de que la diversificación crea valor. A pesar de que el estudio de Campa y Kedia muestra la existencia de endogeneidad en el descuento. Pero a fin de cuenta la reacción del valor de la firma continua siendo negativa.

3. Análisis contables de las fusiones

Si tomamos en cuenta que los resultados obtenidos sobre las sinergias de explotación o de la eficiencia económica se basan sobre los movimientos de los precios de las acciones, y estas últimas son muy sensibles a la información que se les entrega a los mercados a través de las ofertas de fusiones, es difícil obtener conclusiones adecuadas y exactas. Por esto algunos analistas se dedican a estudiar la información contable para evaluar el impacto económico de las fusiones.

En un estudio realizado por Ravenscraft y Scherer (1987) donde se analizaron más de 5000 fusiones realizadas entre 1950 y 1975, en donde se utilizó información contable de cada una de las líneas de negocios en las que operaban las empresas, analizando los resultados de las empresas absorbidas un tiempo después de las fusiones, comparando éstos resultados con los obtenidos por otras empresas que no habían participado de una fusión. Los resultados arrojaron que en promedio la rentabilidad después de la fusión de aquellas divisiones que habían sido adquiridas

se redujo en forma importante. Estos resultados juegan a favor de la no creación de valor por parte de las fusiones, pero estos resultados son criticados por otros analistas que condicionan la exactitud de los estudios a la validez de la información contable que en los últimos años a perdido credibilidad. Otros autores aseguran que las fusiones pueden generar valor incluso aunque se perciba que las empresas absorbidas están teniendo malos resultados tras la fusión. Esto se puede explicar porque se produce un trasvase patrimonial importante desde la empresa absorbida a la absorbente.

Otra metodología para medir desempeño es a través de la q de Tobin. Hasbrouck (1985). Con la utilización de la q de Tobin se concluye que por lo general las empresas absorbidas no están teniendo un buen desempeño en el momento que son absorbidas. El q de Tobin tiene relación con el ratio entre el valor de mercado de los activos con su valor de reposición, el cual puede ser tomado como referencia en cuanto al buen o mal desempeño de la compañía en relación a su dirección. Las empresas que se encuentran bien gestionadas cuentan con una q de Tobin alto y viceversa. Hasbrock encontró que por lo general las empresas absorbidas presentan valores relativamente bajos en su q de Tobin.

CAPÍTULO 4: Evidencia empírica nacional

En Chile en los últimos años se ha experimentado un crecimiento en cuanto a fusiones y adquisiciones⁷ lo cual hace necesario también un estudio de la real implicancia que estas han tenido. Para realizar un análisis sobre la evidencia empírica de las F&A en el país se estudiaron varios trabajos de diferente índole en cuanto a muestras elegidas, modelos, y puntos relevantes para evaluar el impacto de las F&A tanto a nivel individual como de la industria.

En el caso de tomas de control, podemos mencionar el estudio de Yañez (2000), donde se analiza una muestra de 12 empresas que fueron adquiridas, dentro de las cuales cuentan tres instituciones financieras, donde se determinaron premios por el control de un 10% y 30%. Es importante mencionar que el autor cometió errores en su estudio al considerar parámetros que no eran estadísticamente significativos, lo cual le resta validez a sus resultados.

Fusiones y adquisiciones que no pertenecen al sector financiero

Comenzaremos por analizar un estudio realizado por N. Álvarez, P. Lübbert e I. Morales denominado “Fusiones, Adquisiciones y toma de control en Chile, Periodo 1994-2003”

El objetivo es obtener resultados más generales y amplios de empresas que no pertenecen al sector financiero. Donde se pretende medir cual ha sido el impacto de las F&A sobre la riqueza de los accionistas adquirente, como resultado de un anuncio de una fusión, adquisición o toma de control.

La metodología a utilizar es la de estudio de eventos, donde el evento en si es la F&A, El periodo de tiempo utilizado fue de 10 días anteriores y posteriores al anuncio del evento, para luego obtener los retornos anormales y promedios para cada una de las empresas, en cada uno de los días, como también se obtuvo el promedio acumulado para todos los eventos que componen la muestra.

⁷ De aquí en adelante F&A

La muestra

Para la obtención de la muestra se tomaron en consideración algunos puntos:

1. La empresa halla comunicado del evento a la Superintendencia de Valores y Seguros como un “hecho esencial”
2. No estén involucradas empresas extranjeras, por la falta de disponibilidad de información.
3. Precios estén disponibles en la bolsa de comercio.

Luego de un análisis del nivel de significancia de un 95% sobre los eventos se acoto la muestra a 20 eventos⁸.

Metodología

La metodología utilizada pretende analizar la reacción de los inversionistas frente a determinados eventos. El modelo se sustenta en el supuesto de que frente a un mercado de capitales eficiente, éste es capaz de reflejar y evaluar el impacto de una nueva información, que en este caso es el (evento), sobre las ganancias esperadas de las firmas.

Luego de seleccionar la muestra a analizar se realizan los siguientes estudios:

1. Predicción de un retorno “normal” sin la presencia de evento alguno, en donde la ventana se estima en los días -11 y -160 denominado periodo de estimación L.
2. Estimación de retorno “anormal” dentro de la ventana del evento, el cual se define como la diferencia entre el retorno real y el predicho.
3. Testear el grado de significancia de los retornos anormales.

Modelo de mercado⁹

Este modelo de mercado supone una relación lineal y constante entre el retorno de mercado y el retorno del activo.

⁸ Ver Anexo N°3

⁹ Ver Fama (1970)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Donde: } E(\varepsilon_{it})=0 \text{ y } \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{iL} \quad (2)$$

$$\text{Entonces: } E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

Donde t indica el tiempo, i el evento, R_{it} es el retorno del evento, R_{mt} es el retorno de mercado, que en este caso es el IGPA, ε_{it} es el error, y donde los parámetros α_i y β_i se obtienen por las estimación de MCO.

Se estimo también el modelo de mercado ajustado por transacciones discontinuas, elaborado por Dimson¹⁰ (1979). Este es muy similar al modelo anterior con la diferencia de que el beta utilizado se obtiene de la suma de estos en un periodo determinado, los cuales se obtienen de la siguiente regresión:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{it-1} R_{mt} + \beta_{it} R_{mt} + \beta_{it+1} R_{mt+1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Este ajuste se realiza por las características de iliquidez del mercado accionario chileno, por lo que el Beta calculado con la regresión simple estaría siendo sistemáticamente subestimado, por no tomar en cuenta el premio por liquidez.

Dado que para este análisis los betas obtenidos en la muestra fueron todos estadísticamente no significativos, no se expusieron los resultados.

Con la utilización de la ecuación (1) podemos predecir el retorno normal durante el tiempo predispuesto para la estimación (ventana).

