



Vigilada Mineducación

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPAS) Y REACCIÓN DE PRECIOS EN
SURAMÉRICA

Takeover bids and their impact on stock prices in South America

JUAN DAVID BUSTAMANTE PELÁEZ

DANIEL ALEJANDRO SÁNCHEZ SEPÚLVEDA

Trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de Magíster en Administración
Financiera

Asesor: Diego Alexander Restrepo Tobón PhD

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MEDELLÍN

2022

Resumen

En la presente investigación se analiza el comportamiento del precio de las acciones de empresas objeto de una oferta pública de adquisición (OPA) en los mercados colombiano, chileno y peruano. Para ello, se hizo un análisis cuantitativo con el fin de determinar el impacto del anuncio de las OPA sobre el precio de las acciones. Se recolectó información de las transacciones de los tres mercados en los últimos diez años y se construyó una base de datos con la información más relevante. Posteriormente, se construyeron las series de tiempo con los precios, seis meses antes y después de la fecha de anuncio. Finalmente, con base en la información recabada, se determinaron la prima de control y el porcentaje de reversión de precios. Los resultados indican que el precio promedio aumenta significativamente en anticipación y después del anuncio para posteriormente regresar a niveles cercanos a los precios pre-OPA.

Palabras clave: oferta pública de adquisición, mercado de valores, precio de reversión, prima de control

Abstract

In the present investigation the behavior of stock prices involved in an Initial Public Offering in the Colombian, Chilean and Peruvian markets is analyzed. For this, a quantitative analysis to determine the impact of the IPO announcement was made. The information of the transactions of the three markets in the last ten years was collected and a database was built with the most relevant information. Subsequently, the time series with the prices of the stock 6 months before and after the IPO announcement was designed. Finally, based on the gathered information, the control premium and the reversion rate of said prices were determined. The results indicate that

the average price increases significantly in anticipation and after the announcement to later return to levels close to the observed pre-IPO to the announcement.

Keywords: takeover bid, stock market, reversal price, control premium

Contenido

Introducción.....	7
1. Marco teórico.....	12
1.1. Marco conceptual.....	12
1.1.1. Conceptos generales	12
1.1.2. Tipos de OPAS.....	14
1.1.3. Reglamentación de las OPAS en Colombia.....	15
1.1.4. Reglamentación de las OPAS en Perú.....	17
1.1.5. Reglamentación de las OPAS en Chile.....	18
1.2. Revisión de literatura	18
2. Metodología.....	23
3. Resultados.....	26
3.1. Antes de la oferta	26
3.1.1. Mercado colombiano	26
3.1.2. Mercado chileno.....	29
3.1.3. Mercado peruano.....	32
3.2. Durante la oferta	34
3.2.1. Mercado colombiano	35
3.2.2. Mercado chileno.....	37
3.2.3. Mercado peruano.....	40
3.3. Después de la oferta	41
3.3.1. Mercado colombiano	41
3.3.2. Mercado chileno.....	44
3.3.3. Mercado peruano.....	46
3.4. Volatilidad de los precios	48
3.4.1. Mercado colombiano	48
3.4.2. Mercado chileno.....	49
3.4.3. Mercado peruano.....	49
4. Conclusiones y recomendaciones	51
Referencias bibliográficas	53

Lista de tablas

Tabla 1 Precios antes de la OPA en el mercado colombiano	27
Tabla 2 Precios antes de la OPA en el mercado chileno	30
Tabla 3 Precios antes de la OPA en el mercado peruano	33
Tabla 4 Prima de control ofrecida en el mercado colombiano	36
Tabla 5 Prima de control ofrecida en el mercado chileno	39
Tabla 6 Prima de control ofrecida en el mercado peruano	40
Tabla 7 Porcentaje de reversión en el precio del mercao colombiano	43
Tabla 8 Porcentaje de reversión en el precio del mercao chileno	45
Tabla 9 Porcentaje de reversión en el precio del mercao peruano	47

