

UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

SEMINARIO PARA OPTAR AL TÍTULO DE INGENIERO COMERCIAL Mención: Administración

ALUMNO:

CARLOS E. UBEDA MENESES

PROFESOR GUÍA: SR. JORGE GREGOIRE

SANTIAGO – CHILE . SEMESTRE OTOÑO 2004

Resumen .	1
I. Introducción . .	3
II. Marco teórico .	5
Fusiones .	5
1. Tipos de fusión .	6
Fusiones Horizontales .	6
Fusiones Verticales . .	6
Fusiones de Diversificación . .	6
Fusiones Concéntricas o Convergentes . .	6
2. Razones teóricas por las que ocurren las fusiones .	7
Motivos estratégicos por los que ocurren las fusiones .	7
Motivos organizacionales por los que ocurren las fusiones . .	8
Motivos financieros por los que ocurren las fusiones . .	9
3. Problemas teóricos de la realización de fusiones y tomas de control .	10
Realización de Fusiones Defensivas . .	10
Colusión entre Productores Rivales .	11
El juego de la Pirámide o Juego de la Carta en Cadena .	11
4. Retornos de los Accionistas de la Firma Tomadora de Control y de la Firma Adquirida .	13
Michael C. Jensen y Richard S. Ruback (1983) .	13
Dodd y Ruback (1977) .	14
Kummer y Hoffmeister (1978) . .	14
Bradley (1980) .	14
Jarrell y Bradley (1980) .	14
Bradley, Desai y Kim (1982) .	15
Bradley, Desai y Kim (1983) .	15
Ruback (1983) .	15

Yáñez (2000) . .	15
5. Retornos ante Anuncios de Fusión . .	15
Dodd (1980) . .	16
Asquith (1983) . .	16
Weir (1983) . .	16
Asquith, Bruner y Mullins (1983) . .	16
Malatesta (1983) . .	16
III. Metodología .	19
1. Estimación de retornos anormales . .	19
2. Test estadístico . .	21
3. Ventana de eventos . .	21
Ventana de evento de la Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador . .	22
Ventana de evento de la Fusión de AFP Provida y AFP Unión . .	23
Ventana de evento de la Fusión de AFP Provida y AFP Protección . .	23
Para AFP Provida se tendrá: . .	23
Para AFP Protección se tendrá: . .	24
IV. Fusiones de AFP Provida . .	27
1. Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador . .	27
2. Fusión de AFP Provida y AFP Unión . .	28
3. Fusión de AFP Provida y AFP Protección . .	29
V. Resultados .	31
1. Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador . .	31
2. Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP Unión . .	36
3. Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP Protección . .	39
VI. Conclusiones . .	45
1. Conclusión para la fusión de AFP Provida con AFP El Libertador . .	45
2. Conclusión para la fusión de AFP Provida con AFP Unión . .	46
3. Conclusión para la fusión de AFP Provida con AFP Protección . .	46
Conclusión para AFP Provida . .	46

Conclusión para AFP Protección . .	47
4. Conclusión Final . .	47
VII. Bibliografía .	49
VIII. Anexos . .	51
ANEXOS N°1 . .	51
ANEXOS N° 2 . .	56
ANEXO N° 3 . .	64
Takeover . .	65
Absorciones o adquisiciones . .	65
Cruces accionarios . .	66
Toma de Control . .	66

Resumen

En el presente trabajo se estudia la existencia de retornos anormales en las acciones de AFP Provida, ante anuncios de fusión o adquisición con otras AFP. Otras fusiones o adquisiciones en la industria de las AFP no se estudiaron por presentar problemas en la disponibilidad de datos.

Para verificar la existencia de retornos anormales se ocupa la metodología de estudio de eventos propuesta por Brown y Warner (1984). Se toman ventanas de evento de 13 días antes y 13 días después de la fecha "0" para las fusiones o adquisiciones que realizó AFP Provida, en 1995 con AFP El Libertador, en 1998 con AFP Unión y ese mismo año con AFP Protección.

Dentro de las fechas consideradas como relevantes para ser evaluadas, los resultados indican retornos anormales, estadísticamente significativos al 5%, para las acciones de AFP Provida para algunos días puntuales. Estos días aumentan, incluyendo días "0", si la significancia estadística es de 10%.

Para AFP Protección, la empresa adquirida, no se encuentran retornos anormales estadísticamente significativos.

I. Introducción

El objetivo del presente trabajo es probar la hipótesis de existencia de retornos anormales en acciones transadas en bolsa, ante anuncios de fusión o adquisición de la empresa.

El interés del seminario era estudiar el sector de las AFP en su totalidad, pero dada la falta de datos que ofrecían las empresas del sector de AFP, el presente estudio se limita sólo a AFP Provida porque registra tres procesos de fusión o adquisición en el mercado chileno, se tranzó durante estos periodos en proporciones importantes y en su tercera fusión, la que realizó con AFP Protección, ambas AFP transaban en bolsa y tenían disponibilidad de datos para realizar el estudio, a diferencia de otras fusiones realizadas en Chile en el sector de AFP.

Para realizar el siguiente trabajo, se verificará la existencia de retornos extraordinarios en las acciones de las AFP involucradas, esto mediante la metodología de estudio de eventos, ampliamente utilizada en estudios nacionales e internacionales. Para ello se medirán los retornos anormales utilizando el modelo de mercado.

El presente trabajo se estructurará de la siguiente manera:

Luego de la Introducción, pasaremos a la sección II referente al marco teórico, donde se definirá que es una fusión y cuales son sus distintas clasificaciones, razones teóricas de por qué ocurren, problemas que ocurren con las fusiones. Además se describirán algunos estudios y los resultados que ellos encontraron.

En la sección III se describirá la metodología utilizada, la estimación de retornos anormales, el test estadístico que se ocupa para validar los resultados y la definición de

los periodos de evaluación para cada fusión.

En la sección IV se describirán los datos relevante ocurridos en las fusiones de AFP Provida, que serán ocupados en este estudio.

En la sección V se expondrán los resultados encontrados.

En la sección VI se presentarán las conclusiones del trabajo

En la sección VII se mostrará la bibliografía usada en este trabajo.

En la sección VIII se expondrán anexos del trabajo.

II. Marco teórico

Fusiones

Financieramente se define una fusión como cualquier transacción que constituya una unidad económica a partir de dos o más unidades anteriores. También como la creación de una sociedad a partir de dos o más sociedades existentes que traspasan su patrimonio en bloque a la de nueva creación, o absorción de dos o más sociedades por otra ya existente que adquiere el patrimonio de las extinguidas.

Económicamente se define a una fusión como el resultado de la unión de una o varias sociedades para formar una sociedad nueva, y con una personalidad jurídica distinta e independiente.

Contablemente una fusión es la operación en la cual se reúne una o más empresas separadas, en una sola entidad económica, donde recaen los derechos a administrar los activos netos, operaciones y deberes de ambas empresas.

Legalmente y de acuerdo con el artículo 99° de la Ley sobre Sociedades Anónimas, la fusión consiste en la reunión de dos o más sociedades en una sola que las sucede en todos sus derechos y obligaciones, y a la cual se incorpora la totalidad del patrimonio y accionistas de los entes fusionados. Hay fusión por creación, cuando el activo y pasivo de dos o más sociedades que se disuelven, se aporta a una nueva sociedad que se

constituye. Hay fusión por incorporación, cuando una o más sociedades que se disuelven, son absorbidas por una sociedad ya existente, la que adquiere todos sus activos y pasivos.

1. Tipos de fusión

Fusiones Horizontales

Son el producto de las fusiones de empresas que se encuentran en la misma línea de producción, sumando fuerzas que les permitan aumentar su poder de mercado y aprovechar economías de escala.

Fusiones Verticales

La nueva empresa fusionada actuará complementando las actividades de sus propulsoras, en una integración de la cadena productiva. Dicha integración puede ser hacia atrás, como cuando dos o más compañías conviene asociarse con una firma que será la proveedora de insumos esenciales para el desarrollo de sus negocios, o hacia adelante cuando se busca garantizar distribuidores o detallistas estables para su producción.

Fusiones de Diversificación

Son fusiones según todas las variantes distintas y dispares en cuanto a mercado, producción y distribución. Su finalidad es la de diversificar riesgos y pérdidas globales que se darían con una coyuntura desfavorable.

Este tipo de fusiones se produce por el interés de una empresa en ofrecer líneas de productos que hasta el momento no comercializaba, dar salida a los capitales excedentes o la necesidad de combinar operaciones con ciclos de demanda y recesión diferentes. La asociación de esfuerzos, recursos y capacidades, y la posibilidad de compartir riesgos alientan la formación de estas fusiones.

Fusiones Concéntricas o Convergentes

Se caracterizan por ser fusiones de empresas, que aun no perteneciendo a un mismo sector, tienen en común un mismo canal de distribución, o un mercado de consumo convergente.

2. Razones teóricas por las que ocurren las fusiones

Motivos estratégicos por los que ocurren las fusiones

Acceso a nuevas tecnologías

El avance tecnológico es cada vez más rápido e importante, por lo cual para algunas empresas es más conveniente fusionarse o adquirir otra empresa que posea una nueva tecnología o un nuevo proceso productivo, que esperar que sus propios departamentos de investigación y desarrollo, inventen o imiten tecnologías iguales o similares a las ya existentes. Por lo que algunas empresas amplían sus habilidades internas adquiriendo tecnología a través de la adquisición o fusión con otras empresas. La compra de tecnología permite ahorrar tiempo y dinero ante la competencia al no tener que desarrollar e investigar nuevas tecnologías o procesos.

Acceso a insumos y materias primas

Muchas veces las empresas tienen accesos preferenciales a algunas materias primas o insumos, ya sea porque tienen una ubicación más cercana, porque son dueños de algún yacimiento único en la zona o por ser la empresa que extrae o fabrica esa materia prima o insumo. Muchas fusiones se producen por interés de las empresas por asegurar o abaratar el suministro de materias primas o insumos, que son claves en el desarrollo de su producto o servicio. Esto da paso a las llamadas fusiones verticales.

Aumento de cuota de mercado

En industrias maduras, las cuales se caracterizan por tener una alta competencia entre las empresas que se encuentran operando en ella y donde el crecimiento de los clientes es muy reducido, la única manera de aumentar la cuota de mercado es quitándole clientes a la competencia, lo que demanda un alto esfuerzo de recursos. Por lo que en esta situación es común que empresas se fusionen o tomen el control corporativo de su competencia, ya que es la manera más rápida y a veces no tan costosa de aumentar la cuota de mercado en una proporción importante.

Obtención de licencias o patentes

Existen empresas que poseen licencias o patentes que le dan la exclusividad sobre una marca o producto. Por lo cual empresas de mayor tamaño, que desean poder acceder a estas licencias o patentes y no desean pagar cifras elevadas o esperar que pase el tiempo en que caduque la exclusividad de uso, se fusionan o toman el control de empresas que son dueñas de estas patentes o licencias. Con esta estrategia obtienen la licencia o patente de una manera rápida y no tan costosa, en comparación con lo que

costaría esperar o pagar los derechos de uso.

Ubicación geográfica

Una forma en que las empresas compiten es en la ubicación estratégica, ya sea por la cercanía a insumos o al cliente. También se da el caso en que una compañía desea internacionalizarse o entrar a un país donde no tiene participación. Muchas veces las grandes compañías en vez de instalar una serie de nuevos locales, optan por fusionarse o tomar el control de una empresa ya instalada. Con esta estrategia acaparan inmediatamente una cuota importante de mercado, ocupan lugares estratégicos y comercialmente muy atractivos para su negocio, disminuyen su posible competencia y se evitan altos costos de entrada para poder competir.

Motivos organizacionales por los que ocurren las fusiones

Economías de escala

Una de las posibles razones teóricas por las que pueden ocurrir las fusiones es para aprovechar economías de escala. Esto quiere decir que a una mayor cantidad de servicios o productos ofrecidos se disminuyen los costos medios, esto puede ser por reparto de costos fijos, descuentos por volumen de materias primas etc., por lo cual sería más eficiente poder aumentar la cantidad producida. También se puede tener economías de escala en gastos de publicidad, ya que por ejemplo un mismo spot publicitario beneficiaría a la empresa fusionada, lo que es más económico que realizar dos spot publicitarios. Otro importante ahorro es en los canales de distribución, donde con un mismo canal se puede abarcar una mayor gama de productos o servicios.

Economías de ámbito

Se plantea que una empresa podría, con la misma gama de factores productivos, producir dos o más productos o servicios en forma simultánea, de manera más eficiente que si los mismos productos fuesen ofrecidos por dos o más empresas distintas. Por esta razón algunas empresas podrían asociarse y aumentar la gama de servicios ofrecidos.

Incrementos en la eficiencia

Una empresa que presenta ineficiencias administrativas es una buena empresa para ser controlada o con la cual fusionarse, debido a que por no estar administrada correctamente, su valor será inferior al valor que tendría esta empresa bien administrada. Por lo tanto esta empresa sería comprada a un precio inferior, luego de la toma de control o de la fusión se corregiría su administración y esto haría aumentar el precio a su nivel real.

Poder de mercado

Al tomar el control corporativo o fusionarse con otra empresa, las empresas adquirientes

ganan mayor poder de mercado, aprovechan economías de escala en marketing y costos, aumenta su poder de negociación con proveedores y clientes, etc. Santomero y Piloff (1998) argumentan que en Norteamérica la industria bancaria ha experimentado, en la última década, un impredecible nivel de consolidación explicado por la creencia de que las ganancias pueden incrementarse y acumularse gracias al aumento del poder de mercado, la reducción de gastos, reducción de la volatilidad de las utilidades y por el aprovechamiento de las economías de escala y de ámbito. Stillman (1983) examina los retornos anormales para firmas rivales en 11 fusiones horizontales. De todas las fusiones acusadas bajo la sección 7 del acta de Clayton, estas 11 son las quejas de la fusión en industrias no reguladas en que identificaron a rivales que tenían disponibilidad de datos.

Stillman no encuentra ningún retorno anormal estadísticamente significativo para las firmas rivales en nueve de las fusiones examinadas. De las dos fusiones restantes, una exhibe resultados ambiguos y la otra muestra retornos anormales positivos constantes para los rivales. La evidencia de Stillman por lo tanto, es contraria con la hipótesis en que se argumenta que los aumentos de fusiones son debido a la adquisición de poder de mercado.

Motivos financieros por los que ocurren las fusiones

Hipótesis de información

En general una empresa blanco de una toma de control muestra retornos anormales positivos en el precio de la acción aun cuando esta toma de control no sea exitosa (Dodd y Ruback (1977), Kummer y Hoffmeiter (1978), Bradley (1980) Bradley, Desai y Kim (1983)). Para este hecho existen dos hipótesis. La primera supone que la empresa oferente entrega información al mercado y que desea adquirir esa empresa porque sus acciones están subvaluadas, por lo tanto obliga a que el mercado las revalúe. Ekbo Maulis y Oyvind (2000), encontraron que los participantes del mercado de capitales reaccionan ante la emisión de anuncios referentes a los títulos de una firma, evaluando de nuevo el precio de los títulos. Esta nueva evaluación depende de la percepción que tenga el mercado, por la firma y de la naturaleza de la asimetría de información existente entre los inversionistas y la firma, con respecto al verdadero valor de los títulos.

Otra argumentación se refiere a que en tomas de control no exitosas se espera que se realice otra oferta por las acciones, por lo cual deberían subir de precio, Bradley, Desai y Kim (1983) llamaron a esto “estar sentado sobre una mina de oro”, ellos encontraron que si en cinco años la empresa blanco de toma de control no recibía nuevas ofertas perdía la ganancia obtenida, Jensen y Ruback (1983) encontraron que si la firma blanco no recibe nuevas ofertas, dentro de dos años, pierde las ganancias obtenidas. Ambos estudios encontraron que si la firma blanco recibe nuevas ofertas, sus ganancias anormales se incrementaban aun más.

