



MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO  
EN CHILE\*

CAROLA ALVAREZ BUSTOS.

RICARDO RAINERI BERNAIN.

Departamento de Ingeniería Industrial y de Sistemas

Escuela de Ingeniería

Pontificia Universidad Católica de Chile

Santiago de Chile

Octubre 2002

---

\* Se agradecen los comentarios de los participantes del Segundo Encuentro Anual de Finanzas realizado en Enero del 2002, Santiago de Chile.

## Resumen

Se analiza el mercado del control corporativo en Chile, mirando el efecto que estas operaciones han tenido sobre los accionistas minoritarios. Los resultados obtenidos indican que las tomas de control por medio de una oferta pública de compra de acciones han tenido un efecto positivo para los accionistas, donde se reconoce el pago de un importante premio al accionista controlador. Al comparar los resultados obtenidos con la experiencia internacional, se encuentra que los resultados son similares en signo aunque en magnitudes diferentes, con aspectos diferenciadores en la forma de adquirir el control de una compañía, principalmente por diferencias en la regulación y estructura de propiedad de las empresas Chilenas.

Palabras clave: Toma de control, oferta pública de adquisición de acciones, premio de control.

## Abstract

The Chilean market of corporate control is analyzed, looking at the effect that these operations have had upon minority stock holders. The results obtained indicate that a take over through a public offering of equity purchase (tender offer) have had a positive effect on stock holders, where is recognized the payment of an important prize to the controller stock holder. Upon comparing the results obtained with the international experience, is found that the results are similar in sign although in different magnitudes, with distinguishing aspects in the form to acquire a companies' control, mainly by differences in the regulation and ownership structure of Chilean companies.

Key words: Take over, tender offer, control prize.

# 1 INTRODUCCIÓN

Comúnmente el control de una empresa se asocia a la adquisición de la mayoría accionaria de ésta, aunque no siempre es así. En efecto, el porcentaje accionario que se necesita para controlar una sociedad depende, por ejemplo, de las provisiones sobre el derecho a voto contenidos en los estatutos de la empresa, pues perfectamente pueden existir series de acciones con derecho a voto limitado o sin derecho a voto.<sup>1</sup> También pueden existir estructuras piramidales o entrecruzamientos entre dos o más empresas, de modo que, a través del control de la empresa matriz, es posible controlar a las subsidiarias. Finalmente, pueden existir pactos de accionistas o algún sistema de control de hecho, que permite que una persona o empresa, que no ha adquirido la mayoría accionaria, pueda elegir la mayoría del directorio.

La importancia de este control radica en que en una sociedad anónima, por su naturaleza, las decisiones las adoptan quienes tienen el control, y por esta razón existe un valor de mercado asociado a la posibilidad de dirigir la administración, o al menos, influir decisivamente en ella. Una forma de verificar el valor que el mercado le asigna al control es observando compras de empresas en que se ha producido una transferencia de control, que corresponde a la adquisición de una participación accionaria que le permite a la empresa adquirente dirigir la administración de una compañía, o al menos influir decisivamente en ella, y donde la decisión de invertir es realizada precisamente con la intención de ejercer estas facultades de dirección o influencia.

Un aspecto muy importante que debe ser considerado al momento de analizar las causas y consecuencias de las tomas de control corresponde a las diferentes estructuras de control que se presentan como consecuencia de la relación existente entre la propiedad de las empresas y el control corporativo: los grandes accionistas deben enfrentar el riesgo que significa una fuerte inversión concentrada en una sola empresa a cambio del potencial control que dicha inversión permite. En cambio, los accionistas diversificados reducen su riesgo, pero tienen menor o ninguna influencia en la administración de la empresa.

En este trabajo se analizan seis casos de control corporativo ocurridos en nuestro país en los últimos años. En particular se escogieron aquellas operaciones que involucraron una Oferta Pública de Acciones, porque existe mayor información respecto a este tipo de transacciones y por la importancia que su estudio tiene para el desarrollo del mercado de capitales. Los casos escogidos corresponden a importantes adquisiciones ocurridas en los últimos años, no sólo por los montos involucrados, sino que también por la naturaleza de sus protagonistas. Además, permiten visualizar distintas formas en que puede ser adquirido el control de una compañía. Los casos analizados son: Banco Santiago (1995), Lord Cochrane (1998), Banco Bhif (1998), Campos Chilenos (1999), Enersis (1999) y Endesa (1999).

---

<sup>1</sup> En Chile esta situación cambia de manera significativa con la publicación de la Ley No. 19.705 del 20/12/2000 en que se restringen las opciones de las acciones con distintas series, el premio por control al que pueden aspirar los accionistas controladores, etc...

## 2 EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Como se indica en la tabla 1, EE.UU. y R.U. se caracterizan por el gran número de empresas que transan en bolsa y por una alta capitalización bursátil. En cambio, países como Francia, Alemania y Bélgica poseen un menor número de empresas que transan en bolsa, y un patrimonio bursátil inferior al 55% del GDP. A modo de comparación, también se presenta esta información para el caso de Chile.

<b>Tabla 1: Características del Mercado Accionario en Diversos Países, 1998</b>						
<b>País</b>	<b>EE.UU.</b>	<b>R.U.</b>	<b>Francia</b>	<b>Alemania</b>	<b>Bélgica</b>	<b>Chile</b>
<i>Total GDP (MMUS\$)</i>	8.210.600	1.357.429	1.432.902	2.142.018	247.076	78.025
<i>Población (miles)</i>	270.029	59.055	58.782	82.115	10.207	14.822
<i>GDP per capita (US\$)</i>	30.406	22.986	24.376	26.085	24.206	5.264
<i>Patrimonio Bursátil</i>						
<i>MMUS\$</i>	11.308.779	1.996.255	674.368	825.233	136.965	51.866
<i>% GDP</i>	137,7	147,1	47,1	38,5	54,4	66,5
<i>Montos Transados</i>						
<i>MMUS\$</i>	10.212.360	828.330	405.457	1.030.494	29.817	4.409
<i>% GDP</i>	124,4	61,1	28,3	48,1	12,1	5,7
<i>Rotación accionaria* (%)</i>	90,3	41,5	60,12	124,8	21,77	8,5
<i>Nº Sociedades</i>	8.851	2.046	683	700	138	287
<i>% Propiedad en manos de los 5 mayores accionistas</i>	16%	20%	39%	42%	60%	73%

(\*): Medido como montos transados sobre patrimonio bursátil (%).

Fuente: *World Development Indicators Database, World Bank, 1999.*

Aquí se observa que a diferencia de EE.UU. y R.U., Alemania, Francia y Bélgica se caracterizan por una alta concentración de la propiedad. Además, el control que ejercen los accionistas mayoritarios sobre las empresas en estos países es aún mayor, principalmente por el uso de estructuras piramidales y otros mecanismos de control.

En este contexto, las tomas de control pueden tener efectos diversos<sup>2</sup>. Por ejemplo, si la estructura de propiedad es dispersa, y por lo tanto, es más difícil para los accionistas monitorear en forma efectiva a sus gestores, las tomas de control pueden ser una poderosa arma contra la discrecionalidad de la administración, ya que ésta podría ser reemplazada a través de una toma de control hostil. Esta situación es menos probable que ocurra cuando la estructura de propiedad es concentrada, ya que este tipo de estructuras no facilitan las tomas de control hostiles.

Otro aspecto que debe ser considerado al momento de analizar las causas y consecuencias de las tomas de control es la legislación vigente en cada país, ya que puede ser decisiva en la forma como se desarrollen las transacciones por el control corporativo<sup>3</sup>.

En las tablas 2 y 3 se presentan las principales características de las tomas de control en Estados Unidos, país con una estructura de propiedad dispersa, y Bélgica y Francia, que presentan una estructura de propiedad concentrada y distinta regulación.

En general, los resultados empíricos<sup>4</sup> indican que las empresas que reciben una oferta de toma de control experimentan importantes aumentos en el precio de sus acciones al momento

---

<sup>2</sup> Existen muchas hipótesis que intentan explicar las causas de las adquisiciones y cambios de propiedad en las empresas, la mayoría de las cuales asume que la decisión de adquirir una empresa, como cualquier otra decisión de inversión, debería estar motivada principalmente por el deseo de incrementar el valor de mercado de la empresa adquirente. En ese caso, se dice que la administración tiene un *comportamiento de maximización del valor económico de la empresa*. Otras, como la hipótesis de maximización de utilidades de los administradores, señalan que se podrían observar condiciones de no maximización de valor si la administración estuviese motivada por el deseo de aumentar el tamaño de la empresa, sin considerar si la adquisición es o no una actividad creadora de valor.

Los posibles beneficios dicen relación con el traspaso de los recursos hacia usos más eficientes y la generación de riquezas por las sinergias que una combinación de sociedades puede producir. De acuerdo a esto, si la adquisición es realizada utilizando el criterio de maximización del valor económico de la empresa, existirá una ganancia económica esperada positiva de la adquisición, y dependiendo de las condiciones legales y de competencia en el mercado, parte de estas ganancias podrían ser obtenidas por los accionistas de la empresa adquirida, y la empresa compradora debería al menos ganar la tasa de retorno normal. En cambio, si las adquisiciones son usadas para maximizar el crecimiento en las ventas o los activos o por el deseo de controlar una gran empresa, lo más probable será que no se obtengan ganancias económicas para ser divididas entre las compañías y, dado los costos de negociación y los potenciales problemas de coordinación de una empresa en expansión, es posible que se produzcan pérdidas económicas.

Otro efecto positivo corresponde al rol disciplinador que cumplen las tomas de control sobre los administradores, ya que la sola amenaza de ser identificado como un posible objetivo de adquisición actúa como una poderosa herramienta que incentiva a los administradores a maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, y no para sí mismos.

<sup>3</sup> Ver La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1998, 1999).

<sup>4</sup> Ver por ejemplo Dodd y Ruback (1977), Bradley (1980), Jensen y Ruback (1983), Bradley, Desai y Kim (1988), Ruback (1983, 1986, 1988).

del anuncio de la oferta. Por su parte, las empresas que realizan las ofertas también registran alzas en el precio de sus acciones, aunque menor que el que se observa en las empresas adquiridas.

Diversos estudios<sup>5</sup> de empresas de EE.UU. indican que la revalorización de las acciones de la empresa objetivo se mantuvo sólo cuando la oferta fue exitosa o cuando la oferta inicial fracasó, pero la empresa recibió una oferta posterior que sí fue exitosa. Además, los retornos de aquellos que realizaron ofertas no exitosas fueron nulos o negativos, dependiendo si el fracaso se debió a la oposición de la administración de la empresa adquirida o a la existencia de otra mejor oferta.

Estos resultados indicarían que la empresa oferente exitosa posee un recurso especializado que le permite realizar una mejor oferta y que la sinergia creada por la combinación con los recursos de la empresa objetivo, sitúan a la empresa oferente no exitosa en una posición desventajosa en el mercado. Por lo tanto, se requiere una adquisición exitosa (cambio en el control) para obtener una revalorización permanente de las acciones.

También se observa que en EE.UU., las tomas de control juegan un papel importante en controlar a los administradores y alinear sus intereses a los de los accionistas, ya que la tasa de rotación de ejecutivos en las empresas objetivo aumentó sustancialmente después de una oferta de compra exitosa (*tender offer*), especialmente en aquellas empresas que se desempeñaban peor que el promedio de su industria y que el mercado<sup>6</sup>.

En el caso de Bélgica<sup>7</sup> y Francia<sup>8</sup> es posible observar el impacto de las estructuras de propiedad concentradas en las ganancias obtenidas por los accionistas de la empresa objetivo y oferente, y también cómo son estas ganancias cuando se realizaron ofertas privadas previas.

Como se muestra en la tabla 2, el porcentaje de propiedad de la empresa objetivo en manos del oferente antes de la oferta es mucho mayor en Bélgica y Francia que en EE.UU., especialmente en el caso de las ofertas directas (*tender offer*). Esto se debe a que en estos

---

<sup>5</sup> Ver Bradley, Desai y Kim (1983), Ruback (1988).

<sup>6</sup> Ver Martin y McConnell (1991).

<sup>7</sup> Ver Van Hulle y Vermaelen (1991), Renneboog (1998).

países, es más probable que el oferente realice una oferta directa sólo si posee un porcentaje importante de la propiedad de la empresa objetivo. De lo contrario, la única forma de asegurar el éxito de la oferta es a través de negociaciones con los accionistas controladores, vale decir, a través de negociaciones privadas previas. No obstante que en estos países, el realizar una oferta privada implica un costo adicional en relación a las ofertas directas, ya que la legislación francesa y belga obliga a los oferentes a extender una oferta privada previa con un controlador a todos los demás accionistas de la empresa objetivo, con las mismas condiciones de la oferta inicial.

En el caso de Bélgica, el premio ofrecido y los retornos anormales acumulados por los accionistas de la empresa objetivo son mayores cuando hubo una negociación previa con el controlador, lo que se explica por el mayor poder negociador de éstos y por la obligatoriedad de extender la oferta para todos los accionistas. Este mayor retorno también se debe a que en las ofertas privadas previas se produjo un cambio efectivo en el control de la empresa en comparación con las ofertas directas, ya que en este último caso el oferente poseía un gran porcentaje de la empresa objetivo. En cambio en Francia, los retornos y premios fueron mayores cuando las ofertas fueron realizadas en forma directa. Esto debido a que, en comparación con Bélgica, en Francia es menos atractivo para el oferente realizar una negociación privada previa, ya que las empresas son menos concentradas y porque los oferentes adquieren el control absoluto con el 66% de la empresa (en Bélgica, en cambio, el control absoluto se obtiene con un 75% de la propiedad).

De esta forma, a través del estudio del caso americano, belga y francés, es posible concluir que, a pesar de las importantes diferencias que exhiben estos países en cuanto al tamaño de la economía, concentración de la propiedad y regulación, las tomas de control en general, y las *ofertas de compra (tender offer)* en particular, *son actividades creadoras de riqueza para los accionistas de la empresa oferente y objetivo.*

---

<sup>8</sup> Ver Eckbo (1989), Bloch y Kremp (1998).