Lista de gráficos

Gráfico 1 Aumento porcentual del precio de las acciones de Colombia seis meses antes de la OPA	28
Gráfico 2 Participación de OPAS por sector en el mercado colombiano	29
Gráfico 3 Aumento porcentual del precio de las acciones de Chile seis meses antes de la OPA	31
Gráfico 4 Participación de OPAS por sector en el mercado colombiano	32
Gráfico 5 Aumento porcentual del precio de las acciones de Perú seis meses antes de la OPA	34
Gráfico 6 Promedio prima de control ofrecida por sector en mercado colombiano	37
Gráfico 7 Promedio prima de control ofrecida por sector en mercado chileno	40
Gráfico 8 Promedio prima de control ofrecida por sector en mercado peruano	41
Gráfico 9 Variación promedio del precio de las acciones del mercado colombiano seis meses después de la OPA	44
Gráfico 10 Variación promedio del precio de las acciones del mercado chileno seis meses después de la OPA	46
Gráfico 11 Variación promedio del precio de las acciones del mercado peruano seis meses después de la OPA	47
Gráfico 12 Desviación estándar del rendimiento de los precios antes y después de la OPA en Colombia	48
Gráfico 13 Desviación estándar del rendimiento de los precios antes y después de la OPA en Chile	49
Gráfico 14 Desviación estándar del rendimiento de los precios antes y después de la OPA en Perú	50

Introducción

El concepto de oferta pública de adquisición (OPA) hace referencia a toda oferta que busca adquirir el control o una participación grande en una empresa (Guarniz, 2010), a través de la compra de las acciones de una empresa que cotiza en bolsa, por parte de otra empresa o inversionista, que se denomina el oferente. La OPA debe cumplir con ciertos estándares dentro del mercado financiero y contener información detallada sobre esta. Por ejemplo, empresa oferente, empresa objetivo, cantidad de acciones a adquirir, precio ofrecido por acción y vigencia, entre otros datos relevantes que son requeridos de acuerdo con la legislación que aplique en cada país. Dichas transacciones generan gran estrés en los mercados financieros, a la vez que gran tensión en torno a la empresa objeto de la OPA; asimismo, en el precio de la acción de dicha empresa durante el período en que se encuentre vigente la oferta a los accionistas, al igual que luego del resultado de esta.

Esto puede generar conflictos a la hora de tomar decisiones de inversión futura en acciones de la empresa objetivo, dado que es una situación especial que puede alterar el precio de mercado¹ al que se transan las acciones. Si bien la teoría de los mercados eficientes (Fama, 1970) establece que el precio actual de un activo refleja toda la información disponible en el mercado en un momento determinado, no deja de ser un evento que puede catalogarse como un cisne negro (Taleb, 2007), que tendrá un impacto sobre el precio de la acción de la empresa en cuestión, que bien puede ser positivo o negativo, y distorsionar así el precio y generar estrés en el mercado. Esto por cuanto el precio de la acción durante un período obedecerá a factores meramente especulativos que pueden afectar la reputación y el precio real de mercado de una acción.

¹ Entiéndase precio de mercado como el precio al que en el momento se transa la acción en el mercado. Puede ser en términos de un día o en un promedio de tiempo establecido.

Las OPAS pueden ser de varios tipos: obligatorias, voluntarias, de control, competidoras, de exclusión o amistosas, entre otras, dependiendo de su finalidad y sus características. Las OPAS obligatorias son aquellas que debe realizar un oferente en virtud de la adquisición del 25% o más del capital con derecho a voto, o un incremento igual o superior al 5% por parte de un inversionista que posea un 25% o más del capital con derecho a voto, en la cual dicho inversionista actúa como único oferente; las OPAS voluntarias no tienen un requisito legal respecto al precio, y el oferente puede establecer el monto mínimo de la oferta; las OPAS por tema de control permiten ajustar la venta de las acciones a un precio equitativo; las OPAS competidoras son aquellas que afectan el resultado de otra OPA que aún no ha finalizado; las OPAS de exclusión permiten que los accionistas vendan sus acciones antes de que la empresa deje de cotizar en Bolsa, y las OPAS amistosas se presentan cuando tanto el oferente como el accionista están de acuerdo en realizar la transacción (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2020).

