

**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
Escuela de Economía y Administración

# VALORACIÓN DE LA FUSIÓN DE FALABELLA S.A.C.I CON SODIMAC S.A

Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial con mención en Administración

**María Paz Correa Valenzuela.**

**Ximena Esteban Torres.**

Sr. Franco Parisi Fernández, Ph. D

**ENERO 2004**



<b>INTRODUCCIÓN .</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo 1: DESCRIPCION DE LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS EN LA FUSIÓN: FALABELLA S.A.C.I Y SODIMAC S.A. .</b>	<b>3</b>
<b>1.- FALABELLA .</b>	<b>3</b>
<b>2.- SODIMAC S.A. .</b>	<b>6</b>
<b>Capítulo 2: DESCRIPCION CRONOLÓGICA DE LA FUSIÓN .</b>	<b>9</b>
<b>Capítulo 3 : MARCO TEÓRICO .</b>	<b>15</b>
<b>1.- Fusiones . .</b>	<b>15</b>
<b>2.- Estudio de Eventos .</b>	<b>18</b>
<b>3.- Datos y Metodología .</b>	<b>20</b>
<b>Capítulo 4 : RESULTADOS .</b>	<b>23</b>
<b>1.- Estimación del Beta de Falabella: .</b>	<b>23</b>
<b>2.- Exceso de Retorno Diario para Falabella: . .</b>	<b>23</b>
<b>3.- Modelo de Mercado Ajustado: .</b>	<b>24</b>
<b>4.- Estudio de la Ventana de Evento: .</b>	<b>24</b>
<b>5.- Metodología Bootstrap: . .</b>	<b>25</b>
<b>Capítulo 5 : CONCLUSIONES .</b>	<b>27</b>
<b>REFERENCIAS .</b>	<b>29</b>
Referencias de la Descripción Cronológica de la Fusión .	30
Sitios en Internet . .	31
<b>ANEXOS .</b>	<b>33</b>
<b>1.- EXCESO DE RETORNOS DIARIOS DESDE EL 15 DE MAYO AL 10 DE SEPTIEMBRE DE 2003 .</b>	<b>33</b>
<b>2.- EVOLUCION DE FALABELLA CON RESPECTO AL IPSA (ENE. 2002 – DIC. 2003) . .</b>	<b>33</b>
<b>3.- EVOLUCION DE FALABELLA CON RESPECTO AL IGPA (ENE. 2002 – DIC. 2003) . .</b>	<b>33</b>
<b>4.- EVOLUCION DEL PRECIO DE FALABELLA (ENE. 2001 – DIC. 2003) . .</b>	<b>33</b>



# INTRODUCCIÓN

Dado el aumento en la competitividad en los mercados y especialmente en los grandes grupos económicos, en el último tiempo se han dado una serie de fusiones en diversos sectores, entre ellos el bancario y el comercio. Dentro de los objetivos de éstas, se encuentra el aprovechamiento de sinergias y economías de escala, para hacer frente a la alta competencia, diversificar el negocio y aumentar la participación de mercado, entre otros.

Pero, junto con los beneficios antes nombrados, en muchas ocasiones suelen generarse conflictos de interés entre accionistas mayoritarios y minoritarios, pudiendo verse perjudicados estos últimos a causa de las posibles transferencias de riqueza como consecuencia de la operación de fusión. Este potencial problema será el tema de análisis del presente trabajo, enfocado de manera específica a lo que sucedió con la fusión de Falabella S.A.C.I con Sodimac S.A. en Julio de 2003.

Entonces, el objetivo específico del presente trabajo es valorar la empresa Falabella a través de los cambios en el retorno de sus acciones en el período de la operación de fusión y de este modo concluir si se produjo o no una transferencia de riqueza, verificando para ello la existencia de retornos anormales. Para este fin, la metodología a aplicar será la de Estudio de Eventos, a partir de cuyos resultados determinaremos si hubo o no transferencia de riqueza.

Este trabajo está estructurado en cinco capítulos. En el primer capítulo se describe a cada una de las empresas involucradas en la operación. Luego, en el segundo capítulo, se encuentra una descripción cronológica de los hechos que precedieron y sucedieron a

la fusión. En el tercer capítulo, se encuentra el Marco Teórico, que comprende una breve descripción de un proceso de fusión, una revisión del método de estudio de eventos y su evidencia empírica y finalmente la metodología y los datos empleados para el estudio. Posteriormente, en el capítulo cuatro, se dan a conocer los resultados de la estimación de los modelos empleados. Por último, en el quinto capítulo, se presentan las conclusiones de la investigación.

# Capítulo 1: DESCRIPCION DE LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS EN LA FUSIÓN: FALABELLA S.A.C.I Y SODIMAC S.A.

## 1.- FALABELLA

Esta compañía fue fundada en 1889 por el Sr. Salvatore Falabella, cuya intención fue crear la sastrería más grande de Chile. La firma es la principal empresa del sector comercio y una de las más grandes a nivel nacional. Además, opera en Argentina desde 1993 y en Perú desde 1995.

Falabella es líder en Chile en el negocio de tiendas por departamento (45% de participación de mercado de tiendas por departamento), es la mayor emisora de tarjetas de crédito y principal propietaria y operadora de centros comerciales en el país. También participa en el área industrial elaborando vestuario (asociada a través de Textil Viña con la gigante mundial Textile Springs Industries), en la industria bancaria con el Banco Falabella (luego de adquirir la licencia de ING Bank) y desde fines del 2001 participa la

industria del mejoramiento del hogar a través del aumento de su participación al 100% (desde su anterior 33%) de Home Depot, ahora rebautizada como Home Store. La empresa también participa en la inversión en bienes raíces, el desarrollo e inversión en malls y la actividad industrial a través de la fabricación de muebles. A partir de 1999, la compañía se asoció con la cadena Farmacias Ahumada, adquiriendo un 20% de la propiedad.

En los últimos 4 años sus ventas consolidadas crecieron en promedio un 9,6% anual, alcanzando el año 2001 los \$771.537 millones y utilidades por \$52.053 millones. Además, es la tienda por departamentos más importante de Sudamérica.

Respecto a Chile, debe destacarse que el 2001 los resultados respondieron por un 68% de las ventas consolidadas el 2001. En nuestro país cuenta con 32 locales a lo largo del país y su tamaño promedio de sala de venta es de 5.875 mts<sup>2</sup>. Desde 1997 la compañía ha logrado una tasa de crecimiento anual compuesto de sólo 2,3% debido al ajuste económico experimentado en el mercado local, sin embargo, el año pasado logró revertir dicha tendencia con un incremento de 5,2%. El crecimiento que mostrará Falabella a futuro se explicará principalmente por el incremento del ingreso de las personas y la agresiva política de expansión de la compañía. Cabe señalar que durante el 2001 se abrieron dos nuevas tiendas, Puerto Montt y Quilpué, logrando incrementar la superficie de ventas a 188.000 m<sup>2</sup>.