Tabla 2: Resumen Características Tomas de Control en E.E.U.U, Bélgica y Francia						
	E.E.U.U <sup>a</sup>		Bélgica <sup>b</sup>		Francia <sup>c</sup>	
Tipo de Negociación	Oferta Directa (tender offer)	Oferta Directa (tender offer)	Oferta Privada previa y posterior Tender Offer	Oferta Directa (tender offer)	Oferta Privada previa y posterior Tender Offer	Minority Buyout
Período Muestra	7/63 -12/84	1/70- 12/85	1/70 -12/85	1/70-12/82	1/72 -12/82	1/66-1/82
Tamaño Muestra	236	40	46	34	93	29
% Prop. en manos del oferente, antes de la oferta	9,8%	46,9%	15,1%	23,0%	12,6%	79,5%
% Prop. comprado por el oferente	60,4%	35,0%	70,5%	59,0%	59,0%	24,1%
Premio Ofrecido	30,0%	40,5%	52,1%	73,3%	27,4%	38,3%
CAR Empresa Objetivo	31,8%	27,0%	45,6%	28,5%	8,5%	23,2%
% Empresas con CAR Positivo	95,0%	85,5%	-	79,2%	54,8%	79,6%
CAR Empresa Oferente	0,9%	-3,2%	2,9%	-0,1%	0,9%	-4,6%
% Empresas con CAR Positivo	47,0%	84,0%	-	41,7%	53,3%	36,0%

<sup>a</sup> Retornos anormales acumulados (CAR) en el período de 5 días antes de la oferta hasta 5 días después de ésta.

Fuente: Bradley, Desai y Kim, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 21, 1988, pp.3-40.

<sup>b</sup> En el caso de las ofertas privadas previas, el porcentaje de propiedad comprado por el oferente incluye el porcentaje adquirido en forma privada y en forma pública.

Premio ofrecido en base al precio de mercado 6 meses antes de la oferta.

Retornos anormales acumulados (CAR) en el período de 6 meses antes de la oferta hasta 6 meses después de ésta.

Fuente: Van Hulle, y Vermaelen, "Regulation, Taxes and the Market for Corporate Control in Belgium", *Journal of Banking and Finance* 15, 1991, pp.1143-1170.

<sup>c</sup> En el caso de las ofertas privadas previas, el porcentaje de propiedad comprado por el oferente incluye el porcentaje adquirido en forma privada y en forma pública.

Premio ofrecido en base al precio de mercado 2 meses antes de la oferta.

Retornos anormales acumulados (CAR) en el período de 2 meses antes de la oferta hasta 2 meses después de ésta.

"Minority buyout" se refieren a transacciones donde el oferente poseía más del 67% de la empresa objetivo y deseaba adquirir el 100% de ésta.

Fuente: Eckbo y Langohr, "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offer in France", *Journal of Financial Economics* 24, 1989, pp.363-403.

**Tabla 3: Comparación Estructuras de Control y Regulaciones**

País	Estructuras de Propiedad y Control	Principales Accionistas	Principales Mecanismos de Control	Regulación Tomas de Control	Características de las Tomas de Control
<b>EE.UU.</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Baja concentración de la propiedad.</li> <li>- Accionistas ejercen poco control en la empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fondos Pensiones</li> <li>- Fondos Inversión</li> <li>- Fondos Mutuos</li> <li>- Particulares</li> </ul>	Control Indirecto sobre la administración a través de tomas de control hostiles, proxy contest, LBO, protección derechos accionistas minoritarios, etc.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inversionistas que poseen sobre el 5% de la propiedad de una empresa deben notificar a la SEC.</li> <li>- Se permite ofrecer precios distintos a través de ofertas públicas en dos etapas (two tier tender offer).</li> <li>- Restricciones a los montos invertidos en una empresa para: Bancos (inversiones pasivas), fondos mutuos y pensiones (inversiones diversificadas).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Generalmente ofertas condicionadas a un porcentaje mínimo para ser declaradas exitosas.</li> <li>- Oferente posee bajo o nulo porcentaje de propiedad de la empresa objetivo.</li> <li>- Tomas de control hostiles son muy frecuentes.</li> <li>- Uso de diversos mecanismos de defensa a una toma de control (poisson pills, etc.)</li> </ul>
<b>Francia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Alta concentración de la propiedad.</li> <li>- Accionistas ejercen un mayor control a través de:</li> <li>Uso de estructuras de propiedad piramidales.</li> <li>Uso de acciones con distintos derechos económicos y políticos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Empresas holding</li> <li>- Particulares</li> <li>- Bancos</li> </ul>	Control Directo sobre la administración, monitoreo por parte de principales accionistas.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Desde 1973, si una empresa adquiere el control de otra a través de una negociación privada, y paga un premio, debe realizar una oferta pública a todos los demás accionistas, bajo las mismas condiciones que la primera.</li> <li>- Desde 1989, se debe notificar cualquier cambio de propiedad que implique alcanzar 5%, 10%, 20%, 33%, 50% y 66% de una empresa.</li> <li>- Control absoluto con un 66% de la propiedad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ofertas generalmente amistosas.</li> <li>- En ofertas públicas directas, el oferente posee cierto porcentaje de propiedad de la empresa objetivo previo a la oferta.</li> <li>- En las "minority buyout", el oferente posee un alto porcentaje de propiedad (sobre 67%) de la empresa objetivo previo a la oferta, y buscaba el 100% de ésta.</li> </ul>
<b>Bélgica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Alta concentración de la propiedad.</li> <li>- Mayor control a través de:</li> <li>Uso de estructuras de propiedad piramidales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Familias</li> <li>- Empresas holding</li> </ul>	Control Directo sobre la administración, monitoreo por parte de principales accionistas.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Antes de 1989, no se requería revelar los cambios de propiedad, salvo en reportes anuales.</li> <li>- Desde 1989, accionistas deben declarar su participación, directa o indirecta, sobre 5% y cualquier cambio de múltiplos de 5%.</li> <li>- Si una empresa adquiere el control de otra a través de una negociación privada, y paga un premio, debe realizar una oferta pública a los demás accionistas, bajo las mismas condiciones que la primera.</li> <li>- La autoridad determina cuando una transacción involucra el control de la empresa.</li> <li>- Control Absoluto con un 75% (supermayorías para fusiones, transformaciones, etc.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Generalmente son ofertas incondicionales.</li> <li>- Ofertas amistosas, generalmente con una negociación privada con accionista controlador.</li> <li>- En ofertas públicas directas, el oferente posee un alto porcentaje de propiedad de la empresa objetivo previo a la oferta.</li> </ul>

### 3 MERCADO ACCIONARIO EN CHILE

Es necesario destacar que la información disponible sobre este tema es bastante limitada en comparación con otros países. Si bien es cierto que el mercado por el control corporativo se ha ido desarrollando en forma conjunta con nuestra economía, sólo han adquirido notoriedad aquellos casos que se han caracterizado por sus grandes montos involucrados o por fuertes batallas legales.

En general, la mayoría de las operaciones por el control de empresas en Chile han sido amistosas, generalmente a través de transacciones privadas y en este último tiempo, a través de OPAs. Esto se explica por las particulares características del mercado accionario chileno y su regulación.

Como se observa en la tabla 4, el mercado accionario nacional es bastante pequeño en comparación con el de EEUU, tanto en número de sociedades, patrimonio bursátil y montos transados:

<b>Tabla 4: Características del Mercado Accionario en América, 1998</b>					
<b>País</b>	<b>EE.UU.</b>	<b>Brasil</b>	<b>México</b>	<b>Chile</b>	<b>Argentina</b>
<i>Total GDP (MMUS\$)</i>	8.210.600	778.292	393.224	78.025	344.360
<i>Población (miles)</i>	270.029	165.874	95.949	14.822	36.130
<i>GDP per capita (US\$)</i>	30.406	4.692	4.098	5.264	9.531
<i>Patrimonio Bursátil</i>					
<i>MMUS\$</i>	11.308.779	160.887	91.746	51.866	45.332
<i>% GDP</i>	137,7	20,7	23,3	66,5	13,2
<i>Montos Transados</i>					
<i>MMUS\$</i>	10.212.360	128.296	30.897	4.409	19.677
<i>% GDP</i>	124,4	16,5	7,9	5,7	5,7
<i>Rotación accionaria</i>	90,3	79,7	33,7	8,5	43,4
<i>Nº Sociedades</i>	8.851	536	198	287	136

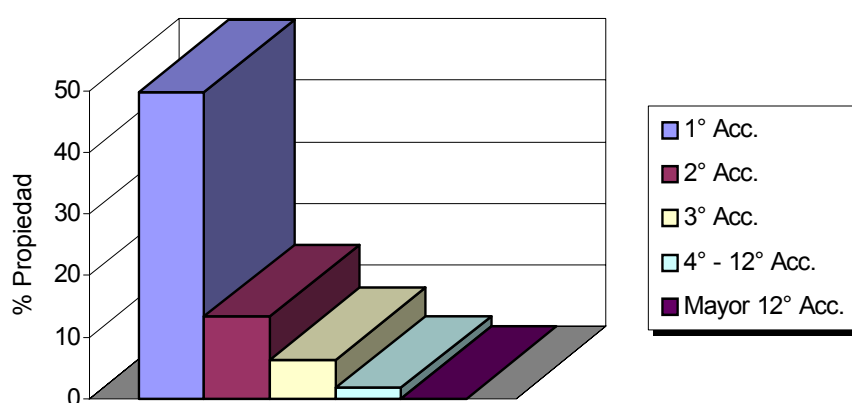
*Fuente: World Development Indicators Database, World Bank, 1999.*

Aquí también se puede apreciar que los montos transados en Chile durante 1998 correspondieron a menos del 10% del patrimonio bursátil, lo que equivale a sostener que en un año, sólo un 10% de la propiedad de las empresas en bolsa cambian de dueño. En cambio, en bolsas desarrolladas como la de EE.UU. la rotación accionaria es aproximadamente el 90% de su patrimonio al año.

Otra característica distintiva de nuestro mercado es que se encuentra *altamente concentrado*, lo cual se ve reflejado en el gran porcentaje de propiedad que acumulan los controladores o accionistas mayoritarios, en muchas de las empresas nacionales.

La figura 1 presenta información acerca de la estructura de propiedad de 212 de las empresas nacionales transadas en la Bolsa de Comercio de Santiago, en el año 1998:

**Figura 1: Estructura de Propiedad Promedio de 212 Sociedades Anónimas Chilenas, año 1998**



*Fuente: Elaboración propia a partir de FECU's 1998.*

Aquí se aprecia que, en promedio, el accionista mayoritario es dueño de casi el 50% de la propiedad de la empresa. El segundo accionista en cambio, posee un poco más del 10% de la propiedad, y por lo tanto, no podría bloquear las decisiones del accionista mayoritario. Sin embargo, las decisiones que requieren quórum especiales (tales como fusiones, liquidaciones, etc.), requerirían de la coalición de los tres mayores accionistas.

Además, es interesante señalar que el grado de concentración de las empresas nacionales ha aumentado en los últimos años. Como se indica en la tabla 5, a comienzos de la década sólo un 65% de la propiedad estaba en manos de los 10 principales accionistas, mientras que en 1998 esa participación se elevó a más del 80%.

También se observa que los principales inversionistas corresponden a otras compañías y sociedades de inversión, seguidos por inversionistas privados, AFP's y otros (fondos de inversión, fondos mutuos y compañías de seguros).

Año	N° Obs.	% Propiedad		Principales Inversionistas (% Patrimonio Bursátil)			
		Mayor Accionista	Diez Mayores Accionistas	Compañías	AFP y otros	Privados	Estado
90	125	39,26	65,26	70,18	0,62	29,20	3,18
91	137	41,35	72,59	68,75	2,79	28,46	3,63
92	146	40,42	74,53	67,54	4,71	27,75	5,23
93	167	41,02	73,46	64,65	8,19	27,16	2,69
94	178	41,79	80,51	64,62	9,76	25,63	2,87
95	181	39,42	76,07	69,63	4,79	25,52	0,06
96	193	41,59	78,26	71,56	6,43	22,01	5,53
97	207	44,91	79,43	71,08	8,68	20,24	3,65
98	212	49,81	81,65	76,04	4,98	18,61	3,07

(\*): Se consideró como "Compañías" a los doce primeros accionistas (descontando a las AFPs, fondos de inversión, fondos mutuos y compañías de seguros) y como "Privados" al resto de los accionistas.

Fuente: Elaboración propia a partir de FECU's 1990 - 1998.

Aquí se aprecia, además, que el aumento en la concentración accionaria que se ha registrado en los últimos años parece tener su origen principalmente en el aumento de la participación de las AFP's y de otras "compañías". También es posible observar que los accionistas particulares gradualmente han disminuido su inversión en las sociedades que se transan en bolsa.

Así mismo, es importante señalar que muchas de las "compañías" antes mencionadas son sociedades anónimas cerradas que se encuentran claramente ligadas a familias o a grupos de inversionistas. Al respecto, existen diversos estudios<sup>9</sup> que señalan como característica principal de la estructura de propiedad de las empresas chilenas la existencia de los llamados *grupos económicos*<sup>10</sup>, que corresponden a conjuntos de empresas con relaciones de propiedad, administradas en forma centralizada, a través de personas ligadas por lazos familiares o de confianza mutua, y que generalmente operan en diferentes sectores económicos.

<sup>9</sup> Ver Paredes (1994), Majluf, Abarca, Rodríguez y Fuentes (1998).

<sup>10</sup> El artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores define: "grupo empresarial (económico) es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal manera en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes

De acuerdo a un estudio realizado por Fuentes (1997), en el que se analizan las principales características de los cinco grupos económicos más importantes en Chile, se observa que las empresas controladas por estos grupos presentan una estructura de propiedad caracterizada por un arreglo multicapa, donde existen tres niveles de control. El primer nivel corresponde a las *sociedades de inversión*, que manejan directamente los fondos de los grupos. El segundo nivel corresponde a las empresas *matrices o holding*, que son controladas por las sociedades de inversión, a través de diversos mecanismos y generalmente se concentran en una industria. El último nivel corresponde a las *subsidiarias*, generalmente coligadas de la empresa matriz.

Además, los grupos mantienen un *control directo* sobre las compañías holding y presentan una alta repetición de los miembros del directorio en las diversas compañías que poseen, lo que respondería a una forma de monitorear sus empresas de un modo más directo.