¹⁰ Ver Dimson (1979)

Además se realizaron diversas estimaciones que mencionaremos a continuación:

- El error de predicción del evento, conocido como *Abnormal Return* (AR).
- El *Average Abnormal Return* (AAR), conocido como el promedio de los retornos anormales del total de eventos.
- El “*Cumulative Abnormal Return*” (CAR), que son la sumatoria de los retornos anormales en los periodos (-10,+10).
- Con la utilización del tiempo y los eventos se pudo calcular el “*Cumulative Average Abnormal Return*”(CAAR)

Además se testeó la significancia estadística del CAR, CAAR, como también la de los retornos anormales promedio para cada día de la ventana de evento. Para estos últimos se utilizaron tests estadísticos paramétricos, los cuales tienen la característica de ser restrictivos para muestras pequeñas, lo cual nos podría entregar resultados erróneos y sesgados, sobre la hipótesis nula.

Para compensar en cierta forma el problema anterior se utilizó un test no paramétrico¹¹ para testear la significancia estadística de los AARt, el cual funciona bien para muestras que tengan un número superior a diez, el cual sigue una distribución normal unitaria.

Resultados

Los resultados obtenidos con la utilización de los diferentes tests, tanto paramétricos, como no paramétricos fueron los siguientes:

En nueve de los eventos se presentaron retornos anormales acumulados (CAR^i) negativos y 11 positivos. Se debe tomar en cuenta que sólo 3 de los eventos resultaron ser significativos al 95%, siendo estos positivos, en donde CGE3 obtuvo un 12.42%, Kopolar 21.36% y Nortegrande 29.59%.

El retorno anormal acumulado promedio (CAAR) resultó ser positivo con un (4.52%), y significativo con un 95% de confianza.

¹¹ Ver Corrado (1989)

Con respecto a los retornos anormales promedio (AAR^t), con la utilización de los tres test arrojaron tres fechas significativas: el día -6 con un AAR de 1.381%, el día -1 con un 0.877% y el día 0 con un 1.269%.

Como primera interpretación de los resultados se podría decir que el anuncio de una fusión o adquisición, entrega información positiva a los mercados de capitales y además los inversionistas la recogen antes que se haga oficial.

Análisis de resultados

Los resultados obtenidos por esta investigación, en donde el retorno anormal acumulado incluyendo todas las empresas y ventana de estimación (CAAR) es de un 4.52% positivo, lo que va en evidente contradicción con la evidencia internacional, principalmente la de economías más sólidas y que cuentan con mercados de capitales más desarrollados y eficientes, en donde se señala que en los últimos veinte años en promedio los retornos anormales son negativos para la empresa adquiriente, aunque en periodos anteriores a los años 80 se obtuvieron resultados positivos, estos eran explicados en parte por la mayor flexibilidad de las normativas en esos años lo que podría fomentar estos resultados positivos.

Los resultados encontrados son consistentes con hipótesis como las de Bradley, Desai, y Kim (1988), en donde se establece la posibilidad de la presencia de sinergias que explicarían estos resultados positivos.

Otro factor que podría jugar a favor de estos resultados es el grado de competitividad del mercado chileno.

En el caso chileno el grado de competitividad no es muy alto dado que cuando se presenta una oportunidad de adquisición no son muchas las empresas interesadas en el mismo periodo de tiempo, por lo que la mayor parte del excedente de la transacción se lo lleva la empresa adquiriente. Por esta razón es que el mercado premia a las empresas adquirientes.

Por último se puede mencionar la eficiencia del mercado chileno en lo que respecta a la incorporación de la información que llega en torno a la fecha del anuncio, lo cual queda reflejado en los resultados de los retornos anormales promedio para los días de la ventana en estudio.

En un segundo estudio se pretende analizar la existencia de retornos anormales de acciones que se transan en bolsa frente al anuncio de una fusión o adquisición.

Para la realización del estudio se utilizaron las fusiones de AFP Provida, dado que ésta protagonizó tres fusiones y además se cuenta con la información necesaria. Para realizar el trabajo y verificar la existencia de retornos extraordinarios de las acciones se utilizó el estudio de eventos siguiendo el procedimiento propuesto por Brown y Warner (1984).

Los datos de la muestra son obtenidos de la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y corresponden a los precios de cierre diario de las acciones transadas por AFP Provida y AFP Protección en el periodo que va desde el 4 de Enero de 1993 al 30 de Diciembre de 1998. También se utilizó el Índice General de Precio de Acciones IGPA, como índice de mercado.

Para la estimación del retorno teórico se utilizó el modelo de mercado como CAPM o APT. Para la estimación de los betas se utilizó un ajuste por posibles transacciones discontinuas según Dimson (1979).

Una vez obtenido los retornos teóricos del modelo de mercado, se procede a estimar la existencia de retornos anormales producto del anuncio de la fusión o toma de control.

Para medir la significancia estadística del exceso de retorno en el periodo de evento se realizará a través de un test paramétrico, el test-t. Este test – t es utilizado por Brown y Warner (1984) o Campbell y Wasley (1992).

Las ventanas de eventos que se utilizaron fueron dos. Luego de la identificación del día cero (día del evento o anuncio oficial de la fusión), se crean estas dos ventanas, “ventana de evento”, correspondiente al periodo de evento y la “ventana de pre-evento”, correspondiente al periodo de estimación. Luego se definirá la ventana de post-evento la cual se utiliza para chequear si se mantuvieron o no los retornos anormales, que se obtiene luego de ocurrido el evento.

Se analizaron las ventanas de eventos para las fusiones de AFP Provida y AFP El Libertador en donde la ventana pre-evento corresponde al periodo entre 06/01/1993 y 20/02/1995, ventana de evento entre 15/03/1995 y 21/04/1995. AFP Provida y AFP Unión, donde la ventana pre-evento corresponde al 24 de Abril de 1995 hasta el 12 de Febrero de 1998, ventana de evento corresponde al periodo entre 13 de Febrero de 1998 y termina el día 23 de Marzo de 1998.

AFP Provida y AFP Protección en donde la ventana pre-evento corresponde al 24/04/1995 y 12/02/1998 y la ventana de evento corresponde al periodo entre el 19/12/1998 y 29/12/1998.

Análisis de resultados

Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador

El beta de mercado es estadísticamente significativo al 5%, y con la utilización de Dimson, los tres betas fueron estadísticamente significativos al 5%, por lo que sería mejor utilizar Dimson frente a la presencia de transacciones discontinuas, que ya sabemos están presente en el mercado Chileno.

Cuando se analizan los retornos anormales a través del test-t arroja retornos anormales positivos y con significancia estadística, a un nivel de confianza de 95% para los días 29, 31 de Marzo y 20 de Abril. Para el día del evento (tres de Abril) se obtienen retornos anormales negativos, pero no son estadísticamente significativos al 95% de nivel confianza.