Flujos de caja libre

Empresas que presenten flujos de caja libre, es decir, empresas que quedan con flujos

luego de realizar todos sus proyectos con VAN positivo, tendrán problemas para ocupar estos recursos ya que no tienen más proyectos rentables y si no los ocupan perderán dinero. Por lo tanto una solución es fusionarse o tomar el control corporativo de otra empresa, que tenga proyectos con VAN positivo por desarrollar y que no cuente con los flujos de caja necesarios para realizarlos. Myers y Majluf (1984) señalan que las fusiones pueden crear valor, si los flujos de caja libre de una de las empresas pueden cubrir las inversiones de la otra.

Mejor acceso a fuentes externas de financiamiento

Una empresa fusionada tiene mayor tamaño y mayor probabilidad de pagar sus deudas, ya que al fusionarse reduce su probabilidad de bancarota, ya que los ingresos de una pueden cubrir las deudas de la otra, por lo tanto su deuda se hace menos riesgosa. Por esto, una firma fusionada, puede conseguir créditos más baratos que las dos firmas por separado.

Beneficios Impositivos

También existen motivaciones para las fusiones, que derivan de la legislación vigente en cada país, en particular las normas fiscales de impuestos.

Una compañía que tenga pérdidas que puedan trasladarse fiscalmente hacia el futuro, podría desear adquirir una o más empresas rentables para utilizar ese beneficio. De lo contrario la posibilidad de trasladar las pérdidas hacia el futuro expira al término de un período perentorio, por carecer de suficientes beneficios que permitan utilizarlas. Podría también ocurrir a la inversa, es decir, una empresa rentable adquiere a otra con pérdidas con la idea de reducir sus beneficios y por ende su pago de impuestos.

Otra razón para adquirir una empresa, puede ser beneficiarse de ciertas concesiones fiscales que posea la empresa objetivo, tales como exoneración por inversiones, declaratoria de interés nacional, entre otros beneficios.

3. Problemas teóricos de la realización de fusiones y tomas de control

Realización de Fusiones Defensivas

Existe el argumento que dice que “la realización de las fusiones elimina a los gerentes menos competentes y sólo permanecen en sus cargos los más capaces”, pero en muchas ocasiones, las fusiones son realizadas por gerentes incompetentes en un intento de permanecer en el poder. A este tipo de fusiones se les conoce como fusiones defensivas. Esta crítica estaría planteada por Gorton, Kahl y Rosen (1999). Los autores argumentan que los gerentes pueden preferir que sus firmas sigan siendo independientes

y no sean adquiridas. Asumen que los encargados pueden reducir su probabilidad de ser adquiridos comprando otra firma y por lo tanto aumentando el tamaño de su firma, para aumentar el costo de la misma y dificultar una toma de control o fusión. Los gerentes pueden asegurar su permanencia en la empresa realizando adquisiciones defensivas improductivas.

Colusión entre Productores Rivales

Se plantea la hipótesis de que los retornos anormales mostrados por los accionistas controladores y los accionistas de la firma blanco de la fusión, se producen porque las fusiones horizontales aumentan la probabilidad de colusión entre firmas rivales. Esta hipótesis fue testeada por Eckbo (1983). Bajo la hipótesis de colusión, Eckbo plantea que los rivales de las firmas fusionadas se benefician con las fusiones exitosas porque la colusión limita la producción y la baja de los precios, se testeó para fusiones de la industria minera y de manufactura.

Eckbo (1983), utiliza la reacción del precio común de las acciones de los rivales, ante el aviso de acusación anticompetitiva y también el aviso de la fusión, para probar la hipótesis de poder de mercado. La muestra final de Eckbo consiste en 126 acusaciones de fusiones horizontales. Él identifica un promedio de 15 rivales para cada fusión. Él también identifica a rivales para 65 fusiones horizontales no objetadas y 58 fusiones verticales. Los resultados de Eckbo, indican que las firmas rivales tienen retornos anormales positivos, alrededor de la época del primer aviso público de la fusión. Los rivales de fusiones no objetadas, obtuvieron retornos anormales de 1.1% ($t = 1.20$), y los rivales de fusiones acusadas obtuvieron retornos anormales de 2.45% ($t = 3.02$) en el período de 20 días antes y 10 días que seguían al primer aviso público. Estos resultados son consistentes con la hipótesis de poder de mercado. Eckbo utiliza las reacciones del precio común de rivales, ante el aviso de acusaciones anticompetitivas para rechazar la hipótesis de poder de mercado. La hipótesis de poder de mercado, predice retornos anormales negativos para las firmas rivales cuando se archiva la queja, porque la queja reduce la probabilidad de la terminación de la fusión (que él asume, habrían generado poder de mercado), y el aumento en precios finales es entonces menos probable. En el período de 20 días antes y 10 días después de la acusación anticompetitiva, los rivales de 55 fusiones acusadas, obtuvieron retornos anormales no estadísticamente significativos de 1.78% ($t = 1.29$). Esto es contrario con la hipótesis de poder de mercado, que implicaría que los retornos de los rivales deberían ser perceptiblemente negativos ante el aviso de la acusación. Además, Eckbo encuentra que los rivales con una reacción positiva de mercado, al aviso inicial de la fusión, no tienen retornos anormales negativos a la hora de queja. Así, la evidencia de Eckbo es contraria con la hipótesis de poder de mercado.

El juego de la Pirámide o Juego de la Carta en Cadena

Supongamos que tenemos dos empresas A y B.

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

	Empresa A	Empresa B	Empresa C Fusion de A+B
1 Beneficio por acción	2	2	2,67
2 Precio de la acción	40	20	40
3 Relación Precio/Beneficio	20	10	15
4 Número de acciones	100000	100000	150000
5 Beneficio Total	200000	200000	400000
6 Valor total de mercado	4000000	2000000	6000000
7 Beneficio corriente por dólar invertido en acción	0,05	0,1	0,067

La empresa B posee pocas perspectivas de crecimiento, sus acciones se venden a un ratio precio/beneficio más bajo que el de A. Suponiendo que la fusión no produzca ni ganancias ni pérdidas y todo lo demás permanece constante, las empresas deberían tener el mismo valor juntas que separadas. Es decir $A + B = C$.

Como las acciones de A valen el doble que las de B, entonces A puede comprar 100.000 acciones de B por 50.000 de sus propias acciones. Así la empresa C tendría 150.000 acciones.

Los beneficios totales se duplican por causa de la fusión, pero el número de acciones se incrementa sólo en un 50%. El beneficio por acción aumenta de \$2 a \$2,67. A esto se le suele conocer como efecto de la pirámide porque el aumento del beneficio por acción no es por una ganancia real creada. Si los accionistas de A ven un aumento en los beneficios inmediatos, pero también un crecimiento más lento, y los accionistas de B observan un crecimiento más rápido, pero beneficios inmediatos más bajos. Ninguna de las partes gana o pierde siempre que todos entiendan lo que ocurre. Supongamos que inversores confunden el aumento del 33% del precio de la acción con crecimiento real. Si lo hacen el precio de las acciones de C subiría más de lo real, por lo tanto, se tendrían acciones sobrevaloradas por el mercado.

El juego de la pirámide o la carta en cadena se desarrolla de la siguiente manera. Supongamos que usted dirige una compañía con un alto ratio precio/beneficio, este alto ratio es interpretado por los inversionistas como una señal de rápido crecimiento en el beneficio futuro. Pero usted podría alcanzar este crecimiento no por inversión de capital, una mejora del producto o un aumento en la eficiencia en la explotación, sino mediante la compra de empresas de crecimiento lento con un ratio precio/beneficio bajo. El resultado a largo plazo será un crecimiento más lento y un ratio precio/beneficio deprimido, pero a corto plazo el beneficio por acción puede aumentar espectacularmente. Si usted logra engañar a los inversores puede conseguir el beneficio por acción más alto sin disminuir el ratio precio/beneficio. Pero para seguir engañando a los inversores, debe seguir expandiéndose con la fusión al mismo ritmo compuesto. Finalmente llegará un punto en que la situación se hará insostenible y no se podrá mantener el ritmo de crecimiento, el juego quedará descubierto y el castillo de naipes se vendrá abajo al igual que las ganancias. El siguiente gráfico muestra la situación.

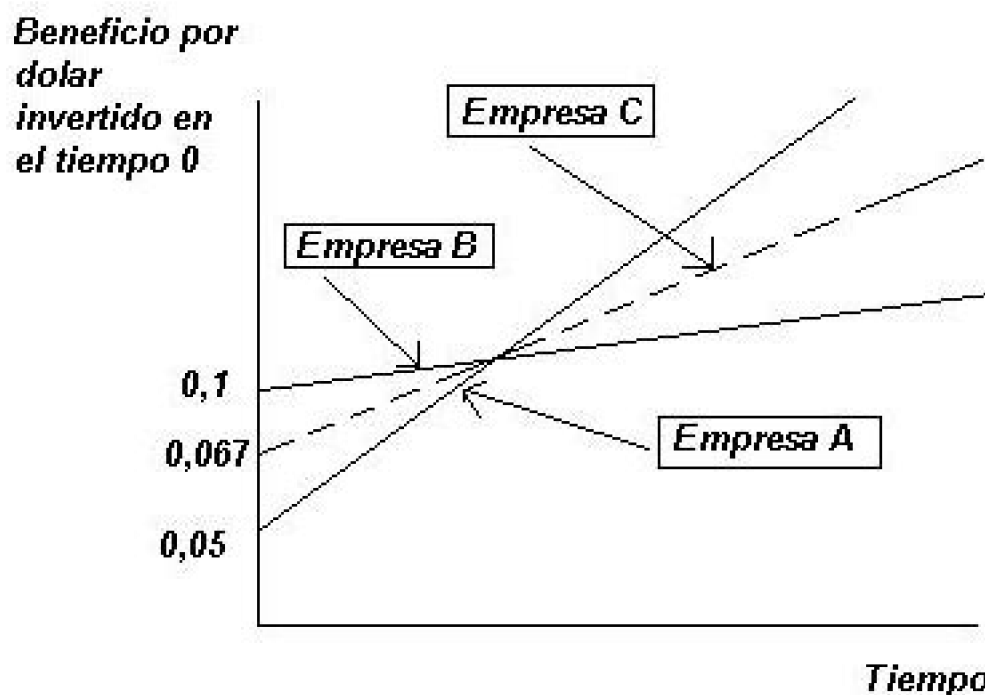


Gráfico n° 1

4. Retornos de los Accionistas de la Firma Tomadora de Control y de la Firma Adquirida

Para la oferta pública que realiza una empresa para adquirir a otra, se han realizado numerosos estudios para saber que es lo que ocurre con la riqueza de los accionistas de la firma tomadora de control y los accionistas de la firma blanco de la toma de control, para saber quien o quienes realmente obtienen ganancias con la fusión, en este trabajo se analizaron diversos estudios donde se han encontrado las siguientes variaciones en los precios de las acciones:

Michael C. Jensen y Richard S. Ruback (1983)

En su paper Jensen y Ruback (1983), realizan un repaso de la literatura científica sobre el mercado para el control corporativo. Ellos encuentran que las tomas de control corporativas generan aumentos positivos, que los accionistas de las firmas que son blanco de la toma de control se benefician, que los accionistas que hacen una oferta por la firma no pierden y que los aumentos creados por tomas de control corporativas no parecen venir de la creación de poder de mercado. Ellos encuentran que en tomas de control exitosas, los accionistas de las firmas blanco de toma de control, reciben retornos

anormales de 30% cuando se realiza una oferta pública por las acciones, y de 20% cuando se realiza una fusión. Pero si no existen más contraofertas en dos años estas ganancias se diluyen. Y los accionistas oferentes ganan retornos anormales de 4% cuando se realiza una oferta pública por las acciones y de 0% cuando se realiza una fusión. Y para tomas de control no exitosas los accionistas de las firmas blanco de toma de control, tienen pérdidas anormales de -3% cuando se realiza una oferta pública por las acciones y de -3% cuando se realiza una fusión. Los accionistas oferentes tienen pérdidas anormales de -1% cuando se realiza una oferta pública por las acciones y de -5% cuando se realiza una fusión, para el caso de tomas de control fracasadas.

Dodd y Ruback (1977)

Dodd y Ruback (1977) estudiaron los efectos del anuncio de una toma de control, en el precio de la acción, para un periodo de muestra entre 1958 – 1978 estudiaron el mes de anuncio de la oferta, encontrando que para tomas de control exitosas los accionistas de la firma controladora tienen un retorno anormal de 2,83% y los accionistas de la firma blanco de la toma de control obtienen retornos anormales de 20,58%. Para el caso de tomas de control no exitosas los accionistas de la firma controladora tienen retornos anormales de 0,58% y los accionistas de la firma blanco retornos anormales de 18,96%.

Kummer y Hoffmeiter (1978)

Kummer y Hoffmeiter (1978) en un periodo de muestra de 1957 a 1974, durante el mes de anuncio de la oferta pública de toma de control, encontraron para la firma controladora retornos positivos de 5,2 y retornos anormales de 16,85 para la firma blanco, esto para el caso de tomas de control exitosas. Al examinar las tomas de control no exitosas, encontraron para la firma blanco retornos positivos de 21,09.

Bradley (1980)

Bradley (1980) estudió entre 1962 y 1977 los precios de las acciones veinte días antes y veinte días después, del anuncio de la oferta pública de toma de control, encontrando, en el caso de tomas de control exitosas, para los accionistas de las firmas controladoras retornos anormales de 4,36 y para los accionistas de las firmas blanco retornos anormales de 32,18. En el caso de tomas de control no exitosas encontró para los controladores retornos anormales negativos de -2,96 y retornos anormales positivos de 47,26 para los accionistas de las firmas blanco.

Jarrell y Bradley (1980)

Jarrell y Bradley (1980) estudiaron entre los años 1962 y 1977 lo que ocurrió con el precio de las acciones ante anuncios de oferta públicas de tomas de control, en un periodo de tiempo de cuarenta días antes y veinte días después del anuncio. Encontrando para

tomas de control exitosas retornos anormales para las firmas controladoras de 6,66 y en el caso de tomas de control no exitosas encontraron retornos anormales para las firmas controladoras de 34,06.

Bradley, Desai y Kim (1982)

Bradley, Desai y Kim (1982) estudiaron el precio de la acción diez días antes y diez días después del anuncio público de tomas de control, entre los años 1962 1980 y encontraron para las firmas controladoras retornos anormales de 2,35 en el caso de tomas de control exitosas y en el caso de tomas de control no exitosas, retornos anormales para las firmas controladoras de 31,8.

Bradley, Desai y Kim (1983)

Bradley, Desai y Kim (1983) estudiaron el precio de la acción diez días antes y diez días después del anuncio público de tomas de control, entre los años 1963 1980 y encontraron que en tomas de control no exitosas las firmas tomadoras de control obtuvieron retornos anormales negativos de $-0,27\%$ y que las firmas blanco obtuvieron retornos anormales positivos de $35,55\%$.

Ruback (1983)

Ruback (1983) estudió entre 1962 y 1980 una muestra de cinco días antes del anuncio de la oferta pública de tomas de control, encontrando para tomas de control no exitosas que las firmas controladoras obtenían retornos anormales negativos de $-0,38\%$.