Por lo tanto, debido a que nuestro mercado es relativamente pequeño, que la propiedad de las sociedades anónimas que transan sus títulos en él se encuentra altamente concentrado y que en general, los accionistas mayoritarios ejercen un control directo sobre la administración, para adquirir el control de éstas *sería indispensable negociar con los accionistas controladores* y por lo tanto sería poco probable que existiesen tomas de control hostiles en estas circunstancias.

Para comprobar lo anterior, se analizarán seis casos de control corporativo ocurridos en nuestro país en los últimos años. En particular se escogieron aquellas operaciones que involucraron una Oferta Pública de Acciones, porque existe mayor información respecto a este tipo de transacciones y por la importancia que su estudio tiene para el desarrollo del mercado de capitales. Los casos escogidos corresponden a una muestra representativa de adquisiciones importantes ocurridas en los últimos años, no sólo por los montos involucrados, sino que también por la naturaleza de sus protagonistas. Además, permiten visualizar distintas formas en que puede ser adquirido el control de una compañía. Los casos analizados son: Banco Santiago (1995), Lord Cochrane (1998), Banco Bchif (1998), Campos Chilenos (1999), Enersis (1999) y Endesa (1999).

---

del grupo o subordinados a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que les otorgan o en la adquisición de valores que emiten".

Finalmente, es importante señalar que los casos fueron analizados bajo la legislación vigente a diciembre de 1999<sup>11</sup>. Sin embargo, se mencionan algunas características que deberían haber presentado estas ofertas si se hubiesen realizado bajo la ley actual<sup>12</sup>.

## CASOS:

1. **Toma de control del Banco Santiago** por parte del principal accionista de la época, el grupo Luksic, cuando en 1995 aumentó su participación desde 24.4% a 50%, a través de una OPA, ver Tabla 6.

<b>Tabla 6: Características Oferta sobre Banco Santiago</b>						
<b>Anuncio:</b> 12/12/95	<b>Porcentaje a Adquirir</b>			<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>	
<b>Período Vigencia Oferta:</b> 19/12/95 al 31/01/96					A: \$12,25	
<b>Tipo:</b> OPA sobre acciones serie A, B y C.					B: \$22	
Aceptación asignaciones por orden de llegada.	25,55%			3.200.000.000	C: \$40	
<b>Precio Acción Banco Santiago</b>	<b>\$/acc</b>	<b>\$/acc</b>	<b>\$/acc</b>	<b>Premio</b>	<b>Ofrecido</b>	<b>en la OPA</b>
<b>Serie</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>C</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>C</b>
Cierre 7/12/95	12,2	14,2	40,0	0,0%	54,9%	0,0%
Cierre 30/06/99*	-	9,4	-	-	135,3%	-
Promedio último semestre antes de la OPA	9,7	14,5	39,3	26,3%	51,9%	1,8%
Mayor últimos 2 años antes de la OPA	15,0	17,8	46,0	-18,3%	23,6%	-13,1%
Menor últimos 2 años antes de la OPA	3,0	5,0	22,9	308,3%	339,1%	74,7%
Promedio últimos 2 años antes de la OPA	9,8	10,9	36,7	25,0%	102,6%	8,9%
<b>Estructura de Propiedad:</b> Grupo Luksic accionista mayoritario (24.5%). Siguiendo accionistas dispersos. Series A, B, C, con distintos derechos económicos (dividendos).						
<b>Características:</b>						
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Objetivo: acelerar el proceso de fusión del Banco Santiago y O'Higgins.</li> <li>▪ Amistosa, Parcial y no Condicional. Oferta por el 25.55% del Banco Santiago, sin condiciones para declarar la oferta exitosa.</li> <li>▪ Aceptación de asignaciones en orden de llegada<sup>13</sup>.</li> </ul>						
<b>Nueva Ley:</b> De acuerdo con esta iniciativa, el grupo Luksic debió haber realizado la oferta a prorrata para todos los accionistas, y no en orden de llegada. Además, debió haber estipulado qué porcentaje deseaba adquirir de cada serie y por qué ofrecía esos precios por cada una de ellas.						

*Fuente: OPA Banco Santiago y estimaciones.*

<sup>11</sup> A diciembre de 1999, nuestro país no contaba con una legislación particularmente especial con respecto a las tomas de control. Sin embargo, estaban sujetas a las normas generales que se aplican sobre compraventa de acciones de sociedades anónimas abiertas y a la legislación que regula a los emisores de valores de oferta pública y a la legislación de sociedades anónimas. Ley N°18.046, artículos 39, 42, 61 y 67 (Ley sobre Sociedades Anónimas) y Ley N°18.045, artículos 12, 54 y 97 (Ley Mercado de Valores).

<sup>12</sup> Ley N° 19.705, Publicada el 20/12/2000 (Regula las Ofertas Publicas de Adquisición de Acciones OPAs y Establece Regimen de Gobiernos Corporativos)

<sup>13</sup> La aceptación de asignaciones en orden de llegada provocó un efecto escasez al establecer una cuota que llevó a que muchos accionistas se precipitaran a vender, en vez de esperar una eventual oferta competidora. Además muchos de ellos se quedaron fuera de la oferta.

2. **Toma de control de Lord Cochrane** por parte del controlador de la época, R.R. Donnelley, cuando aumentó su participación desde 55.13% a 78.33%, a través de una negociación con otros accionistas importantes y posteriormente realiza una OPA, ver Tabla 7.

<b>Tabla 7: Características Oferta sobre Lord Cochrane</b>			
<b>Fecha:</b> 16/07/98	<b>Porcentaje Adquirido</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>
<b>Tipo:</b> Compra Privada a Inv. Citiminera*	4,99%	20.165.294	\$133,71
Compra Privada a Inv. Citicorp Chile*	8,26%	33.394.490	\$133,71
<b>Anuncio:</b> 17/07/98	<b>Porcentaje a Adquirir</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>
<b>Período Vigencia Oferta:</b> 24/07/98 al 07/08/98	8,00%	32.334.230	\$120
<b>Tipo:</b> OPA, sistema telepregón			
<b>Anuncio:</b> 24/07/98	<b>Porcentaje a Adquirir</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>
<b>Período Vigencia Oferta:</b> 27/07/98 al 07/08/98	4,00%	16.167.115	\$120
<b>Tipo:</b> Extensión OPA, sistema telepregón			
<b>Precio Acción Lord Cochrane</b>	<b>\$/acc</b>	<b>Premio Ofrecido en la OPA</b>	
Cierre 16/07/98	72,00	66,70%	
Cierre 27/05/99	100,00	20,00%	
Promedio último semestre antes de la OPA	81,00	48,45%	
Mayor últimos 2 años antes de la OPA	145,00	-17,24%	
Menor últimos 2 años antes de la OPA	65,00	84,62%	
Promedio últimos 2 años antes de la OPA	98,93	21,30%	
<b>Estructura de Propiedad:</b> Accionista mayoritario R.R. Donnelley (55.13%). Segundo accionista Soc. Inmobiliaria Los Nogales 20.09%, seguido por Citicorp y Citiminera, con 8.26% y 4.99%, mientras que el 11.6% restante estaba en manos de otros accionistas pequeños.			
<b>Características:</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Objetivo: alcanzar el 66% de la empresa, por lo que era más factible negociar previamente con algún accionista, en vez de realizar una OPA directamente (dada la estructura de propiedad).</li> <li>▪ Compra Privada de un 13.25% por parte de RR Donnelley a dos de los mayores accionistas a un precio de \$133.71. Posteriormente, con un 68.3% en sus manos, abrió un poder comprador (OPA) para adquirir hasta un 8% del total de las acciones emitidas, a un precio de \$120 por título y pagadero en efectivo, oferta que luego fue ampliada a un 12%<sup>14</sup>.</li> <li>▪ Amistosa, Parcial y No Condicional: oferta por un 8% en la primera y 4% en la segunda, sin condición para declararlas exitosas el que se alcanzaran dichos porcentajes.</li> <li>▪ Sistema de Telepregón<sup>15</sup>: Esto implicó que a pesar de que el precio ofrecido fue de \$120, el precio realmente obtenido por aquellos accionistas que vendieron sus acciones en la primera OPA fue menor, dado que se recibieron ofertas de venta por menos de ese precio, en un intento de asegurar su venta.</li> </ul>			
<b>Nueva Ley:</b> De acuerdo a esta iniciativa, R.R Donnelley debió haber realizado una OPA por el 100% de la empresa. Además, debió haber ofrecido el mismo precio a controladores y no controladores <sup>16</sup> . Finalmente, se debió aplicar el sistema de prorrata en vez del telepregón.			

Fuente: OPA Lord Cochrane y estimaciones.

<sup>14</sup> El incremento accionario a través de *dos operaciones*, en lugar de una sola, se debería a que la compañía norteamericana optó por obtener el control total y absoluto en la primera transacción, al aumentar de 55.13% a 68.3% su participación. Después de la compra a Citiminera y Citicorp, sólo un 31.6% quedó en manos de otros accionistas, y de ese porcentaje, el 20.09% pertenecía a Soc. Inmobiliaria Los Nogales. Esto implicaba que sólo el 11.6% estaba realmente en manos de accionistas minoritarios, por lo que una OPA por un 8% los dejaría en una mala posición, razón por la que ésta finalmente se amplió a un 12%.

<sup>15</sup> Asignación de las ofertas de venta por estricto orden de precedencia desde el menor a mayor precio. Nuevamente se generó un efecto escasez que provocó que muchos ofrecieran sus acciones más barato y que otros se quedaran afuera. Esta situación fue corregida con la ampliación de la OPA por el 4% restante.

<sup>16</sup> Si bien es cierto, no se ofreció el mismo precio, tampoco se ofrecieron las mismas condiciones de pago, ya que en la transacción privada se acordó pagar \$133.71 por acción, pero un 10% contado y el saldo a 5 años plazo, mientras que en la OPA se pagó \$120 al contado.

3. **Toma de control del Banco BHIF** por parte del Banco Bilbao Vizcaya al adquirir el 55% del Banco Bhif, a través de una negociación con accionistas mayoritarios y de una OPA, ver Tabla 8.

<b>Tabla 8: Características Oferta sobre Banco Bhif</b>			
<b>Fecha:</b> 18/06/98 <b>Tipo:</b> Compra Privada al grupo Said, Massú, Summar y Fundación María Teresa Brown.	<b>Porcentaje Adquirido</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>
	10%	20.318.707	\$851,06
<b>Anuncio:</b> 18/06/98 <b>Período Vigencia Oferta:</b> 04/09/98 al 14/09/98 <b>Tipo:</b> OPA, sistema Telepregón	<b>Porcentaje a Adquirir</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>
	10%	20.318.707	Precio máx. \$851,06 Precio mín. \$580,00
<b>Anuncio:</b> 18/06/98 <b>Fecha:</b> 24/09/98 <b>Tipo:</b> Suscripción del número de acciones de nueva emisión necesarias para completar el 55% del banco.	<b>Nº Acciones Suscritas</b>		<b>Monto</b>
	158.034.393		\$126.003 millones
<b>Precio Acción Banco Bhif</b>	<b>\$/acc</b>	<b>Premio Ofrecido en la OPA (precio máx.)</b>	<b>Premio Ofrecido en la OPA (precio mín.)</b>
Cierre 17/06/98	650,00	30,93%	-10,77%
Cierre 24/06/99	730,00	16,58%	-20,54%
Promedio último semestre antes de la OPA	635,37	33,95%	-8,72%
Mayor últimos 2 años antes de la OPA	890,00	-4,38%	-34,83%
Menor últimos 2 años antes de la OPA	555,00	53,30%	4,50%
Promedio últimos 2 años antes de la OPA	754,57	12,79%	-23,14%
<b>Estructura de Propiedad:</b> 12 mayores accionistas poseían el 90,64% del banco, y los cuatro controladores mencionados en el pacto de accionistas <sup>17</sup> acumulaban un 73% propiedad. Además, un 16.53% de la propiedad pertenecía a accionistas extranjeros, a través de ADRs.			
<b>Características:</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Objetivo: Obtener el 55% del Banco Bhif.</li> <li>▪ Compra Privada de 10% a accionistas mayoritarios, a un precio de \$851,06 por acción.</li> <li>▪ OPA por un 10% a un precio de \$851,06 por acción, a través del sistema de telepregón.</li> <li>▪ Amistosa, Parcial y no Condicional, pues no se exigió como condición de éxito el alcanzar el 10% en la OPA<sup>18</sup>.</li> <li>▪ Aumento de capital suscrito por el BBV con el que alcanzó el 55% de la propiedad del Bhif. Esta operación permitió que todos los accionistas mayoritarios se mantuvieran en la empresa y le permitió al BBV pagar el 45% de dicho aumento en un plazo de 2 años.</li> </ul>			
<b>Nueva Ley:</b> de acuerdo a esta iniciativa no se habría podido realizar la compra previa a los controladores en forma directa, sino sólo a través de una OPA. Además, se debió aplicar el sistema de prorrata en vez del telepregón.			

Fuente: OPA Banco Bhif y estimaciones.

<sup>17</sup> El pacto tuvo por objeto regular las decisiones que se refieran a los asuntos y negocios que son importantes para la institución financiera. Entre otras cláusulas, el acuerdo incluyó opciones preferentes de compra en caso de que alguna de las partes quiera vender sus acciones, se estableció un período en el cual los antiguos accionistas controladores podrían enajenar sus títulos al BBV, se estableció una representación de cuatro directores cada uno, más un quinto que propondría el BBV, pero que contaría con la aprobación de los accionistas nacionales, etc.

<sup>18</sup> Sin embargo, el BBV exigió como condición a los controladores que si no se alcanzaba el 10% en la OPA, debían ser éstos los que ofrecieran vender el resto de las acciones que fuesen necesarias para alcanzarlo. Este mecanismo alternativo a una OPA condicional sólo es posible de realizar si existe una *negociación previa* con los accionistas mayoritarios.

4. **Toma de control de Campos Chilenos** por parte de la Azucarera Ebro Agrícolas, al adquirir el 51% de Campos Chilenos, a través de una negociación con el accionista mayoritario y de una OPA, ver Tabla 9.