Las OPAS, si bien son muy comunes en mercados de capitales bien desarrollados, en Colombia, Perú y Chile son escasas. Colombia a lo largo de su historia ha presentado OPAS que se han hecho ya sea por mutuo acuerdo entre las partes involucradas o para eliminar un emisor después de que el comprador no estuviera interesado en seguir cotizando las acciones en el mercado. De aquí se desprenden algunos motivos que animan a los inversionistas a lanzar OPAS por otras empresas, como lo son las sinergias, las cuales se materializan por varias vías. En términos generales: aumento de ingresos, reducción de costos, ganancias fiscales o reducción de requerimientos de capital. No obstante, pueden existir motivos diferentes a los de generar sinergias para crear valor que sean aliciente para que un inversionista lance una OPA, como son

el poder y el prestigio derivados de administrar una empresa de mayor envergadura, lo cual sucede cuando hay lugar a una toma de control² (Ross y otros, 2012).

Durante 2021 y 2022 se han presentado varias OPAS en Colombia, lo que ha llamado mucho la atención del mercado, que han afectado el precio de las acciones de las empresas involucradas y, en general, al mercado en sí, y en algunos casos el precio de la acción ha bajado mientras que en otros ha subido.

Por este motivo, el presente trabajo analiza cómo una OPA afecta el precio de la acción de una empresa que sea objeto de esta. Para lograr dicho cometido, se desarrolla una investigación de orden exploratorio, cualitativo y cuantitativo, con el fin de determinar la incidencia que las OPAS tienen sobre el precio de las acciones. Esta investigación consta de la construcción de una base con la lista de transacciones de los últimos 10 años, y de otra con el histórico de precios de dichas transacciones, sobre la cual se elaboraron todos los análisis que entregaron los resultados que determinan el impacto que el anuncio de la OPA genera sobre el precio de la acción.

A partir de los datos recolectados se construyeron las series de tiempo para cada una de las acciones estudiadas, abarcando un período de seis meses antes y después de la fecha de anuncio, de donde se obtiene como resultado que en la mayoría de las transacciones se evidencia una reversión a los precios promedio de negociación antes de la OPA. Adicionalmente, a través del empleo estadístico de medidas de tendencia central y de dispersión se encontró que la mayoría de las transacciones presentan una mayor volatilidad en los períodos después del anuncio.

² La toma de control hace referencia a la transferencia de control de una compañía por parte de un grupo de accionistas a otro.

Los resultados de esta investigación son relevantes para los agentes que intervienen en el mercado de valores, dado que trata un tema sobre el cual la literatura encontrada es escasa; asimismo, tienen el potencial de ser valiosos para los agentes previamente mencionados, por cuanto el contexto está enmarcado en transacciones de alta envergadura, que por su naturaleza llaman la atención del público en general, dado el revuelo que pueden llegar a causar en los mercados financieros. Por lo tanto, los hallazgos contribuirán a la toma de decisiones de inversión de una manera más objetiva omitiendo de manera importante la subjetividad provocada por el anuncio.

El alcance de esta investigación está delimitado por acciones de empresas actualmente listadas o que hayan estado listadas en bolsa durante los períodos evaluados para el mercado colombiano, el chileno y el peruano. La base de datos fue construida extrayendo la información de todos los prospectos de OPAS emitidos por los oferentes que reposan en las páginas oficiales de las bolsas de valores de los respectivos países.

Se determinan estas tres economías con base en que para el 2021 estuvieron dentro de las diez economías de la región latinoamericana que más crecieron, lo cual refleja el buen comportamiento de estas economías y la solidez que presentaron frente a la recuperación y reactivación económica de un ambiente postpandemia (Portafolio, 2022). Este argumento, también acompañado de que, en su respectivo orden, Colombia, Chile y Perú figuran dentro de los países de la región latinoamericana. De acuerdo con las mediciones, estos tres países han presentado un mayor producto interno bruto (PIB), ajustado por paridad de poder adquisitivo en los últimos 20 años, que son superadas por la economía brasileña, la mexicana y la argentina (Pasquali, 2021).

Por otra parte, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), estas tres economías son las más homogéneas de Suramérica en términos de PIB, siendo solo superadas nuevamente por Argentina y Brasil en la región, que presentan unas cifras en millones de dólares mayores a las tres seleccionadas (International Monetary Fund, 2022).