Yáñez (2000)

Yáñez (2000) realiza un estudio de toma de control corporativo para Chile, entre los años 1994-2000, con una muestra de 12 empresas que transan en la Bolsa de Santiago de Chile y fueron objeto de una toma de control. Encontró resultados significativos para una ventana de evento de 61 días en torno al día del anuncio, donde el premio alcanzado por el modelo de mercado fue de $12,7\%$ y por el modelo ajustado al mercado (con un $\beta = 1$) alcanzó un premio de $14,2\%$.

5. Retornos ante Anuncios de Fusión

Para anuncios de fusión, es decir en la fecha que se hace pública la intención de realizar una fusión, existen muchos paper que estudian que ocurre con la riqueza de los accionistas tanto de la firma controladora como de la firma blanco de la fusión. De algunos de estos estudios se han encontrado los siguientes resultados:

Dodd (1980)

Dodd (1980) para un periodo de siete años (1970-1977), estima una ventana de evento de diez días antes del anuncio de la fusión y diez días después del anuncio de la fusión. Encontró retornos anormales, en el caso de fusiones exitosas de 33,96%, para las acciones de la firma blanco de la toma de control y pérdidas de -7,22% para la firma adquiriente. Y para el caso de fusiones no exitosas encuentra retornos anormales de 3,68% para las acciones de la firma blanco de la toma de control y pérdidas de -5,5% para la firma adquiriente.

Asquith (1983)

Asquith (1983) en un periodo de muestra de 1962 –1976 analiza para un día antes de anuncio y el día después del anuncio de fusión, encontrando que para fusiones exitosas los accionistas de la firma controladora tienen un retorno anormal de 0,1% y los accionistas de la firma blanco de la toma de control obtienen retornos anormales de 15,5%. Para el caso de fusiones no exitosas los accionistas de la firma controladora tienen pérdidas anormales de 5,9% y los accionistas de la firma blanco pérdidas anormales de 7,5%.

Weir (1983)

Weir (1983) para un periodo de muestra de 1962- 1979 analiza diez días antes del anuncio de la fusión y diez días después de la fecha de cancelación en el caso de fusiones no exitosas, encontrando retornos anormales positivos de 3,99% para las firmas oferentes y pérdidas anormales de 9,02 para las firmas blanco de la fusión.

Asquith, Bruner y Mullins (1983)

Asquith, Bruner y Mullins (1983) estudiaron entre los años 1963 – 1978, que ocurrió con el precio de las acciones durante veinte días después del anuncio publico de la fusión, encontrando que para fusiones exitosas retornos anormales para las firmas controladoras de 3,48% y de 20,5 para las firmas blanco. Y para el caso de fusiones no exitosas encontraron retornos anormales de 0,7% para las firmas controladoras y de 10% para las firmas blanco.

Malatesta (1983)

Malatesta (1983) estudia entre los años 1969 – 1974, que ocurre con el precio de las acciones en el mes de anuncio de la fusión. Encontrando para fusiones exitosas retornos anormales para las firmas controladoras de 0,9% y para las firmas blanco retornos anormales de 16,8%.

III. Metodología

1. Estimación de retornos anormales

En este estudio se utilizará el análisis de estudio de eventos, siguiendo el procedimiento propuesto por Brown y Warner (1984).

La realización del estudio de eventos permitirá identificar la existencia de retornos anormales, para las empresas involucradas.

La muestra usada en este estudio, está tomada de los datos entregados por la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y corresponde 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 utilizaron los precios de cierre diario del Índice General de Precio de Acciones IGPA, para el mismo periodo que las acciones. Para ser utilizado como el índice de mercado.

Se prefiere usar el IGPA como índice y no el IPSA (Índice de Precio Selectivo de Acciones), debido a que el IGPA agrupa a casi la totalidad de las acciones con cotización bursátil, y refleja mejor la información de la totalidad del mercado en comparación con el IPSA, que es un índice selectivo.

El análisis se realiza bajo el supuesto de que el mercado chileno es eficiente, bajo el

enfoque de Fama (1970).

Para estimar el retorno teórico de la muestra, se usará el modelo de mercado, el cual es de origen estadístico y no económico, como CAPM o APT. Con el modelo de mercado, no es necesario hacer supuestos tan rigurosos sobre el comportamiento del mercado de capitales. Formalmente el modelo de mercado quedará expresado como:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

En que:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ y } Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}$$

En que:

$$E(R_{it}) = \alpha'_i + \beta'_i R_{mt}$$

Donde quedará:

En que:

α'_i y β'_i : Son las estimaciones de los parámetros α_i y β_i para la empresa i .

R_{mt} : es el retorno del IGPA para el día t .

$E(R_{it})$: Corresponde al retorno teórico de la empresa i en el periodo t .

Para la estimación de beta en el modelo de mercado, también se considerará un ajuste por posibles transacciones discontinuas según Dimson (1979). Esta técnica se usará porque para acciones menos líquidas que el mercado propiamente tal, el beta estimado estaría sistemáticamente subestimado, por no considerar el premio por liquidez.

El ajuste consiste en rezagar y adelantar, en un día, el retorno de mercado en el periodo t . Esto permitirá obtener estimaciones de $\beta_{i,t-1}$ y $\beta_{i,t+1}$ más consistentes e insesgadas.

En que:

$$E(R_{it}) = \alpha'_i + \beta''_i R_{mt}$$

$$\text{con } \beta''_i = \beta_{i,t-1} + \beta_{it} + \beta_{i,t+1}$$

Luego de obtener el retorno teórico entregado por el modelo de mercado, se estimará la existencia de retornos anormales producto del anuncio de la fusión o toma de control.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Esto se realizará con la siguiente ecuación:

Donde:

AR_{it} = Retorno anormal obtenido por la empresa i en el periodo t.

R_{it} = Retorno observado de la empresa i en el periodo t.

$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i * R_{mt}$ = Retorno teórico o esperanza de retorno de la empresa i en el periodo t.

2. Test estadístico

La significancia estadística del exceso de retorno en el periodo de evento es medida para cada muestra. Y se realizará a través de un test paramétrico, el test-t. El cual es usado en diversos paper como Brown y Warner (1984) o Campbell y Wasley (1992):

$$t = AR_{it} / \sigma_m$$

Donde:

AR_{it} = Retorno anormal obtenido por la empresa i en el periodo t.

σ_m = ES la desviación estándar obtenida en el periodo de pre-evento y es igual a:

$$\sigma_m = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^N (R_{mt} - \bar{R}_{mt})^2}{N-1}}$$

En que:

R_{mt} = Retorno anormal de la empresa en el periodo t.

$$\bar{R}_{mt}$$

= Retorno anormal promedio de la empresa en el periodo de estimación.

N = número de observaciones de la ventana de estimación.

3. Ventana de eventos

Para la verificación de posibles retornos anormales, ante un anuncio de fusión o toma de control bajo la metodología de estudio de eventos, será necesario definir las ventanas de evento. Para ello definiremos primero lo que se conoce como día cero o día del evento, que en el caso particular de este estudio será el día identificado como “el día de anuncio

público de fusión de AFP Provida con otra AFP”.

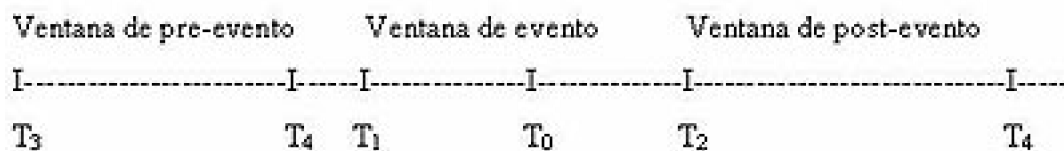
Luego de identificado el día del evento, se crearán dos ventanas, la “ventana de evento”, correspondiente al periodo de evento y la “ventana de pre-evento”, correspondiente al periodo de estimación.

La ventana de evento será creada con datos tomados en la vecindad del día del evento, es decir, x datos antes del día del evento hasta x datos después del día del evento. Con estos datos se verificará posteriormente la existencia de retornos anormales, comparándolos con los datos teóricamente obtenidos para esa fecha.

La ventana de pre-evento se creará tomando datos anteriores a los tomados en la ventana de evento, es decir se tomarán datos representativos en periodos que no incluyan al evento, en este caso una fusión, con estos datos se estimará el modelo de mercado que entregará los retornos teóricos normales que debería entregar la acción.

La ventana de post-evento se define a veces para chequear si se mantuvieron o no los retornos anormales, que se obtiene luego de ocurrido el evento.

En el siguiente gráfico se representa la explicación anterior.



Donde:

T_0 = El día del evento.

T_1 = “ X ” días antes del evento, este punto puede ser o no ser el día de fin de la ventana de pre-evento.

T_2 = “ X ” días después del evento, este día puede ser o no ser el día en que comienza la ventana de post-evento.

T_3 = Comienzo de la ventana de pre-evento.

T_4 = Día en que finaliza la ventana de post-evento.

Como AFP Provida a realizado tres fusiones en su historia, a continuación se definirán los días cero y las respectivas ventanas de pre-evento y de evento para cada caso.

Ventana de evento de la Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador

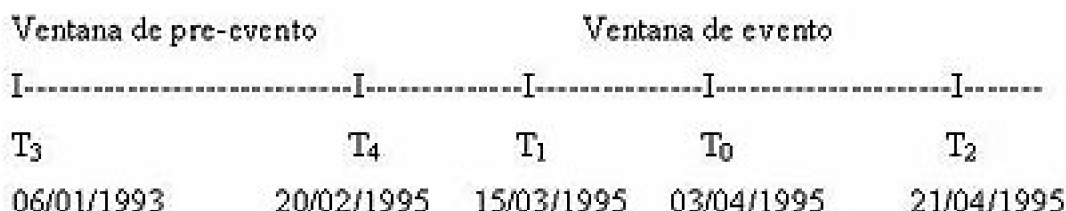
Día Cero o día del Evento: Para esta fusión en particular se considerará la fecha 3 de Abril de 1995, donde AFP Provida suscribió con Invercap un contrato de promesa de compraventa de acciones por el 100% de las acciones de AFP El Libertador. Por lo tanto el día 3 de Abril será considerado como el día en que se hizo público el primer anuncio de fusión de AFP Provida con AFP El Libertador, es decir el día cero.

Ventana de Evento: La ventana de evento corresponderá a trece días antes del

evento y trece días después del evento. La ventana de evento parte el día 15 de Marzo de 1995 y termina el día 21 de Abril de 1995. Teniendo en total 27 datos.

Ventana de Pre-Evento: se tomarán los datos a partir del 6 de Enero de 1993 hasta el 20 de Febrero de 1995. Teniendo en total 537 datos.

Es decir, las ventanas quedarán de la siguiente manera:



Ventana de evento de la Fusión de AFP Provida y AFP Unión

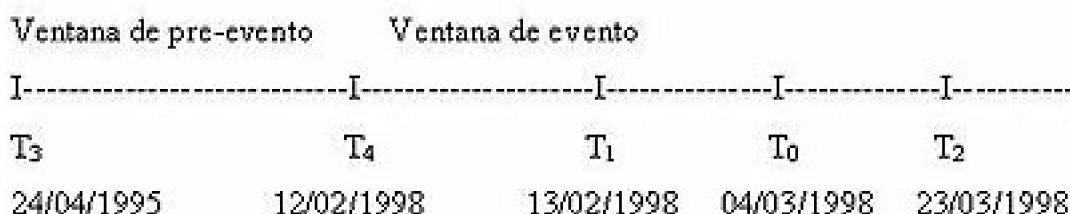
Día Cero o día del Evento: Para esta fusión se considerará el día 4 de Marzo de 1998. En esa fecha se ordenó por parte de AFP Provida la compra del 99,9% de las acciones de AFP Unión.

Por lo tanto el día 4 de Marzo de 1998 será considerado como el día en que se hizo público el primer anuncio de toma de control de AFP Unión, por parte de AFP Provida.

Ventana de Evento: La ventana de evento corresponderá a trece días antes del evento y trece días después del evento. La ventana de evento parte el día 13 de Febrero de 1998 y termina el día 23 de Marzo de 1998. Teniendo en total 27 datos.

Ventana de Pre-Evento: se tomarán los datos a partir del 24 de Abril de 1995 hasta el 12 de Febrero de 1998. Teniendo en total 698 datos.

Es decir, las ventanas quedarán de la siguiente manera:



Ventana de evento de la Fusión de AFP Provida y AFP Protección

En el caso de esta fusión, ambas empresas transan en bolsa, por lo que se podrá realizar el estudio de evento para ambas firmas, esto es tanto para AFP Provida como para AFP Protección.

Para AFP Provida se tendrá:

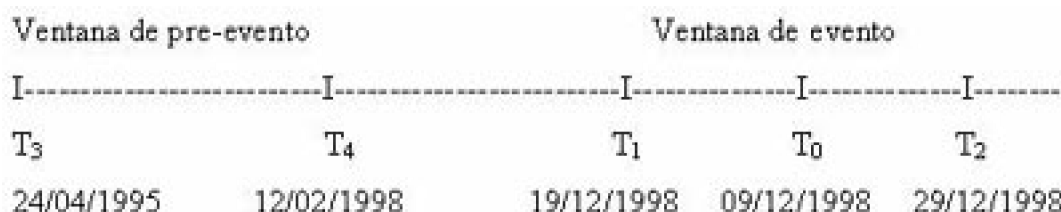
FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

Día Cero o día del Evento: Con fecha 9 de Diciembre de 1998 se realizó un peritaje con el objeto de realizar la fusión de AFP Protección con AFP Provida. Además el mismo informe señala la fecha en que se realizará la junta extraordinaria de accionistas para pronunciarse sobre la posible fusión de ambas AFP. Por lo tanto el día 9 de Diciembre de 1998 será considerado como el día en que se hizo público el primer anuncio de toma de control de AFP Protección, por parte de AFP Provida.

Ventana de Evento: La ventana de evento corresponderá a trece días antes del evento y trece días después del evento. La ventana de evento parte el día 19 de Diciembre de 1998 y termina el día 29 de Diciembre de 1998. Teniendo en total 27 datos.

Ventana de Pre-Evento: se tomarán los datos a partir del 24 de Abril de 1995 hasta el 12 de Febrero de 1998. Teniendo en total 698 datos. Se tomará la misma ventana de pre-evento que en la fusión anterior, debido a que las fechas de fusión son muy cercanas y si se tomara una fecha posterior a la fusión con AFP Unión no se tendrían suficientes datos, además estos datos arrastrarían los efectos de la fusión anterior y si ampliáramos la muestra tendríamos que incluir la fusión anterior, lo que ensuciaría demasiado la muestra y los resultados no podrían ser confiables. Por lo tanto, ya que las fechas son cercanas se tomará el mismo periodo de estimación que en la fusión con AFP Unión.

Es decir, las ventanas quedarán de la siguiente manera:



Para AFP Protección se tendrá:

Día Cero o día del Evento: Se tomará el mismo día que se tomó para AFP Provida. El día cero será el 9 de Diciembre de 1998.

Ventana de Evento: La ventana de evento corresponderá a trece días antes del evento y trece días después del evento. La ventana de evento parte el día 19 de Diciembre de 1998 y termina el día 29 de Diciembre de 1998. Teniendo en total 27 datos.

Ventana de Pre-Evento: se tomarán los datos a partir del 24 de Abril de 1995 hasta el 12 de Febrero de 1998. Teniendo en total 698 datos. Se tomará la misma ventana de pre-evento que en el caso de AFP Provida. Esto se hará intencionalmente para que la muestra de datos incluya los mismos efectos que sufrió la bolsa y las estimaciones sean más comparables.