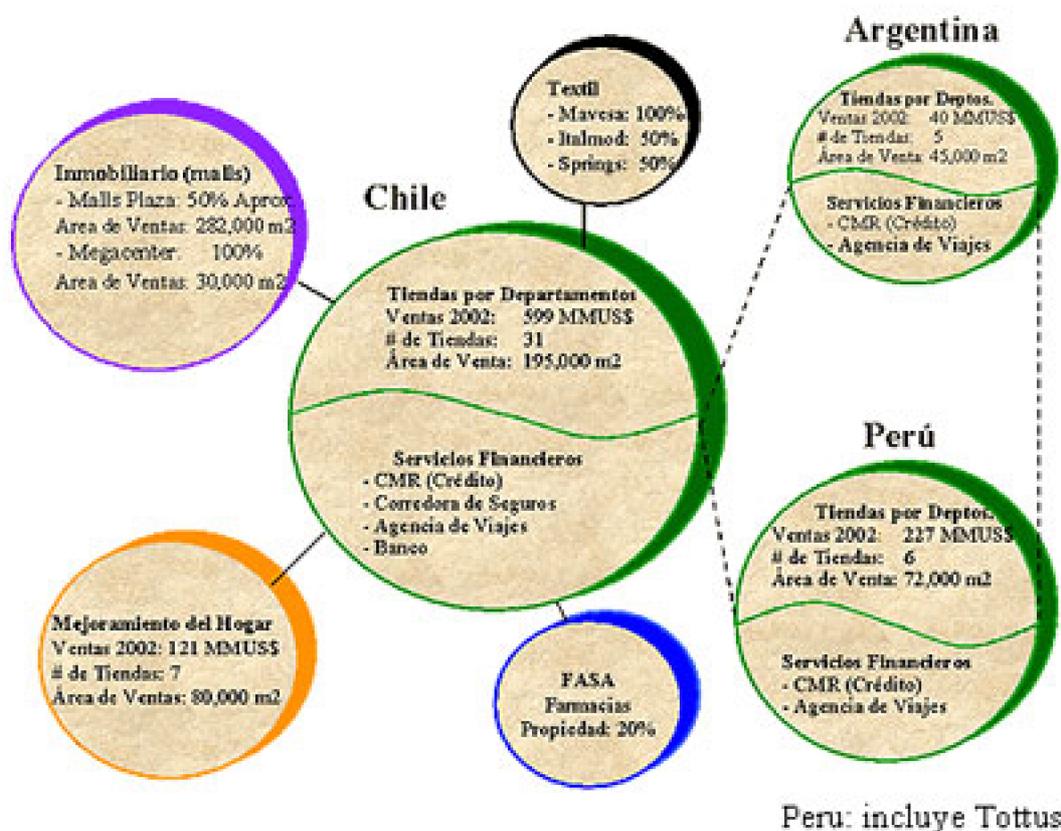
Además, la empresa cuenta con la tarjeta de crédito CMR con más de 2,7 millones de tarjetas emitidas. La tarjeta CMR también permite que los clientes tengan crédito en las empresas que se han asociado a Falabella para aceptar como medio de pago la tarjeta CMR (Copec, Seguros Falabella, ENTEL PCS, Viajes Falabella, Farmacias Ahumada, Home Store, Mac Donald's, Telefónica y BellSouth). Este negocio, a pesar de su bajo aporte en ingresos, es el más rentable de la compañía, teniendo una importancia relativa en la generación de utilidades del 58% el año 2001 (utilidades por US\$46 millones). CMR durante el 2001 logró un crecimiento de sus colocaciones en Chile de 18% con respecto al año anterior. A largo plazo la importancia relativa de CMR debería tender a disminuir debido a la fuerte competencia en el negocio de los créditos de consumo. Sin embargo, esta baja podría ser compensada al haber entrado Falabella directamente a ofrecer otros productos financieros (viajes, seguros y otros) en conjunto con su banco, aprovechando su gran activo, su cartera de clientes.

Por otra parte, tenemos que Falabella ha ido aumentando considerablemente su participación en el área inmobiliaria durante los dos últimos años, consolidándose como el mayor operador de centros comerciales de Chile. Falabella posee en el mall Plaza Vespucio un 45% de la propiedad, mientras que en los malls Plaza Oeste en Santiago, Plaza del Trébol en Concepción, Puente Alto también en Santiago y Plaza La Serena lo hace con un 50% en cada uno. Por último, a partir de fines de 1999, la compañía también inauguró el primer mall vertical en Chile, Megacenter con más de 100 mil m<sup>2</sup> construidos.

Finalmente, a modo de resumen, en las próximas páginas veremos las unidades de negocios de Falabella, la estructura de propiedad y la composición del Directorio hasta antes de la fusión.

Áreas de Negocios: En el siguiente esquema aparecen las unidades de negocios de

Falabella tanto en Chile como en Argentina y Perú.



Estructura de Propiedad: En la siguiente tabla se indican los principales accionistas propietarios de Falabella S.A.C.I.:

Administración de la Sociedad : El Directorio de Falabella S.A.C.I. antes de la fusión estaba compuesto de la siguiente manera:

Presidente:	Sr. Reinaldo Solari M.
Vicepresidente Ejecutivo:	Sr. Juan Cuneo S.
Directores:	Sr. Sergio Cardone S.
	Sr. Carlos Heller S.
	Sr. Juan Carlos Cortés S.
	Sra. María Luisa Solari F.
	Sr. Máximo Pacheco.
	Sr. Nicolás Majluf.
	Sr. Hernán Büchi.

## 2.- SODIMAC S.A.

Sodimac es una de las mayores y más exitosas empresas del país del sector retail, con locales en muchas ciudades y una inmensa variedad de productos relacionados con el hogar y la construcción, que se venden a través de tres formatos o canales: Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor y Sodimac Empresas.

En el transcurso de los últimos doce años, las ventas de Sodimac, a través del formato Homecenter han aumentado sostenidamente. Por otro lado, en el formato Constructor, con una oferta de 10 mil productos seleccionados -en su mayoría procedentes de proveedores nacionales-, Sodimac es líder en el abastecimiento del mercado intermedio del sector de la construcción.

Con una superficie total superior a los 155 mil metros cuadrados, las tiendas Sodimac Homecenter son hoy la red más importante de América Latina en el rubro de equipamiento y decoración para el hogar.

Finalmente, tenemos que hasta antes de la fusión con Falabella, Sodimac era propiedad del Grupo Dersa, que además es propietario de Derco, Banco Conosur, Friosur y Agrícola San José.

Administración de la Sociedad : El Directorio de Sodimac S.A., antes de la fusión con Falabella, estaba compuesto de la siguiente manera:

Presidente:	Sr. Juan Pablo del Río Goudie.
Vicepresidente:	Sr. Alfredo Moreno Charme.
Directorio:	Sr. Edmundo Hermosilla Hermosilla. Sr. José Luis del Río Goudie. Sr. Carlos Hurtado Ruiz- Tagle. Sr. James W. Inglis (Asesor).



## Capítulo 2: DESCRIPCION CRONOLÓGICA DE LA FUSIÓN

En el presente apartado, veremos como fueron sucediéndose los acontecimientos y eventos que dieron como resultado la fusión de la ahora segunda empresa de retail más grande de Latinoamérica.

### Octubre de 2001:

Falabella S.A.C.I compra el 100% del homecenter Home Depot, creando así a Home Store. Al mismo tiempo, se iniciaron las conversaciones entre el Vicepresidente Ejecutivo de Falabella, Juan Cúneo y el Presidente de Dersa (Sociedad dueña de Sodimac), José Luis del Río, respecto de la posibilidad de una fusión entre ambas firmas.

### Diciembre de 2002:

Se retoman las conversaciones entre los grupos Cúneo - Solari y Del Río, representadas por Juan Cúneo y Sergio Cardone Solari, y José Luis del Río y Alfredo Moreno, respectivamente, con el fin de negociar la unión de los conglomerados.

### 02 de Junio de 2003:

Primer día hábil del mes, en la Bolsa de Comercio de Santiago se registraron movimientos anormales en las acciones de Falabella, ya que los montos transados, pasaron de un 1.4% a un 3.4%, y su valor presentó un aumento de un 8% (de \$700 a \$758), transándose así \$1.064 millones en papeles de la gran tienda, lo que presenta un notable contraste con los \$300- \$700 millones que se negociaban usualmente hasta la

semana anterior a este hecho. Junto con esto, llamó la atención los retornos por sobre el mercado que presentaba Falabella para ese entonces (6% del IPSA versus 15% de Falabella). Esto dio pie a sospechas de filtración de información durante el mes de Mayo.