Con la utilización del modelo ajustado por Dimson se obtiene que el test-t, arroja retornos anormales positivos y con significancia estadística, a un nivel de confianza de 95% para los días 29, 31 de Marzo y 20 de Abril. Para el día del evento correspondiente al 3 de Abril, se registran retornos anormales negativos, pero no son estadísticamente significativo esto a un nivel de confianza del 95%.

Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP Unión

El beta de mercado es estadísticamente significativo al 95% de nivel de confianza.

Al utilizar el ajuste por Dimson sólo uno de los betas es estadísticamente significativo, por lo cual no es conveniente utilizarlo.

Al analizar la existencia de retornos anormales, el test-t nos arroja que existen retornos anormales negativos que son estadísticamente significativos con un 95% de nivel de confianza, correspondiente al día doce de Marzo.

Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP Protección

Con la utilización del modelo de mercado los resultados obtenidos a través del test-t muestran la existencia de retornos anormales negativos, estadísticamente significativos a un nivel de confianza de 95%, para $t = 12$ y 13 . Para el día del evento se observan retornos

anormales positivos, los cuales son estadísticamente significativos, a un nivel de confianza del 10%.

Si analizamos el beta para la empresa adquiriente (AFP Provida) el beta de mercado es estadísticamente significativo, a un nivel de confianza de 95%.

Al utilizar el ajuste de Dimson, sólo el beta en t es significativo, a un nivel de confianza de 95%, por lo cual, no se aplicará el ajuste por transacciones discontinuas de Dimson para analizar la fusión de AFP Protección y AFP Provida.

Si analizamos la empresa objetivo (AFP Protección), se puede observar que el test-t no muestra retornos anormales estadísticamente significativos, a un nivel de confianza de 95%. El día del evento muestra retornos anormales negativos, los cuales no son estadísticamente significativos, a un nivel de confianza de 95%.

Fusiones y adquisiciones pertenecientes al sector financiero.

En este primer estudio creo que sería relevante evaluar cual ha sido el comportamiento del sector financiero frente a las fusiones que ha experimentado principalmente en estos últimos años, dada la relevancia que tiene este sector para el normal funcionamiento de la economía. Para esto se analizó un estudio realizado por Rosa Velásquez (2003) en donde se trata el tema de las fusiones bancarias en Chile y sus efectos en la década de los noventa.

En este estudio se analizan diversos indicadores con la finalidad de determinar si las fusiones fueron realmente beneficiosas. Con la información de diversos indicadores se pretende evaluar cuales fueron los impactos que tuvieron las fusiones en términos de eficiencia, rentabilidad y nivel de riesgo.

El período de estudio abarca cuatro años anteriores y posteriores a las fusiones, dado que existe acuerdo en que un cincuenta por ciento de las ganancias por aumentos en eficiencia deberían verse reflejadas en un período de un año a partir de la fusión, y el total de estas se deberían lograr en el tercer año (Rhoades, 1993; Rhoades,1998; Avikan , 1999). El tiempo de cuatro años se determino por que la realidad chilena no es exactamente igual a la de los mercados externos en cuanto al comportamiento en las etapas pre y post fusión.

Durante la etapa prefusión se examinaron razones financieras tanto para la empresa adquirida como para la adquiriente, con la finalidad de tener un punto de referencia en cuanto al desempeño que tienen estas en este período.

Además se cuenta con un grupo de control conformado por todos los demás bancos privados tanto nacionales como extranjeros, con la finalidad de poder comparar el desempeño de los bancos pertenecientes a la muestra con sus pares. Con esta información se puede determinar si el banco objetivo tenía bajos niveles de eficiencia por lo cual se convertiría en un buen candidato para una eventual fusión con otro que tenga mejores niveles de eficiencia y pueda traspasar sus conocimientos y habilidades con la finalidad de mejorar la gestión y eficiencia.

Durante la etapa postfusión se analizan los indicadores de la empresa originada por la fusión y se comparan con su grupo de control, que en esta etapa es relevante para poder determinar si las modificaciones hechas por el banco fusionado corresponden a reacciones frente a cambios en el medio ambiente o son productos de la fusión. Además se compararon los indicadores postfusión con los de prefusión, para determinar si existieron mejoras en términos de eficiencia, rentabilidad o nivel de riesgo.

DATOS

El estudio se centró en los casos de fusiones producidas en el período comprendido entre los años 1985 y 2000, las cuales son mencionadas en el siguiente cuadro:

AÑO	FUSIÓN
1988	Banco Osorno – Banco del Trabajo
1989	Banco Bhif – Banco Nacional
1993	Banco O'Higgins – Centrobanco
1995	Banco Bhif - Banesto
1996	Banco Santander – Banco Osorno
1997	Banco Santiago – Banco O'Higgins

Fuente : Boletín de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

Especificación de variables.

Para poder determinar y evaluar los efectos en eficiencia, rentabilidad y riesgo se utilizaron diversas razones financieras.

a) Eficiencia

La eficiencia se puede analizar de dos puntos de vista, por un lado esta la eficiencia social y por otro esta la eficiencia privada. La eficiencia social tiene relación con cuan eficiente ha sido el banco en términos de satisfacer los objetivos asignados por la comunidad.

La eficiencia privada guarda relación con el cumplimiento de los objetivos impuestos por los dueños de los bancos, los cuales esperan maximizar su riqueza.

1. Eficiencia Social

- Tasa Activa¹² = (Intereses percibidos y devengados + Reajustes percibidos y devengados + Comisiones percibidas y devengadas, sin colocaciones contingentes)/Activos Generados Promedio.
- Tasa Activa Real = $(1 + \text{Tasa Activa}) / (1 + \text{Tasa de Inflación}) - 1$

Una tasa de interés activa real está relacionada con una mayor eficiencia social, dado que esto es interpretado como una falta de presión en contra de los deudores.

En cuanto a la tasa activa real, está relacionada con una reducción de los niveles de eficiencia social, dado que frente a un aumento de esta tasa se estaría desincentivando la inversión y el consumo, como también fomenta a la desintermediación financiera.

- Spread = $(\text{Intereses Ganados} - \text{Intereses Pagados}) / \text{Activos Generadores}$

El spread bancario es el encargado de cubrir los costos de intermediación asociados a la realización de transacciones, como también de cubrir el riesgo asociado a este tipo de actividad. Por lo tanto el nivel del spread es muy importante a la hora de determinar el grado de eficiencia con el que cuentan las instituciones. Mientras menos es este mayor es la

¹² Se excluyen activos e ingresos en moneda extranjera, colocaciones contingentes y préstamos interbancarios.

eficiencia social dado que aumenta el número de personas que tienen acceso a los servicios bancarios, dada la reducción de los precios de estos.