Es decir, las ventanas quedarán de la siguiente manera:

Ventana de pre-evento

Ventana de evento

I-----I-----I-----I-----I-----
T₃ T₄ T₁ T₀ T₂
24/04/1995 12/02/1998 19/12/1998 09/12/1998 29/12/1998

IV. Fusiones de AFP Provida

La administradora de fondos de pensiones Provida S.A., objeto de estudio en este trabajo, a realizado hasta la fecha tres procesos de fusiones, que serán detallados a continuación.

1. Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador

La primera fusión que realizó la AFP Provida fue con AFP El libertador en el año 1995. El año 1995 fue particularmente intenso en lo que a fusiones se refiere dentro del sector de las AFP. El año 1995 se inicia con una industria de AFP que cuenta con 21 empresas dedicadas a la administración de fondos de pensión. Al finalizar el año sólo quedan 16 AFP operando en el mercado. Esto producto de la realización de 4 fusiones dentro de la industria de AFP(La AFP Valora se fusionó 2 veces ese año), la quiebra de una de las AFP y una fusión programada para 1996.

Con fecha 3 de Abril de 1995 AFP Provida suscribió con Invercap un contrato de promesa de compraventa de acciones por el 100% de las acciones de AFP El Libertador, por una suma de once millones de dólares. Con esta operación AFP Provida estaría incorporando 80.000 nuevos afiliados.

El día 28 de Abril de 1995 se realizó la junta ordinaria de accionistas y en ese día Provida informó de la suscripción del contrato de compra.

2. Fusión de AFP Provida y AFP Unión

La segunda fusión que registra AFP Provida ocurrió en el año 1998. En el año 1998 se produjo lo que se podría llamar una segunda ola de fusiones, dentro de la industria de AFP en Chile, luego de la primera ocurrida en 1995.

La industria de las AFP en Chile registró para 1998 un total de cinco fusiones de las cuales Provida participó en dos.

Con fecha 4 de marzo de 1998 se ordenó por parte de AFP Provida la compra del 99,9% de las acciones de AFP Unión.

Con fecha 7 de Marzo se celebró el contrato de compraventa del 99,9% de las acciones de AFP Unión por parte de AFP Provida.

Según un informe pericial con fecha 30 de Abril de 1998, la AFP Provida poseía un patrimonio contable de M\$ 51.642.489, la AFP Unión poseía un patrimonio de M\$ 3.252.908. Según el mismo informe, ambas empresas realizarían juntas extraordinarias de accionistas, donde se propondría la fusión por incorporación de AFP Unión en AFP Provida.

El día 28 de mayo de 1998, se realizó simultáneamente en AFP Unión y AFP Provida una junta extraordinaria de accionistas. Ambas juntas aprobaron la fusión por incorporación.

Existían 119 acciones de AFP Unión de las cuales eran titulares personas naturales y jurídicas distintas de AFP Provida. Dado que el patrimonio de AFP Unión se incorporó a AFP Provida, se aprobó en la junta extraordinaria de accionistas el aumento de capital social de AFP Provida, en proporción al aporte patrimonial de las 119 acciones de AFP Unión, con la emisión de otras 119 acciones ordinarias, nominativas sin valor nominal, liberadas de pago, con el objeto único de ser cambiadas por las acciones de AFP Unión. La asignación se efectuó considerando que el valor libro de la acción de AFP Provida es mayor que el valor libro de las acciones de AFP Unión y que los costos de reexpresar el capital accionario de AFP Provida para efectuar el canje de igual a igual son mayores que los beneficios que se obtendrían.

Para llevar a cabo la fusión, se realizó una transferencia a AFP Provida del 99% de las acciones de AFP Unión, por parte de los accionistas dueños de estas en ese momento. Esto luego de aprobar la fusión en las juntas extraordinarias de cada empresa y de que la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones autorizara la fusión de los fondos de pensiones de ambas empresas. Esta transferencia implicaría que AFP Provida se constituiría a la fecha de la Junta Extraordinaria de Accionistas en el accionista principal y controlador de AFP Unión y que los efectos de incremento patrimonial en AFP Provida, por la absorción de AFP Unión, se producirían directamente en AFP Provida.

La fusión de AFP Provida con AFP Unión, le permitió a AFP Provida alcanzar a

Diciembre de 1998, un 36,5% de participación de mercado en cuanto a número de afiliados, y alcanzar una participación en los fondos de inversiones de un 23,7%.

3. Fusión de AFP Provida y AFP Protección

La tercera fusión realizada AFP Provida a la fecha del presente trabajo, se llevó a cabo el año 1998, un año muy intenso en fusiones en la industria de AFP en Chile, como se mencionó anteriormente. Esta fusión es la segunda que se realiza en este año.

Con fecha 9 de Diciembre de 1998 se realizó un peritaje con el objeto de realizar la fusión de AFP Protección con AFP Provida. Además el mismo informe señala la fecha en que se realizará la junta extraordinaria de accionistas, para pronunciarse sobre la fusión.

Con fecha 29 de Diciembre de 1998 se realiza en forma simultánea, tanto para AFP Provida como para AFP Protección, una junta de accionistas para pronunciarse sobre la fusión de ambas AFP. La que se produciría mediante la incorporación de AFP Protección a AFP Provida. Con ello todos los activos y pasivos de AFP Protección se incorporarán a AFP Provida, la que pasará a ser sucesora legal de la sociedad para todos los efectos legales.

Para llevar a cabo la fusión, se acordó que los accionistas de AFP Protección venderían su 89,10% de participación a AFP Provida. Por lo tanto, el aumento de capital que efectuó AFP Provida, correspondió a la proporción de capital de AFP Protección, correspondiente a 11.228.199 acciones de las cuales son titulares personas naturales y jurídicas distintas de AFP Provida.

AFP Provida emitió 12.517.684 acciones ordinarias, nominativas, sin valor nominal, liberadas de pago, con el objeto único de que fuesen cambiadas por acciones de AFP Protección.

Con la fusión con AFP Protección, AFP Provida aumentó a 40,2% su participación en número de afiliados dentro de la industria de AFP en Chile. Y a un 32,7% su participación en fondos de pensiones.

Luego de acabado este año, AFP Provida se consolidó como la empresa más grande de AFP en el mercado Chileno. Como punto negativo de las fusiones que llevó a cabo AFP Provida, estaría el aumento de los gastos operacionales de la empresa en un 2,7% equivalente a MM \$ 1.375, lo que AFP Provida señala se explica por las dos fusiones que llevó a cabo en ese año 1998 y el aumento del pago de seguros de invalidez y sobrevivencia.

V. Resultados

1. Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP El Libertador

Resultados de la estimación del modelo de mercado para la fusión de AFP Provida y AFP El Libertador.

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

Periodo: 06/Enero/1993 20/Febrero/1995				
Numero de observaciones:537				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constante	0.001291	0.001066	1.211097	0.2264
Beta _t	0.132736	0.053163	2.496744	0.0128
R-squared	0.011518	Mean dependent var		0.001476
Adjusted R-squared	0.009670	S.D. dependent var		0.024765
S.E. of regression	0.024645	Akaike info criterion		-4.564756
Sum squared resid	0.324950	Schwarz criterion		-4.548793
Log likelihood	1227.637	F-statistic		6.233732
Durbin-Watson stat	1.652539	Prob(F-statistic)		0.012834

Resultados del modelo de mercado ajustado por Dimson (en donde se tiene de beta = $b_{t-1} + b_t + b_{t+1}$), para la fusión de AFP Provida y AFP El Libertador.

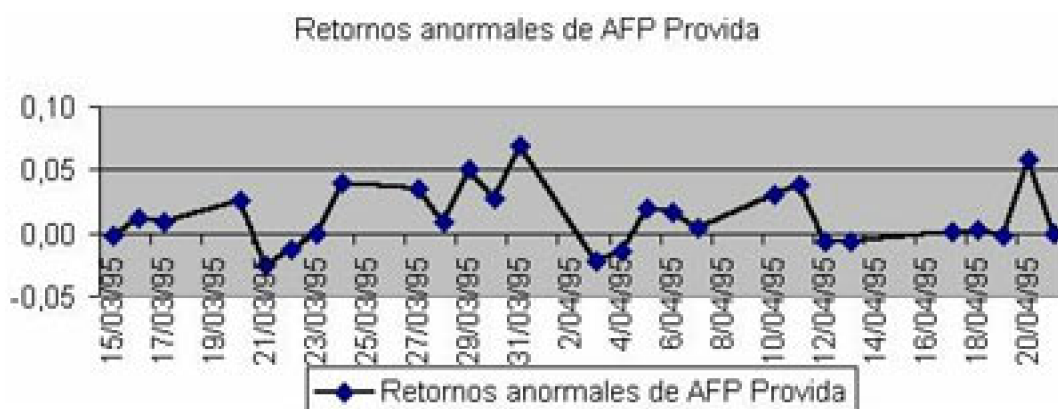
Periodo: 06/Enero/1993 20/Febrero/1995				
Numero de observaciones:537				
Variabes	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constante	0.000804	0.001068	0.753389	0.4515
Beta _{t-1}	0.175638	0.055426	3.168867	0.0016
Beta _t	0.222706	0.058177	3.828050	0.0001
Beta _{t+1}	0.115223	0.055413	2.079353	0.0381
R-squared	0.036525	Mean dependent var		0.001515
Adjusted R-squared	0.031081	S.D. dependent var		0.024798
S.E. of regression	0.024409	Akaike info criterion		-4.580254
Sum squared resid	0.316378	Schwarz criterion		-4.548237
Log likelihood	1229.218	F-statistic		6.709916
Durbin-Watson stat	1.663726	Prob(F-statistic)		0.000189

Como puede apreciarse el beta de mercado es estadísticamente significativo al 5%, y en el ajuste de Dimson, los tres betas son estadísticamente significativos al 5%, por lo cual podríamos estar ante transacciones discontinuas y al realizar el ajuste de Dimson deberíamos obtener mejores resultados. Por lo que será conveniente ocupar Dimson.

Retornos anormales obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP El Libertador, bajo la estimación de estudio de eventos, por el modelo de mercado:

día "	fecha	rel = rha p mv	test-t	día "	fecha	rel = rha p mv	test
t = -10	15-mar-95	-0,0025170	-0,095400365	t = 1	2-abr-95	-0,12016097	-0,24511590
t = -12	16-mar-95	0,011100347	-0,45171673	t = 2	5-abr-95	0,019922199	1,07139010
t = -11	17-mar-95	0,000900170	-0,08122743	t = 3	6-abr-95	0,017109107	1,091175216
t = -10	20-mar-95	0,025722250	1,045372924	t = 4	7-abr-95	0,007901119	1,101696637
t = -9	21-mar-95	-0,025072091	-0,078272107	t = 5	7-abr-95	0,029883297	1,275079900
t = -8	22-mar-95	-0,00304447	-0,004929298	t = 6	7-abr-95	0,037470507	1,921833250
t = -7	23-mar-95	0,04410198	1,641208372	t = 7	12-abr-95	-0,06010987	-0,240927522
t = -6	24-mar-95	0,034811100	1,400317515	t = 8	13-abr-95	-0,06150327	-0,248970126
t = -4	26-mar-95	0,000000114	0,05100527	t = 9	17-abr-95	0,000271177	1,071172957
t = -3	28-mar-95	0,050802400	1,06700867	t = 10	18-abr-95	0,000000400	1,275140171
t = -2	30-mar-95	0,026529471	1,040770717	t = 11	19-abr-95	-0,010241167	-0,110241515
t = -1	31-mar-95	0,081221400	1,591655144	t = 12	20-abr-95	0,057067707	1,215100091
t = 0	1-abr-95	-0,021650277	-0,070002224	t = 13	21-abr-95	-0,01007400	-0,140675005

Gráfico de los retornos anormales de AFP Provida para la ventana de evento con AFP El Libertador:



Como puede observarse el test-t arroja retornos anormales positivos y con

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

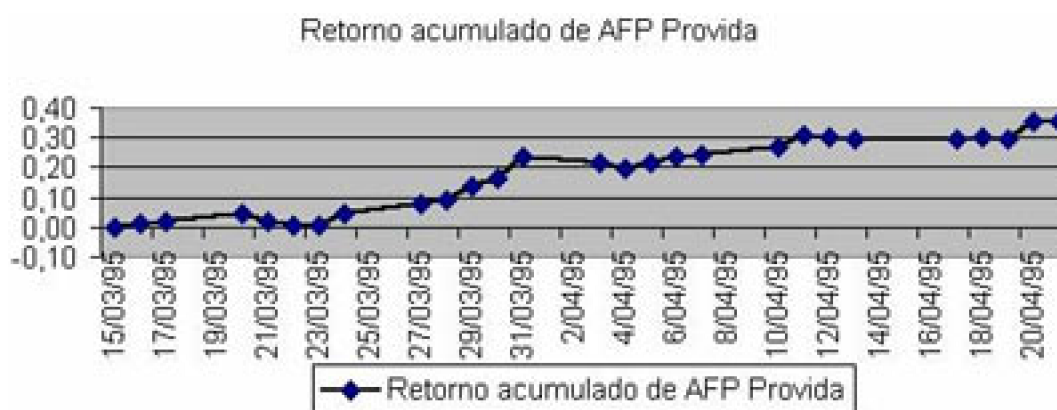
significancia estadística, a un nivel de confianza de 5% para los días $t = -3$, $t = -1$ y $t = 12$. Correspondientes a las fechas 29, 31 de Marzo y 20 de Abril, respectivamente.

Para el día del evento $t = 0$, correspondiente al 3 de Abril, se registran retornos anormales negativos, pero no es estadísticamente significativos a un nivel de confianza del 5%.