<b>Tabla 9: Características Oferta sobre Campos Chilenos</b>				
<b>Anuncio:</b> 27/01/99 <b>Fecha:</b> 03/02/99 <b>Tipo:</b> Contrato de Compraventa con grupo Pathfinder (privado)	<b>Porcentaje Adquirido</b>	<b>N° Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>	<b>Monto (US\$)</b>
	38,23%	226.393.083	\$132,66	60.220.560
<b>Anuncio:</b> 27/01/99 <b>Período Vigencia:</b> 01/03/99 al 26/03/99 <b>Oferta:</b> 01/03/99 al 26/03/99 <b>Tipo:</b> OPA, sistema prorata	<b>Porcentaje a Adquirir</b>	<b>N° Acciones</b>	<b>Precio por Acción</b>	<b>Monto (US\$)</b>
	12,77%	75.597.042	\$132,66	20.108.813
<b>Anuncio:</b> 27/01/99 <b>Tipo:</b> Condición esencial	Que Sociedad de Inversiones Campos Chilenos S.A. hubiese recibido de Inversiones Coigüe Ltda. (grupo Pathfinder) una oferta de compra irrevocable por el 53,4% de las acciones de la filial Sociedad Pesquera Eicosal S.A, por el equivalente en pesos a US\$11.146.552.			
<b>Precio Acción Campos Chilenos</b>	<b>\$/acc</b>	<b>Premio Ofrecido en la OPA</b>		
Cierre 26/01/99	38,00	249,10%		
Cierre 28/06/99	43,00	208,50%		
Promedio último semestre antes de la OPA	39,90	232,48%		
Mayor últimos dos años antes de la OPA	101,00	31,35%		
Menor últimos dos años antes de la OPA	31,00	327,90%		
Promedio últimos dos años antes de la OPA	69,06	92,10%		
<b>Estructura de Propiedad:</b> Grupo Pathfinder accionista mayoritario (38,23%) (Sin embargo elegían 4 de 5 directores por el apoyo de accionistas minoritarios). El segundo accionista poseía el 15,86%.				
<b>Características:</b>				
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Objetivo: Toma de control de Iansa, a través de Campos Chilenos<sup>19</sup>.</li> <li>▪ Parcial y condicional, ya que fue realizada sólo por un 12,77% de Campos Chilenos y se incluía la exigencia de alcanzar dicho porcentaje para que la OPA y la negociación completa fueran declaradas exitosas.</li> </ul>				
<b>Nueva Ley:</b> de acuerdo a esta iniciativa Ebro debió haber realizado la OPA sobre <b>Iansa</b> , ya que a diciembre de 1998, el total de las participaciones de capital de Campos Chilenos en Iansa equivalía al 89% del activo consolidado de Campos Chilenos. Además, debió haber realizado la oferta a prorata para todos los accionistas.				
<b>Resultados de la Oferta sobre Campos Chilenos</b>				
<b>Factor de Prorrata</b>	<b>% Campos Chilenos</b>	<b>N° Acciones</b>	<b>Factor de Prorrata</b>	
N° acciones Probables a ofrecer (ex -ante) <sup>a</sup>	56,77%	336.156.126	22,48%	
N° Acciones Ofertadas (ex - post)	56,85%	336.548.126	22,46%	
<b>Ganancia Promedio por Acción</b>	<b>Monto (\$/acción)</b>			
Grupo Pathfinder <sup>b</sup>	70,11			
Accionistas Minoritarios (ex -ante) <sup>c</sup>	26,71			
Accionistas Minoritarios (ex - post) <sup>d</sup>	22,81			

<sup>a</sup> Descontando el 38.23% en manos de Pathfinder y un 5% que posiblemente no se ofrecerían en la OPA.

<sup>b</sup> Calculado como Precio oferta promedio (descontado el valor de la pesquera) - Precio base (\$38)

<sup>c</sup> Calculado como [Precio oferta \* Factor Prorrata ex -ante] + [Precio post-oferta estimado\* (1-Factor Prorrata ex -ante)] - Precio Base, considerando un precio post oferta estimado en \$45 y un precio base de \$38.

<sup>d</sup> Calculado como [Precio oferta \* Factor Prorrata ex -post] + [Precio post-oferta \* (1-Factor Prorrata ex - post)] - Precio Base, considerando un precio post oferta real de \$40 y un precio base de \$38.

Fuente: OPA Campos Chilenos y estimaciones.

<sup>19</sup> Las acciones de Campos se habían transado históricamente con un descuento respecto de su valor intrínseco, dado por el valor bursátil de los títulos de Iansa. Considerando el valor de los activos y pasivos de Campos Chilenos a diciembre de 1998, 1997 y 1996, las acciones de esta sociedad de inversión fueron transadas en bolsa con un descuento aproximado de 16%, 34% y 36%, respectivamente, respecto de su valor de liquidación.

5. **Toma de control de Enersis** por parte de Endesa España, cuando aumentó su participación en la empresa nacional desde 32% a 65%, a través de una OPA, ver Tabla 10.

<b>Tabla 10: Características de la Oferta sobre Enersis</b>				
<b>Anuncio:</b> 22/01/99	<b>Porcentaje a Adquirir</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio x Acción</b>	<b>Monto (US\$)</b>
<b>Tipo:</b> OPA en Chile, a prorrata	21,785%	1.481.408.811	\$320	967.450.652
<b>Anuncio:</b> 22/01/99	<b>Porcentaje a Adquirir</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>Precio x Acción</b>	<b>Monto (US\$)</b>
<b>Tipo:</b> OPA en EE.UU ( <i>tender offer</i> ), sistema prorrata	10,215%	694.591.189	\$320	453.610.572
<b>Precio Acción Enersis</b>	<b>\$/acc</b>	<b>Premio ofrecido en la OPA</b>		
Cierre 21/01/99	235,00	36,17%		
Cierre 30/06/99	235,00	36,17%		
Promedio último semestre antes de la OPA	211,32	51,43%		
Mayor últimos dos años antes de la OPA	314,50	1,75%		
Menor últimos dos años antes de la OPA	151,50	111,22%		
Promedio últimos dos años antes de la OPA	248,17	28,94%		
<b>Estructura de Propiedad:</b> Endesa España accionista mayoritario (32%). Elegía 3 de 7 directores. Los siguientes accionistas: AFPs (27,7%) y ADRs (19,6%).				
<b>Características:</b>				
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Objetivo: Obtener el control definitivo de Enersis<sup>20</sup>.</li> <li>▪ Oferta realizada al mismo precio y a prorrata, sin una negociación previa con algún accionista mayoritario .</li> <li>▪ Hostil, observado en diferencias entre los directores chilenos y españoles respecto a la integración vertical del holding como forma de potenciar su desarrollo.</li> <li>▪ Parcial y condicional, ya que fue realizada sólo por un 32% de Enersis e incluía la exigencia de alcanzar dicho porcentaje para que la oferta fuese declarada exitosa, debido a que el objetivo de Endesa España era alcanzar el control de la empresa en forma definitiva y categórica.</li> <li>▪ Importancia de los accionistas extranjeros (19.6%), razón por la cual se realizó una oferta de compra (<i>tender offer</i>) paralela en Estados Unidos con las mismas características que la oferta nacional.</li> <li>▪ Los otros accionistas importantes fueron las AFPs, quienes con su 27.7% de Enersis, tuvieron un papel protagónico en el éxito de la oferta, luego de apoyar el aumento del límite de concentración de la empresa.</li> </ul>				
<b>Nueva Ley:</b> La oferta de Endesa España fue realizada conforme a la nueva ley.				

<sup>20</sup> La presencia de EE en el directorio de Enersis, tres de siete, no era suficiente para controlar la empresa. Esto quedó demostrado en diciembre de 1998, cuando el directorio de Enersis votó a favor de vender la participación que el holding tenía en Endesa Chile (25.27%) con la idea de separar definitivamente el negocio de la distribución y la generación. Esta situación se alejaba de la orientación estratégica de EE de integrarse verticalmente en el negocio energético. Para neutralizar esta situación, el día 22 de enero de 1999, EE lanzó una Oferta de Adquisición de Acciones por un 32% de Enersis. Sin embargo, para cumplir con este objetivo debía primero citarse a una Junta Extraordinaria de Accionistas para modificar los estatutos de la compañía y elevar el límite de concentración accionaria máxima desde 32% a 65%.

Por su parte, las AFPs, importantes accionistas de Enersis (27,7%) y Endesa Chile (26.07%), no estaban conformes con la oferta de EE sobre Enersis, ya que eran partidarias de vender primero el paquete que Enersis tenía en Endesa y la participación que ellas tenían directamente en la generadora, y sólo entonces vender los títulos que tenían en Enersis a EE.

El día 18 de febrero de 1999 apareció una oferta de Duke Energy por un 51% de las acciones de Endesa Chile. Esta situación se acercaba bastante al planteamiento de las AFPs, razón por la cual éstas decidieron apoyar a EE en la Junta Extraordinaria de Accionistas del 24 de febrero de 1999, y votar a favor del aumento del límite de concentración de Enersis desde 32% a 65%. Sin embargo, eso no fue suficiente y finalmente la propuesta fue rechazada, ya que no fue posible conseguir el apoyo necesario del 75% de las acciones emitidas de Enersis, como señalan sus estatutos, sino un 73.96%.

<b>Resultados de la Oferta sobre Enersis</b>			
<b>Factor de Prorrata Ex - ante</b>	<b>% Enersis</b>	<b>N° Acciones</b>	<b>Factor de Prorrata</b>
N° acciones Problables a ofrecer en Chile <sup>a</sup>	46,08%	3.133.304.000	47,27%
N° acciones Problables a ofrecer en EE.UU. <sup>b</sup>	19,01%	1.292.816.000	53,70%
<b>Factor de Prorrata Ex - post</b>	<b>% Enersis</b>	<b>N° Acciones</b>	<b>Factor de Prorrata</b>
N° acciones Ofertadas en Chile	42,90%	2.923.000.000	50,70%
N° Acciones Ofertadas en EE.UU.	22,01%	1.496.000.000	46,40%
<b>Ganancia Promedio por Acción en Chile</b>			<b>Monto (\$/acción)</b>
Ex - ante <sup>c</sup>			42,82
Ex - post <sup>d</sup>			35,70

<sup>a</sup> Descontado el 31.9% de EE y un 3% de las acciones en Chile, que posiblemente no se ofrecerían en la OPA.

<sup>b</sup> Considerando que un 3% de las acciones en EE.UU no se ofrecerían en la *tender offer*.

<sup>c</sup> Calculado como [Precio oferta \* Factor Prorrata ex -ante] + [Precio post-oferta estimado\* (1-Factor Prorrata ex -ante)] - Precio Base, considerando un precio post oferta estimado en \$240 y un precio base de \$235.

<sup>d</sup> Calculado como [Precio oferta \* Factor Prorrata ex -post] + [Precio post-oferta \* (1-Factor Prorrata ex - post)] - Precio Base, considerando un precio post oferta real de \$220 y un precio base de \$235.

Fuente: OPA Enersis y estimaciones.

---

El día 25 de febrero EE declaró la cancelación de la OPA, porque no se cumplió la condición esencial. Sin embargo, gestionado por las AFPs, se citó nuevamente a una Junta Extraordinaria de Accionistas para el 30 de Marzo, debido al pequeño porcentaje que faltó para tener éxito, y se lanzó nuevamente la OPA el día 10 de marzo, con las mismas características anteriores. Finalmente, los accionistas de Enersis aceptaron la toma de control de la compañía por parte de EE, luego que el 84,22 % de los titulares aprobara el aumento en el límite de concentración de propiedad en la Junta Extraordinaria de Accionistas.

Por último, el remate electrónico se realizó el 7 de abril de 1999, con lo que finalizó el largo proceso de la toma de control de Enersis por parte de Endesa España.

6. **Toma de control de Endesa Chile**, que se inició con una oferta de Duke Energy por el 51% de la compañía y a la que luego se sumó Endesa España, a través de Enersis, con otra oferta por un 32%<sup>21</sup>, ver Tabla 11.

<b>Tabla 11: Características de las Ofertas sobre Endesa Chile</b>			
<b>Duke Energy</b>	<b>Endesa España</b>	<b>Contraoferta Duke Energy</b>	<b>Contraoferta EE</b>
<b>Fecha Anuncio</b>			
18/02/99	13/04/99	16/04/99	22/04/99
<b>Precio Ofrecido por Acción (\$)</b>			
\$250	\$305	\$275	\$360
<b>Porcentaje Total a Comprar</b>			
51%	29,7%	60%	34,7%
4.182.894.836 acciones	2.435.921.110 acciones	4.921.052.748 acciones	2.846.008.839 acciones
3.680.947.436 en Chile	2.050.438.645 en Chile	4.318.223.778 en Chile	2.460.526.374 en Chile
501.947.400 en EE.UU.	385.482.465 en EE.UU.	602.828.970 en EE.UU.	385.482.468 en EE.UU.
<b>Inversión Total Involucrada (US\$)</b>			
2.134 millones	1.516 millones	2.762 millones	2.091 millones
<b>Mínimo para Declarar Exitosa la OPA</b>			
44,8%	20%	44,8%	20%
<b>Liquidez de la Acción post-OPA</b>			
Menor	Mayor	Menor	Mayor
<b>Precio Acción Endesa</b>	<b>\$/acc</b>	<b>Premio Ofrecido en la 1ª Oferta de Duke</b>	<b>Premio Ofrecido en la 1ª Oferta de EE</b>
Cierre 21/01/99	153,0	63,40%	99,35%
Cierre 17/02/99	211,5	18,20%	44,21%
Cierre 30/06/99	199,5	25,30%	52,88%
Promedio último semestre antes de la OPA	170,8	46,40%	78,60%
Mayor últimos 2 años antes de la OPA	327,0	-23,55%	-6,73%
Menor últimos 2 años antes de la OPA	124,0	101,60%	145,90%
Promedio últimos 2 años antes de la OPA	237,1	5,47%	28,60%

<sup>21</sup> El día 18 de febrero de 1999, Duke Energy publicó un aviso de toma de control sobre Endesa que requería la modificación de sus estatutos sociales a fin de sustituir el límite de participación accionaria máxima del 26% por un 65%. Posteriormente, el día 13 de abril, habiendo culminado la toma de control de Endesa España sobre Enersis, la empresa española anunció su decisión de tomar el control de Endesa Chile a través de Enersis. La mencionada oferta de EE obligó a Duke Energy a lanzar una contraoferta el viernes 16 de abril, mejorando su primera propuesta. Posteriormente, el 20 de abril, EE también modificó su oferta, lo que trajo como consecuencia que Duke Energy se retirara. El día 26 de abril, Enersis publicó un aviso en el que declaraba el éxito de su oferta, ya que había conseguido reunir órdenes de venta por un monto superior al requerido para tal efecto. Todo indicaba que el remate se realizaría el día 29 de abril. Sin embargo, ante la solicitud de diversos sectores, la Comisión Resolutiva Antimonopolios suspendió dicho remate hasta que se estudiase el efecto que tendría para el país la evidente integración vertical que presentaría Enersis al tomar el control de Endesa. Posteriormente, el 10 de mayo de 1999, la Comisión desbloqueó la venta de Endesa y al día siguiente se realizó el remate.