2. Eficiencia Privada

- Eficiencia operacional = $[(\text{Intereses percibidos y devengados} + \text{Reajustes percibidos y devengados} + \text{Comisiones percibidas y devengadas por colocaciones en letras de crédito, colocaciones contingentes y cartas de crédito}) - (\text{Intereses pagados y devengados} + \text{Reajustes pagados y devengados})] / \text{Activos Generadores Promedio}$.

Dado que el numerador corresponde en definitiva al Margen Operacional, mientras mayor sea este, mayor sería el nivel de eficiencia.

- Eficiencia Administrativa = $\text{Gastos de apoyo operacional} / \text{Activos Generadores Promedio}$.

Los gastos de apoyo corresponden a gastos operacionales como personal, operaciones de *backoffice* y sucursales que podrían verse afectadas por los ahorros en costos que involucran generalmente una fusión. Por lo cual un aumento de estos implicaría una disminución de la eficiencia.

- Eficiencia Total = $\text{Utilidad Neta} / \text{Activos Generadores Promedio}$.

La eficiencia total se define como una combinación en conjunto de los conceptos de eficiencia que están presente en los estados de resultados de los bancos. Un aumento de esta razón implicaría una disminución de la eficiencia dado que reflejaría una disminución de la utilidad neta del banco. Como también una disminución podría estar asociada a una disminución en los ingresos netos los cual podría tener relación con un aumento en las provisiones hechas anualmente por los activos.

b) Rentabilidad

La rentabilidad es un indicador clave para entender el desempeño de una empresa, los estudios utilizados para obtener la información de ésta, son los realizados por Cornett y Tehraian (1992), Craig y dos Santos (1996); Rhoades (1998), Avkiran (1999), Guzmán (2001) y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras:

1. Rentabilidad sobre Activos (ROA) = Utilidad Neta / Activos Generadores Promedio

Este es un indicador de rentabilidad y desempeño de la administración del banco, por lo que un aumento reflejaría que el banco cuenta con las habilidades para generar utilidades de los activos, logrando un aumento en el nivel de rentabilidad del banco.

2. Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) = Utilidad Neta / Capital y Reservas

Esta es usada como una medida alternativa de rentabilidad, donde se observa el retorno sobre la inversión del propietario. Si bien es cierto que la captura de retorno de los propietarios es un indicador atractivo, una desventaja es que el patrimonio puede variar bastante, aun entre empresas similares, esto se puede deber a las decisiones arbitrarias de la dirección, en temas como la mezcla entre deuda y capital, o el monto total sostenido de capital por parte de la empresa. Sin embargo, es ampliamente utilizada por los analistas.

3. Spread = (Intereses Ganados – Intereses Pagados) / Activos Generadores Promedio.

Dado que el spread refleja el margen que obtiene el banco, mientras mayor sea este puede ser percibido como un mayor nivel de rentabilidad.

c) Riesgo

Los indicadores de riesgo se obtuvieron desde estudios realizados por de Boyd et al. (1993), Craig y dos Santos (1997), Rhoades (1998), Laderman (1999) y Guzmán (2000):

1. Volatilidad o desviación estándar, calculada sobre ROA Y ROE.

Un aumento de estos indicadores puede ser interpretado como una mayor exposición del banco frente a los cambios del mercado, por lo cual aumentaría el nivel de riesgo. Esto es explicado por que existe una mayor probabilidad de que los resultados reales difieran de los proyectados, reflejado por una mayor desviación estándar de las utilidades.

2. Capital y Reservas / Activos Generadores promedio.

Dado que el riesgo esta dado por la posibilidad de que el banco no pueda responder a sus obligaciones, un aumento en esta razón reflejaría que el banco cuenta con un mayor capital para poder responder a sus obligaciones sin tener que recurrir a los pasivos que tienen una exigibilidad mayor, lo cual implicaría un menor nivel de riesgo.

3. Colocaciones Vencidas / Activos Generadores Promedios.

4. Provisiones y Castigos / Activos Generadores Promedio.

El aumento de estos dos indicadores reflejarían un mayor nivel de riesgo dado que reducen la cantidad de recursos del banco.

5. Probabilidad de Quiebra

La quiebra se produce básicamente cuando el patrimonio del banco no alcanza a cubrir sus pérdidas.

Resultados y análisis de datos.

En esta sección se presentan y analizan los resultados obtenidos para los diferentes puntos, ya sea eficiencia, rentabilidad y riesgo.

a) Eficiencia

Los resultados arrojados por los estudios corresponden a los dos tipos de eficiencia estudiadas: eficiencia social y privada.

1. Eficiencia social

- **Etapas prefusión**

Los resultados arrojan que en cuatro de las fusiones el banco adquiriente supera al adquirido en por lo menos el 67% de los indicadores de eficiencia social. Si analizamos los resultados por indicador tenemos que el banco adquiriente presenta una superioridad sobre el adquirido en al menos un 50% de las fusiones.

Si analizamos los bancos fusionados con sus pares (grupo de control) se obtienen los siguientes resultados:

Sólo dos de los bancos adquirientes presentaron mayores niveles de eficiencia social que sus pares, mientras que los bancos objetivos tuvieron un desempeño similar a los adquirientes.

En conclusión se puede decir que los bancos adquirientes presentaron en promedio una mayor eficiencia social en comparación con los objetivos, no así en comparación con sus pares.

- **Etapas postfusión**

Los resultados obtenidos nos indican que las fusiones no presentaron grandes mejoras en cuanto a nivel de eficiencia social en comparación a la situación prefusión. Sólo en las fusiones entre los bancos Osorno-Trabajo y Bhif-Nacional se logró un cambio positivo en los indicadores en un 67%.

Si se analizan por indicadores los resultados no mejoran. Sólo en el nivel de intermediación se logra una mejora pero esta alcanza sólo al 50% de las fusiones.

2. Eficiencia privada

- Etapa prefusión

Dados los resultados se puede observar que los bancos adquirientes cuentan con una superioridad sobre los bancos objetivo desde el punto de vista de eficiencia privada en cinco de las seis fusiones analizadas.

Si se analizan los indicadores por separado se puede ver una clara superioridad por parte de los bancos adquirientes. En todos los indicadores el banco adquiriente supera al adquirido en más de un 50% de las fusiones analizadas.

Si analizamos el nivel de eficiencia de los bancos fusionados en comparación con el grupo de control, se puede observar que los bancos adquirientes obtienen mayores niveles de eficiencia privada que sus pares. Estos resultados vendrían a reforzar la hipótesis planteada por Rhoades (1998) y Avkiran (1999) en el sentido de que en las fusiones bancarias el banco adquiriente presenta mayores niveles de eficiencia que sus pares y objetivo.

Como conclusión se puede decir que los bancos adquirientes mostraron un mejor desempeño en casi todos los indicadores de eficiencia privada que los bancos objetivo.