Retorno acumulado Car obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP El Libertador, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

Día "t"	fecha	Car	Día "t"	fecha	Car
t = -13	15-mar-95	-0,00235113	t = 1	4-abr-95	0,19842433
t = -12	16-mar-95	0,00875781	t = 2	5-abr-95	0,21836923
t = -11	17-mar-95	0,01766668	t = 3	6-abr-95	0,23555833
t = -10	20-mar-95	0,04341093	t = 4	7-abr-95	0,23953965
t = -9	21-mar-95	0,01833883	t = 5	10-abr-95	0,26942304
t = -8	22-mar-95	0,00590597	t = 6	11-abr-95	0,30689385
t = -7	23-mar-95	0,00560149	t = 7	12-abr-95	0,30083686
t = -6	24-mar-95	0,04601159	t = 8	13-abr-95	0,29470654
t = -5	27-mar-95	0,08069527	t = 9	17-abr-95	0,29497811
t = -4	28-mar-95	0,08872531	t = 10	18-abr-95	0,29805954
t = -3	29-mar-95	0,13963974	t = 11	19-abr-95	0,29559137
t = -2	30-mar-95	0,16618922	t = 12	20-abr-95	0,35346866
t = -1	31-mar-95	0,2349307	t = 13	21-abr-95	0,35239384
t = 0	3-abr-95	0,21331042			

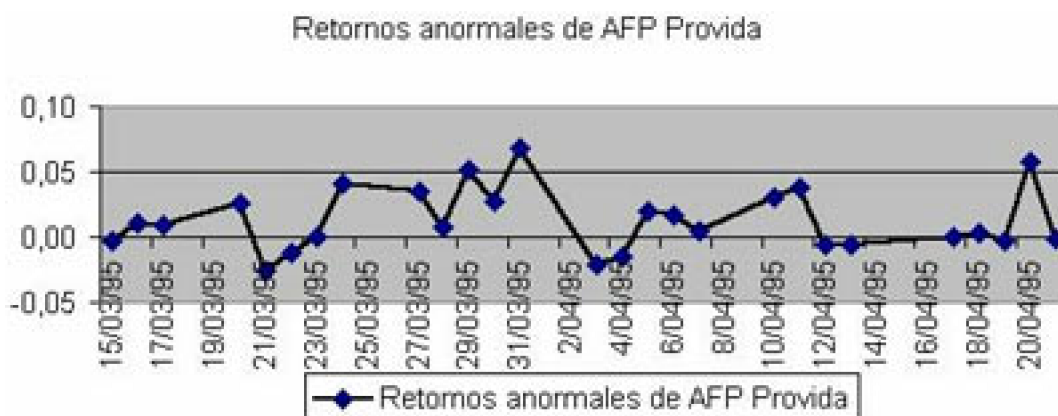
Gráfico del Retorno acumulado de AFP Provida durante el periodo de evento de fusión con AFP El Libertador:



Retornos anormales obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP El Libertador, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado ajustado por Dimson:

Día t^*	fecha	ret extra prov	tes-t	Día t^*	fecha	ret extra prov	tes-t
t = -13	15-mar-95	-0,002351133	-0,091214315	t = 1	4-abr-95	-0,014886097	-0,577519374
t = -12	16-mar-95	0,011108941	0,430981252	t = 2	5-abr-95	0,019944899	0,773780120
t = -11	17-mar-95	0,008908870	0,345627530	t = 3	6-abr-95	0,017189101	0,666866458
t = -10	20-mar-95	0,025744250	0,998771066	t = 4	7-abr-95	0,003981319	0,154458797
t = -9	21-mar-95	-0,025072095	-0,972694217	t = 5	10-abr-95	0,029883397	1,159352956
t = -8	22-mar-95	-0,012432861	-0,482343901	t = 6	11-abr-95	0,037470807	1,453713313
t = -7	23-mar-95	-0,000304478	-0,011812486	t = 7	12-abr-95	-0,006056987	-0,234986195
t = -6	24-mar-95	0,040410098	1,567745719	t = 8	13-abr-95	-0,006130327	-0,237831480
t = -5	27-mar-95	0,034683680	1,345584205	t = 9	17-abr-95	0,000271572	0,010535863
t = -4	28-mar-95	0,008030034	0,311532318	t = 10	18-abr-95	0,003081430	0,119546808
t = -3	29-mar-95	0,050914438	1,975270906	t = 11	19-abr-95	-0,002468162	-0,095754539
t = -2	30-mar-95	0,026549473	1,030010442	t = 12	20-abr-95	0,057877282	2,245400631
t = -1	31-mar-95	0,068741483	2,666887008	t = 13	21-abr-95	-0,001074818	-0,041698537
t = 0	3-abr-95	-0,021620277	-0,898777876				

Gráfico de los retornos anormales de AFP Provida para la ventana de evento con AFP El Libertador:



Como puede observarse, al igual que en el caso anterior, el test-t arroja retornos anormales positivos y con significancia estadística, a un nivel de confianza de 5% para los días $t = -3$, $t = -1$ y $t = 12$. Correspondientes a las fechas 29, 31 de Marzo y 20 de Abril, respectivamente.

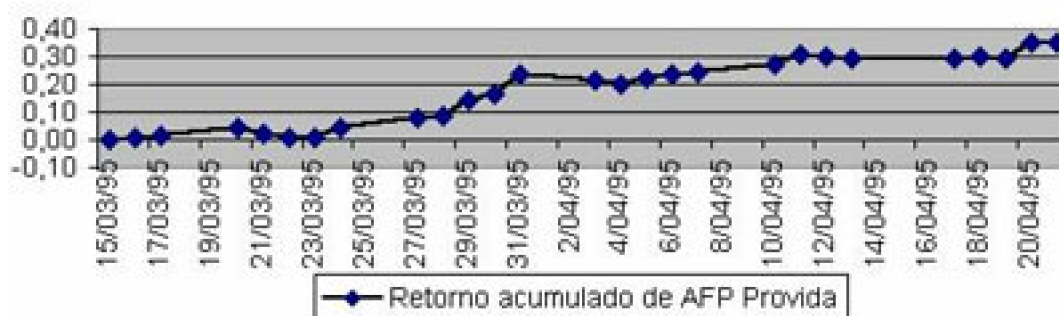
Nuevamente para el día del evento $t = 0$, correspondiente al 3 de Abril, se registran retornos anormales negativos, pero no es estadísticamente significativo esto a un nivel de confianza del 5%.

Retorno acumulado Car obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP El Libertador, bajo la estimación de estudio de eventos del modelo de mercado ajustado por Dimson:

Día "t"	fecha	Car	Día "t"	fecha	Car
t = -13	15-mar-95	-0,00235113	t = 1	4-abr-95	0,19842433
t = -12	16-mar-95	0,00875781	t = 2	5-abr-95	0,21836923
t = -11	17-mar-95	0,01766668	t = 3	6-abr-95	0,23555833
t = -10	20-mar-95	0,04341093	t = 4	7-abr-95	0,23953965
t = -9	21-mar-95	0,01833883	t = 5	10-abr-95	0,26942304
t = -8	22-mar-95	0,00590597	t = 6	11-abr-95	0,30689385
t = -7	23-mar-95	0,00560149	t = 7	12-abr-95	0,30083686
t = -6	24-mar-95	0,04601159	t = 8	13-abr-95	0,29470654
t = -5	27-mar-95	0,08069527	t = 9	17-abr-95	0,29497811
t = -4	28-mar-95	0,08872531	t = 10	18-abr-95	0,29805954
t = -3	29-mar-95	0,13963974	t = 11	19-abr-95	0,29559137
t = -2	30-mar-95	0,16618922	t = 12	20-abr-95	0,35346866
t = -1	31-mar-95	0,2349307	t = 13	21-abr-95	0,35239384
t = -0	3-abr-95	0,21331042			

Gráfico del Retorno acumulado de AFP Provida durante el periodo de evento de fusión con AFP El Libertador, ajustado por Dimson:

Retorno acumulado de AFP Provida



2. Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP Unión

Resultados de la estimación del modelo de mercado para la fusión de AFP Provida y AFP Unión, válido también para la fusión de AFP Provida y AFP Protección.

Periodo: 24/Abril/1995 12/Febrero/1998				
Numero de observaciones:698				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constante	0.0000864	0.000573	0.150714	0.8802
Beta _t	0.4443190	0.084354	5.267291	0.0000
R-squared	0.038334	Mean dependent var		-0.000049
Adjusted R-squared	0.036953	S.D. dependent var		0.015411
S.E. of regression	0.015124	Akaike info criterion		-5.542242
Sum squared resid	0.159194	Schwarz criterion		-5.529210
Log likelihood	1936.242	F-statistic		27.744360
Durbin-Watson stat	1.889340	Prob(F-statistic)		0.000000

Resultados del modelo de mercado ajustado por Dimson (en donde se tiene de beta = $b_{t-1} + b_t + b_{t+1}$), para la fusión de AFP Provida y AFP Unión, válido también para la fusión de AFP Provida y AFP Protección.

Periodo: 24/Abril/1995 12/Febrero/1998				
Numero de observaciones:698				
Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constante	0.000163	0.000575	0.283406	0.7770
Beta _{t-1}	0.098877	0.087874	1.125214	0.2609
Beta _t	0.391798	0.091476	4.283076	0.0000
Beta _{t+1}	0.110621	0.08816	1.254784	0.2100
R-squared	0.042660	Mean dependent var		-0.000031
Adjusted R-squared	0.038509	S.D. dependent var		0.015429
S.E. of regression	0.015129	Akaike info criterion		-5.538621
Sum squared resid	0.158398	Schwarz criterion		-5.512499
Log likelihood	1931.440	F-statistic		10.278660
Durbin-Watson stat	1.892726	Prob(F-statistic)		0.000001

Como puede apreciarse, el beta del modelo de mercado es estadísticamente significativo, a un nivel de confianza de 5%.

En el ajuste de Dimson, sólo el beta en t es significativo, a un nivel de confianza de 5%, por lo cual, no se aplicará el ajuste por transacciones discontinuas de Dimson para analizar la fusión de AFP Provida y AFP Unión.

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

Día "t"	fecha	ret extra prov	test	Día "t"	fecha	ret extra prov	test
t = -13	13-feb-98	0,009311700	0,612193934	t = 1	5-mar-98	-0,027048260	-1,778276865
t = -12	16-feb-98	-0,000070000	-0,004602133	t = 2	6-mar-98	-0,013980737	-0,919157875
t = -11	17-feb-98	-0,002660370	-0,174904924	t = 3	9-mar-98	-0,000550778	-0,036210678
t = -10	18-feb-98	-0,002149542	-0,141320756	t = 4	10-mar-98	-0,001892945	-0,124450920
t = -9	19-feb-98	-0,001193660	-0,078476671	t = 5	11-mar-98	-0,001799471	-0,118305485
t = -8	20-feb-98	-0,000346026	-0,022749334	t = 6	12-mar-98	-0,045131055	-2,967122831
t = -7	23-feb-98	-0,001175914	-0,077310016	t = 7	13-mar-98	-0,002414667	-0,158751292
t = -6	24-feb-98	0,001190681	0,078274278	t = 8	16-mar-98	-0,000732974	-0,048189101
t = -5	25-feb-98	0,000697548	0,045860024	t = 9	17-mar-98	-0,000339460	-0,022317661
t = -4	26-feb-98	-0,002825401	-0,185754817	t = 10	18-mar-98	0,002540452	0,167021011
t = -3	27-feb-98	-0,011846529	-0,778845242	t = 11	19-mar-98	0,000192253	0,012639695
t = -2	2-mar-98	-0,002088078	-0,137279843	t = 12	20-mar-98	-0,002652728	-0,174402548
t = -1	3-mar-98	-0,000940202	-0,061813186	t = 13	23-mar-98	0,000934096	0,061411775
t = 0	4-mar-98	-0,026504160	-1,742505189				

Cuadro. Retornos anormales obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP Unión, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

Retornos anormales de AFP Provida

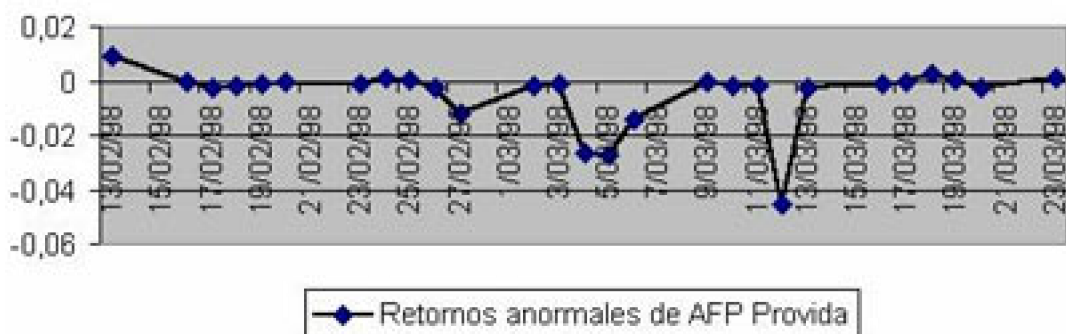


Gráfico de los retornos anormales de AFP Provida para la ventana de evento con AFP Unión:

El test-t muestran la existencia de retornos anormales negativos, estadísticamente significativos a un nivel de confianza de 5%, para t = 6, correspondiente al día 12 de Marzo. También se registran retornos anormales negativos, estadísticamente significativos a un nivel de confianza de 10%, en los días t = 1 y t = 0, el día del evento.

Día "t"	fecha	Car	Día "t"	fecha	Car
t = -13	13-feb-98	0,0093117	t = 1	5-mar-98	-0,06764831
t = -12	16-feb-98	0,0092417	t = 2	6-mar-98	-0,08162905
t = -11	17-feb-98	0,00658133	t = 3	9-mar-98	-0,08217983
t = -10	18-feb-98	0,00443179	t = 4	10-mar-98	-0,08407277
t = -9	19-feb-98	0,00323813	t = 5	11-mar-98	-0,08587224
t = -8	20-feb-98	0,0028921	t = 6	12-mar-98	-0,1310033
t = -7	23-feb-98	0,00171619	t = 7	13-mar-98	-0,13341796
t = -6	24-feb-98	0,00290677	t = 8	16-mar-98	-0,13415094
t = -5	25-feb-98	0,00360432	t = 9	17-mar-98	-0,1344904
t = -4	26-feb-98	0,00077892	t = 10	18-mar-98	-0,13194995
t = -3	27-feb-98	-0,01106761	t = 11	19-mar-98	-0,13175769
t = -2	2-mar-98	-0,01315569	t = 12	20-mar-98	-0,13441042
t = -1	3-mar-98	-0,01409589	t = 13	23-mar-98	-0,13347633
t = -0	4-mar-98	-0,04060005			

Cuadro. Retorno acumulado Car obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP Unión, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

Retorno acumulado de AFP Provida

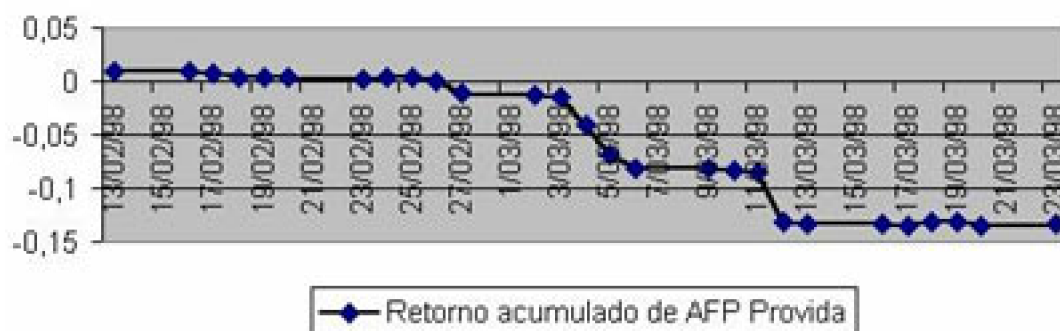


Gráfico del Retorno acumulado de AFP Provida durante el periodo de evento de fusión con AFP Unión:

3. Resultados de la Fusión de AFP Provida y AFP Protección

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

Día "t"	fecha	ret extra prov	test	Día "t"	fecha	ret extra prov	test
t = -13	19-nov-98	0,019141657	1,258460482	t = 1	10-dic-98	0,000758671	0,049878518
t = -12	20-nov-98	-0,002624957	-0,172576730	t = 2	11-dic-98	0,008486391	0,557934355
t = -11	23-nov-98	0,004612017	0,303215203	t = 3	14-dic-98	-0,019826299	-1,303471955
t = -10	24-nov-98	0,000071125	0,004676097	t = 4	15-dic-98	-0,020936738	-1,376477353
t = -9	25-nov-98	0,000437144	0,028739868	t = 5	16-dic-98	0,000321672	0,021148224
t = -8	26-nov-98	-0,001425807	-0,093739119	t = 6	17-dic-98	-0,001255139	-0,082518588
t = -7	27-nov-98	0,005438886	0,357577332	t = 7	18-dic-98	-0,001210259	-0,079568015
t = -6	30-nov-98	-0,006354976	-0,417805309	t = 8	21-dic-98	-0,001795512	-0,118045188
t = -5	1-dic-98	0,001661928	0,109262805	t = 9	22-dic-98	-0,014065067	-0,924702079
t = -4	2-dic-98	0,005158480	0,339142198	t = 10	23-dic-98	-0,000046170	-0,003035426
t = -3	3-dic-98	-0,024542442	-1,613532865	t = 11	24-dic-98	0,000480471	0,031588396
t = -2	4-dic-98	0,016011002	1,052636804	t = 12	28-dic-98	-0,144210798	-9,481080255
t = -1	7-dic-98	0,000097642	0,006419414	t = 13	29-dic-98	0,154714940	10,171670785
t = 0	9-dic-98	0,025124913	1,651827203				

Cuadro. Retornos anormales obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP Protección, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

Retornos anormales de AFP Provida

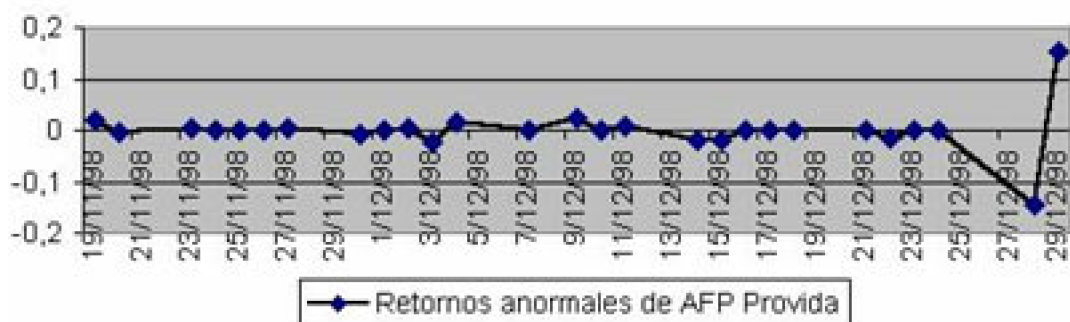


Gráfico de los retornos anormales de AFP Provida para la ventana de evento con AFP Protección:

El test-t muestran la existencia de retornos anormales negativos, estadísticamente significativos a un nivel de confianza de 5%, para t = 12 y retornos anormales positivos, estadísticamente significativos a un nivel de confianza de 5%, para t = 13.