**Estructura de Propiedad:** Enersis accionista mayoritario, con 25,28%. Siguiendo accionistas: AFPs (26,07%)  
**Características:**

- Objetivo: EE buscaba la integración vertical del holding Enersis, controlando la generación de energía a través de Endesa, la distribución a través de Chilectra y la transmisión a través de Transelec, permitiendo el desarrollo de importantes sinergias y economías de escalas.
- Amistosa, Parcial y condicional, ya que se ofrecía comprar el 51% de Endesa Chile e incluía la exigencia de alcanzar el 44.88% para que la oferta fuese declarada exitosa. Al igual que el caso anterior, la oferta inicial de Endesa España también fue parcial y condicional, ofreciendo comprar el 29.7% de Endesa Chile y condicionando su éxito a alcanzar un 20% de la propiedad.

**Nueva Ley:** Tanto la oferta de Duke como la de Enersis se ajustaron perfectamente a la nueva ley. Sin embargo, hay que destacar que debido a que se presentaron ofertas competidoras y que los oferentes podían modificar las condiciones de sus ofertas en plazos que no se compadecían con el mínimo necesario requerido para su evaluación, se podrían producir asimetrías de información en el mercado de valores, en desmedro de los accionistas participantes<sup>22</sup>.

<b>Resultados de las Ofertas sobre Endesa</b>				
	<b>Duke Energy</b>	<b>Endesa España</b>	<b>Contraoferta Duke Energy</b>	<b>Contraoferta Endesa España</b>
<b>Porcentaje de Acciones a Comprar</b>				
Total	51,00%	29,70%	60,00%	34,70%
En Chile	44,88%	25,00%	52,65%	30,00%
En EE.UU.	6,12%	4,70%	7,25%	4,70%
<b>Factor de Prorrata Ex - ante</b>				
En Chile <sup>a</sup>	73,80%	41,10%	87,10%	49,33%
En EE.UU. <sup>b</sup>	44,09%	33,86%	52,23%	34,90%
<b>Factor de Prorrata Ex - post</b>				
En Chile	-	-	-	55,71%
En EE.UU.	-	-	-	33,50%
<b>Ganancia Promedio por Acción Ex - ante<sup>c</sup></b>				
En Chile	\$83,28	\$86,27	\$113,1	\$122,9
<b>Ganancia Promedio por Acción Ex - post<sup>d</sup></b>				
En Chile	-	-	-	\$131,7

<sup>a</sup> Considerando que un 3% de las acciones en Chile no se ofrecerían en la OPA (y descontando el 25.28% en manos de Enersis y el 13.88% en ADRs).

<sup>b</sup> Considerando que un 3% de las acciones en EE.UU. posiblemente no se ofrecerían en la *tender offer*.

<sup>c</sup> Se estimó un precio post-opa de \$190 siguiendo lo acontecido con la caída en el precio de la acción Enersis después de la OPA de Endesa España sobre ésta y se utilizó un precio base de \$151 (18/01/99).

<sup>d</sup> Considerando un precio post-opa de \$185.5, que fue el valor que alcanzó al día siguiente de terminada la negociación (12/05/99).

Fuente: OPA Endesa y estimaciones.

<sup>22</sup> Por esta razón, la Superintendencia de Valores y Seguros en uso de sus facultades estimó conveniente dictar algunas instrucciones adicionales para llevar a cabo las ofertas de adquisición de acciones, entre ellas: plazos máximos (para modificar las OPAs, para recibir ofertas de venta de acciones, para declarar exitosa o no la OPA, etc.), permitir que ofertas de venta de acciones provenientes de la oferta que se declarase no exitosa participen en la oferta vigente, etc.

## 4 EFECTOS DE LAS TOMAS DE CONTROL

A continuación se analizan los principales efectos de las tomas de control en nuestro país a través de un análisis de precios y de los retornos anormales exhibidos por las empresas objetivo en torno al anuncio de toma de control, con el propósito de entregar alguna evidencia en el sentido de apoyar las hipótesis que dicen relación con ventajas percibidas por el mercado en el proceso de las tomas de control. En particular, se analiza el *efecto para aquellos accionistas que no vendieron sus acciones y permanecieron en la empresa luego de la toma de control*. También se comparan las ganancias percibidas por los accionistas que vendieron sus acciones en la oferta.

La metodología utilizada se basa en la técnica de estudio de eventos desarrollada por Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969). Esta técnica consiste en analizar si la nueva información sobre el control de la empresa genera retornos anormales significativos, es decir, ganancias superiores a las que habría obtenido normalmente la empresa.

Para la determinación de los retornos diarios se utilizaron los precios de las acciones ( $P_{it}$ ), previamente ajustados por variaciones de capital y dividendos ( $D_{it}$ ); y el Índice General de Precios de las Acciones IGPA ( $I_t$ ), como una aproximación de la rentabilidad del portafolio de mercado:

$$\hat{R}_{it} = [P_{it} + D_{it} - P_{it-1}] / P_{it-1} \quad \text{y} \quad \hat{R}_{mt} = [I_t - I_{t-1}] / I_{t-1}$$

donde:  $R_{it}$  = Tasa de retorno de la acción i en el día t.

$R_{mt}$  = Tasa de retorno de mercado en el día t.

El período de estimación que se utilizó para estimar el comportamiento normal de la empresa fue de 230 a 51 días antes del anuncio de toma de control. Se asumió que los retornos son generados por el modelo de mercado:

$$\hat{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i * \hat{R}_{mt} + e_{it}, \quad \text{donde: } \alpha_i, \beta_i = \text{Coeficientes de la regresión mínimo cuadrática.}$$

$e_{it}$  = Término de error, con valor esperado nulo.

El período de estimación que se utilizó para analizar el impacto de la toma de control fue 50 días antes del anuncio de ésta hasta 50 días después del término de la oferta. Se determinaron los retornos anormales acumulados para la empresa *i* para diversos intervalos de tiempo [*d*<sub>1</sub>, *d*<sub>2</sub>], de acuerdo a la siguiente relación:

$$CAR_{i,d_1,d_2} = \left[ \prod_{t=d_1}^{d_2} (1 + AR_{it}) \right] - 1, \quad \text{donde: } AR_{it} = \hat{R}_{it} - \alpha_i - \beta_i * \hat{R}_{mt}$$

Donde se calculó la significación estadística de los retornos anormales acumulados de acuerdo a:

$$t = CAR_{i,d_1,d_2} / (K * S^2(AR_{it}))^{1/2}, \quad K = (d_2 - d_1 + 1),$$

$$S^2(AR_{it}) = (1/179) * \sum_{t=-230}^{-51} (AR_{it} - \overline{AR})^2 \quad \overline{AR} = (1/180) * \sum_{t=-230}^{-51} AR_{it}$$

donde: *t* = Test estadístico para el CAR sobre el intervalo de tiempo [*d*<sub>1</sub>, *d*<sub>2</sub>].

*S*<sup>2</sup> = Varianza.

Cabe mencionar que entre las limitaciones metodológicas más relevantes se debe destacar la utilización del IGPA como una aproximación del portafolio de mercado, la irregularidad de las transacciones de algunas empresas, así como el supuesto que el riesgo sistemático ( $\beta_i$ ) es constante a través del tiempo.

## **A) EFECTO SOBRE ACCIONISTAS QUE PERMANECIERON EN LA EMPRESA**

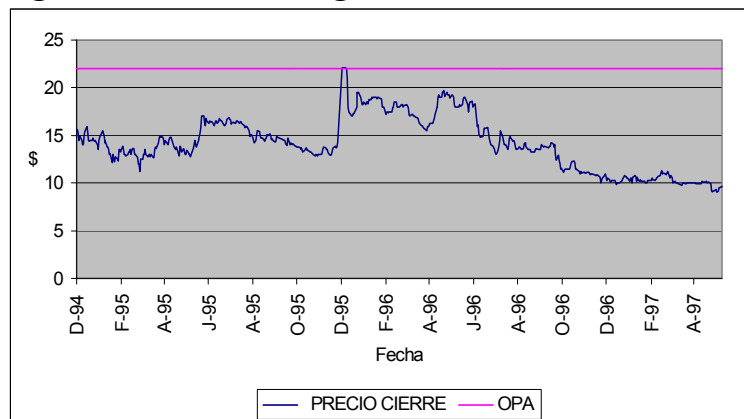
### **Banco Santiago**

En la figura 2 se observa una importante alza de precios en la fecha de la OPA, aumentando desde \$13,4 a principios de diciembre del 95' a \$22 a mediados del mismo mes, lo que representa una revalorización de casi 65%. Esta alza se mantuvo hasta julio del 96', fecha en que los precios volvieron al nivel pre-oferta y posteriormente continuaron bajando hasta llegar a \$10 a mediados de abril de 1997<sup>23</sup>.

---

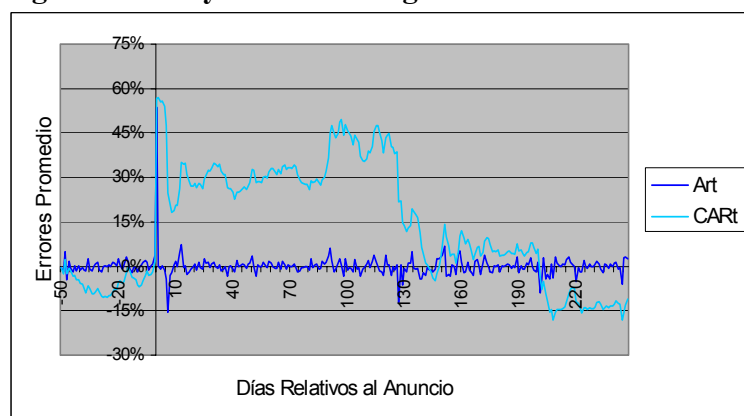
<sup>23</sup> Sin embargo, es muy difícil determinar el porqué de esta caída, dados los cambios en la estructura accionaria que realizó el banco con motivo de su fusión con el Banco O'Higgins y los costos asociados a dicha unión.

**Figura 2: Precios Santiago-B en el Período Diciembre 1994 - Abril 1997**



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**Figura 3: ARt y CARt Santiago-B**



Retornos anormales acumulados (CAR) desde -50 días a +50 días, relativos al día del anuncio, esto es, el día 12/12/1995 (día 0).

Fuente: Elaboración Propia.

De acuerdo a la figura 3, en el día del anuncio se obtuvo un retorno anormal positivo de 53,83 % ( $t=20.96$ ) y un CAR  $(-1,0) = 59,45\%$  ( $t= 16.37$ ), lo cual es estadísticamente significativo. Esto indicaría que el *anuncio* del grupo Luksic respecto a su intención de obtener el control del banco tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas, ya que la nueva información fue valorada positivamente por el mercado e incorporada en sus precios.

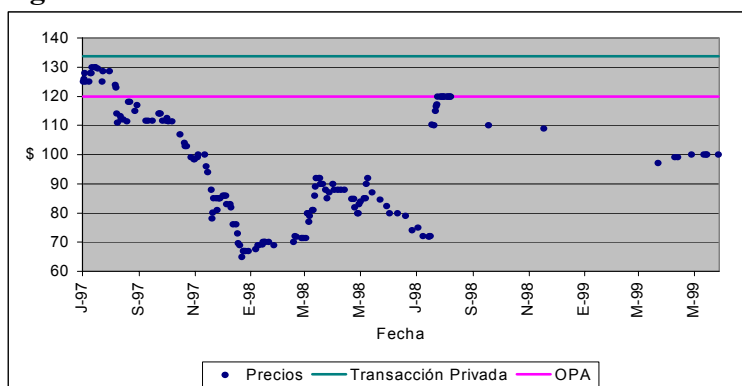
Si se analiza el efecto neto de la operación, en el período -50 a +50 días relativos al anuncio, se aprecia que la *concentración del 51% de la propiedad* del Banco Santiago en manos del grupo Luksic tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas, quienes obtuvieron un retorno anormal acumulado en ese período de 32.55% ( $t= 1,26$ ). Sin embargo, los retornos anormales acumulados desaparecen en el día +200, diez meses después del anuncio, lo que indicaría que el *efecto de la toma de control a más largo plazo fue nulo*. Pero hay que considerar que, en

este período se produjeron importantes cambios en la estructura accionaria del banco y las negociaciones de la fusión con el Banco O'Higgins, razón por la cual no es posible afirmar que esta caída en los retornos anormales acumulados se deba a la operación de toma de control por sí sola.

### **Lord Cochrane**

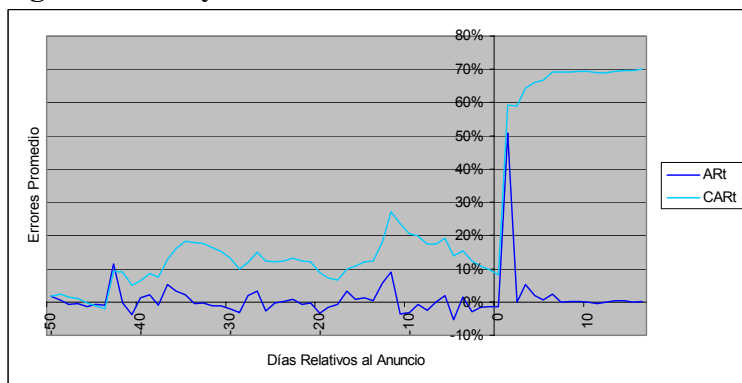
En la figura 4 se observa que cuando se realizó la compra privada, las acciones se transaban a \$72 y al día siguiente, cuando se anunció la OPA, experimentaron un alza de 53%, llegando a \$110. Posteriormente, durante el período de vigencia de la oferta (24/07/98 al 07/08/98), las acciones se transaron en \$120 y cuando la oferta expiró, éstas registraron una caída de 8%, retornando a \$110, el 17/09/98. También se aprecia que pese a la importante pérdida de liquidez que experimentaron las acciones con posterioridad a la OPA (ya que los tres mayores accionistas concentraron el 98.42% de las acciones), éstas no habían registrado una caída significativa.