- Etapa postfusión

Dados los antecedentes obtenidos del estudio se puede decir que todas las fusiones presentan mejoras en al menos un 60% de los indicadores, pero esto no puede ser atribuido exclusivamente como resultado de las fusiones, dado que los grupos de control muestran una evolución más o menos similar al de los bancos fusionados. Por lo que los cambios experimentados por los bancos fusionados podrían ser resultado de cambios en el sistema principalmente.

b) Rentabilidad

- **Etapa Prefusión**

Los resultados de los estudios nos muestran que en tres de las seis fusiones el banco adquiriente presentó mayores niveles de rentabilidad que el objetivo. Los bancos adquirientes presentaron niveles mayores de rentabilidad en un 67% de los indicadores.

Si analizamos los bancos en relación a sus pares (grupo de control), se obtiene que en general tanto los bancos adquirientes como objetivos presentan niveles superiores en los indicadores que sus pares. En el caso de los adquirientes, estos son superiores a su grupo de control en cuatro de las seis fusiones. En el caso de los bancos objetivos se observa que en cinco de las seis fusiones presentan mejores resultados que sus pares. Esto puede explicar el interés de los bancos adquirientes en los bancos objetivos dado sus niveles de rentabilidad.

- **Etapa postfusión**

Los resultados obtenidos nos muestran que tanto de los bancos que se fusionaron como los del grupo de control aumentaron su nivel de rentabilidad, pero los bancos fusionados aumentaron su rentabilidad en una mayor magnitud. Esto nos puede llevar a concluir que en general las fusiones permiten obtener mayores ganancias en rentabilidad para los bancos que se fusionan.

Finalmente se puede inferir que las fusiones se ven influenciadas por obtener mayores niveles de rentabilidad por parte de los bancos adquirientes cuando estos son menos rentables que los bancos objetivos en la etapa prefusión.

c) Riesgo

- **Etapa Prefusión**

Los resultados no muestran que los bancos adquirientes presentan un menor nivel de riesgo que los objetivos.

Si se realiza el análisis a nivel de indicadores, los resultados difieren considerablemente dado que los bancos adquirientes presentan mayores niveles de riesgo que los objetivos. Cuando se analizan los indicadores de riesgo y se comparan con los del grupo de control, resulta que en la mayor parte de las fusiones los bancos adquirientes presentan menores niveles de riesgo que sus pares. Con respecto a los bancos objetivos, estos presentan mayores niveles de riesgo que sus pares en un 67% de los indicadores. De estos resultados se puede

inferir que por lo general los bancos adquirientes presentan menores niveles de riesgo que los bancos objetivos y que sus pares en la etapa prefusión.

- Etapa Postfusión

Los resultados analizados reflejan los cambios en los niveles de riesgo tanto por el banco fusionado como su grupo de control, entre la etapa pre y post fusión.

Se encontró que tanto los grupos de control como los fusionados experimentaron aumentos en sus niveles de riesgo entre ambas etapas. Se llega a conclusiones similares cuando se analizan por indicador. Sin embargo, estos cambios no pueden ser atribuidos exclusivamente a las fusiones, sin tomar en cuenta los cambios de los mercados y el sistema. Para esto se analizan las magnitudes de los cambios en niveles de riesgo de los bancos fusionados en comparación a su grupo de control. Dado esto se observó que las fusiones presentaron aumentos superiores a los de su grupo de control en los niveles de riesgo.

Esto nos puede llevar a deducir que los aumentos en los niveles de riesgo por parte de los bancos fusionados pueden deberse en cierta medida a las fusiones y no a los cambios en el medio ambiente.

Los resultados obtenidos no serían consecuentes con la hipótesis de la diversificación en el sentido de que al aumentar la diversificación se podría reducir el nivel de riesgo, sino más bien están relacionados con la política de “Too Big To Fail”. Esto quiere decir que los bancos al fusionarse tienden a incrementar su nivel de riesgo en relación a sus decisiones y políticas de inversión en comparación a las que tomaban cuando eran más pequeños.

En este segundo estudio el objetivo es medir el impacto en los retornos accionarios del Banco de Chile y del Banco Edwards, tras los anuncios de toma de control y fusión.

Para realizar este estudio se procede a calcular el impacto generado en el precio de las acciones del Banco de Chile tras el anuncio de toma de control de éste por parte de LQ Inversiones S.A., y la eventual fusión con el Banco Edwards. Por otro lado se analiza el impacto sobre los retornos accionarios del Banco Edwards tras el anuncio de venta a Quiñenco S.A., y la posible fusión con el Banco de Chile.

La metodología usada para medir el posible impacto en los retornos accionarios de estos bancos es el estudio de eventos. Además se procederá a la medición de retornos anormales utilizando el modelo de mercado y el de media constante.

Metodología de análisis

Los modelos para medir el comportamiento normal de los retornos de una acción pueden ser económicos y estadísticos. Los modelos económicos más comunes son el CAPM y el APT, mencionados en los estudios anteriores. Los modelos estadísticos más importantes son el Modelo de Media Constante y el Modelo de Mercado.

Los modelos estadísticos se basan sobre supuestos estadísticos que influyen en el comportamiento de los retornos accionarios y no dependen de argumentos económicos. En cambio los modelos económicos sólo se basan en suposiciones relacionadas con el comportamiento de los inversionistas, pero son más precisos al incluir restricciones económicas en el modelo. Sin embargo, en la práctica los modelos económicos no pueden ser bien implementados sin incluir a sus análisis suposiciones estadísticas.

En los últimos años la utilización de los modelos económicos ha perdido validez, por lo cual últimamente es más utilizado el Modelo de Mercado.

En el caso del Banco de Chile, el periodo de pre-evento corresponde a cuatro años, la muestra de evento de la toma de control y del evento de fusión será de tres meses. Para el Banco Edwards, el periodo pre-evento corresponde a tres años, y la muestra del evento de fusión y toma de control será de dos y tres meses respectivamente.

Resultados

Estimación de retornos anormales

Para la estimación de los retorno anormales se decidió utilizar las series de acciones SM-Chile B y SM-Chile E del Banco de Chile, dado que son estas las que representan el mayor porcentaje de los derechos a voto del banco, con un 87.4% y un 4.6% respectivamente.

Para la acción SM-Chile B, en el período correspondiente al evento (toma de control), se observa un retorno máximo de un 19.07%. Tomando en cuenta que el máximo retorno obtenido en el periodo pre-evento fue de un 14.28%, y que la media fue de un 0.4% aproximadamente, se puede deducir la existencia de retornos anormales, pero antes de confirmar estos resultados se deben realizar las estimaciones de los modelos.

Para el caso de la acción SM-Chile E en el periodo correspondiente al evento (toma de control), se observa un retorno máximo de un 16.88%. Tomando en cuenta que el máximo

retorno obtenido en el periodo pre-evento fue de un 14.81%, y que la media fue de un 0.00093% aproximadamente, se puede deducir la existencia de retornos anormales, pero igual que en el caso anterior es importante esperar las estimaciones de los modelos.