En los siguientes gráficos, se observa lo expuesto anteriormente:

### 05 de Junio de 2003:

Las empresas Falabella y Sodimac informan oficialmente a la Superintendencia de Valores y Seguros que están en proceso de negociación, de una transacción que comprende fusión de ambas sociedades, sin entregar los parámetros de ésta.

### 06 de Junio de 2003:

La clasificadora de riesgo Feller Rate coloca la clasificación AA de Falabella en "Creditwatch en desarrollo", luego del anuncio de la fusión por incorporación de Sodimac S.A. por parte de S.A.C.I. Falabella.

Esto, a la espera que se determinen las condiciones definitivas de la fusión con Sodimac S.A. y el impacto que esta tendría esta operación en la estructura financiera de Falabella, considerando la situación actual y los planes de desarrollo que tienen ambas empresas. Pero, se debe destacar que el hecho que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable. La designación "en desarrollo" significa que la clasificación posteriormente puede subir, bajar o ser confirmada. Luego, una designación "positiva" significa que la clasificación puede subir; "negativa", que puede bajar; en tanto "en desarrollo", que puede subir, bajar o ser confirmada.

Un "Creditwatch" enfatiza la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a observación especial por parte de Feller Rate.

### Semana del 09 al 13 de Junio de 2003:

Esta semana se debe determinar el banco de inversión que valorizará cada empresa y la fusión, mediante una licitación entre los bancos JP Morgan, Morgan Stanley, Deutsche Bank y Santander- Santiago.

Para esto, es relevante tener en cuenta algunos de los números que maneja cada una de las empresas antes de fusionarse:

Por otra parte, la situación actual del mercado al cual afectará la fusión, se encuentra conformada de la siguiente manera:

Resultados Falabella en MM\$ Reales			
	2002	2003	% Variación
Ingresos de Explotación	178.041,5	213.727,1	20%
Resultado Explotación	17.233	19.004,2	10,3%
Resultado del Ejercicio	9.430,1	17.849,3	89,3%
Resultados Sodimac en MM\$ Reales			
	2002	2003	% Variación
Ingresos de Explotación	116.573,5	123.989,9	6,4%
Resultado Explotación	8.403,4	8.927,5	6,2%
Resultado del Ejercicio	5.295,3	6.382,6	20,5%

Figura. Ingresos de Explotación de ambas compañías(2002- 2003)

**10 de Junio de 2003:**

Se genera un acuerdo en primera instancia de la fusión, que otorgaría al Grupo del Río entre un 19% y un 21% de la propiedad de Falabella y que daría origen a la mayor empresa de comercio al detalle en Chile y la segunda más grande en Latinoamérica, luego de la Filial de Wal Mart en México.

El valor de bolsa de esta nueva empresa sería de unos US\$2.600 millones.

**12 de Junio de 2003 :**

Las Fiscalía Nacional Económica pide a Falabella y Sodimac antecedentes de la operación , con el objeto de analizar si es procedente realizar una investigación de oficio. Con los datos obtenidos respecto de la fusión, se verá cómo quedaría el mercado y del grado de concentración que tendrían ambos actores.

La decisión del ente fiscalizador no alteraría lo que hasta el momento ha sido un proceso normal, según fuentes de las partes. Las negociaciones ya llevan varios meses, considerando que están en la última etapa, y los equipos de los grupos involucrados están preocupados básicamente de afinar los detalles.

Hasta la fecha se han pedido sólo informes a las firmas involucradas, pero si se considera que se debe conocer en profundidad el tema, entonces ahí se recabará más información y se definirá el inicio de una investigación, la cual sería de oficio. Tras eso, se analizará la posibilidad de tomar declaraciones.

**25 de Junio de 2003:**

A esta fecha, las negociaciones entre las partes indican que el grupo Dersa, controlador de Sodimac, ingresará a la propiedad de Falabella con algo más de un 22%. Aún no se decide la forma como se realizará la operación. Una variable en discusión es que ésta se concrete, en parte, mediante el traspaso de los activos de Sodimac a cambio de acciones y, por otra, con la compra por parte de Dersa de acciones en poder de las hermanas Solari (Liliana, María Luisa y Teresa) por \$72.800 millones (más de US\$ 104

millones). Con esto, ellas diluirían en alrededor de 5% su participación actual conjunta (que alcanza a 54%). Por otra parte, está la alternativa que Falabella recompre parte de sus acciones emitidas. Según la legislación, una empresa puede recomprar hasta un 5% de las acciones emitidas. Así, las hermanas Solari tendrán la opción de vender una cantidad adicional de su participación y recaudar hasta US\$ 100 millones adicionales, siempre y cuando cuenten con una opción preferente para vender y la empresa decida utilizar el máximo permitido.

### **30 de Junio de 2003 :**

Se aclaran detalles que han retrasado el cierre del acuerdo y que tienen que ver con la estructura accionaria que tendrá la nueva compañía, por lo cual sólo resta redactar el acuerdo que debe ser aprobado por los asesores legales de las partes. De esta forma, la familia del Río ingresará a Falabella con un porcentaje de 21% de la propiedad, lo cual hará a través de la venta del 100% de Sodimac a Falabella.

Esta operación permitirá a los hermanos del Río ingresar a Falabella, y consiste en lo siguiente: venderán el 100% de su filial de retail Sodimac a Falabella. Por ésta recibirán el 20% del pago en efectivo y el 80% en acciones que obtendrán mediante un aumento de capital que realizará Falabella SACI (Se emitirá 417 millones de nuevas acciones) . Por otra parte, con el objetivo de equilibrar la participación dentro del pacto de accionistas que se formará y que controlará el 85% de Falabella, las tres hermanas Solari reducirán cada una a un 13% su participación en la compañía, desde un 18% que poseen individualmente a la fecha. Una parte la cederán no suscribiendo la opción preferente en el aumento de capital. El otro porcentaje, posiblemente corresponderá a un floating de acciones por aproximadamente un 3% de la propiedad de Falabella. Estos títulos serán aportados por las hermanas Solari, en forma equitativa. Luego, estas acciones se colocarán en el mercado para que sean adquiridas por inversionistas ajenos al pacto de accionistas, lo que dará mayor liquidez a los títulos de la compañía.

### **23 de Julio de 2003 :**

Luego de diversos “tira y afloja” por parte de ambas firmas, a las 16:00 de ese día se concretó el negocio, a través de la firma de los poderes y escrituras pertinentes. Este proceso concluyó a las 05:00 de la madrugada del 24 de Julio.

### **24 de Julio de 2003 :**

En la Cámara de Comercio de Santiago, a las 11:30, tras las intensas negociaciones del día anterior, el Presidente de Falabella, Sr. Reinaldo Solari, por medio de un discurso dio cuenta de la materialización de la fusión de ambas compañías al alcanzar un acuerdo marco.

La principal implicancia de esta operación (que involucra un monto cercano a los US\$ 525 millones) es que se dará paso a la formación del nuevo grupo económico Solari–del Río, se consolidará Falabella como la principal empresa de retail de Chile, toda vez que alcanzará un patrimonio de US\$ 2.500 millones (que corresponde al valor de mercado de las empresas), siendo la tercera empresa más importante de capitales chilenos y que generará utilidades entre US\$ 180 millones y US\$ 200 millones. Como grupo familiar, será el segunda más grande, después del Grupo Angelini.

Producto de este negocio, Dersa (Sodimac) controlará un 22.4% de Falabella y el grupo Cúneo - Solari reducirá su participación de un 84% a alrededor de un 60% de la multitienda.