Para t = 0, el día del evento muestra retornos anormales positivos, los cuales son estadísticamente significativos, a un nivel de confianza del 10%.

Día "t"	fecha	Car	Día "t"	fecha	Car
t = -13	19-nov-98	0,01914166	t = 1	10-dic-98	0,04356528
t = -12	20-nov-98	0,0165167	t = 2	11-dic-98	0,05205168
t = -11	23-nov-98	0,02112872	t = 3	14-dic-98	0,03222538
t = -10	24-nov-98	0,02119984	t = 4	15-dic-98	0,01128864
t = -9	25-nov-98	0,02163699	t = 5	16-dic-98	0,01161031
t = -8	26-nov-98	0,02021118	t = 6	17-dic-98	0,01035517
t = -7	27-nov-98	0,02565007	t = 7	18-dic-98	0,00914491
t = -6	30-nov-98	0,01929509	t = 8	21-dic-98	0,0073494
t = -5	1-dic-98	0,02095702	t = 9	22-dic-98	-0,00671567
t = -4	2-dic-98	0,0261155	t = 10	23-dic-98	-0,00676184
t = -3	3-dic-98	0,00157306	t = 11	24-dic-98	-0,00628136
t = -2	4-dic-98	0,01758406	t = 12	28-dic-98	-0,15049216
t = -1	7-dic-98	0,0176817	t = 13	29-dic-98	0,00422278
t = -0	9-dic-98	0,04280661			

Cuadro. Retorno acumulado Car obtenidos por AFP Provida en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP Protección, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

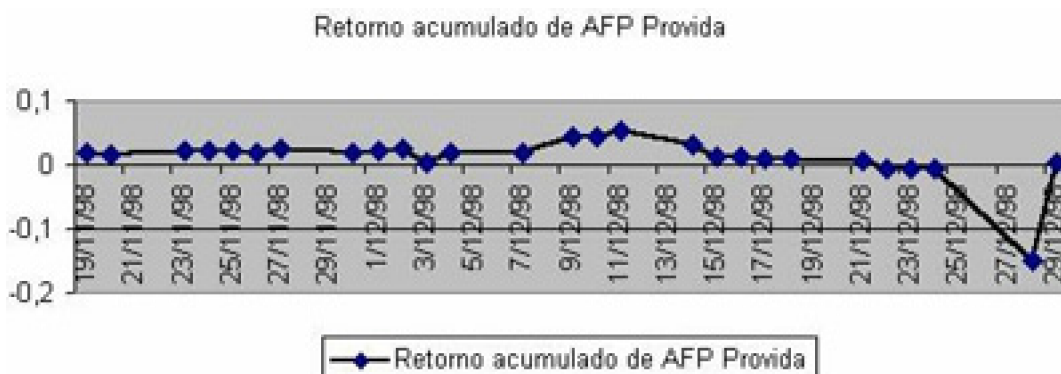


Gráfico del Retorno acumulado de AFP Provida durante el periodo de evento de fusión con AFP Protección:

Periodo: 24/Abril/1995 12/Febrero/1998				
Numero de observaciones:698				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constante	0,001056	0,000637	1,657587	0,0979
Beta _t	0,342437	0,093811	3,650301	0,0003
R-squared	0,018759	Mean dependent var		0,000955
Adjusted R-squared	0,017351	S.D. dependent var		0,016979
S.E. of regression	0,016831	Akaike info criterion		-5,328365
Sum squared resid	0,197441	Schwarz criterion		-5,315348
Log likelihood	1864,264	F-statistic		13,324700
Durbin-Watson stat	1,838167	Prob(F-statistic)		0,000282

Cuadro. Resultados de la estimación del modelo de mercado para la fusión de AFP Protección y AFP Provida.

Periodo: 24/Abril/1995 12/Febrero/1998				
Numero de observaciones:698				
Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constante	0,001110	0,000640	1,734220	0,083300
Beta _{t-1}	0,028505	0,097878	0,291227	0,771000
Beta _t	0,299703	0,101886	2,941550	0,003400
Beta _{t+1}	0,139908	0,098123	1,425848	0,154400
R-squared	0,021886	Mean dependent var		0,000958
Adjusted R-squared	0,017652	S.D. dependent var		0,017003
S.E. of regression	0,016852	Akaike info criterion		-5,322950
Sum squared resid	0,196809	Schwarz criterion		-5,296856
Log likelihood	1859,048	F-statistic		5,168835
Durbin-Watson stat	1,835932	Prob(F-statistic)		0,001543

Cuadro. Resultados del modelo de mercado ajustado por Dimson (en donde se tiene de $beta = b_{t-1} + b_t + b_{t+1}$), para la fusión de AFP Protección y AFP Provida.

Para el caso de la empresa target puede apreciarse que el beta del modelo de mercado es estadísticamente significativo, a un nivel de confianza de 5%.

En el ajuste de Dimson, sólo el beta en t es significativo, a un nivel de confianza de 5%, por lo cual, no se aplicará el ajuste por transacciones discontinuas de Dimson para analizar la fusión de AFP Protección y AFP Provida.

Día "t"	fecha	ret extra prov	test	Día "t"	fecha	ret extra prov	test
t = -13	19-nov-98	-0,007148942	-0,424766920	t = 1	10-dic-98	0,006017673	0,357550605
t = -12	20-nov-98	-0,004888533	-0,290460725	t = 2	11-dic-98	0,004814564	0,286065756
t = -11	23-nov-98	-0,002437406	-0,144822771	t = 3	14-dic-98	0,020850350	1,238860055
t = -10	24-nov-98	-0,003668497	-0,217970189	t = 4	15-dic-98	0,007607536	0,452015075
t = -9	25-nov-98	-0,004896742	-0,290948484	t = 5	16-dic-98	0,004157442	0,247021674
t = -8	26-nov-98	-0,007801717	-0,463552676	t = 6	17-dic-98	-0,003079543	-0,182976449
t = -7	27-nov-98	-0,003539416	-0,210300615	t = 7	18-dic-98	-0,003020275	-0,179454944
t = -6	30-nov-98	-0,000579413	-0,034426823	t = 8	21-dic-98	-0,008921368	-0,530078692
t = -5	1-dic-98	0,000987852	0,058894940	t = 9	22-dic-98	-0,000857194	-0,050931892
t = -4	2-dic-98	0,005390317	0,320275152	t = 10	23-dic-98	-0,001482972	-0,088113398
t = -3	3-dic-98	0,003367271	0,200072296	t = 11	24-dic-98	-0,000787487	-0,048789912
t = -2	4-dic-98	0,007034620	0,417974262	t = 12	28-dic-98	0,002339118	0,138982778
t = -1	7-dic-98	-0,001293054	-0,076829059	t = 13	29-dic-98	-0,002026142	-0,120386794
t = -0	9-dic-98	-0,000814095	-0,048370882				

Cuadro. Retornos anormales obtenidos por AFP Protección en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP Provida, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

Retorno anormal de AFP Protección

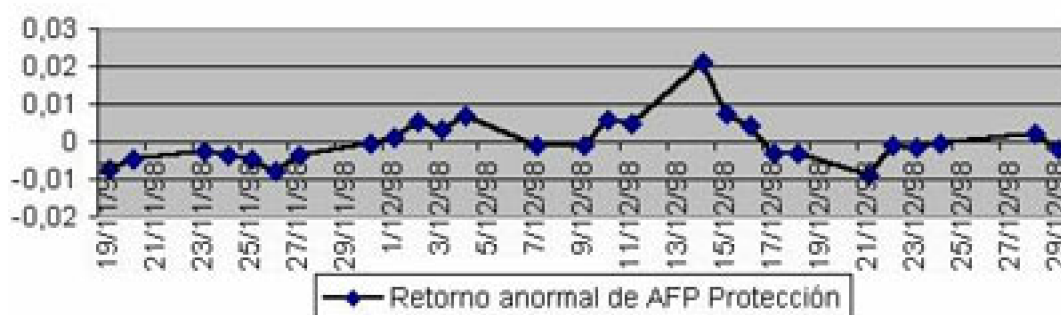


Gráfico de los retornos anormales de AFP Protección para la ventana de evento con AFP Provida:

Para la empresa blanco de la fusión, el test-t no muestran retornos anormales estadísticamente significativos, a un nivel de confianza de 5%. El día del evento muestra retornos anormales negativos, los cuales no son estadísticamente significativos, a un nivel de confianza de 5%.

Cuadro. Retorno acumulado Car obtenidos por AFP Protección en la Ventana de Evento de anuncio de fusión con AFP Provida, bajo la estimación de estudio de eventos por el modelo de mercado:

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

Día "t"	fecha	Car	Día "t"	fecha	Car
t = -13	19-nov-98	-0,00714894	t = 1	10-dic-98	-0,01427008
t = -12	20-nov-98	-0,01203747	t = 2	11-dic-98	-0,00945552
t = -11	23-nov-98	-0,01447488	t = 3	14-dic-98	0,01139483
t = -10	24-nov-98	-0,01814338	t = 4	15-dic-98	0,01900237
t = -9	25-nov-98	-0,02304012	t = 5	16-dic-98	0,02315981
t = -8	26-nov-98	-0,03084184	t = 6	17-dic-98	0,02008027
t = -7	27-nov-98	-0,03438125	t = 7	18-dic-98	0,01705999
t = -6	30-nov-98	-0,03496067	t = 8	21-dic-98	0,00813862
t = -5	1-dic-98	-0,03397281	t = 9	22-dic-98	0,00728143
t = -4	2-dic-98	-0,0285825	t = 10	23-dic-98	0,00579846
t = -3	3-dic-98	-0,02521523	t = 11	24-dic-98	0,00501097
t = -2	4-dic-98	-0,01818061	t = 12	28-dic-98	0,00735009
t = -1	7-dic-98	-0,01947366	t = 13	29-dic-98	0,00532395
t = 0	9-dic-98	-0,02028775			

Retorno acumulado de AFP Protección



Gráfico del Retorno acumulado de AFP Protección durante el periodo de evento de fusión con AFP Provida:

VI. Conclusiones

Debido a que en este estudio se analizaron tres fusiones de AFP Provida, se realizará una conclusión para cada fusión y luego una conclusión general sobre el trabajo.

1. Conclusión para la fusión de AFP Provida con AFP El Libertador

Los retornos anormales para AFP Provida, obtuvieron significancia estadística con el test-t en $t = -3$, $t = -1$ y $t = 12$, correspondiente a los días 29, 31 de Marzo y el día 20 de Abril, en donde existen resultados estadísticamente significativos, a un nivel de confianza del 5%, pero no muestran una tendencia clara. El día del evento tampoco muestra resultados estadísticamente significativos, a un nivel de confianza del 5%.

El modelo ajustado por Dimson muestra los mismos resultados para AFP Provida.

Si bien la existencia de retornos anormales no fue sistemática, estos no siguieron una tendencia continua. Esto podría deberse a que el mercado ya había previsto antes el anuncio de fusión o se pensó que la fusión de AFP El Libertador no aportaba mayor valor a AFP Provida, o que el hecho de que ocurriera la fusión no fuese visto como algo particular en el mercado. Si tomamos en consideración que el año en que ocurrió la fusión, fue un año en que se produjo una ola de fusiones en el sector, puede ser que

como todas las AFP se estaban fusionando, no reportara valor adicional que una AFP se fusionase, y tal vez sólo se castigara a las AFP que no se fusionaron (esta última causa es sólo teórica y no ha sido comprobada en este estudio). Otro hecho podrían ser algunos sucesos particulares que ensucian la muestra, ya que luego de realizado los cálculos se identificó una colocación de ADR, por parte de AFP Provida, en la fecha del periodo de estimación, específicamente el día 16/11/1994.

2. Conclusión para la fusión de AFP Provida con AFP Unión

A diferencia del caso de fusión con AFP El Libertador, los resultados del test-t muestran retornos anormales negativos estadísticamente significativos, a un nivel de confianza del 5%, en $t = 6$, correspondiente al día 12 de Marzo. También se registran retornos anormales negativos estadísticamente significativos, a un nivel de confianza de 10%, en los días $t = 1$ y $t = 0$, el día del evento. Esto concuerda con la teoría, ya que se espera que la empresa adquiriente pague un sobreprecio por las acciones de la firma adquirida, por ende el mercado reaccione racionalmente y esto haga caer el precio de la acción de la firma adquiriente. Un dato clave es que esta fusión por incorporación se llevó a cabo mediante el intercambio de acciones de AFP Provida, que tenían un valor un poco mayor que el valor de las acciones de AFP Unión, pero se acordó dejarlo así porque hacer los cálculos y peritajes pertinentes podía demorar el proceso y los costos podían ser mayores a los beneficios. Por lo tanto en definitiva si se pagó un sobreprecio por las acciones de AFP Unión, pero se hizo en el intercambio de acciones.

3. Conclusión para la fusión de AFP Provida con AFP Protección

Conclusión para AFP Provida

Para la tercera fusión de AFP Provida y segunda en ese mismo año se encontró, por el test-t, retornos anormales negativos estadísticamente significativos, a un nivel de confianza de 5%, para $t = 12$ y retornos anormales positivos, estadísticamente significativos a un nivel de confianza de 5%, para $t = 13$.

El día del evento, $t = 0$, muestra retornos anormales positivos, los cuales son estadísticamente significativos, a un nivel de confianza del 10%.

Cabe señalar que 1998 también fue un año de ola de fusiones para la industria de AFP, además el mercado pudo estimar los aumentos en gastos administrativos de AFP

Provida, debido a las dos fusiones que realizó ese año.

Otro hecho importante, es que el día 31/12/1998 la Superintendencia de Valores y Seguros autoriza la fusión de ambas AFP, lo que podría explicar la fuerte variación en el precio de las acciones de AFP Provida.

Conclusión para AFP Protección

Para la empresa blanco de la toma de control, tampoco se encontraron retornos anormales estadísticamente significativos por el test-t, a un nivel de confianza de 5% o de 10%. Y el día del evento tampoco muestra significancia estadística.