Estimación del modelo de mercado

Durante las estimaciones del modelo de mercado encontraron que la regresión para SM-Chile B, entrega un Retigpa significativo (0.26), con un R^2 de 0.292, lo cual es muy bajo, por lo que el modelo explica muy poco el comportamiento del retorno de la acción. Con respecto al test Durban - Watson ($d=1.47$), se rechaza la existencia de una correlación de primer orden debido a su cercanía con el valor $d=2$.

Con respecto a SM-Chile E, la regresión entrega un R^2 muy bajo con sus respectivas consecuencias. El coeficiente Retigpa (0.43) es estadísticamente significativo. El test Durban - Watson ($d=1.16$), nos indica que no hay evidencia de la existencia de una correlación de primer orden.

Modelo de media Constante.

El modelo de media constante se estima calculando el retorno esperado, correspondiente a la media de dichos retornos en el período pre-evento. Para la acción SM-Chile B corresponde a un 0.048%, y para SM-Chile E fue de un 0.00093%.

Con respecto a los errores que se obtuvieron con este modelo se puede decir que los resultados no difieren en gran medida de los retornos accionarios. Estos se explican por que el valor esperado es cercano a cero. Esto nos indica que el modelo de media constante no nos entrega información adicional relevante.

En la muestra pre-evento ambos modelos presentaron errores con media cercanas a cero y desviaciones estándar similares.

Con respecto al evento, para las acciones SM-Chile B se obtuvo un retorno máximo de 18.78% con una desviación estándar de 5.087% con el modelo de mercado, y se obtuvo un retorno de 19.02% con una desviación estándar de 5.11% con el modelo de media constante. Para las acciones SM-Chile E se obtuvo un retorno máximo de 16.48% con una desviación estándar de 3.5% con el modelo de mercado, y se obtuvo un retorno de 16.88% con una desviación estándar de 3.55% con el modelo de media constante.

A pesar de las mínimas diferencia, podemos concluir que el modelo de mercado es más preciso que el modelo de media constante.

Para el caso de la toma de control testearon la hipótesis nula sobre la existencia de retornos anormales para las acciones SM-Chile B y SM-Chile E, a través de un test-t con un 95% de nivel de confianza.

Los resultados obtenidos los llevo a no rechazar la hipótesis nula sobre la existencia de retornos anormales.

Etapas de fusión

Para la etapa de fusión se realizaron los mismos estudios anteriores en el sentido de determinar la existencia de retornos anormales, pero para el periodo entre el 21 de junio del 2001 y el 5 de octubre del mismo año.

Tanto para las acciones SM-Chile B y SM-Chile E se podría inferir que no existen retornos anormales, pero como se dijo anteriormente se deben esperar las estimaciones de los modelos.

Al realizar las estimaciones encontraron que con la utilización de ambos modelos no se rechaza la hipótesis nula de la existencia de retornos anormales para el caso de las acciones SM-Chile B, en cambio se rechaza la hipótesis nula para las acciones SM-Chile E, por lo que no existirían retornos anormales.

Para el caso del Banco Edwards, se considero un periodo pre-evento que va desde el 17 de octubre de 1996 al 2 de agosto de 1999.

Para la etapa de toma de control que va desde el 3 de agosto al 20 de octubre de 1999, se observa un retorno máximo de 3.2%. Considerando que en el periodo pre-eventos se alcanzo un retorno máximo de un 17.2%, podríamos concluir que no existen retornos anormales, pero como se menciona anteriormente es importante conocer las estimaciones de los modelos.

El modelo de mercado, nos entrega en su regresión un R^2 igual a (0.12) lo cual es muy bajo, por lo cual el modelo explica muy poco el comportamiento del retorno de la acción. Por otro lado nos entrega un coeficiente Retigpa (0.67), y que es estadísticamente significativo.

Además el test Durban - Watson($d=1.60$), nos indica que no hay evidencia para la existencia de correlación de primer orden.

Los errores obtenidos por el modelo de media constante no difieren de los obtenidos anteriormente, dado que el valor esperado es muy cercano a cero, por lo que nuevamente no nos entrega información relevante.

Los resultados entregados por ambos modelos son muy similares, pero se considero que nuevamente el modelo de mercado entregaría resultados más precisos.

Al testear la hipótesis nula sobre la existencia de retornos anormales, en ambos modelos se rechaza la hipótesis nula, por lo que no existirían retornos anormales.

Para el período de fusión se tomo en cuenta la misma fecha utilizada por el banco de Chile, dado que luego de anunciada la tomo de control del Banco de Chile, el grupo Luksic analizo de inmediato la posibilidad de fusión con el Banco Edwards.

Nuevamente los resultados le entregaron una mayor precisión al modelo de mercado frente al de media constante.

En la estimación de la hipótesis nula sobre la existencia de retornos anormales, en el modelo de mercado se obtuvo un t estimado de (0.20), el cual al ser menor al t de tabla (1.96), no tendría significancia estadística. En cuanto al modelo de media constante nos arroja un t estimado de (0.305), el cual tampoco seria significativo.

Por lo tanto al rechazarse la hipótesis nula, no existirían retornos anormales.

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES

En los últimos años en todo el mundo se ha vivido un crecimiento en lo que respecta a fusiones, adquisiciones y tomas de control. Chile en este contexto no se ha quedado atrás. De hecho es en los últimos veinte años donde se han producido la mayor cantidad de casos, y en diferentes sectores, destacándose el sector eléctrico y bancario.

Tal como se expuso en el presente estudio, son varios los factores que influyen en la determinación de los administradores para concretar una fusión, como también son varios los efectos asociados a las F%A. Entre ellos se encuentra el que se les atribuyan ganancias en eficiencia, rentabilidad y cambios en el nivel de riesgo entre otros. Las ganancias en eficiencia provendrían principalmente de la generación de economías de escala y de ámbito. El aumento en los niveles de rentabilidad son asociadas principalmente con el aumento del poder de mercado debido al aumento del tamaño, las disminuciones de costos que producen un aumento en la rentabilidad de los activos, como también sobre el patrimonio. La disminución o aumento del riesgo viene asociada con la finalidad de la fusión, en el sentido si lo que se busca es un aumento en la diversificación o es un problema de agencia en el cual se podría aumentar de tamaño, pero invirtiendo en empresas poco rentables, y que además no sea posible el intercambio de recursos y habilidades, con lo cual el riesgo asociado a la fusión aumentaría.

El objetivo de este trabajo era el dar una visión sobre la evidencia empírica existente tanto a nivel internacional como nacional en lo que respecta a las implicancias que tienen las fusiones y adquisiciones sobre la riqueza de los accionistas tanto de la empresa objetivo como adquiriente, tanto en el momento de anunciada la fusión como también en el resultado posterior a la fusión de la empresa resultante. Además se analizaron estudios que pretendían evaluar el efecto de las fusiones sobre los niveles de eficiencia, rentabilidad y nivel de riesgo, principalmente en fusiones correspondiente al área financiera.