El nuevo directorio quedó conformado por José Luis del Río y Alfredo Moreno (Sodimac) y por Reinaldo Solari (Presidente), Juan Cúneo (Vicepresidente), Sergio Cardone S., María Luisa Solari, Juan Carlos Cortés, Carlos Heller y un director entre Nicolás Majluf, Máximo Pacheco y Hernán Büchi.

La definición del pacto de accionistas, se concentró en la búsqueda de una fórmula tal que la nueva compañía no quedara en manos de un solo controlador, sino más bien en tres bloques: Reinaldo Solari, Juan Cúneo y Sergio Cardone por un lado; las hermanas Liliana, María Luisa y Teresa Solari por otro; y la familia del Río junto a Alfredo Moreno en un tercer bloque.

Además de lo anterior, se encuentra la confirmación de las valorizaciones por JP Morgan y el resultado del proceso de verificación de activos y pasivos de las empresas, por parte de una compañía auditora internacional, junto con las gestiones en la Superintendencia de Bancos para que los del Río pasen a formar parte de la propiedad de Banco Falabella.

Por otra parte, las principales accionistas de Falabella, las hermanas Solari bajarán su participación a 39%, cediendo un 5% de su participación individual cada una. Con esto, reducen su participación a 13% del holding cada una. En tanto, el presidente de Falabella, Reinaldo Solari tendrá el 12%, Juan Cúneo el 11% y Sergio Cardone un 2%.

En lo que se refiere a esta nueva empresa, es destacable que disminuirá su riesgo, porque quedará operando con tres negocios de envergadura: la multitienda, el homecenter y el ámbito financiero. Además, tiene mayores oportunidades expansión internacional, ya que el área homecenter es un rubro que tiene la ventaja de trasladarse de un lugar a otro sin mayores problemas. El interés es llevar el negocio de home improvement a Perú e incrementar la inversión de Sodimac en Colombia.

Otro beneficio de la fusión es el aumento en las capacidades empresariales, puesto que se unen dos corporaciones que han demostrado buena gestión y capacidad empresarial, cuya trayectoria ha sido bastante exitosa. En este punto, la incorporación de los Del Río y de Alfredo Moreno es un buen aporte a Falabella-Sodimac.

Finalmente, y no menos importante es la reducción de costos, producto del mayor poder de compra le permitirá negociar mejor con los proveedores, además de conseguir progresos en administración de tarjetas y de inventarios, entre otros.

### **25 de Julio de 2003:**

Luego de terminar el estudio de la fusión Falabella – Sodimac, el fiscal económico, Pedro Mattar, dio “luz verde” a la fusión, al señalar que pese a que para Falabella será más fácil aumentar su cuota de mercado de productos para el hogar y materiales de construcción a raíz de la compra de Sodimac, aún existen posibilidades de entrada adecuadas para que no se generen perjuicios a la libre competencia del mercado. En concreto, de acuerdo a las mediciones hechas por la Fiscalía, el grado de concentración

no será mayor a un 23% efectivo. Con esto, dicha institución estimó que este grado de control no constituye una proporción alarmante, considerando como parámetros entre otros, al índice Herfindahl, que pueda afectar a la libre competencia, puesto que a la vez no existen grandes barreras a la entrada, hay variadas fuentes de financiamiento y se da un libre acceso a la exportación e importación de productos.

### **16 de Septiembre de 2003 :**

Se retira el "Creditwatch en desarrollo" aplicado anteriormente a las clasificaciones de S.A.C.I. Falabella y les asignó perspectivas "Estables" sobre la base de su favorable posición de mercado y su adecuada situación financiera. Esto, porque se determinaron las condiciones de la fusión con Sodimac S.A. y los efectos que ésta tendría sobre la clasificación de Falabella. Los bonos y las acciones se mantienen en "AA" y "Primera Clase Nivel 2", respectivamente.

Las clasificaciones asignadas a los bonos y acciones de Falabella responden a su privilegiada posición competitiva, su buena situación financiera y alta generación de caja, incluso ante periodos de crisis económica y expansión de sus propios negocios.

Así mismo, se señaló que la empresa posee una sana posición financiera, caracterizada por una buena capacidad de generación de caja y un indicador "deuda financiera sobre flujo operacional" de 2,8 veces. De acuerdo a lo indicado en un comunicado de prensa de Feller Rate, en el corto plazo, la incorporación de Sodimac traería como consecuencia que algunos indicadores de solvencia se vean ligeramente afectados. Se espera un leve incremento en el endeudamiento financiero de la compañía dado que Falabella financiará la compra de cerca del 20% de Sodimac con un crédito bancario por US\$ 108 millones. Pese a lo anterior, estos indicadores se consideran acordes respecto a la categoría de riesgo asignada.

# Capítulo 3 : MARCO TEÓRICO

En la presente sección, estudiaremos brevemente la naturaleza de las fusiones y las implicancias de éstas en el valor de una empresa. Luego veremos la metodología de análisis a emplear para el desarrollo del presente trabajo.

## 1.- Fusiones

Estas operaciones, conocidas también como *takeovers*, son operaciones generalmente practicadas por las empresas con el objeto de beneficiarse de las economías de escala, diversificar, integración vertical, integración horizontal, entre otras.

En un *takeover* existen partes involucradas, dentro de las cuales destacan los accionistas controladores, quienes tienen a su cargo la administración de la firma en cuestión. Éstos corresponden a los administradores, controladores y *bidder*.

Una operación de takeover puede efectuarse a través de una propuesta de venta de acciones a los accionistas de la empresa objetivo, proceso conocido como *tender offer* o bien, realizar una oferta de carácter público, conocida como OPA (Oferta Pública de Acciones).

De acuerdo a las investigaciones realizadas por Berkovitch y Narayanan (1993), existen ciertas razones principales para realizar una fusión:

**Eficiencia o Sinergia:** Al valorar en forma conjunta a las empresas involucradas, se genera un mayor valor que si éstas operan individualmente. Además se reduce el riesgo de la empresa combinada.

**Hipótesis Hubris:** De acuerdo a esta hipótesis, al existir muchos bidders y desconocerse el valor del activo involucrado en la operación, cada uno de los bidders estimará el verdadero valor de éste. Dado que algunos asignarán valores más altos, éstos estarán dispuestos a pagar un monto mayor que el resto. Luego, será dueño del activo quien presente la oferta más alta y en consecuencia, el precio estará por sobre el valor esperado de éste. Es por esta razón, que dicha hipótesis postula que la ganancia total del takeover es cero, dado que la empresa adquirente (bidder) paga constantemente en exceso por la empresa objetivo.

**Problemas de Agencia:** La decisión de llevar a cabo un takeover tiene su origen en conflictos de interés derivados de una relación de agencia. Específicamente, se generan a causa de la imposibilidad de efectuar contratos escritos y sin costo entre los gerentes controladores y los accionistas. Dado esto, los costos de agencia corresponden entre otros, a los costos de realizar contratos, costos de monitoreo y control de los agentes, *bonding costs* y pérdida residual. Cuando estos problemas no se pueden controlar por algún mecanismo de mercado, como lo expone Fama (1980), el mercado de takeovers provee una estructura externa de control de última instancia, Manne (1965).

Como vemos, los motivos que pueden dar lugar a fusiones son diversos. Otras causas no menos importantes que las anteriores son:

**Incrementos en la eficiencia:** Una empresa que presenta ineficiencias operativas y financieras, es una buena postulante a ser blanco de un takeover. Esto se debe a que se aprovecha su bajo valor de mercado para adquirirla, intentándose eliminar las ineficiencias y, de esta forma, incrementando el valor conjunto de la fusión.