Para esta fusión en particular, a diferencia de las dos anteriores, ambas empresas transaban en bolsa.

4. Conclusión Final

Como conclusión final se puede decir que no se rechazó la hipótesis de retornos extraordinarios para la empresa adquirente AFP Provida, ya que, aunque no mostraba una tendencia clara, en los tres procesos de fusión se obtuvo retornos extraordinarios en días puntuales, bajo el test-t a un nivel de confianza de 5%. Y aumenta la cantidad de estos días, a un nivel de confianza del 10%. Incluso para algunos casos en el día del evento también se encuentran retornos extraordinarios con esta significancia estadística.

Para el caso de la empresa blanco de la toma de control AFP Protección se rechaza la existencia de retornos anormales. No encontrando retornos extraordinarios a niveles de significancia estadística de 5% o de 10%.

La falta de una tendencia clara en la existencia de retornos extraordinarios, puede deberse a que el mercado ya había incorporado estas fusiones antes de las fechas señaladas como de anuncio público, o porque se produjeron otros sucesos que "ensuciaron" la muestra como por ejemplo: anuncios de utilidades diferentes a lo emitido por el mercado, cambios no anticipados en variables sectoriales que afecten a las AFP, cambio en algunas leyes, emisión de ADR o procesos de internacionalización que llevó a cabo AFP Provida comprando otras AFP en el extranjero.

También puede deberse a que simplemente no se obtuvieron retornos extraordinarios en el mercado Chileno por el anuncio de fusiones, porque no se creía que realmente se llevaran a cabo, o porque como estas fusiones se llevaron a cabo en años particulares en que se produjeron olas de fusiones en el sector de AFP, el mercado no premió a las AFP que se fusionaron y sólo castigo a las AFP que no lo hicieron.

Otra razón puede ser el menor tamaño de las empresas que se fusionaron con AFP Provida, tanto en patrimonio como en cantidad de clientes.

Cabe señalar que estas fusiones fueron del tipo amistosas, ya que se produjeron en un ambiente de negociación, donde se aprobaba la decisión de fusión en ambas

empresas. Además los pagos eran negociados mediante contratos y no mediante oferta pública de acciones.

Estos procesos de fusión que realizó AFP Provida pueden justificarse por las características de la industria, ya que el crecimiento de la población en Chile se ha ido disminuyendo, lo que reduce su mercado potencial en el país. Por lo anterior se podría decir que la industria de las AFP es una industria madura, donde para aumentar el número de clientes, en una cantidad importante, se le deben arrebatar a la competencia. Por ello la fusión en esta industria podría ser común y no es de extrañar que continúen realizándose en el futuro, estas fusiones horizontales, ya sea para aumentar la cantidad de clientes o aprovechar economías de escala.

VII. Bibliografía

- 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.
- Brealey, Richard y Myers, Stewart** (1988) "Fundamentos de Financiación Empresarial"
Edición del libro en español, segunda edición. Editorial McGraw Hill
- Brown, Stephen y Warner, Jerold** (1984)
"Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies"
Journal of Financial Economics 14: pp 3-31.
- Campbell, Cynthia y Wasley, Charles** (1993)
"Measuring security price performance using daily NASDAQ returns"

Journal of Financial Economics 33: pp 73-92.

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

Jarrell, Gregg y Michael Bradley (1980) "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers." Journal of Law and Economics 23: pp 371-407.

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.

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.

Ruback, Richard S. (1983) "Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions." Journal of Financial Economics 11: pp 141-53.

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.

Scott J. (1977) "On the Theory of Conglomerate Mergers" Journal of Finance 32: pp. 1235-1250.

Stillman, Robert (1983) "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers." Journal of Financial Economics 11: pp 225-240.

Wier, Peggy (1983) "The Costs of Antimerger Lawsuits: Evidence from the Stock Market." Journal of Financial Economics 11: pp 207-224.

Yáñez, Guillermo

"El valor del mercado por el valor corporativo en Chile: La evidencia Empírica Entre 1994 y 2000"

Departamento de Economía y Finanzas, Universidad Diego Portales.

WWW.SAFP.CL

VIII. Anexos

ANEXOS N°1

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

A.F.P.	1991(2)	1992(2)	1993(2)	1994	1995	1996
ALAMEDA (3)	79.774	124.712	140.350	140.741	-	-
ALBERTO (15)	-	-	-	-	-	-
ALONSO COHEN (16)(17)	-	-	-	-	-	-
ALFONSO (10)	-	-	-	-	-	-
BARRUESI (18)	-	-	-	-	-	-
BORGUARD (5)	-	-	-	-	-	-
BONSAUDE (10)	-	-	-	-	-	-
CYNOCER (10)	18.894	28.468	30.916	47.954	50.054	67.890
CLORUM	9.800	19.957	21.900	24.519	26.920	26.908
EL LIBERTADOR (8)	29.296	22.010	28.691	47.008	57.028	54.197
ECHEGARRA (13)	-	-	-	-	-	-
FUTURO (11)	-	-	-	-	-	-
GENERAL (19)	-	-	-	-	-	-
HABITAT	79.477	69.089	115.547	200.406	269.438	328.720
INVENTA (4)	108.740	110.407	108.400	109.644	182.241	187.190
LABORAL (20)	-	-	-	-	-	-
MAGISTER (11)(14)(17)	7.289	13.649	18.304	33.341	38.518	40.509
MORPREVISIÓN (7)	-	-	-	-	-	-
PLANVITAL (4)	48.632	58.386	60.750	62.048	67.489	69.684
PLANVITAL (4)(9)	-	-	-	-	-	-
PREVIDA (8)	-	-	-	-	-	-
PROTECCION (18)	-	-	-	-	-	6.273
PROVISA (8)(12)(18)	480.103	483.708	497.802	584.250	682.540	757.229
QUALITAS (7)	-	-	-	-	-	-
QUALITAS (10)(14)	-	-	-	-	-	-
SAN FORTALE (3)	109.900	107.053	143.721	140.891	-	-
SANTA MARA (9)	263.997	279.702	300.907	307.807	420.682	510.990
SLM (11)	61.268	69.980	114.294	137.074	198.123	247.513
SLM (11) BANSONDER (10)	-	-	-	-	-	-
UNION (3)(13)	-	-	-	-	310.350	320.227
VALORA (7)(9)(10)	-	-	-	-	-	-
TOTAL	1.400.000	1.440.000	1.620.000	1.900.350	2.280.800	2.591.494

Número de afiliados por AFP (1) (Diciembre de cada año)

A.F.P.	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ALAMEDA (3)	-	-	-	-	-	-
APORTA (15)	-	-	-	-	-	-
APORTA FOMENTA (15)(17)	-	-	-	-	-	-
ARMONIZA (10)	-	-	-	-	-	-
BANQUESI (18)	-	-	-	431	-	-
BANQUAFDM (5)	-	-	-	-	-	10.790
BANSAHDEF (13)	-	-	-	-	-	14.079
CCNCOB DIO (5)	90.824	97.940	114.521	129.177	140.200	150.172
CUPRUM	31.065	39.238	47.091	37.464	37.898	117.474
EL USERIA DOR (8)	63.886	77.132	90.034	31.300	33.486	95.339
FOMENTA (15)	-	-	-	-	-	1.801
FUTURO (11)	-	2.051	8.562	8.772	7.090	8.155
GENERA (19)	-	-	-	-	-	-
IABITAT	401.005	498.708	631.101	638.008	711.622	900.781
NYTERIA (4)	134.807	144.024	142.104	143.979	141.147	135.487
LABORAL (20)	-	-	-	-	-	510
MAJISTER (11)(14)(17)	50.520	50.530	59.938	30.919	34.599	68.851
NO PREVISIONAL (7)	-	-	-	-	-	-
PLANVITAL (4)	76.245	97.152	14.095	16.933	10.383	100.499
PLANVITAL (a)(9)	-	-	-	-	-	-
PREVPAH (8)	-	-	-	-	-	1.135
PROTECCION (16)	8.914	18.939	27.237	18.061	18.496	54.019
PREVIND. (8)(12)(18)	821.054	901.476	1.011.948	1.084.950	1.138.279	1.284.427
QUALITAS (7)	-	-	-	-	-	2.407
QUALITAS (10)(14)	-	-	-	-	-	-
SAN CRISTOBAL (1)	-	-	-	-	-	-
SANTA MARA (5)	602.583	630.822	638.019	752.018	831.966	922.677
SUMMA (12)	268.129	291.865	291.276	299.000	328.276	307.772
SUMMA BANSANDER (12)	-	-	-	-	-	-
UNION (12)(12)	330.307	330.124	336.271	338.510	336.158	330.475
VALCHA (7)(9)(10)	-	-	-	-	-	-
TOTAL	2.890.680	3.140.002	3.470.845	3.709.542	4.109.164	4.404.795

Número de afiliados por AFP (1) (Diciembre de cada año)

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

AFP	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ALAMEDA (3)	-	-	-	-	-	-
AMORTA (15)	-	11.892	18.708	15.845	14.892	-
AMORTA FOMENTA (10)(17)	-	-	-	-	-	24.290
ARMONIA (10)	-	11.490	18.098	-	-	-
BANALESTRA (18)	-	-	-	-	-	-
BANSAUNDER (5)	95.597	94.291	-	-	-	-
BANSAUNDER (19)	98.204	93.082	82.300	111.188	125.844	-
CONCORDIA (9)	132.742	50.010	140.413	-	-	-
CUPRUM	130.010	89.074	237.084	354.900	405.040	410.597
ELBERTADOR (8)	97.218	77.688	-	-	-	-
FOMENTA (10)	5.182	7.420	11.142	8.000	3.009	-
FUTURO (11)	8.974	7.687	4.844	-	-	-
GENERA (19)	2.410	3.674	-	-	-	-
HABITAT	949.178	968.425	1.015.312	1.100.222	1.223.811	1.094.498
INVERTA (4)	-	-	-	-	-	-
LABORAL (20)	1.529	-	-	-	-	-
MAESTRO (11)(14)(17)	60.148	64.110	60.361	55.535	55.367	82.969
NO PROVISION (7)	600	-	-	-	-	-
PLANITALL (4)	-	-	-	-	-	-
PLANITALL (4)(5)	217.807	207.648	231.309	345.340	328.058	315.820
PREVIDA (8)	9.280	11.098	-	-	-	-
PROTECCION (18)	98.090	128.448	194.022	202.437	228.372	224.728
PROVIDA (6)(12)(18)	1.090.421	1.478.581	1.860.509	1.707.864	1.849.070	2.174.402
QUILGAS (7)	7.849	8.841	-	-	-	-
QUILGAS (10)(14)	-	-	-	40.798	52.047	-
SANCTISPAUL (3)	-	-	-	-	-	-
SANTAMARIA (3)	930.118	930.890	936.139	904.768	905.402	922.301
SUMMA (10)	333.250	347.521	317.413	334.238	354.404	-
SUMMA BANSAUNDER (10)	-	-	-	-	-	438.278
UNION (5)(12)	304.204	318.042	310.349	274.201	283.190	-
VALORFA (7)(9)(10)	-	4.424	28.305	-	-	-
TOTAL	4.708.840	5.014.444	5.320.313	5.571.442	5.780.400	5.968.143

Número de afiliados por AFP (1) (Diciembre de cada año)

A.F.P.	1999	2000	2001	2002	2003
ALAMEDA (3)	-	-	-	-	-
APORTA (15)	-	-	-	-	-
APORTA FOMENTA (15)(17)	25.081	25.728	-	-	-
ARMONIZA (10)	-	-	-	-	-
BANQUERA (18)	-	-	-	-	-
BANGUARDIA (5)	-	-	-	-	-
BANSANDER (13)	-	-	-	-	-
CONCORDIA (9)	-	-	-	-	-
CUPRUM	422.044	428.004	431.459	441.118	455.289
EL LIBERTADOR (8)	-	-	-	-	-
FOMENTA (15)	-	-	-	-	-
FUTURO (11)	-	-	-	-	-
GENERA (19)	-	-	-	-	-
HABITAT	1.085.211	1.431.305	1.488.371	1.832.518	1.851.572
INVIERTA (4)	-	-	-	-	-
LABORAL (20)	-	-	-	-	-
MAGISTER (11)(14)(17)	87.408	93.141	109.235	113.817	95.761
NORPREVISION (7)	-	-	-	-	-
PLANVITAL (4)	-	-	-	-	-
PLANVITAL (4)(9)	314.157	311.992	312.876	315.863	314.882
PREVIPAN (8)	-	-	-	-	-
PROTECCION (18)	-	-	-	-	-
PROVIDA (8)(12)(18)	2.429.742	2.542.155	2.826.043	2.700.558	2.931.481
QUALITAS (7)	-	-	-	-	-
QUALITAS (10)(14)	-	-	-	-	-
SAN CRISTOBAL (3)	-	-	-	-	-
SANTA MARIA (5)	949.388	952.857	980.090	992.792	992.327
SUMMA (13)	-	-	-	-	-
SUMMA BANSANDER (13)	492.122	498.949	500.592	511.829	538.299
UNION (3)(12)	-	-	-	-	-
VALORA (7)(8)(10)	-	-	-	-	-
TOTAL	6.105.731	6.280.191	6.427.858	6.708.491	6.979.351

Número de afiliados por AFP (1) (Diciembre de cada año)

NOTAS:

(1) Afiliados Activos son aquellos no pensionados y no fallecidos, (excluyéndose a los pensionados cotizantes).

(2) Los totales corresponden a cifras corregidas en Boletín Estadístico N° 51. La distribución por A.F.P. se estimó considerando las proporciones en las cifras no corregidas.

para diciembre de 1983 se usó la distribución de abril de 1983.

(3) En septiembre del año 1985 se fusiona A.F.P. Alameda S.A. con A.F.P. San Cristóbal S.A., denominándose la nueva sociedad A.F.P. Unión S.A.

(4) En diciembre del año 1993 se fusiona A.F.P. Invierta S.A. con A.F.P. Planvital S.A., denominándose la nueva sociedad A.F.P. Planvital S.A. distinta de la existente.

(5) En mayo del año 1995 se fusiona A.F.P. Banguardia S.A. con A.F.P. Santa María S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Santa María S.A.

(6) En mayo del año 1995 se fusiona A.F.P. El Libertador S.A. con A.F.P. Provida

S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Provida S.A.

(7) En marzo de 1994 A.F.P. Norprevisión cambia su nombre por A.F.P. Valora. En junio del año 1995 se fusiona A.F.P. Qualitas S.A. con A.F.P. Valora S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Valora S.A.

(8) En noviembre del año 1995 se fusiona A.F.P. Previpan S.A. con A.F.P. Valora S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Valora S.A.

(9) En marzo del año 1996 se fusiona A.F.P. Concordia S.A. con A.F.P. Planvital S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Planvital S.A.

(10) En noviembre del año 1996 se fusiona A.F.P. Armoniza S.A. con A.F.P. Valora S.A., denominándose la nueva sociedad A.F.P. Qualitas S.A., distinta de la que existió.

(11) En noviembre del año 1996 se fusiona A.F.P. Futuro S.A. con A.F.P. Magister S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Magister S.A.

(12) En junio del año 1998 se fusiona A.F.P. Unión S.A. con A.F.P. Provida S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Provida S.A.

(13) En agosto del año 1998 se fusiona A.F.P. Bansander S.A. con A.F.P. Summa S.A., denominándose la nueva sociedad A.F.P. Summa Bansander S.A.

(14) En septiembre del año 1998 se fusiona A.F.P. Qualitas S.A. con A.F.P. Magister S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Magister S.A.