Adicionalmente, se llevó a cabo una búsqueda exhaustiva de transacciones y de precios históricos en las bolsas de valores de las economías de Bolivia, Ecuador, Paraguay y Uruguay, en las que la información no es de fácil acceso para el público, y solo se encontró un cuadernillo de OPA en el mercado boliviano. Por los tamaños de sus economías y la escasez de información se descartan estos países. Asimismo, tal como se expuso anteriormente, también se excluyen Argentina y Brasil, por cuanto sus economías son más robustas. Finalmente, se excluye Venezuela, por el contexto económico y social que la convierte en una economía dispar con respecto a las demás.

De este modo, las tres economías seleccionadas para efectos de la presente investigación: Colombia, Chile y Perú, son idóneas en términos de comparabilidad económica, sobre las que es posible establecer relación entre sectores económicos. Se toman adicionalmente 10 años de historia de transacciones, para contar con una base con un mínimo de 30 transacciones que permitan extraer análisis y conclusiones fundamentadas, dado que, tal como fue mencionado, este tipo de operaciones son escasas en estos mercados en comparación con otras economías desarrolladas.

Este trabajo consta de la siguiente estructura: en la sección 2, se presentan el marco teórico y la revisión de la literatura; la sección 3, abarca la metodología; en la sección 4, se describen los resultados, y la sección 5, explica las conclusiones y recomendaciones.

1. Marco teórico

1.1. Marco conceptual

1.1.1. *Conceptos generales*

Las OPA son un mecanismo mediante el cual un inversionista busca hacerse a una parte importante del control de otra empresa por medio de esta operación financiera. En el caso del mercado colombiano, esta debe realizarse en el mercado secundario³. Vargas (2019) se refiere a estas operaciones como aquellas a través de las cuales una persona, bien sea natural o jurídica, manifiesta su interés en la adquisición o compra de acciones a todos los accionistas de la compañía objetivo, cuando esta pretende adquirir un porcentaje significativo de acciones con derecho a voto en la compañía objetivo.

Al respecto, existe un procedimiento establecido que consta de diversas etapas, que van desde la autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (Presidencia de la República de Colombia, 2010), y en algunos casos, de la Superintendencia de Industria y Comercio, hasta la compensación y liquidación de la transacción si es exitosa. Entre estas etapas se encuentra la comunicación de la oferta, que debe contemplar en detalle varios criterios, tales como el número máximo y mínimo de valores que se desea adquirir, el plazo de aceptaciones y, el más relevante de todos, el precio ofrecido por acción, que por lo general en todas las OPAS es superior (Melo y otros, 2022) al precio de mercado al que transan en ese momento, y que se denomina prima de control.

Esta situación se da cuando los inversionistas oferentes estiman que si toman el control de la compañía sujeto de la OPA pueden hacer mejoras en la gestión y administración y generar un mayor valor (Vidal, 2016). A esta hipótesis se le denomina de control corporativo o de control

³ El mercado secundario se refiere a las transacciones que se realizan entre inversionistas sobre valores que han sido previamente emitidos y ya se encontraban en circulación.

externo de gestión, a través de la cual las OPAS son el mecanismo que está en capacidad de reorientar o de darles un uso más eficiente a los recursos que, desde el punto de vista del inversionista, están siendo mal administrados (Cárdenas, 2001). Otra hipótesis es la de las sinergias, que consiste en que el oferente considera que su sociedad sería más valiosa en términos de mercado adquiriendo la empresa objeto de OPA que siendo valoradas de manera independiente (Melo y otros, 2022).

También se habla de prima de exceso, que se refiere a una prima más alta con respecto a la esperada, y que juega un rol determinante en la OPA, ya que es notable que al ofrecerla es más probable que se logre hacer efectiva la transacción (Bessler & Schneck, 2014).