**Figura 4: Precios Lord Cochrane en el Período Julio 1997 - Junio 1999**



Fuente: Bolsa Comercio Santiago.

**Figura 5: ARt y CARt Lord Cochrane**



Retornos anormales acumulados (CAR) desde -50 días a +16 días, relativos al día del anuncio, esto es, el día 16/07/1998 (día 0).

Fuente: Elaboración Propia.

En la figura 5 se observa que en el día del anuncio de la OPA por un 8% de Lord Cochrane (día +1), un día después de la compra privada del 13.25% de Lord Cochrane, se obtuvo un retorno anormal positivo de 50,88% ( $t=13.87$ ) y un CAR (-1,1) de 46.93% ( $t= 7.38$ ), lo cual es estadísticamente significativo. Esto indicaría que el *anuncio* de R.R Donnelley respecto a su intención de aumentar su participación desde un 55% a un 80% tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas, ya que la nueva información fue incorporada con un alza en sus precios.

Si se analiza el *efecto neto de la operación*, en el período -50 a +16 días relativos al anuncio<sup>24</sup>, se aprecia que la concentración del 80% de la propiedad de Lord Cochrane en manos de R.R Donnelley tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas, quienes obtuvieron un retorno anormal acumulado en ese período de 78,19% ( $t= 2,61$ ).

### **Banco Bhif**

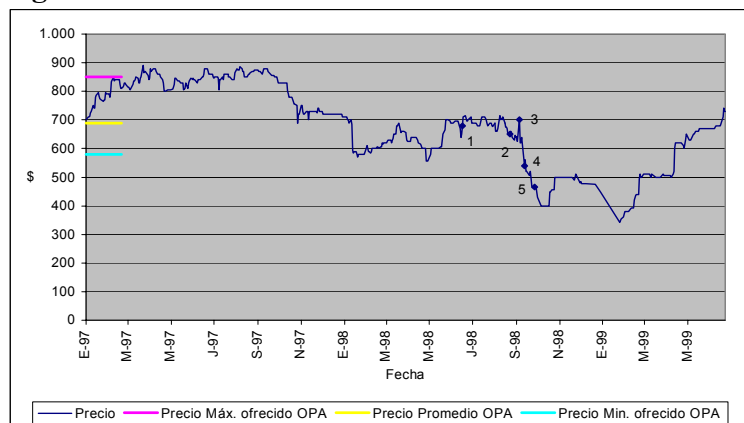
A diferencia de los casos anteriores, aquí casi no se observa ninguna reacción frente al anuncio de toma de control (punto 1), ya que los precios registraron un alza de sólo 4% luego del anuncio del día 18/06/98. Esto podría sugerir que el mercado anticipó el evento.

Como se observa en la figura 6, al analizar el efecto neto de la operación, desde el día del anuncio hasta la suscripción de acciones, se aprecia que los precios experimentaron una caída de aproximadamente 30%, desde \$680 a \$470. Este efecto negativo en el precio de las acciones podría deberse a que el precio ofrecido por el BBV no se ajustaba a las expectativas del mercado con respecto a una oferta que involucraba la adquisición del 55% de la propiedad de la empresa.

---

<sup>24</sup> En este caso no se estimaron los retornos anormales con posterioridad al término de la extensión de la OPA por un 4% (día +16), ya que debido a la poca liquidez de las acciones remanentes se registraron sólo 5 transacciones en los siguientes 8 meses.

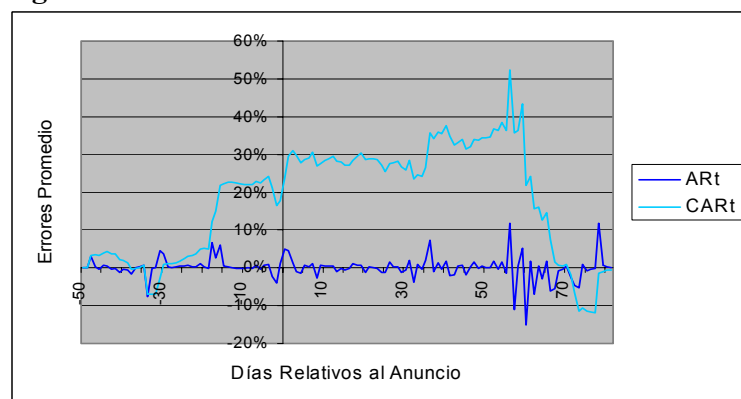
**Figura 6: Precios Banco Bhif en el Período Junio 1997- Junio 1999**



(\*): Ver detalle de la numeración en la tabla 17.

Fuente: Bolsa Comercio Santiago.

**Figura 7: Art Y Cart Bhif**



Retornos anormales acumulados (CAR) desde -50 días a +90 días, relativos al día del anuncio, esto es, el día 18/16/98 (día 0).

Fuente: Elaboración Propia.

De la figura 7 se desprende que el día del anuncio (día 0) de la toma de control del BBV, se obtuvo un retorno anormal positivo de 4.99% ( $t= 2.89$ ) y un CAR (-1,1)= 11.11% ( $t= 3.72$ ), lo cual es estadísticamente significativo. Esto indicaría que el *anuncio* del BBV respecto a su intención de ingresar a la propiedad del Bhif adquiriendo un 55% de éste, tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas, pero bastante menor que en los casos anteriores. El inicio de la OPA (día +55) tuvo un efecto positivo, ya que en el día +56 se registró un retorno anormal de 11.81% ( $t= 6.85$ ), pero que fue totalmente revertido al día siguiente, con un retorno de -11% ( $t= -6.39$ ). Finalmente, cuando terminó la OPA (día +60), se registró un retorno de -15.02% ( $t= -8.72$ ), indicando que el anuncio del éxito de la oferta tuvo un efecto negativo sobre las acciones de la empresa adquirida. Posteriormente, cuando se realizó la suscripción de

acciones y culminó el proceso de adquisición del 55% del Bhif (día +67), se registró un retorno de -6.15% ( $t = -3.57$ ).

Si se analiza el *efecto neto* de la operación, en el período -50 a +90 días relativos al anuncio, se aprecia que la concentración del 55% de la propiedad del Banco Bhif en manos del BBV *no tuvo efecto*, ya que el retorno anormal acumulado en ese período fue de -0,1% ( $t = -0.03$ ).

### **Campos Chilenos**

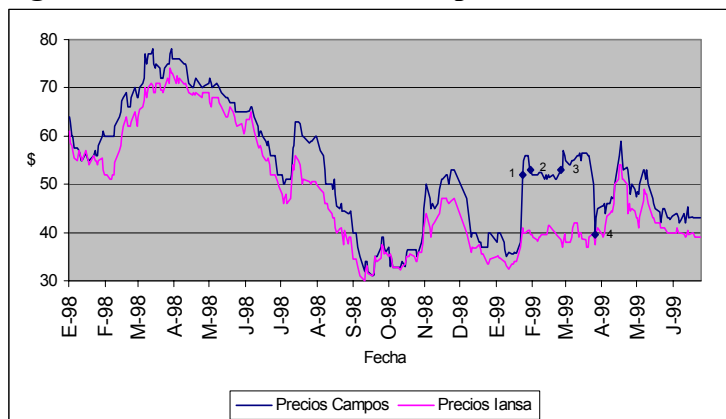
En la figura 8 se aprecia un comportamiento similar entre Campos Chilenos e Iansa hasta fines de enero de 1999, cuando ocurrió la toma de control sobre Campos Chilenos (punto 1). A partir de ese momento, los precios de Campos Chilenos presentaron una importante alza que se mantuvo hasta el anuncio de éxito de la oferta, el día 30/03/99 (punto 4).

Esto es, cuando se anunció el éxito de la operación, el mercado accionario reaccionó de inmediato con una caída de un 20% en el precio de las acciones de Campos Chilenos con respecto al precio de cierre del día anterior, desde \$50 a \$40, bajo un fuerte poder vendedor que se explicaría porque muchos tenedores comenzaron a deshacerse de su remanente, calculando a qué precio les convenía vender para no perder el premio que habían recibido con la OPA.

Por su parte Iansa sólo experimentó una pequeña revalorización frente al anuncio de toma de control y no presentó la caída en los precios que experimentó Campos Chilenos cuando se anunció el éxito de la oferta. Sin embargo, luego de la ejecución de la oferta, ambas empresas continuaron con un comportamiento similar en sus precios.

Además, es importante destacar que pese a que el precio ofrecido fue de \$132,66 (249,1% superior al precio de cierre del día anterior al anuncio), la reacción del mercado fue tal que los precios de ambas empresas apenas superaron los niveles existentes en noviembre de 1998, y fueron muy inferiores a los de marzo del mismo año.

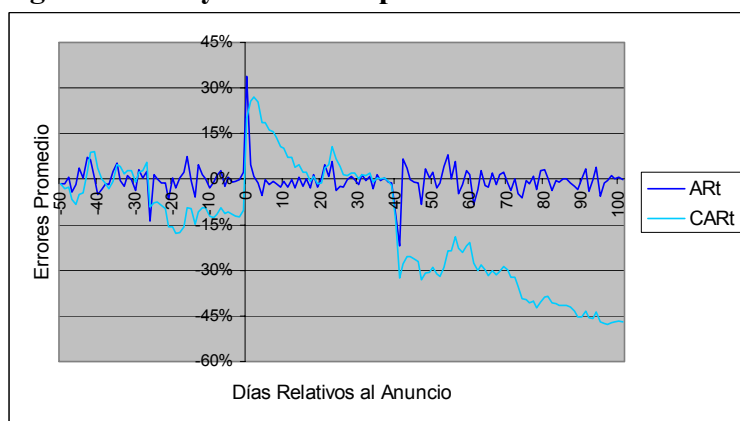
**Figura 8: Evolución Precios Campos Chilenos e Iansa, Período Enero 1998- Junio 1999**



(\*): Ver detalle de la numeración en la tabla 18.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**Figura 9: ART y CARt Campos Chilenos S.A.**



Retornos anormales acumulados (CAR) desde -50 días a +100 días, relativos al día del anuncio (27/01/99), esto es, entre los días 23/10/98 al 25/06/99.

Fuente: Elaboración Propia.

En la figura 9 se observa que antes del anuncio de toma de control, el CAR venía descendiendo. Luego del anuncio, se produjo un retorno anormal de 33.9% ( $t= 13.68$ ) y un CAR (-1,1) de 43.37% ( $t= 10.1$ ), lo cual es estadísticamente significativo. Esto indicaría que el *anuncio* de Ebro respecto a su intención de ingresar a la propiedad de Campos Chilenos adquiriendo un 51% de ésta, tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas.

El inicio de la OPA, en el día +21, tuvo un efecto positivo, con un retorno anormal de 4.83% ( $t= 1.94$ ). Sin embargo, cuando se realizó la compra del paquete accionario de Pathfinder, en el día +40, se obtuvo un retorno de -11.69% ( $t= -4.71$ ) y al día siguiente, cuando se realizó el remate, el retorno fue de -21.99% ( $t= -8.8$ ). Nuevamente se observa que el anuncio de éxito de la oferta tiene un impacto negativo en los precios de las acciones de la empresa adquirida,

y en este caso, implicó que los retornos anormales acumulados en el período -50 a +38 fuesen nulos. Es más, después continuaron bajando, y el CAR en el período -50 a +50 días relativos al anuncio fue de -29.05% ( $t=-1.16$ ).

Finalmente, el hecho que el CAR acumulado a junio de 1999, 5 meses después de la oferta, sea tan negativo (- 46.7%) indicaría que el *ingreso de Ebro (o la salida del grupo Pathfinder) como controlador de Campos e Iansa no fue bien recibida por el mercado.*

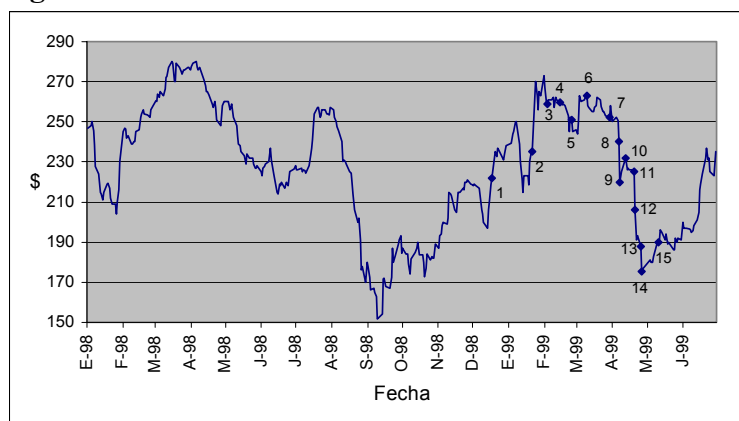
### **Enersis**

De los casos analizados en este estudio, la oferta de Endesa España sobre Enersis es la primera oferta realizada con características de igualdad para todos los accionistas nacionales, esto es, mismo precio y a prorrata, y sin una negociación previa con algún accionista mayoritario. Además, también se diferencia de las anteriores por ser una toma de control hostil.

En la figura 10 se observa el impacto de los distintos eventos en las acciones de Enersis. Por ejemplo, al día siguiente del anuncio del interés de toma de control de Endesa España sobre Enersis (punto 2) se registró un alza de 15% respecto al precio del día del anuncio. Luego, cuando la Junta Extraordinaria de Accionistas rechazó la modificación de los estatutos (punto 5) y Endesa España canceló la oferta, se registró una caída de casi 3%, que fue revertida en los días siguientes, debido a que se esperaba la convocación de una nueva junta de accionistas. Posteriormente, entre el anuncio de la nueva oferta de EE (punto 6) y su ejecución (punto 8) se registró una caída en los precios de aproximadamente 10%, alcanzándose un nivel de precios similar al existente antes del primer anuncio de EE (punto 2).