**Economías de ámbito:** Se refieren a la posibilidad de que una empresa utilice una serie de factores para otorgar una mayor variedad de productos y servicios. En otros términos, se es más eficiente produciendo dos o más productos en conjunto que si se hiciese por separado.

**Redistribución de riqueza desde bonistas a accionistas:** Las fusiones pueden generar una redistribución entre accionistas y bonistas. Por ejemplo, al referirse a una fusión apalancada (Leveraged BuyOut), podría encontrarse el fenómeno de la dilución de pagos, es decir, el mayor endeudamiento aumenta el riesgo de insolvencia financiera, disminuyendo el patrón de pagos esperado para los bonistas en los escenarios adversos.

Para llevar a cabo una fusión, existen varias alternativas, dentro de las cuales se encuentran:

**Fusión por Creación:** De las empresas fusionadas nace una nueva firma.

**Fusión por Absorción:** La empresa adquirente compra las acciones de la compañía objetivo en efectivo o en canje de acciones, para lo cual negocia en forma directa con los inversionistas de ésta.

De acuerdo a la evidencia empírica, se tiene que los grandes ganadores en promedio resultan ser los accionistas de la empresa objetivo, los abogados y asesores de la

operación. Por su parte, los accionistas de la firma oferente permanecen indiferentes puesto que gran parte del valor de la fusión es traspasado a los accionistas de la empresa objetivo. Al mismo tiempo, los ejecutivos de ésta pierden porque peligran sus puestos de trabajo.

La evidencia empírica además revela que las grandes variaciones en los precios de las acciones se asocian a fusiones y adquisiciones. Conjuntamente, se ha demostrado que existe relación entre los procesos de fusiones y las variables macroeconómicas. Los principales factores que influyen son aumentos de los precios accionarios, disminución de las tasas de interés y un incremento de las condiciones favorables para otorgar y obtener financiamiento. De acuerdo a las investigaciones de Bradley (1980), Donn y Ruback (1977), se demostró que las acciones de empresas que son objetivo de un *takeover* presentan una revaluación positiva, incluso cuando la operación se anuncie pero no se concrete. Una hipótesis basada en esta información establece que la nueva información es generada como resultado del *tender offer* y que la revaluación es permanente. Es posible distinguir dos formas de esta hipótesis de información. La primera se refiere a que la operación de *tender offer* (o bien una OPA), estaría indicando que las acciones de la empresa objetivo se encontrarían subvaluadas, incentivando al mercado a revalorarlas. Los autores Bradley, Desai y Kim (1983, 1988) denominaron a este efecto “estar sentado sobre una mina de oro”. La segunda forma de la hipótesis está referida a que la oferta conminaría a la administración de la empresa objetivo a ejecutar una estrategia de negocio más eficiente por su propia cuenta. En consecuencia, no se necesitaría ningún otro estímulo externo más que la OPA para obtener una revaluación en el precio de la acción. Un enfoque contrario indica que un aumento en el precio accionario de la empresa objetivo tras una OPA no exitosa se debería a que será blanco de otro intento de compra en un futuro cercano. Bradley, Desai y Kim (1983, 1988) estudiaron la evidencia empírica para comprobar el cumplimiento de la hipótesis de sinergia o la hipótesis de información. Los resultados indicaron que los precios de las acciones de las empresas objetivo que no recibieron inmediatamente ofertas de compra tras 5 años de la primera OPA no exitosa, retornaron al nivel de precios de preoferta. Los investigadores antes mencionados, en base a los resultados obtenidos señalaron que la hipótesis de información no sería válida. Una revaluación permanente de las acciones de la compañía objetivo ocurre cuando los activos de ésta pasan a la propiedad de la empresa adquiriente o cuando el control de los activos es transferido a esta última.

Por otra parte, los investigadores Harris y Raviv (1988) sostienen que el beneficio privado del control corporativo tendría un impacto significativo sobre la estructura de propiedad. Por otra parte, Zingales (1992) señaló que este beneficio tendría un impacto sobre la decisión de un gestor de abrir su empresa a la bolsa.

Al considerar la concentración de la propiedad, es decir, cuando la propiedad accionaria en manos de los gerentes aumenta, Stulz (1988) formuló un modelo en el que a bajos niveles de propiedad accionaria con derecho a voto por parte de los Gerentes, un aumento en la proporción de la propiedad en sus manos, permite una convergencia de intereses entre controladores y accionistas, acrecentando el valor de la empresa. Cuando una gran parte de la propiedad es de los Gerentes Controladores, la probabilidad de un *tender offer* exitoso disminuye y se ve incrementado el premio que debe ofrecer la

empresa adquiriente. De este estudio se concluye que el valor de una empresa que es potencial blanco de una fusión dependerá del porcentaje de las acciones con derecho a voto que sean propiedad de los actuales controladores.

Respecto de los potenciales conflictos de interés entre accionistas y acreedores (por ejemplo los bonistas), Israel y Berkovitch (1996) presentan un modelo en el que se determina que quien posea el control corporativo, sean éstos los accionistas, bonistas o acreedores o bien el grupo de gerentes, dependerá del grado de sensibilidad de los flujos de caja esperados de la empresa ante la actuación de los gerentes. Si éstos son muy sensibles, estarán en manos de los accionistas, en tanto que a menor sensibilidad, el control será de cargo de los bonistas.

Por su parte, los autores Moon y Walking (2000) desarrollaron y testearon la hipótesis *Acquisition Probability*, que plantea que los rivales ante una adquisición obtienen retornos anormales a causa del aumento de la probabilidad de que ellos mismos se conviertan en objetivos de la adquisición. Junto con esto, concluyeron que las empresas rivales en promedio obtienen retornos anormales positivos, independientemente de la forma en que se lleve a cabo la fusión y de si ésta es exitosa o no. Si la magnitud de la sorpresa de del anuncio inicial de fusión es grande, los retornos aumentarán aún más. Finalmente, probaron que las firmas rivales que son objetivo de la operación alcanzan retornos anormales mayores aún en el período de anuncio de ésta.

Por último, de acuerdo a estudios hechos por Gregoire (1985), en los cuales el autor aplicó un test de eficiencia al mercado de capitales chileno, se concluye que en Chile existe un lento ajuste de los precios accionarios frente a la información respecto de lo que sucede en los mercados desarrollados de Europa y Estados Unidos. De esto se infiere un mayor costo de información en Chile. Este resultado además indicaría que quienes tengan conocimientos adicionales e información privilegiada podrían verse beneficiados a causa de la generación de oportunidades de arbitraje y traspaso de riqueza considerable.

## 2.- Estudio de Eventos

Los investigadores son frecuentemente consultados para medir los efectos de un acontecimiento económico en el valor de firmas. Aunque puede parecer una tarea compleja, una de las maneras de como lo han solucionado ha sido utilizando la metodología de estudio de eventos.

Los primeros estudios de eventos realizados fueron por Dolley (1933), quien analizó los efectos de los precios de los stock splits, encauzándose en los cambios de los precios nominales al momento de la división.

Posteriormente, debido al incremento en el nivel de sofisticación de los estudios, se efectuaron nuevas investigaciones y publicaciones en las cuales se eliminaban los movimientos de precios generales del mercado accionario y se realizaban separaciones de los eventos imprecisos. Estos estudios fueron elaborados por Myers y Bakay (1948), Baker (1956,1957,1958) y Ashley (1962).