Otros argumentos señalados por Rodríguez y Torres (2016) agrupan una perspectiva financiera y de mercadeo. Por ejemplo, que la empresa oferente considere que puede generar niveles mayores de utilidad que los que actualmente se están percibiendo y que son mayores al precio que están pagando por ella; asimismo, acceso a canales de distribución, clientes, marcas y otros recursos, lo cual se traduce en motivos estratégicos y de sinergia; aumentos de participación en el mercado o adquisición de nuevas líneas de negocio, y que un competidor del oferente tenga miras estratégicas a una potencial adquisición para lograr los cometidos mencionados. De este modo, la OPA es una respuesta a una futura acción de los competidores, materializando así una estrategia a priori para estar un paso adelante de la competencia.

1.1.2. Tipos de OPAS

1.1.2.1. OPA obligatoria. Se da cuando suceden eventos en los que las legislaciones internas prevén determinados escenarios en los que es necesario lanzar una OPA y en cuyo caso deberá cumplir con ciertas exigencias y requisitos en materia legal, sobre temas de precios, condiciones y otras particularidades (Rodríguez y Torres, 2016).

1.1.2.2. OPA total. Es aquella que se lanza por la adquisición del 100% del capital de la empresa opada. En algunos países, las OPAS obligatorias deben ser totales; es decir, deben ofrecer la compra de la totalidad de las acciones (Rodríguez y Torres, 2016).

1.1.2.3. OPA amistosa. Es aquella en la que existe un previo acuerdo entre las partes para realizar la transacción, y cuenta con aprobación de la junta directiva de la empresa objeto de OPA. Este acuerdo genera beneficios recíprocos, en los cuales se busca un punto de equilibrio para establecer una relación gana-gana, que sería el escenario ideal en los casos de integraciones (Rodríguez y Torres, 2016).

1.1.2.4. OPA voluntaria. Es aquella en la cual el adquirente, por decisión libre, establece las condiciones relacionadas con aspectos básicos de la oferta a su conveniencia, lo cual no podría suceder en el ámbito de una OPA obligatoria (límites o condiciones para que se haga efectiva) (Vargas, 2019).

1.1.2.5. OPA competidora. Es aquella que se formula cuando ya existe una OPA en curso por las acciones de la empresa objetivo cuyo plazo de aceptaciones no ha finalizado. Con respecto a este tipo de OPA, quien la formula debe ser una persona diferente al oferente de la OPA precedente y debe representar una mejora en las condiciones con respecto a la OPA inicial, no puede realizarse por una cantidad y precio menor al de la OPA precedente; en el mercado colombiano se exige que ambos aspectos deben ser por lo menos un 5% superior a los

de la OPA precedente y debe ser anunciada a más tardar dos días hábiles antes del vencimiento del plazo del período de aceptaciones de la oferta precedente (Vargas, 2019).

1.1.2.6. OPA hostil. Son aquellas que se caracterizan por ser lanzadas sin el consentimiento, e incluso en ocasiones en contra de la voluntad de los accionistas que detentan el control de la sociedad. Esto es posible cuando dichos accionistas poseen el control de la sociedad sin contar con la mayoría de las acciones, lo que suele ocurrir cuando hay una parte del del capital dividido entre muchos accionistas minoritarios (Rebaza, 2005).

Una OPA hostil se lanza cuando se desea adquirir la empresa objetivo sin la aprobación de su Junta Directiva, con el fin de conseguir control político comprando los derechos de voto de los accionistas. Bajo este contexto, la OPA deja de ser una transacción tranquila y consensuada, y toma el nombre de hostil. Por esto es común que una adquisición hostil sea aquella en la que la empresa opada no desea ser adquirida por terceros (Rodríguez y Torres, 2016).

1.1.2.7. OPA de exclusión. Son aquellas que se dan cuando el mismo emisor busca recomprar sus acciones que se encuentran en propiedad de accionistas minoritarios, con el fin de dejar de cotizar en bolsa y centralizar la propiedad y el control de la compañía (Ramírez, 2017).

A continuación, se describe la reglamentación de las OPAS en los tres países objeto de análisis.

1.1.3. Reglamentación de las OPAS en Colombia

Las OPAS están regidas por el Decreto 2555 de 2010, Título 2, Oferta Pública de Adquisición (Presidencia de la República de Colombia, 2010). Aquí se describe una OPA, se especifican los eventos en donde no se puede hacer una OPA, se aclara que las OPAS son irrevocables, e igualmente se menciona el proceso de autorización de una OPA.