Los resultados obtenidos no son generalizables para todos los sectores, mercados y periodos de tiempo.

A nivel internacional la evidencia en general nos indica que las fusiones y aumentos en los niveles de diversificación no son valorados por el mercado, Lang y Stulz (1994), y Berger y

Ofeck (1995). Por otro lado Comment y Jarrel (1995) analizaron las variaciones de la diversificación en los años ochenta, concluyendo que las empresas reducen su valor cuando se diversifican y crean valor cuando se desprenden de algunas de sus divisiones, y logran concentrarse sólo en algunas actividades que se supone son las que saben realizar mejor y más eficientemente.

Sin embargo hoy en día al menos a nivel internacional, en los países más desarrollados, el aumento en los niveles de diversificación no se asocia con la creación de valor. Los resultados de los estudios con respecto a los impactos sobre la riqueza de los accionistas frente a los anuncios de una fusión tienen un impacto positivo sobre la riqueza de los accionistas de la firma objetivo. Para el caso de los accionistas de la firma adquiriente los retornos anormales en promedios son negativos, aunque en los años ochenta estos tendrían resultados positivos.

En los estudios para el mercado chileno, el lo que respecta a la existencia de retornos anormales frente a los anuncios de fusión, en ambos estudio nos indican la existencia de retornos anormales por parte de las empresas adquirientes.

Estos resultados están más bien relacionados con las hipótesis de sinergia, en donde existe la percepción de que es posible el traspaso de habilidades y recursos entre las empresas fusionadas y se puede crear valor, e inconsistentes con las otras hipótesis que se fundamentan en motivos de agencia, diversificación, entre otros.

En el estudio de fusiones de las AFP, se rechaza la hipótesis nula sobre la existencia de retornos anormales para la empresa objetivo.

Estos resultados pueden ser explicados en parte por que los agentes económicos ven con buenos ojos que una empresa participe de una fusión y adquiera nuevas empresas, premiándola.

Por otro lado esta la hipótesis del bajo grado de competitividad del mercado chileno en lo que respecta a los procesos de fusiones donde no existen muchos oferentes en un proceso de compra de una empresa por lo que el excedente de la transacción se lo lleva en su mayor parte la empresa adquiriente, en parte por la menor prima que tendría que pagar en comparación de la que pagaría en un proceso de fusión perteneciente a un mercado más desarrollado en donde existen un mayor numero de oferentes.

En cuanto al estudio realizado sobre el impacto de las fusiones en los niveles de eficiencia, rentabilidad y riesgo, de las instituciones financieras se determinó que en cuanto a la eficiencia, fue la eficiencia privada la que se vio aumentada en mayor cuantía que la social. Esta diferencia puede ser explicada en cierta forma porque los bancos adquirientes mostraron en la etapa prefusión un mayor nivel de eficiencia privada en comparación con los bancos objetivo y también en comparación con sus pares del grupo de control, mientras que en cuanto a la eficiencia social los bancos adquirientes en la etapa prefusión sólo fueron superiores a los objetivos pero no a sus pares.

Con respecto a los resultados en rentabilidad se observó que tanto los bancos adquirientes como objetivo presentaba mayores niveles en cuanto a rentabilidad que el promedio de los bancos del sistema. Esto nos puede llevar a pensar que los bancos adquirientes buscaban fortalecer sus niveles de rentabilidad con el proceso de fusión.

En cuanto a los resultados obtenidos en los niveles de riesgo, se puede decir que los bancos objetivos presentaron mayores niveles de riesgo que los bancos adquirientes, en la etapa prefusión. Esto está relacionado directamente con los mejores resultados en rentabilidad que obtenían los bancos objetivo, lo cual era coherente con la relación de mayor riesgo – mayor retorno. Sin embargo, los bancos adquirientes también presentaron mayores niveles de rentabilidad que sus pares y no presentaron altos niveles de riesgo. Esto nos indica que la mezcla de productos o fuentes de financiamiento de los bancos adquirientes fueron en la etapa prefusión, en promedio más eficientes en su relación riesgo – retorno que los bancos objetivos y sus pares del grupo de control.

Ahora si vemos en la etapa postfusión los bancos fusionados tienden a aumentar sus niveles de endeudamiento y sus niveles de riesgo, lo cual puede ser explicado por la política de “Too Big To Fail”, pero no con la de diversificación.

Por último se puede mencionar que la evidencia presentada en este estudio nos refleja que los impactos que tienen las fusiones, ya sea sobre la riqueza de los accionistas, niveles de riesgo, rentabilidad, eficiencia, entre otros, no son generalizables para todos los países y mercados, depende de la legislación presente en cada uno de estos, como de las características, desarrollo y eficiencia de los mercados.

REFERENCIAS

Asquith, Paul. (1983)

"Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns."

Journal of Financial Economics 11: pp 51-83.

Bradley, Michael. (1980)

"Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control."

Journal of Business 53: pp 345-76.

Bradley, Michael, Anand A. Desai, y E. Han Kim. (1982)

"Specialized Resources and Competition in the Market for Corporate Control"

Working paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI.

Bradley Michael, Anand Desai, y E. Han Kim.(1983)

"The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?"

Journal of Financial Economics 11, no. 1-4: pp 183-206.

Brown, Stephen y Warner, Jerold (1984).

N. Álvarez, P. Lübbert e I. Morales denominado "Fusiones, Adquisiciones y toma de control en Chile, Periodo 1994-2003", seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención Administración, Universidad de Chile, (2003).

"Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies"

Journal of Financial Economics 14: pp 3-31.

Copeland, Weston, Slastri (1998)

Financial Theory and Corporate Policy.

Campbell, Cynthia y Wasley, Charles (1993)

Dodd, Peter. (1980)

"Merger Proposals, Management Discretion, and Stockholder Wealth."

Journal of Financial Economics 8: pp 105-38.

Dodd, Peter y Richard S. Ruback. (1977)

"Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis."

Journal of Financial Economics 5: pp 351-374.

Eckbo, B. Espen (1983)

"Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth."

Journal of Financial Economics 11: pp 241-273.

Eckbo B. Espen, Masulis Ronald W., Norli Oyvind (2000)
"Seasoned public offerings: resolution of the new issues puzzle"
Journal of Financial Economics 56: pp 251-291.

Jensen Michael C. y Ruback Richard S. (1983)
"The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence"
Journal of Financial Economics 11: pp 5-50.