Sin embargo, los precios continuaron descendiendo debido al proceso que se venía desarrollando en forma paralela en Endesa Chile. En particular, entre el día del anuncio de toma de control de Enersis sobre Endesa Chile (punto 10) y cuando esta oferta fue declarada exitosa (punto 13) se registró una caída en los precios de casi un 20%. Esta situación se explicaría por el alto nivel de endeudamiento que tendría que asumir Enersis para tomar el control de Endesa.

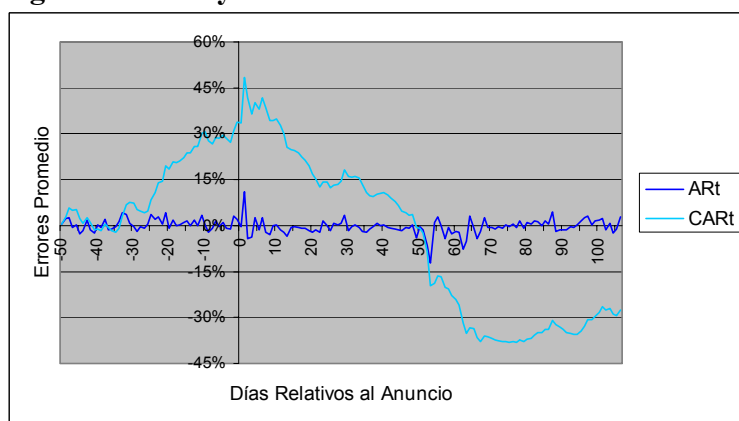
**Figura 10: Evolución Precio Acciones Enersis Período Enero 1998- Junio 1999**



(\*): Ver detalle de la numeración en la tabla 19.

Fuente: Bolsa de Comercio Santiago.

**Figura 11: ARt y CARt Enersis**



Retornos anormales acumulados (CAR) desde -50 días a +106 días (relativos al día del anuncio 22/01/99), estos, entre los días 09/11/98 y 30/06/99.

Fuente: Elaboración Propia.

De acuerdo a la figura 11, al día siguiente del anuncio de toma de control de Enersis, se produjo un retorno anormal de 11.12% ( $t= 8.83$ ) y un CAR (-1,1) de 13.25% ( $t= 6.07$ ), lo cual es estadísticamente significativo. Esto indicaría que el *anuncio* de EE respecto a su intención de adquirir el 32% de Enersis, tuvo un *efecto positivo* para sus accionistas. Posteriormente, se obtuvieron retornos anormales negativos debido a los diversos eventos ocurridos antes del éxito de la oferta (día +52). Además, al día siguiente de la ejecución de la OPA se registró un retorno anormal de -12.11% ( $t= -9.6$ ), estadísticamente significativo.

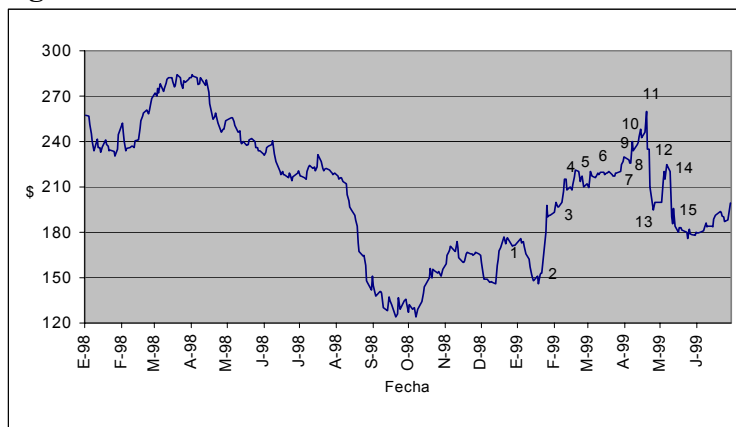
Al analizar la evolución del CAR en el período -50 a +53, o sea, 50 días antes del anuncio hasta el día después del remate, se obtuvo un retorno de -19.66% ( $t= -1.53$ ). De lo anterior se

puede concluir que el *mercado reaccionó en forma negativa al ingreso de EE como controlador de Enersis*. Posteriormente el CAR continuó descendiendo debido al proceso que se venía desarrollando en forma paralela en Endesa, a causa del alto nivel de endeudamiento que tendría que asumir Enersis para tomar el control de Endesa.

### Endesa

Duke Energy y Endesa España a través de Enersis se batieron en una verdadera guerra de OPAs con el fin de adquirir títulos de Endesa Chile. Esto tuvo un claro efecto positivo para los accionistas de Endesa, quienes vieron como día a día se revalorizaban sus títulos debido a la especulación sobre una contraoferta mejorada e incluso el ingreso de un tercer oferente. En la figura 12 se observa la evolución de los precios de Endesa desde enero de 1998 a Junio de 1999.

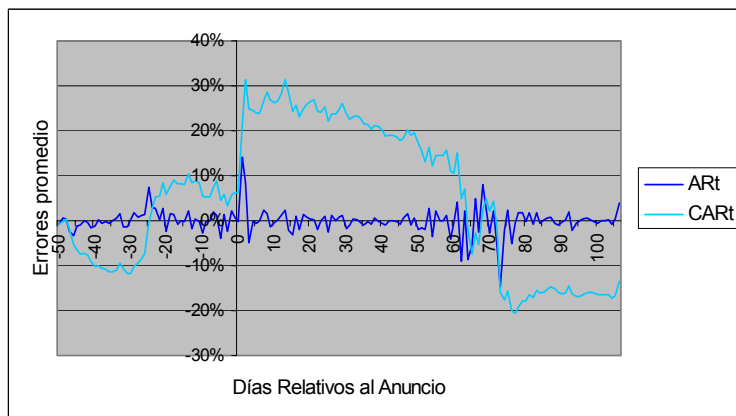
**Figura 12: Evolución Precios Acciones Endesa Período Enero 1998 - Junio 1999**



(\*): Ver detalle de la numeración en la tabla 20.

Fuente: Bolsa de Comercio Santiago.

**Figura 13: ART y CART Endesa**



Retornos anormales acumulados (CAR) desde -50 días a +106 días, relativos al día del anuncio. Se consideró el día 22/01/99 como día 0, debido a que el anuncio de toma de control de EE sobre Enersis tuvo un fuerte impacto en los precios de las acciones de Endesa.

*Fuente: Elaboración Propia.*

En la figura 13 se observa que a pesar de definir el día 0 cuando Endesa España anunció su oferta sobre Enersis, aparentemente el evento habría sido anticipado por el mercado, ya que los retornos anormales acumulados en el período -50 a -2 fueron de 5.61% ( $t=0.59$ ), aunque estadísticamente no significativo. Esto se podría explicar por la decisión tomada por el Directorio de Enersis el día 18/12/98 (día -22), respecto a la venta del 25.27% de Endesa en manos de Enersis.

Al día siguiente del anuncio de toma de control de Enersis por parte de EE, se produjo un retorno anormal de 14.13% ( $t= 10.36$ ) y un CAR (-1,1) de 14.84% ( $t= 6.28$ ), estadísticamente significativo. Esto indicaría que el *anuncio* de EE respecto a su intención de adquirir el 32% de Enersis, tuvo un *efecto positivo* para los accionistas de Endesa.

El día del anuncio de la OPA de Duke Energy sobre Endesa (día +19) se registró un retorno anormal de 0.71% ( $t= 0.53$ ), estadísticamente no significativo. Esto indicaría que este anuncio no tuvo un fuerte impacto en las acciones de Endesa, probablemente porque el mercado ya habría incorporado información respecto al posible ingreso de un nuevo controlador.

Cuando EE, a través de Enersis, anunció su intención de tomar el control sobre Endesa (día +56), tampoco se produjo un fuerte impacto, ya que el retorno anormal fue de -0.01% ( $t= -0.01$ ), tal vez porque el mercado ya esperaba esta oferta. En cambio, cuando Duke modificó su oferta (día +59), se registró un retorno anormal negativo de -4.1% ( $t=3.0$ ). Esto indicaría que el mercado reaccionó en forma negativa al anuncio de mejores condiciones en la oferta, lo cual podría deberse a que la nueva oferta de Duke no cumplió con las expectativas. De hecho, cuando EE modificó su oferta sobre Endesa (día +60) ocurrió lo contrario, registrándose un retorno anormal de 4.14% ( $t= 3.03$ ).

Finalmente, cuando EE declaró exitosa su oferta (día +65), el retorno fue de -5.26% ( $t= -3.86$ ). y cuando se realizó el remate electrónico (día +73), el retorno fue de -14.72% ( $t=10.79$ ).

Además, el retorno anormal acumulado en el período -50 a +73, o sea, 50 días antes del anuncio de toma de control de EE sobre Enersis hasta el día en que se realizó el remate de Endesa fue de -15.88% (t= -1.04). De lo anterior se puede concluir que el *mercado reaccionó en forma negativa al ingreso de EE como controlador de Endesa*.

## B) REACCIÓN DEL MERCADO

La tabla 12 resume la reacción del mercado ante la nueva información generada por la toma de control. En particular se señala si existió o no anticipación del mercado sobre el anuncio de la operación basado en la presencia de retornos anormales antes del día 0 (día del anuncio).

<b>Tabla 12: Reacción del Mercado</b>	
Banco Santiago	Como se aprecia en la figura 3, el <i>evento no fue anticipado por el mercado</i> , ya que los retornos anormales acumulados en el período -50 a -2 fueron de -1,8 %, estadísticamente no significativo.
Lord Cochrane	En la figura 5 se aprecia que el <i>evento pudo haber sido anticipado por el mercado</i> , ya que los retornos anormales acumulados en el período -50 a -2 fueron de 7,25%, aunque estadísticamente no significativo (t = 0.28).
Banco Bhif	A diferencia de los casos anteriores, en la figura 6 casi no se observa ninguna reacción frente al anuncio de toma de control (punto 1), ya que los precios registraron un alza de sólo 4% luego del anuncio del día 18/06/98. Esto podría sugerir que <i>hubo filtración de información</i> . Además, en la figura 7 se aprecia que los retornos anormales acumulados en el período -50 a -2 fueron de 16,56%, estadísticamente significativo..
Campos Chilenos	En la figura 9 se observa que antes del anuncio de toma de control, el CAR venía descendiendo. Esto podría indicar que el evento fue anticipado en forma negativa debido a los distintos precios ofrecidos a controladores y minoritarios.
Enersis	En la figura 11 se aprecia que el evento pudo haber sido anticipado por el mercado, ya que los retornos anormales acumulados en el período -50 a -2 fueron de 31.02%, estadísticamente significativo (t = 3.51). Esto se podría explicar por la decisión tomada por el Directorio de Enersis el día 18/12/98 (día -22), respecto a la venta del 25.27% de Endesa en manos de Enersis, y porque se esperaba una reacción por parte de Endesa España.
Endesa	En la figura 13 se observa que, a pesar de definir el día 0 cuando Endesa España anunció su oferta sobre Enersis, aparentemente el evento habría sido anticipado por el mercado, ya que los retornos anormales acumulados en el período -50 a -2 fueron de 5.61% (t=0.59), aunque estadísticamente no significativo. Esto se podría explicar por la decisión tomada por el Directorio de Enersis el día 18/12/98 (día -22), respecto a la venta del 25.27% de Endesa en manos de Enersis.

## C) EFECTO SOBRE ACCIONISTAS QUE VENDIERON SUS ACCIONES

La tabla 13 resume el efecto de las tomas de control analizadas sobre los accionistas que vendieron sus acciones a través de negociaciones privadas (accionistas controladores) y OPAs (accionistas controladores y minoritarios).

Finalmente, la tabla 14 presenta un resumen de los casos analizados comparando el esquema de control previo y posterior a la toma de control.

**Tabla 13: Efectos de las Tomas de Control Sobre Accionistas que Vendieron sus Acciones**

<b>Empresa Adquirida</b>	<b>Accionistas Minoritarios que Vendieron</b>	<b>Accionistas Controladores que Vendieron</b>
Banco Santiago	Los accionistas minoritarios que vendieron sus acciones serie B obtuvieron \$22 por acción equivalentes a una prima de 55% respecto al precio de cierre de la semana anterior al anuncio de oferta. En cambio, los precios ofrecidos por las series A y C fueron idénticos a los que tenían estas acciones antes de la oferta. Sin embargo, el efecto escasez de haber aceptado las asignaciones por orden de llegada provocó que muchos accionistas se precipitaran a vender, en vez de esperar una eventual oferta competidora. Además muchos de ellos se quedaron fuera de la oferta.	No hay
Lord Cochrane	Los accionistas minoritarios que vendieron en la OPA aceptaron una oferta de \$120 por acción equivalentes a una prima de 66.7% respecto al precio de cierre de la semana anterior al anuncio de oferta. Sin embargo, debido al sistema de telepregón, la prima finalmente obtenida fue menor.	El 3° y 4° accionista mayoritario (13.25%) negociaron en forma privada un precio de \$133.71, equivalentes a una prima de 85% respecto al precio de cierre de la semana anterior.
Banco Bhif	Los accionistas minoritarios que ofrecieron sus acciones en la OPA a un precio de \$851.06 por acción obtuvieron un precio promedio final de sólo \$687.91, equivalentes a una prima de 5.83% respecto al precio del día anterior al anuncio (debido al sistema telepregón). Además, hubo quienes ofrecieron sus acciones al precio mínimo de \$580, inferior al que éstas tenían días antes del anuncio de toma de control. Esto permitió que el BBV se ahorrara US\$ 5,6 millones, respecto a si todas las acciones hubiesen sido adquiridas al precio máximo de \$851,06.	Los accionistas mayoritarios negociaron en forma privada el 10% de Cochrane a un precio de \$851.06, equivalentes a una prima de 30.93% respecto al precio de cierre del día antes. Además se realizó un pacto de accionistas, donde el BBV se quedó con el 55% de la propiedad y los accionistas nacionales con el 35% restante, y ambos grupos resguardaron una actuación consensuada en las decisiones estratégicas del banco. Este pacto podría explicar porqué los accionistas controladores aceptaron el precio ofrecido en la oferta.
Campos Chilenos	Los accionistas minoritarios que ofrecieron sus acciones en la OPA a un precio de \$132,66 por acción se les compró sólo el 22.46% debido a la prorrata, lo que implicó que la ganancia promedio por acción de \$22.8.	El accionista mayoritario negoció en forma privada el 38,23% de Campos a un precio de \$132.66. Lo anterior, descontando la compra de Pesquera Eicosal, implicó una ganancia promedio por acción de \$70.1.
Enersis	Los accionistas minoritarios e institucionales ofrecieron sus acciones a un precio de \$320 por acción, mientras que el día del anuncio cada título no superaba los \$235, lo que implica un sobreprecio de 36.17%. Sin embargo la ganancia promedio por acción fue de aproximadamente de \$35.7, si se considera el factor de prorrata de 50.7% y un precio post-opa de \$220, que fue el valor que alcanzó al día siguiente de terminada la negociación.	No hay.
Endesa	Los accionistas minoritarios e institucionales ofrecieron sus acciones a un precio de \$360 por acción, mientras que el día anterior al anuncio de toma de control de EE sobre Enersis cada título no superaba los \$153, lo que representó un sobreprecio de 135% (21/01/99). Sin embargo, la ganancia promedio por acción fue de \$131.7 .	No hay.