Antes de presentarse una OPA, según el Decreto 2555 de 2010 (Presidencia de la República de Colombia, 2010), se requiere autorización previa de la Superintendencia Financiera, con el objetivo de conocer el inversionista y la operación que se quiere presentar. Esta autorización, según el artículo 6.15.2.1.6. de este decreto, debe ir acompañada de los siguientes documentos:

1. Cuadernillo de oferta donde se presenten los términos establecidos.
2. Proyecto de aviso de oferta.
3. Autorización de los órganos competentes del oferente.
4. Si es persona jurídica, requiere el certificado de existencia y representación legal del oferente.
5. En el evento que se trate de negociaciones sometidas a alguna autorización o concepto de una autoridad administrativa, copia del documento mediante el cual se solicitó dicha autorización o concepto
6. Manifestación del oferente sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación.
7. Documentos adicionales que la Superfinanciera considere relevantes.

De acuerdo con Fradique (2014), las transacciones que deben realizarse a través de una OPA serán las que cumplan con las siguientes características:

- 1) Cuando un inversionista, de manera directa o indirecta, se vaya a convertir en beneficiario real de veinticinco por ciento (25%) o más del capital con derecho a voto de un emisor cuyas acciones estén inscritas en la BVC.
- 2) Cuando un inversionista que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de un emisor que tenga sus

acciones inscritas en la BVC pretenda aumentar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%) (p. 124).

1.1.4. Reglamentación de las OPAS en Perú

La normativa de las OPAS en Perú se encuentra reglamentada bajo del Mercado de Valores (LMV), en los artículos 68 y 71. En el artículo 68 se especifica que aquella persona natural o jurídica que quiera presentar una oferta pública de adquisición, lo debe hacer dirigiéndose a los titulares de las acciones con derecho al voto. Por su parte, en el artículo 71 se habla de la reglamentación de las OPAS, y se aclara que corresponde a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) determinar las normas de las OPAS y las excepciones a las mismas (Lazo del Castillo, 2017).

Para el mercado peruano, según la Resolución CONASEV N° 0009-2006 (Superintendencia del Mercado de Valores, 2006) la adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:

- a) Se trate de una transferencia a título oneroso;
- b) La sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro;
- c) Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita: remover o designar a la mayoría de los directores, o modificar los estatutos de la sociedad.

1.1.5. Reglamentación de las OPAS en Chile

El 20 de diciembre del 2000, en Perú se le hace una reforma a la Ley 19.705, la cual regula las ofertas públicas de adquisición y el gobierno corporativo. Aquí se establecen los lineamientos para los procesos en los que se da una toma de control; es decir, una OPA. Igualmente, el artículo 199 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) aclara las tres circunstancias bajo las cuales se puede presentar una OPA: 1) cambio de control de la sociedad; 2) cuando una determinada operación permita que el controlador alcance dos tercios de la propiedad accionarios; 3) en el momento que se pretenda adquirir una sociedad, la cual tiene el control de alguna otra sociedad, la cual debe de representar un 75% o más del activo (Lazén y Sepulveda, 2004, p. 8).

Las transacciones que aplican para ser tramitadas a través de una OPA son las siguientes, de acuerdo con la Ley 18045 del mercado chileno (Junta de Gobierno de la República de Chile, 1981):

- Las que permitan tomar el control de una sociedad.
- Las que con su cumplimiento dejen al oferente con un control de dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto.

Si se pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra sociedad anónima abierta, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, se deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última, conforme a las normas establecidas en la ley mencionada, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control. (p.72)

Revisión de literatura

Es tal el impacto del anuncio de una OPA, que se ha identificado como motivo adicional para la realización de una OPA la manipulación del precio bajo el marco contextual en que el oferente ya cuenta con una participación accionaria dentro de la compañía, por lo que sacaría provecho, ya que el anuncio afecta el precio de la acción haciendo que este incremente, esto con la intención de proyectar una venta futura una vez que los precios comiencen a evolucionar (Bagnoli & Lipman, 1996).