A fines de la década de los sesenta, se realizaron los estudios que son la base de la metodología que se utiliza en la actualidad. En este período destacan los autores Ball y Brown (1968), los cuales consideraron el contenido informativo de las ganancias. También Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969) examinaron los efectos de los stock splits controlados por el efecto de los incrementos simultáneos en los dividendos. Más tarde, diversas innovaciones se efectuaron en los estudios de eventos a causa de las omisiones e imperfecciones encontrados con respecto a las inducciones estadísticas. Por último Marrón (1980) y Warner (1985) consideraron los datos mensuales y los datos diarios respectivamente para sus estudios.

El objetivo de la metodología de eventos es estimar el efecto de un evento económico o de otro orden, sobre el valor de una firma, de acuerdo a Mackinlay (1997) ***“...usando datos del mercado financiero, un estudio de eventos mide el impacto de un evento específico sobre el valor de una empresa. La utilidad de tal estudio proviene del hecho que, dada racionalidad en el mercado, los efectos de un evento se reflejan inmediatamente en el precio de los activos”***. La estabilidad de los resultados de este tipo de estudio se debe a la existencia de un mercado al menos semifuerte, Fama (1970,1976), de manera que las consecuencias de un evento se manifiestan inmediatamente en el precio de los activos de la economía.

Esencialmente, el estudio de eventos intenta revelar la existencia de retornos anormales estadísticamente significativos durante la proximidad a la fecha del evento analizado. Por esto, la tarea inicial para realizar un estudio será definir el acontecimiento de interés e identificar el período sobre el cual se determinará la vecindad. La anormalidad de estos retornos se establecerá al contrastar los retornos observados para este período respecto a un benchmark teórico (“ventana de estimación”) calculado en base a retornos de un período anterior más extenso que la ventana del evento y que correspondería que describiera la conducta normal de los retornos en base a su comportamiento histórico. En seguida, los retornos anormales deben ser incorporados en orden para testear estadísticamente los resultados.

Un problema que se debe considerar en esta metodología es que en ciertos casos es muy complicado aislar el efecto del evento. Por esta razón se acostumbra a investigar sobre otros hechos ocurridos en torno al evento en cuestión que pudieran influir en los resultados de manera positiva o negativa.

En los estudios de eventos, los enfoques para medir el comportamiento normal de los retornos de una acción pueden ser estadísticos y económicos. Los primeros asumen la existencia de suposiciones estadísticas en el comportamiento de los retornos accionarios y no depende de ningún argumento económico. Los más utilizados son el Modelo de Mercado y el Modelo de Media Constante.

Por otra parte, los modelos económicos se fundamentan de los supuestos con respecto a la conducta de los inversionistas y no se basan en argumentos estadísticos. Además permiten obtener medidas con una mayor precisión. Sin embargo, en la práctica es necesario agregar las suposiciones estadísticas a este modelo. Los más comunes son CAPM (Capital Asset Pricing Model) y el APT (Arbitrage Pricing Theory).

Los modelos económicos se utilizaban principalmente en estudios de eventos en los

años setenta. Años más tarde se encontraron errores en ellos, lo que puso en duda la confiabilidad de sus efectos.

Debido a esta razón, se comenzó a emplear con una mayor frecuencia el Modelo de Mercado. Para nuestro estudio usaremos los modelos estadísticos como metodología.

En este caso el evento corresponde a la fusión realizada entre Falabella S.A.C.I. y Sodimac S.A. De esta forma estimaremos el efecto de esta operación sobre el valor de Falabella, analizando para estos fines los períodos que rodean a tal situación para determinar si existen retornos anormales o no.

### 3.- Datos y Metodología

Los datos utilizados para el desarrollo del presente estudio corresponden a los valores diarios del Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) y al precio de cierre diario de las acciones de Falabella S.A.C.I, desde el 4 de Enero de 1999 al 30 de Diciembre de 2003, todos ellos obtenidos de la Bolsa de Comercio de Santiago. A partir de estos datos, se obtuvo los valores mensuales, requeridos para una parte de la investigación.

La metodología de análisis corresponde a un Estudio de Evento, teniendo como evento económico a evaluar la fusión de Falabella con Sodimac en Julio de 2003. De este modo, se estudiará la presencia de retornos anormales positivos para las acciones de Falabella frente al anuncio del *takeover*.

En primer lugar, fue definida la ventana de evento. Este paso consiste en especificar el período en el cual ocurrió el evento en estudio. En este caso, el evento corresponde al anuncio oficial de fusión hecho por ambas entidades implicadas ante la Superintendencia de Valores y Seguros, el día 2 de Junio de 2003. Luego, la ventana de evento será de 71 días  $[t - 30, t + 40]$ , anteriores y posteriores al día del evento anteriormente señalado.

En el siguiente gráfico se aprecia el período que constituye el estudio de evento:

Luego, serán objeto de estudio las siguientes ventanas:

El cálculo de los valores para los días de la ventana de evento corresponde a:

Donde  $ER_{it}$  es el Exceso de Retorno diario para las acciones de Falabella,  $R_{it}$  es el retorno diario de las acciones, obtenido del cálculo de la rentabilidad de éstas. Por último,

$$\bar{R}_{it}$$

es el retorno exigido para Falabella en el día  $t$ , y será obtenido de la aplicación del siguiente Modelo de Mercado, usado en estudios de evento de retornos diarios que suponen eficiencia débil a semi-fuerte de acuerdo a Fama (1970):

Donde  $\alpha_i$  y  $\beta_i$  son los parámetros del Modelo de Mercado, que se estimarán a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios.  $R_{mt}$  corresponde a la tasa de retorno compuesta continuamente del IPSA en el día  $t$ .

Luego, para corregir el fenómeno de transacciones discontinuas, se optó por aplicar el modelo de Dimson (1979), que plantea el siguiente Modelo de Mercado Ajustado:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{it-1} * R_{m,t-1} + \beta_{it} * R_{m,t} + \beta_{it+1} * R_{m,t+1} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

Donde  $R_{it}$  es el retorno diario de las acciones de Falabella,  $\alpha_i$ ,  $\beta_{it-1}$ ,  $\beta_{it}$  y  $\beta_{it+1}$  son los parámetros del Modelo, que serán estimados a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios y luego se les aplicará el test t de significancia estadística, el cual determinará si son o no significativos los parámetros y con ello, si Falabella presenta o no transacciones discontinuas.

Posteriormente, considerando el Exceso de Retorno Diario obtenido, se procederá a calcular el ERA, que corresponde al exceso de retorno acumulado, para cada una de las ventanas previamente definidas. A dichos valores, se le aplicará un test de significancia estadística, definido de la siguiente manera:

Donde  $ERA_{t, t+k}$  corresponde al exceso de retorno acumulado en cada una de las ventanas definidas.

$$\sqrt{k}$$

es la raíz cuadrada del número de datos contenidos en cada ventana. Por último,  $\sigma_{ER_{it}}$  es la desviación estándar, que la calcularemos a partir de 249 observaciones (obtenidas del Exceso de Retorno Diario), que comprenden el intervalo [t - 279, t - 31].

Finalmente  $T$  tiene una distribución t de Student con 120 grados de libertad, si los excesos de retornos acumulados están normalmente distribuidos y son independientes a través del tiempo.

Por otra parte, con el objeto de medir la robustez de los resultados paramétricos obtenidos anteriormente, estos serán comparados con los resultados del test no paramétrico aplicado a través de la metodología Bootstrap, desarrollada por Efron (1982). Ésta, es uno de los variados procedimientos de remuestreo que se pueden aplicar para estudios como el del presente trabajo, donde las técnicas paramétricas estándar pueden resultar inadecuadas o insuficientes para la inferencia estadística. De manera ilustrativa, esta metodología la utilizaremos para evitar el problema de data-snooping, es decir, eliminar sesgos producto del efecto que puedan tener las series de datos sobre los resultados, como por ejemplo que éstos se deban a una casualidad temporal y no a la bondad del modelo.