Gorton G., Hahl M. y Rosen R. (1999).
Eat or eaten: A theory of Mergers and MergersWaves
National Bureau of Economic Research

Romagnoli Daniela, Torres Fernanda, "Impacto de los anuncios de toma de control y fusión por parte del grupo Luksic en el Banco de Chile y Edwards", Tesis para optar al Título de Ingeniero Comercial, Mención Administración, Universidad de Chile, Diciembre 2001.

Kummer, D. y R. Hoffmeister (1978)
"Valuation Consequences of Cash Tender Offers."
Journal of Finance 33: pp 505-16

Malatesta, Paul H. (1983)
"The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms."
Journal of Financial Economics 11: pp 155-181.

Stephen A. Ross, R.W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe (1999)
"Finanzas Corporativas" pp: 898-935.

Myers, Stewart y Nicholal S. Majluf (1984)
"Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have"
Journal of Financial Economics 13: pp. 187-221.

Informes de estudio, Cámara de Comercio de Santiago," Privatizaciones, Fusiones y Adquisiciones de Empresas en América Latina", Informe de 1998.

Ubeda Carlos, "Fusiones y adquisiciones, efectos en los retornos del accionista: caso de AFP Provida", Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Universidad de Chile, Semestre otoño 2004.

Ruback, Richard S. (1983)

"Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions."

Journal of Financial Economics 11: pp 141-53.

Ramirez Juan, "Fusiones bancarias un estudio de evento", Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas, Universidad de Chile, Marzo 2005.

Santomero, Anthony y Piloff, Steven (1998)

The value effect of bank mergers and acquisitions.

En Amihud, Yakov y Miller, Geoffrey. Bank Merger and Acquisition NYU Stern School of Business.

Mark Grinblatt, Shridhan Titman.(2000)

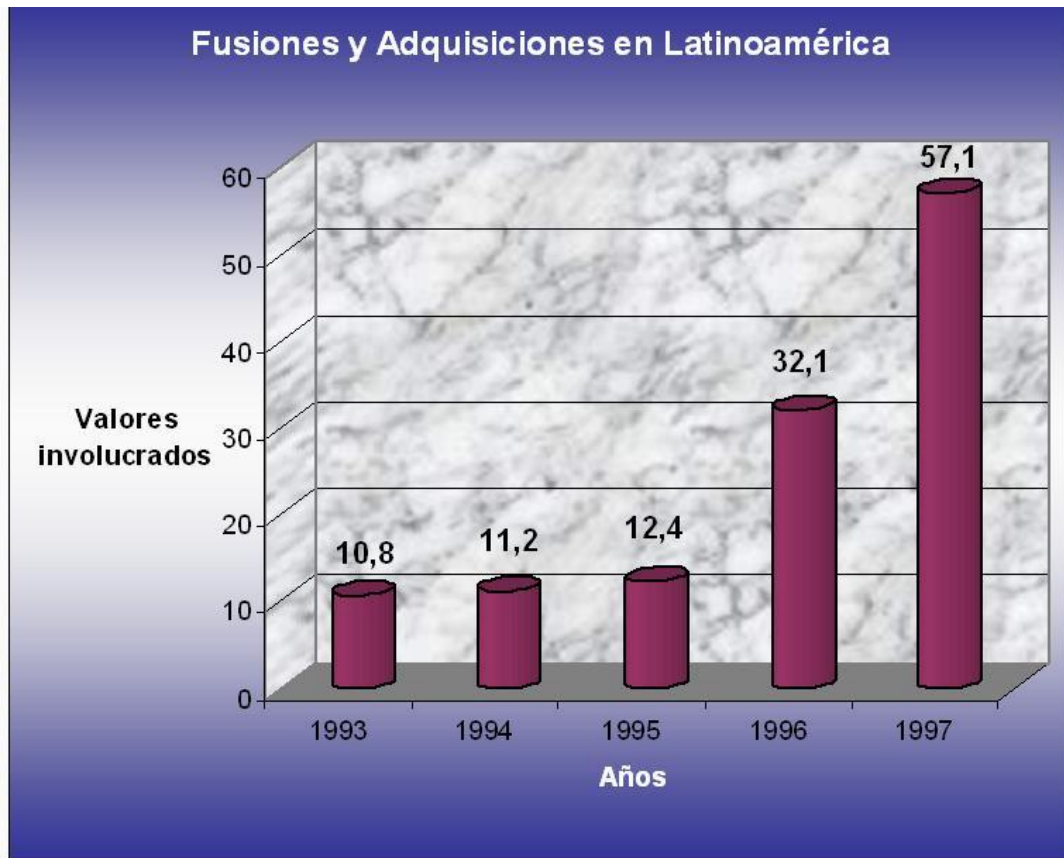
Mercados Financieros y Estrategia Empresarial.

Velásquez Rosa, "Fusiones bancarias en Chile: Análisis financiero de sus efectos en la década de los noventa", Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas, Universidad de Chile, (2003).

ANEXOS

Anexo 1: Fusiones y Adquisiciones en Latinoamérica

(Valores en miles de millones de US\$ anuales)



Fuente: Cámara de Comercio de Santiago.

Anexo 2: Hipótesis de Retornos Acumulados

Predicción de Retornos Anormales Acumulados en dólares		
Hipótesis	Adquirida	Adquiriente
Inversión	+	+
Maximizar Tamaño	+	+/-
Mejorar Dirección	-	+

Fuente: Malatesta, 1983.

Anexo 3: Muestra

Empresa	Fecha	Beta	Alfa
Cristalerías Chile (Cristales)	24-jun-94	1.229.708	
Oro Blanco (Oro)	31-ene-95	1.02989 1	
Santa Isabel (Staisab2)	15-ene-96	1,447834	
Masisa (masisa 1)	30-abr-97	1.307 1 88	
Banmedica (banmedica3)	1-ago-97	0,692638	
Embotelladora Coca-Cola Polar (kopolar)	04-nov-97	0,318772	-0.002548
Norte Grande (Nortegran)	04-nov-97	0,935937	
Banmedica (banmedica2)	16-dic-97	0,73045	
Masisa (masisa2)	19-ene-98	1.587.429	
Emp. Eléctrica del Norte grande (edelnor)	09-mar-98	1,037982	-0.004720
Cía. General de Electricidad (CGE1)	3 1 -ene-00	1.066.114	
Aguas Andinas	31-may-00	0.531281	
Santa Isabel (Staisab 1)	16-oct-00	1,200246	-0.003640
Cía. General de Electricidad (CGE2)	24-nov-00	0.83838 1	
Enersis	03-jul-01	1,663722	-0.001732
S.A.C.I.Falabella (Falab2)	25-oct-01	1,507167	
Cementos Bio-Bio (Cementos)	06-mar-02	0,730049	
Cía. Cervecerías Unidas (Cervezas)	13-may-02	1,24243	
Cía. Manufacturera de P y C (CMPC)	28-feb-03	0,780954	
Cía. General de Electricidad (CGE3)	30-abr-03	0,629842	