(15) En octubre del año 1998 se fusiona A.F.P. Aporta S.A. con A.F.P. Fomenta S.A., denominándose la nueva sociedad A.F.P. Aporta Fomenta S.A.

(16) En enero del año 1999 se fusiona A.F.P. Protección S.A. con A.F.P. Provida S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Provida S.A.

(17) En febrero del año 2001 se fusiona A.F.P. Aporta Fomenta S.A. con A.F.P. Magister S.A., conformando el Fondo de Pensiones de A.F.P. Magister S.A.

(18) Se cancela la autorización de existencia de A.F.P. Bannuestra en junio de 1992.

(19) Se cancela la autorización de existencia de A.F.P. Genera en agosto de 1995.

(20) Se cancela la autorización de existencia de A.F.P. Laboral en abril de 1994.

ANEXOS N° 2

Balances entregados por peritaje antes de las fusiones.

AFP PROVIDA

ACTIVO	M\$
Disponible	110.463
Depósitos a plazo	55.061
Valores negociables (neto)	2.181.147
Cuentas por cobrar en Fondos de Pensiones	160.606
Cuentas por cobrar a Compañías de Seguro	6.420
Cuentas por cobrar al Estado	13.400
Deudores varios (neto)	1.261.238
Documentos por cobrar	63.909
Existencias (neto)	60.826
Gastos pagados por anticipado	131.827
Otros activos circulantes	1.707.174
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	5.764.810
TOTAL ENCAJE	26.938.045
Terrenos	3.923.547
Construcciones	13.774.151
Equipos, muebles y útiles	2.284.572
Otros activos Fijos	4.379.472
Depreciación (menos)	- 4.265.824
TOTAL ACTIVOS FIJOS	20.095.895
Inversiones en empresas relacionadas	81.728
Menor valor de inversiones	1.112.747
Documentos y cuentas por cobrar a empresas relacionadas	18.455.257
Otros	213.163
TOTAL OTROS ACTIVOS	19.862.895
TOTAL ACTIVOS	72.681.077

Balance general al 30 de Abril de 1998

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

PASIVO	M\$
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	203.800
Cuentas por pagar	800.975
Recaudación por aclarar	72.930
Devolución a empleadores y afiliados por pagos en exceso	878
Cuentas por pagar al Fondo Nacional de Salud	31.082
Cuentas por pagar a compañías de seguros	432.287
Pensiones por pagar	3.529
Dividendos por pagar	6.894.742
Provisiones	932.570
Retenciones	602.375
Retenciones a pensionados	203.000
Impuesto a la renta	191.717
Impuestos diferidos	53.267
Otros pasivos circulantes	77.503
TOTAL PASIVOS CIRCULANTES	9.581.543
Acreedores varios	10.550.629
Otros pasivos a largo plazo	907.316
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	11.457.946
INTERÉS MINORITARIO	-
Capital pagado	26.027.382
Reserva revalorización capital	205.001
Sobrepeso en venta de acciones propias	102.013
Déficit acumulado período de desarrollo	7.424.385
Utilidades acumuladas	26.547.036
Utilidad del ejercicio	6.103.844
TOTAL PATRIMONIO	51.642.409
TOTAL PASIVOS	72.681.977

AFP UNIÓN S.A.

ACTIVO	MS
Disponible	69.363
Valores negociables (neto)	5.777
Cuentas por cobrar en Fondos de Pensiones	80.004
Cuentas por cobrar a Compañías de Seguro	5.884
Cuentas por cobrar al Estado	41
Documentos y cuentas por cobrar a empresas relacionadas	83.612
Deudores varios (neto)	87.985
Documentos por cobrar	0.220
Impuestos por recuperar	10.837
Gastos pagados por anticipado	294.734
Impuestos diferidos	114.380
Otros activos circulantes	53.636
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	825.671
TOTAL ENCAJE	5.415.827
Construcciones	165.055
Equipos muebles	2.234.175
Otros activos fijos	551.120
Depreciación (menos)	- 2.865.188
TOTAL ACTIVOS FIJOS	684.168
Inversiones en otras sociedades	95.946
Intangibles	274.814
Amortización (menos)	- 131.489
Otros	15.747
TOTAL OTROS ACTIVOS	254.108
PASIVO	
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	2
Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	412.713
Documentos por pagar	153.888
Cuentas por pagar	25.457
Rescudación por cobrar	134.880
Cuentas por pagar a compañías de seguros	7.605
Pensiones por pagar	54.877
Provisiones	2.139.328
Retenciones	185.500
Retenciones a pensionados	95.819
Impuestos diferidos	114.380
TOTAL PASIVOS CIRCULANTES	3.325.889
TOTAL PASIVOS A LARGO PLAZO	700.612
TOTAL ACTIVOS NETOS	3.252.988

AFP UNIÓN S.A.

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

AFP PROTECCIÓN

Estado de activos netos al 31 de Octubre de 1998 que se aportaría en la fusión con AFP Provida.

ACTIVO	L\$
Disponible	581.516
Cuentas por cobrar a Fondos de Pensiones	181.338
Cuentas por cobrar a Compañías de Seguro	26.061
Cuentas por cobrar al Banco del Estado	3.329
Comisiones por cobrar	398.808
Deudores varios (neto)	129.519
Documentos por cobrar	11.534
Inventarios por recuperar	302.200
Gastos pagados por anticipado	394.078
Inventos diferidos	93.261
Otros activos simultáneos	42.105
TOTAL DE ACTIVO CIRCULANTES	1.925.098
TOTAL ENCAJE	12.440.558
Contribuciones	1.260.138
Equipos, muebles y otros	2.378.798
Otros activos fijos	488.889
Depreciación (menor)	- 1.381.834
TOTAL DE ACTIVOS FIJOS	2.745.991
Inventos en otras sociedades	48.021
Otros	41.249
TOTAL OTROS ACTIVOS	89.270
PASIVO	
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	344.001
Documentos por pagar	62.086
Cuentas por pagar	839.869
Acreedores varios	72.219
Reserva de contingencia	3.528
Devolución a empleados o afiliados por pagos en exceso	429
Cuentas por pagar al Fondo Nacional de Salud	2.818
Cuentas por pagar a compañías de seguros	495.797
Pensiones por pagar	4.488
Cuentas por pagar a otras AFP	1.900
Dividendos por pagar	917.882
Provisiones	1.193.605
Reservaciones	253.625
Reservaciones previsionales	59.625
TOTAL DE PASIVOS CIRCULANTES	3.299.745
TOTAL DE PASIVOS LARGO PLAZO	267.248
TOTAL DE ACTIVOS NETOS	13.181.825

AFP PROVIDA

Balance General al 31 de Octubre de 1998

ACTIVO	M\$
Disponible	166.627
Depósitos a plazo	104.469
Valores negociables (neto)	1.024.721
Cuentas por cobrar en Fondos de Pensiones	206.646
Cuentas por cobrar a Compañías de Seguro	81.815
Cuentas por cobrar al Estado	95.900
Comisiones por cobrar	995.005
Deudores varios (neto)	1.484.005
Documentos por cobrar	80.589
Existencias (neto)	42.434
Impuestos por recuperar	354.669
Gastos pagados por anticipado	143.607
Impuestos diferidos	17.490
Otros activos circulantes	10.319
TOTAL DE ACTIVOS CIRCULANTES	5.418.239
TOTAL ENCAJE	32.208.168
Terrenos	4.039.134
Construcciones	14.279.217
Equipos muebles	2.341.441
Otros activos fijos	4.968.531
Depreciación (menos)	- 4.751.207
TOTAL ACTIVOS FIJOS	20.895.026
Inversiones en empresas relacionadas	110.308
Menor valor de inversiones	9.083.619
Documentos y cuentas por cobrar a empresas relacionadas	20.576.251
Otros	994.289
TOTAL OTROS ACTIVOS	31.604.525
TOTAL ACTIVOS	90.124.957

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

PASIVOS	M\$
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	7.121.069
Cuentas por pagar	1.336.474
Recaudación por acurar	152.065
Devolución a empleadores y afiliados por pagos en exceso	104
Cuentas por pagar al Fondo Nacional de Salud	27.912
Cuentas por pagar a compañías de seguros	541.065
Pensiones por pagar	30.854
Dividendos por pagar	99.259
Provisiones	2.430.864
Retenciones	767.769
Retenciones a pensionados	385.005
Impuestos diferidos	43.105
Otros pasivos circulantes	85.102
TOTAL DE PASIVOS CIRCULANTES	13.194.477
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	11.569.500
Acreedores varios	9.370.363
Otros pasivos a largo plazo	1.603.983
TOTAL DE PASIVOS A LARGO PLAZO	22.543.846
Capital pagado	26.027.570
Reservas revalorización capital	634.834
Sobreprecio de acciones propias	104.334
Otras reservas	- 577.118
Déficit acumulado periodo de desarrollo	- 6.554.951
Utilidades retenidas	34.463.842
Utilidades acumuladas	27.179.054
Utilidad operacional	11.243.448
Utilidad no operacional	420.734
Impuestos y otros	- 1.162.945
Dividendos provisionales	- 3.186.429
Utilidad del ejercicio	10.501.297
TOTAL DEL PATRIMONIO	64.378.611
TOTAL PASIVOS	90.121.867

AFP PROVIDA

Balance general proforma de los activos, pasivos y del patrimonio al 31 de Octubre de 1998 dando efecto a la fusión con AFP Protección.

ACTIVO	M\$
Disponible	548.146
Depósitos a plazo	104.469
Valores negociables (neto)	1.624.721
Cuentas por cobrar a Fondos de Pensiones	358.041
Cuentas por cobrar a Compañías de Seguros	107.800
Cuentas por cobrar al Estado	99.332
Comisiones por cobrar	1.398.914
Deudores varios (netos)	1.813.827
Documentos por cobrar	92.423
Existencias (neto)	42.434
Impuestos por recuperar	700.629
Gastos pagados por anticipado	337.690
Impuestos diferidos	110.606
Otros activos circulantes	57.518
TOTAL DE ACTIVOS CIRCULANTES	7.371.336
TOTAL DE ENCAJE	44.647.053
Terrenos	4.039.134
Construcciones	18.539.416
Equipos muebles	4.720.197
Otros activos fijos	5.142.120
Depreciación (menos)	- 5.533.191
TOTAL ACTIVOS FIJOS	25.207.676
Inversiones en empresas relacionadas	150.459
Menor valor de inversiones	60.090.672
Documentos por cobrar a empresas relacionadas	20.579.351
Otros	975.542
TOTAL OTROS ACTIVOS	85.834.924
TOTAL ACTIVOS	163.830.688

FUSIONES Y ADQUISICIONES, EFECTO EN LOS RETORNOS DEL ACCIONISTA: CASO DE AFP PROVIDA.

PASIVOS	MS
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	7.465.060
Documentos por pagar	52.065
Cuentas por pagar	1.400.809
Acreedores varios	72.219
Recaudación por aclarar	195.613
Dévaluación a empleados y afiliados por pagos en exceso	623
Cuentas por pagar al Fondo Nacional de Salud	51.750
Cuentas por pagar a compañías de seguros	1.136.032
Pensiones por pagar	43.352
Cuentas por pagar a otras AFP	1.000
Dividendos por pagar	717.141
Provisiones	3.627.772
Retenciones	1.041.564
Retenciones a pensionados	475.231
Impuestos diferidos	48.105
Otros pasivos circulantes	85.102
TOTAL PASIVOS CIRCULANTES	18.481.272
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	11.568.500
Documentos y cuentas por pagar a empresas relacionadas	68.857.640
Acreedores varios	9.523.024
Otros pasivos a largo plazo	1.803.043
TOTAL PASIVOS A LARGO PLAZO	91.553.907
Capital pagado	27.464.010
Reserva revalorización capital	884.934
Sobroprecio en venta de acciones propias	104.334
Otras reservas	- 577.118
Déficit acumulado periodo de desarrollo	- 8.554.951
Utilidades retenidas	34.438.842
Utilidades acumuladas	27.170.054
Utilidad operacional	11.243.448
Utilidad no operacional	420.784
Impuestos y otros	- 1.132.945
Dividendos provisionales	- 3.188.406
Utilidad del ejercicio	10.501.287
TOTAL PATRIMONIO	55.815.808
TOTAL PASIVOS	163.830.988

ANEXO N° 3

Términos importantes

- Antitakeover amendments: Enmiendas antitoma de control.
- Antitrust: Procompetitivo.
- Bidder: Accionistas controladores de la empresa oferente.
- Control rights: Derechos de control, se refiere a quien tiene derechos a controlar los recursos corporativos.
- Corporate control: Control corporativo, se refiere a quien es dueño mayorista de la empresa y tiene derecho a tomar las decisiones importantes.

-
- Insider: Inversionistas que cuentan con participación en la empresa en la cual van a invertir.
 - Manager-stockholder conflict(s): Conflicto administrador accionista (Problemas de teoría de agencia).
 - Managing corporate resources: manejo de recursos corporativos, es el manejo de los bienes tangibles e intangibles de la empresa.
 - Market Share: Posición de mercado.
 - Outsider: Inversionistas que no cuentan con participación en la empresa en la cual van a invertir.
 - Merger: Fusión de dos o más empresas.
 - Returns to bidders: Retorno de los accionistas controladores de la empresa oferente.
 - Returns to targets: Retorno de los accionistas de la empresa blanco de toma de control.
 - Stock Splits: División de acciones.
 - Stockholder returns: Retorno de los accionistas.
 - Takeover: Toma de control de una firma sobre otra.
 - Takeover market: Mercado de toma de control.
 - Takeover regulation: regulación de la toma de control.
 - Target firms: Firmas blanco, son aquellas firmas, las cuales son blanco de una toma de control.
 - Tender offer: Oferta pública que realiza una empresa para adquirir a otra.
 - Wealth effects of takeovers: Efecto en la riqueza de los tomadores de control.

Takeover

Ya que el concepto de takeover es amplio y no sólo implica la fusión de una empresa, sino que también las tomas de control y adquisiciones, se definirá a continuación las distintas formas en que se asocian las empresas.

Absorciones o adquisiciones

Las absorciones o adquisiciones son la compra de una empresa existente por otra empresa, a fin de alcanzar un determinado objetivo estratégico, que tardaría mucho tiempo lograrse. Esta posición es la que guía la absorción de empresas que cuentan con capacidades productivas, know-how o mejores accesos a los mercados, por parte de empresas que están dispuestas a inyectar recursos financieros en las empresas adquiridas. Es decir es una negociación directa, en la que una empresa compra los activos o acciones de la otra y en la que los accionistas de la compañía adquirida dejan de ser los propietarios de la misma.

Cruces accionarios

Esta modalidad, de intercambio de acciones, es habitual entre compañías productoras de bienes afines, englobadas en un proceso de integración económica regional. Con esto se pretende lograr mayor presencia en el mercado ampliado. Tiene efectos similares a la fusión por la convergencia y unidad de intereses, aunque cada una de las firmas coligadas se mantiene en manos de los inversores originales.

Toma de Control

Una toma de control propiamente tal, es similar a una adquisición, y también implica que la compañía adquirente es mucho más grande que la adquirida. Cuando por el contrario, la empresa adquirida es más grande que la adquirente, la adquisición se denomina toma de control invertida. La gran diferencia es que a veces los accionistas de la empresa blanco de la toma de control no están de acuerdo y tratan de oponerse, en este caso se le denomina toma de control agresiva y muchas veces esto se realiza mediante una OPA (oferta pública de acciones). La O.P.A. consiste en que una sociedad propone a los accionistas de la empresa en la que se ha depositado interés, la adquisición de sus acciones, o parte de ellas, a un precio convenido de antemano y generalmente por encima del precio de cotización en el mercado bursátil.