Para implementar la técnica *bootstrap*, consideramos una muestra de retorno de  $n$  transacciones  $(R_1, R_2, \dots, R_n)$  y la media muestral  $\bar{R}(R_1, R_2, \dots, R_n)$ . Por otra parte, considerando que los retornos ocurren en diferentes tiempos, pueden ser notados como extracciones independientes de una distribución desconocida  $F$ . Un problema usual de la inferencia estadística es estimar  $p = Prob_F(\bar{R} < K)$  para alguna constante  $K$ .

Entonces, para la media muestral  $\bar{R}(R_1, R_2, \dots, R_n)$  y una muestra de tamaño fijo  $n$ , la probabilidad *bootstrap* será calculada en base a la información contenida en la muestra, usando el siguiente algoritmo:

1. Estimar la función de la distribución  $F$  con la distribución no paramétrica empírica  $\hat{F}$ , colocando una masa probabilística  $1/n$  en cada  $R_i$ .
2. Extraer una muestra *bootstrap* a partir de  $\hat{F}(R_1^*, R_2^*, \dots, R_n^*)$ , donde cada  $R_i^*$  es extraído en forma aleatoria, con reemplazo de los valores observados  $(R_1, R_2, \dots, R_n)$  y calcular  $\bar{R}^* = \bar{R}(R_1^*, R_2^*, \dots, R_n^*)$ .
3. En forma independiente, se repite el paso 2)  $B$  veces, obteniendo  $\bar{R}^{*1}, \bar{R}^{*2}, \dots, \bar{R}^{*B}$ .

Luego, se calcula:

$$p = Prob_F(\bar{R}(R_1, R_2, \dots, R_n) < K) = \frac{\text{Número de Veces } \bar{R}^* < K}{B}$$

Este algoritmo, de igual manera que los procedimientos estadísticos paramétricos estándar, asume un tamaño de muestra fijo. Pero, cuando existen observaciones perdidas, el tamaño de la muestra es aleatorio y refleja el número de activos que se transan en un intervalo. Sin embargo, este fenómeno no se presenta en este trabajo.

## Capítulo 4 : RESULTADOS

### 1.- Estimación del Beta de Falabella:

En primer lugar obtuvimos el beta de Falabella S.A.C.I, a partir de la estimación del modelo de mercado especificado en la ecuación (2), en la parte 3 del capítulo III.- del presente trabajo.

Para determinar este parámetro, utilizamos datos mensuales, desde Enero de 1999 a Diciembre de 2003, es decir, 60 observaciones, correspondientes a los valores mensuales del Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) y los precios mensuales de Falabella. Con estos valores, calculamos las respectivas rentabilidades para luego estimar el modelo de mercado aplicando Mínimos Cuadrados Ordinarios en el programa Eviews 3.0, el cual nos entregó el siguiente output:

Como se aprecia en la tabla 1, el beta estimado de Falabella es de 1.29, significativo, de acuerdo a los resultados del test – t aplicado.

### 2.- Exceso de Retorno Diario para Falabella:

Una vez calculados los parámetros del Modelo de Mercado, procedimos a calcular el exceso de retorno diario para Falabella, que corresponde a la diferencia entre el retorno diario (rentabilidad diaria de la acción) y el retorno exigido (retorno calculado a través de la estimación del Modelo de Mercado señalado en la ecuación 2 del capítulo III.-, parte 3):

Los resultados aparecen en forma gráfica en la figura 1 del anexo. En ellos, se aprecia un exceso de retorno considerablemente mayor alrededor del día 2 de Junio de 2003, fecha previa al anuncio oficial de la fusión (5 de Junio). También se observa un alza en los días siguientes al cierre de la operación de fusión, es decir, entre el 24 y el 30 de Julio de 2003.

### **3.- Modelo de Mercado Ajustado:**

Con el fin de corroborar la validez del beta obtenido del Modelo de Mercado estimado en 1.-, estimamos el Modelo de Mercado Ajustado indicado en la ecuación (3) presente en el capítulo III.- parte 3, de manera de comprobar la inexistencia del fenómeno de transacciones discontinuas para Falabella.

Para la aplicación de este modelo utilizamos las rentabilidades mensuales del IPSA y Falabella, desde Febrero de 1999 a Diciembre de 2003. Luego, estimamos el modelo por medio de Mínimos Cuadrados Ordinarios, en el programa estadístico Eviews 3.0, obteniendo los resultados en el siguiente Output:

En base a los resultados anteriores, vemos que el parámetro  $c(3)$ , correspondiente a la rentabilidad del IPSA en  $t$ , entrega un resultado de 1.31 significativo, muy similar al entregado por el Modelo de Mercado (1.29). Por otra parte, los parámetros que acompañan al IPSA en  $t - 1$  y  $t + 1$  resultan ser no significativos, lo cual nos demuestra la robustez de los parámetros estimados del Modelo de Mercado y en consecuencia tenemos que Falabella no presenta el fenómeno de transacciones discontinuas.

### **4.- Estudio de la Ventana de Evento:**

Una vez obtenido el Exceso de Retorno diario para Falabella, procedimos a analizarlo, a través de las 7 ventanas ya definidas en el punto III.3.- del presente informe, para las cuales obtuvimos los Excesos de Retorno Acumulado y sus respectivos test de significancia estadística, que se indican en la siguiente tabla:

En base a estos resultados, se destaca que para el día del evento, estudiado en la ventana número 1, se obtuvo un resultado positivo. Por otra parte, vemos que en los cinco días previos al evento, es decir, los datos comprendidos en la ventana número 4, entregan igualmente un resultado positivo. Pero, estos resultados y los obtenidos para las demás ventanas, al considerar el  $t$  crítico pertinente señalado en el punto III.3.- del

---

presente trabajo, son todos estadísticamente no significativos. Esto nos estaría indicando que los retornos anormales registrados en el período de la fusión y el previo a esta operación, no tendrían relación con este evento, dada la no significancia estadística de ellos.

## 5.- Metodología Bootstrap:

En este caso, la metodología mencionada consistió en la generación de cien nuevas series aleatorias para los retornos de Falabella, cada una de las cuales está compuesta por 71 observaciones, que corresponden a la ventana de evento. Sobre estas nuevas series se recalculó los excesos de retorno diarios y posteriormente los valores para cada una de las 7 ventanas en estudio, obteniéndose de esta manera los test no paramétricos de la metodología Bootstrap

Los resultados de la aplicación de la técnica *bootstrap* aparecen en la siguiente tabla:

Los valores obtenidos para cada uno de los ERA presentados en las siete ventanas en estudio, resultan ser todos negativos y estadísticamente no significativos. Esto reafirma los resultados obtenidos a partir de la aplicación del test paramétrico señalado en el punto 4.- del presente capítulo.

Como consecuencia, tenemos que tanto por la aplicación de un test paramétrico como por la aplicación de uno no paramétrico que elimina el sesgo en los resultados producto de una casualidad temporal, los retornos anormales encontrados para las acciones de Falabella en el período de estudio de 71 días son estadísticamente no significativos, es decir, el exceso de retorno presentado no tendría relación con el evento económico en estudio, en este caso la operación de fusión entre la compañía antes señalada y Sodimac S.A.

Finalmente, es posible afirmar que la metodología Bootstrap comprobó la robustez de los resultados paramétricos obtenidos de la aplicación de Estudio de Eventos, por medio de las siete ventanas previamente descritas.



## Capítulo 5 : CONCLUSIONES

El día 5 de Junio se anuncia oficialmente la fusión de Falabella S.A.C.I con Sodimac S.A., dando paso con ello a una de las más comentadas operaciones financieras del año 2003, en especial, porque producto de este negocio, Falabella se convierte en el segundo retail más grande de América Latina, después de Wal Mart en México. Es destacable que esta transacción se produjo en un momento en el que las fusiones han tenido un lugar importante en Chile, especialmente en el sector bancario y el sector comercio.