Hay evidencia basada en un estudio hecho en Colombia, que se enfocó en determinar si el anuncio de determinados eventos en el mercado accionario tenía impacto sobre el precio de las acciones. Los eventos evaluados fueron anuncios de fusiones, adquisiciones, emisiones de acciones e incremento de dividendos. Al llevar el enfoque a la reacción del mercado frente al evento de una adquisición, se encontró que este no afectaba el precio de las acciones (Velásquez, 2009).

Otro estudio hecho en Colombia sobre si los mercados reaccionaban de manera eficiente ante dos eventos puntuales: la venta de Bavaria y Coltabaco y la fusión de Bancolombia, Corfinsura y Conavi, dio como resultado que los agentes del mercado reaccionan de manera inmediata, y que, en el caso de la mencionada fusión, el mercado actuó de manera eficiente con respecto a los retornos anormales, lo cual se traduce en que luego del evento el precio fluctuó de manera significativa (Henríquez, 2005).

Un estudio hecho en España encontró que la prima de control ofrecida en las operaciones de adquisición afecta de manera desfavorable a la empresa adquirente en el futuro, dado que se tiende a sobrevalorar el valor de la empresa adquirida (Ramírez, 2017) Esta situación puede estar

explicada en parte por una gran cantidad de sesgos psicológicos y mentales que los agentes que operan en los mercados y analistas financieros tienen arraigados (Kahneman, 2011).

Una investigación sobre el impacto en el valor de las acciones producto de una OPA de empresas del mercado chileno indica que este tipo de operaciones tiene efectos importantes sobre el precio de las acciones, y las describe como variaciones anormales, en las que se toma como referencia un mes anterior y uno posterior al anuncio de la oferta, basándose en un análisis de prueba de Kolmogórov-Smirnov. A través de esta prueba, que consiste en medir el grado de bondad de ajuste entre dos distribuciones de probabilidad, se obtuvo como resultado que el precio de las acciones de la muestra en estudio pertenecían a una distribución normal de probabilidad (Belmar Del Canto, 2019).

Dicha investigación de concluye que, si bien las variaciones en el precio de las acciones no son significativas, en este se presenta una variación anormal que debe ser tomada en cuenta por los inversionistas y demás agentes del mercado a nivel general; además, demuestra que en el período antes-durante de una OPA esta no necesariamente afecta el precio de la acción, o que, en caso de tener alguna correlación, no es la misma para cada caso. En algunos bancos el precio sube, mientras que para otros baja (Belmar Del Canto, 2019).

De otro lado, al analizar el período durante-después de la OPA, se esperaría que aquí sí hubiera una correlación entre la OPA y el precio de la acción; sin embargo, al obtener los resultados en este período tampoco se ve un efecto en la variación de las acciones, producto de la OPA (Belmar Del Canto, 2019).

Otro estudio hecho en Francia, que tomó como referencia una muestra de 59 adquisiciones en el mercado francés entre 1999 y 2011, mostró que en el largo plazo las OPAS arrojaban ganancias apalancadas por la sinergia generada en el componente financiero y

operativo. Si bien el horizonte temporal no abarca las dimensiones de la presente investigación, el foco del estudio en Francia brinda luces orientadas a efectos positivos en el precio de las acciones en períodos posteriores a la OPA (Hamza y otros, 2016).

Un caso de estudio sobre la adquisición de BG Group hecha por Royal Dutch Shell, a través de una valoración por flujos de caja descontados junto con otros análisis realizados, llegó a conclusiones similares, en las cuales en un escenario proyectado que contemplaba alzas en el precio del petróleo, que es el principal insumo en la actividad de la empresa, se estimaba que el valor de la compañía luego de la adquisición era superior a una valoración aislada impulsada nuevamente por las sinergias generadoras de valor (Kalam, 2021).

Un estudio adicional, si bien no en línea con lo enunciado en el propósito de la presente investigación, abordó el tema del impacto en los precios de las acciones ante un anuncio privado de fusión y(o) adquisición en Latinoamérica, donde se encontraron evidencias de retornos significativos y positivos en Brasil, México, Argentina y Chile; adicionalmente, la creación de valor para los accionistas tiende a ser más sólida mientras más grande es la empresa objeto de la adquisición. Finalmente, dicho estudio añade que las transacciones que son pagadas en efectivo generan unos rendimientos anormales significativos positivos por más tiempo. Sin embargo, señala que con el paso del tiempo el 66% de los países evaluados tienden a sufrir una corrección de mercado; es decir, que los precios retornan a niveles similares a los valores medios antes de las transacciones (Morales, 2019).