Fuente: Elaboración Propia.

**Tabla 14: Resumen Esquema Control Casos**

<b>Empresa Adquirida</b>	<b>Empresa Adquirente</b>	<b>Esquema control previo</b>	<b>Esquema control posterior</b>	<b>Tipo de negociación</b>
Banco Santiago	Grupo Luksic	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Grupo Luksic accionista mayoritario (25%).</li> <li>- Siguietes accionistas dispersos.</li> <li>- Series A, B, C, con distintos derechos económicos (dividendos).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Grupo Luksic accionista controlador (50,07%).</li> <li>- Segundo accionista Banco Central (35%), sin derecho a voto.</li> <li>- Serie única de acciones, con los mismos derechos políticos y económicos (salvo las en manos del Banco Central).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OPA por un 25% del Banco Santiago.</li> <li>- Aceptación de asignaciones por orden de llegada.</li> <li>- Negociación amistosa, parcial, incondicional.</li> <li>- Posterior fusión con Banco O'Higgins.</li> </ul>
Lord Cochrane	R.R Donnelley	<ul style="list-style-type: none"> <li>- R.R Donnelley accionista controlador (55,13%).</li> <li>- El segundo accionista poseía el 20,09%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- R.R Donnelley accionista controlador absoluto (80,4%).</li> <li>- Segundo accionista con un 10,14% de la propiedad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negociación privada con 3° y 4° accionista mayoritario (13,25%).</li> <li>- OPA por 12% de Lord Cochrane.</li> <li>- Sistema Telepregón.</li> <li>- Negociación amistosa, parcial, incondicional.</li> </ul>
Banco Bhif	Banco Bilbao Viscaya	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Grupo Massú, Said, Summar y Fundación María Teresa Brown controlaban en forma conjunta el 73% del Banco.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Banco Bilbao Viscaya accionista controlador (55%).</li> <li>- Siguietes accionistas: Grupos Massú, Said, Summar y Fundación Brown (27%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negociación privada con accionistas mayoritarios (10%).</li> <li>- OPA por un 10% del Banco Bhif.</li> <li>- Sistema Telepregón.</li> <li>- Suscripción de un aumento de capital.</li> <li>- Negociación amistosa, parcial, incondicional.</li> </ul>
Campos Chilenos	Azucarera Ebro Agrícolas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Grupo Pathfinder accionista mayoritario (38,23%). Sin embargo, elegían 4 de 5 directores, por el apoyo de accionistas minoritarios.</li> <li>- El segundo accionista poseía el 15,86% de Campos Chilenos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Salida del ex - grupo controlador.</li> <li>- Azucarera Ebro Agrícolas accionista controlador (51%). Elige 3 de 5 directores.</li> <li>- Segundo accionista posee 12,14% de la propiedad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negociación privada con accionista mayoritario (38,23%).</li> <li>- OPA por un 12,77% de Campos Chilenos, a prorrata.</li> <li>- Negociación amistosa, parcial, condicional.</li> </ul>
Enersis	Endesa España	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Endesa España accionista mayoritario (32%). Elegía 3 de 7 directores.</li> <li>- Los siguietes accionistas: AFPs (27,7%) y ADRs (19,6%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Endesa España accionista controlador (65%). Elige 5 de 7 directores.</li> <li>- Siguietes accionistas: ADRs (12,56%) y AFPs (12,42%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OPA por 32% de Enersis, a prorrata.</li> <li>- Negociación hostil, parcial y condicional.</li> </ul>
Endesa	Enersis	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Enersis accionista mayoritario, con 25,28%.</li> <li>- Siguietes accionistas: AFPs (26,07%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Enersis accionista controlador (60%).</li> <li>- Siguietes accionistas AFPs (12,11%).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OPA por 34,7% de Endesa, a prorrata.</li> <li>- Negociación parcial y condicional.</li> </ul>

Fuente: Elaboración Propia.

## 5 CONCLUSIONES

El mercado accionario Chileno se caracteriza por ser relativamente pequeño. Además la propiedad de las sociedades anónimas que transan sus títulos en él se encuentra altamente concentrado y los accionistas mayoritarios ejercen un control directo sobre la administración. Por lo tanto, para adquirir el control de estas sociedades, es indispensable negociar con los accionistas mayoritarios. En consecuencia, es *poco probable* que existan tomas de control hostiles en estas circunstancias.

A través del análisis de seis casos de tomas de control ocurridos en nuestro país en los últimos años, se ha observado que las transacciones por el control corporativo han involucrado la negociación con los controladores o que el oferente poseía un porcentaje importante de la empresa objetivo. Por esta razón, también han sido amistosas.

Esto indicaría que el motivo principal de las tomas de control en nuestro país ha sido la búsqueda de sinergias más que disciplinar a la administración de las empresas controladas, ya que en los casos en que el oferente ingresó a la propiedad por primera vez, mantuvo a los administradores.

Sin embargo, muchas veces, estas transacciones privadas eran el único mecanismo para acceder efectivamente a la administración. Al respecto, es importante notar que el grado de control que ejercían los accionistas controladores en la empresa muchas veces era mayor que el otorgado por su participación accionaria, principalmente por el apoyo y confianza de los demás accionistas. En consecuencia, para adquirir el control de una empresa es necesario comprarlo a quién lo tiene.

Otro aspecto de interés es la importancia que tienen en algunas empresas los segundos mayores accionistas. En algunos casos son personas o sociedades y en otros son inversionistas institucionales, quiénes cumplirían un rol de monitoreo sobre los controladores.

En este contexto, las OPAS realizadas con posterioridad a la transacción privada generalmente fueron condicionales, parciales y amistosas, y generalmente buscaban completar la mayoría accionaria (51%). Aunque las formas de llevarlas a cabo fueron diversas: por orden de llegada, telepregón y a prorrata.

Por otra parte, también se observó que las empresas oferentes pertenecían al mismo negocio de la empresa objetivo, indicando que las principales motivaciones eran la búsqueda de sinergías, economías de escala y crecimiento en el mercado latinoamericano.

Para las empresas nacionales, estas ofertas representaron un mecanismo para obtener mayores recursos para su crecimiento. Si bien la necesidad de una inyección de capital por sí sola no es suficiente a la hora de determinar una OPA, en aquellos casos en que la capacidad de endeudamiento de las empresas está prácticamente copado, cobra relevancia el ingreso de un socio estratégico.

Al analizar el efecto de la operación a través de la variación de los precios de las empresas adquiridas, se observó un alza importante cuando se anunció una toma de control, pero también una fuerte caída frente al anuncio de éxito de la operación, y en algunos casos, inferior al nivel pre-oferta. Sin embargo, esto pudo deberse a que el mercado incorporó previamente información relativa a la oferta y el anuncio no reflejó totalmente la nueva información o a otras fluctuaciones del mercado. Por esta razón, también se investigó la reacción del precio de la acción a la toma de control a través del análisis de los retornos anormales acumulados de las empresas objetivo en torno al anuncio de toma de control. En general, este análisis tampoco mostró resultados concluyentes. Cuando existió una negociación privada que implicó distintas ganancias entre los controladores y los minoritarios, los resultados fueron diversos, ya que algunas empresas experimentaron importantes retornos anormales acumulados y otras, importantes pérdidas. Por su parte, cuando la oferta fue directa, los retornos anormales acumulados fueron negativos o desaparecieron algunos meses después de la operación.

Esto indicaría que la hipótesis que señala que una revalorización permanente requiere que los recursos sean transferidos (cambio en el control) parece ser necesaria, pero no suficiente. Lo

anterior puede tener su origen en algunas imperfecciones de nuestro mercado, o simplemente porque la empresa oferente sobrestimó las ganancias esperadas, el valor de los activos de la empresa adquirida, choque de distintas culturas empresariales, etc.

Finalmente, a través del análisis descriptivo de estas ofertas de tomas de control ocurridas en los últimos años, se ha observado que en nuestro país existe un mercado por el control corporativo y que existe un valor de mercado asociado a la posibilidad de dirigir la administración, o al menos, influir decisivamente en ella.<sup>25</sup> Sin embargo, tanto las motivaciones como los resultados de estas operaciones han sido diversos.

---

<sup>25</sup> Esta situación cambia con la nueva Ley No. 19.705, publicada el 20/12/2000, en que la autoridad regula el premio por control al cual puede aspirar un accionista controlador.

## 6 BIBLIOGRAFÍA

- Baron, D., 1983, Tender Offers And Management Resistance, *Journal of Finance* 38, 331-342.
- Becht, M., Röell, A., 1999, Blockholdings in Europe: An International Comparison *European Economic Review* 43, 1049-1056.
- Bloch, L., Kremp, E., 1998, Ownership and Voting Power in France, *Proyecto European Corporate Governance Network: Who Controls Corporate Europe?*.
- Bradley, M., 1980, Interfirm Tender Offers And The Market For Corporate Control, *Journal of Business* 53, 345-376.
- Bradley, M., Desai, A., Kim, H., 1983, The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information Or Synergy?, *Journal of Financial Economics* 11, 183-206.
- Bradley, M., Desai, A., Kim, H., 1988, Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Dodd, P., Ruback, R., 1977, Tender Offers and Stockholder returns: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 5, 351-374.
- Eckbo, L., 1989, Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offer in France, *Journal of Financial Economics* 24, 363-403.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., Roll, R., 1969, The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review* 10, 1-21.
- Franks, J., Mayer, C., 1995, Ownership and Control, En: Horst Siebert (ed.): *Trends in Business Organization: Do Participation and Corporation Increase Competitiveness?*, Tübingen, pp. 171-200.
- Fuentes, L., 1997, *Grandes Grupos Económicos en Chile y los Modelos de Propiedad en Otros Países*, Dolmen Ediciones.
- Jensen, M., Ruback, R., 1983, The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Jensen, M., 1986, Agency Costs Of Free Cash Flow, *Corporate Finance And Takeovers*, *American Economic Review* 76, 323-329.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517.

- Majluf, N., Abarca, N., Rodriguez, D., Fuentes, L., 1998, Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups, *Estudios en Dirección de Empresas*, Vol.1, Nº1, 111-139.
- Martin, K., Mcconnell, J., 1991, Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, *Journal of Finance* 46, 671-687.
- Mayer, C., 1999, Firm Control: An Inaugural Lecture, *Proyecto European Corporate Governance Network: Who Controls Corporate Europe?*
- Miller, M., Rock, K., 1985, Dividend Policy under Assymmetric Information, *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., 1988, Characteristics of Hostile And Friendly Takeover, En: Auerbach, A. (Ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 101-136.
- Palepu, K., 1986, Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 8, pp. 3-35.
- Paredes, R., Flor, L., 1993, Estructuras de Propiedad: ¿Maximizan Ganancias las Empresas en Chile?, *El Trimestre Económico*, 885-908.
- Raineri, R., 1998, Buscando el Control Corporativo: El Ingreso de Endesa España a la Propiedad de Enersis, Ediciones Universidad S. A y M.N Consulting Ltda.
- Renneboog, L., 1998, Shareholding Concentration and Pyramidal Ownership Structures in Belgium, *Proyecto European Corporate Governance Network: Who Controls Corporate Europe?*
- Ruback, R., 1983, Assesing Competition In The Market For Corporate Acquisitions, *Journal of Financial Economics* 11, 141-153.
- Ruback, R., 1986, An Overview of Takeovers Defense, En: Auerbach, A. (Ed.), *Mergers and Acquisitions*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 836-86.
- Ruback, R., 1988, Do Target Shareholders Lose In Unsuccessful Control Contests?, En: Auerbach, A. (Ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 137-155.
- Shleifer A., Summers, L., 1988, Breach of Trust In Hostile Takeovers, En: Auerbach, A. (Ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pp.33-67.

Shleifer, A., Vishny, R., 1986, Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy 94, 461-488.

Stulz, R., 1988, Managerial Control of Voting Rights, Shareholder Wealth and Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics 20, 25-54.

Van Hulle, C., Vermaelen, T., 1991, Regulation, Taxes and the Market for Corporate Control in Belgium, Journal of Banking and Finance 15, 1143-1170.

**Otros:**

Diario El Mercurio de Santiago.

Diario Estrategia.

El Diario Financiero.

Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes de Empresas (FECUs).

Ley N°18.046, Ley sobre Sociedades Anónimas.

Ley N°18.045, Ley de Mercado de Valores.

Memoria Anual Banco Santiago 1994, 1995, 1996.

Memoria Anual Banco O'Higgins 1995, 1996.

Memoria Anual Campos Chilenos S.A. 1997, 1998.

Memoria Anual Enersis 1998.

Memoria Anual Endesa 1998.

Memoria Anual Iansa 1997, 1998.

Memoria Anual Lord Cochrane 1998.

Mensaje N°153-339, 30 de Diciembre de 1998.

Reseña Anual Bolsa de Comercio de Santiago 1997, 1998.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras: Información Financiera.