A un semestre de la operación antes mencionada, es notable la evolución del precio accionario de Falabella, por cuanto se vio incrementado desde los \$700.10 por acción en Mayo de 2003 a los \$1029.90 en Diciembre de 2003. Dado este fuerte incremento (alrededor de un 50%), en el presente trabajo se estudió la razón de este aumento, verificando si éste se debió a la fusión o bien a otras razones, como por ejemplo una tendencia alcista del mercado.

Una vez aplicados los análisis correspondientes al Estudio de Evento, es decir, la agrupación de los datos del período de la operación en siete ventanas, para medir el efecto de un evento económico en el valor de la firma, que en este caso corresponde a la fusión, obtuvimos que los retornos anormales diarios para Falabella son estadísticamente no significativos. Este resultado fue confirmado al aplicar la metodología Bootstrap, que entregó valores para el test estadístico igualmente no significativos.

En base a lo anterior, es posible afirmar que no se generó riqueza adicional que favoreciera a alguna de las partes involucradas producto de la fusión o bien, el mercado no reaccionó en forma positiva y estadísticamente significativa frente al evento económico

que fue la fusión de Falabella con Sodimac. Esto puede verse confirmado con los resultados del estudio efectuado por Gregoire (1985) al mercado de capitales chileno, del cual concluye que en Chile se da un lento ajuste de los precios de las acciones frente a la información respecto de lo que sucede en los mercados desarrollados como el caso de EE.UU. o algunos países de Europa. Aplicando esto al presente trabajo, se tiene que el día 2 de Junio de 2003 se produjo un fuerte incremento del valor de la acción de Falabella, atribuido por algunos especialistas a un caso de filtración de información, es decir, algunas personas la manejan en un mayor grado respecto del resto de los actores del mercado.

En resumen, puede afirmarse que el mercado bursátil chileno no considera en forma efectiva ciertos eventos económicos, como en este caso una fusión, ya que el impacto de dicha operación en el exceso de retorno diario de las acciones de Falabella no fue significativo.

---

## REFERENCIAS

- Aravena, Sebastián y Lorena Guerrero (2002). “La Crisis Argentina y el Efecto de la Devaluación sobre el Valor de Falabella”. Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención Administración, Universidad de Chile.
- Fama, Eugene (1976). “Foundations of Finance”, New York: Basic Books.
- Fernández, María Francisca y María Jesús Larraín (2002). “Valoración Económica y Financiera de Colbún S.A.” Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención Administración, Universidad de Chile
- Gregoire, Jorge (1985) “El Ajuste de los Precios Accionarios a la Información: Resultados Empíricos”, Paradigmas de la Administración N° 7, Universidad de Chile.
- MacKinlay, Craig “Event Studies in Economics and Finance”, Journal of Economic Literature Vol. XXXV (March 1997), pp. 13-39
- Parisi , Franco y Daniel Pérez (2000). “Cambios en el Rating de Bonos y su Efecto en los Precios Accionarios: El Caso Chileno” Revista ABANTE, Vol.3, N° 2, pp. 249-273
- Romagnoll, Daniella y María Fernanda Torres (2001). “Impacto de los Anuncios de Toma de Control y Fusión por Parte del Grupo Luksic”. Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención Administración, Universidad de Chile.
- Valores Accionarios Diarios de Falabella S.A.C.I, Enero 1999 – Diciembre 2003. Bolsa de Comercio de Santiago.
- Valores Diarios del Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA), Enero 1999 –

Diciembre 2003. Bolsa de Comercio de Santiago.

Yáñez, Guillermo (2000) “El Valor del Mercado por el Control Corporativo en Chile: la Evidencia Empírica entre 1994 y 2000”. Estudios Departamento de Economía y Finanzas, Universidad Diego Portales.

## Referencias de la Descripción Cronológica de la Fusión

Alianza con Sodimac: En septiembre Falabella cierra operación. 2003. Diario Estrategia, Comercio, Santiago, Chile, 6 de junio.

Cómo será la nueva estructura de propiedad y directorio de Falabella. 2003. Diario Financiero, Santiago, Chile, 30 de junio, Pág. 8.

Con inversión inicial de US\$ 200 millones comienza fusión Falabella-Sodimac. 2003. Diario Estrategia, Ámbito Empresarial, Santiago, Chile, 25 de julio, Pág. 12.

Diferencias atrasan cierre de acuerdo entre empresas Falabella y Sodimac. 2003. Diario Estrategia, Comercio, Santiago, Chile, 16 de junio.

El nuevo grupo Solari-Del Río sale a conquistar Latinoamérica. 2003. Diario Financiero, Santiago, Chile, 25 de julio, Págs. 8 y 9.

Falabella y Sodimac negocian para crear un nuevo gigante del retail. 2003. Diario Financiero, Santiago, Chile, 6 de junio, Págs. 6 y 7.

Falabella absorberá a Sodimac valorizando en US\$ 500 mill. activos del grupo Del Río. 2003. Diario Estrategia, Ámbito Empresarial, Santiago, Chile, 6 de junio, Pág. 11.

Falabella saca ventaja en el mercado nacional y forzará un reordenamiento. 2003. Diario Financiero, Santiago, Chile, 9 de junio, Pág. 3.

Falabella y Sodimac anuncian vasto plan para Latinoamérica. 2003. El Mercurio, Economía y Negocios, Santiago, Chile, 25 de julio, B-28.

Falabella y Sodimac sellan fusión y estudian ingresar a supermercados. 2003. La Tercera, Negocios, Santiago, Chile, 25 de julio, Pág. 28.

Fiscalía da luz verde a la fusión Sodimac-Falabella. 2003. Diario Financiero, Santiago, Chile, 25 de julio, Págs. 10 y 11.

Fusión Sodimac-Falabella: “Queremos competir con los gigantes del mundo”. 2003. Las Últimas Noticias, Economía, Santiago, Chile, 25 de julio, Pág. 14.

Los pasos del gigante. 2003. El Mercurio, Economía y Negocios, Santiago, Chile, 27 de julio, B-4.

Mañana, “humo blanco” en fusión Falabella-Sodimac. 2003. La Segunda, Santiago, Chile, 23 de junio.

Quién es quién en la fusión Falabella-Sodimac. 2003. Diario Financiero, Santiago, Chile, 23 de junio, Pág. 3.

SVS revisa inusuales compras de acciones de Falabella previo a fusión con Sodimac.  
La Tercera, Negocios, Santiago, Chile, 27 de junio, Pág. 29.

## Sitios en Internet

[www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)

[www.cb.cl](http://www.cb.cl)

[www.cietec.cl](http://www.cietec.cl)

[www.eldiario.cl](http://www.eldiario.cl)

[www.emol.com](http://www.emol.com)

[www.estrategia.cl](http://www.estrategia.cl)

[www.falabella.com](http://www.falabella.com)

[www.sodimac.cl](http://www.sodimac.cl)



# ANEXOS

**1.- EXCESO DE RETORNOS DIARIOS DESDE EL 15 DE MAYO AL 10 DE SEPTIEMBRE DE 2003**

**2.- EVOLUCION DE FALABELLA CON RESPECTO AL IPSA (ENE. 2002 – DIC. 2003)**

**3.- EVOLUCION DE FALABELLA CON RESPECTO AL IGPA (ENE. 2002 – DIC. 2003)**

#### 4.- EVOLUCION DEL PRECIO DE FALABELLA (ENE. 2001 – DIC. 2003)