Otro artículo publicado se enfocó en examinar los efectos que los rumores de adquisiciones tenían en los precios de las acciones. Encaminado por la misma línea, se encontró que el mercado reacciona ante estos rumores, dado que no deja de ser información que entra en juego; estas reacciones se reflejan en un aumento significativo de los precios de las empresas

objetivo del rumor en el mes anterior a la publicación del rumor de adquisición, los cuales en su mayoría comienzan a presentar una actividad inusual de precios. Finalmente, otro aporte de este estudio es que en menos del 50% de las ocasiones rumores generalizados de adquisición se materializan luego en OPAS (Pound & Zeckhauser, 1990).

Por otra parte, Melo y otros (2022) en las conclusiones sobre el análisis del impacto en el mercado colombiano de las OPAS de Nutresa y Grupo Sura encontraron a nivel estadístico que el anuncio de dichas ofertas tuvo un efecto significativo sobre el precio de las acciones estudiadas, que afectaron de manera directa los retornos; en otras palabras, se afirma que los retornos fueron estadísticamente diferentes durante la vigencia del anuncio de la OPA respecto a los que se hubieran observado en tiempos normales sin presencia del anuncio de la OPA.

Tal como puede apreciarse, a pesar de existir trabajos enfocados en diversos análisis e impactos de OPAS en diferentes mercados y contextos, no hay una investigación que se dedique a lo que se aborda en el presente trabajo, por lo que se refuerza la relevancia y significancia de esta investigación, a raíz de la escasez de estudios con objetivos comparables y estrechamente relacionados.

2. Metodología

El propósito de esta investigación era construir desde cero una base de datos que comprendiera el listado de las OPAS que se han anunciado en los últimos 10 años en el mercado colombiano, el chileno y el peruano. Para lograrlo, se desarrolló una investigación exploratoria que consistió en la búsqueda bibliográfica de todos los prospectos de oferta pública, así como los cuadernillos de oferta sobre los cuales reposa toda la información legal y financiera de las transacciones. Esta recolección de información se hizo directamente en los sitios web oficiales de las bolsas de valores de los tres países, y en los casos de poca disponibilidad de información, a través de la consulta directa en sitios web financieros y académicos tales como Investing, Yahoo! Finance y Google Académico, y de medios de comunicación importantes en el contexto de cada geografía, validando en todo momento la calidad e integridad de los datos recabados.

La base de datos construida constó de la siguiente información:

- *Mercado*: indica si la transacción pertenece al mercado colombiano, chileno o peruano.
- *Fecha de la OPA*: es la fecha en la que es publicado el documento prospecto oficial de las OPAS en la web.
- *Empresa oferente*: es la empresa que se encuentra interesada en comprar acciones de la otra sociedad.
- *Empresa objeto de la OPA*: es la empresa emisora de los títulos objeto de la OPA.
- *Valor ofrecido por acción*: es el precio que la empresa oferente está dispuesta a pagar por cada título.
- *Moneda de la transacción*: indica la moneda en la que se efectuará el negocio (COP, USD, SOL, CLP, EUR).

- *Cantidad mínima de acciones para adquirir:* indica la cantidad mínima de títulos que se pretende obtener para considerar la OPA como exitosa.
- *Porcentaje de participación que representan:* es la representación en porcentaje de las acciones mínimas que se vayan a adquirir del total en circulación.
- *Cantidad máxima de acciones:* es el tope de títulos que el oferente está dispuesto a comprar.
- *Porcentaje de participación que representan:* es la representación en porcentaje del tope máximo de acciones que el oferente pretende adquirir.
- *Participación accionaria actual del oferente en cantidad de acciones:* indica la cantidad de acciones que a la fecha de la OPA el oferente ya posee, si aplica.
- *Porcentaje de participación que representan:* indica la participación actual en porcentaje del oferente dentro de la empresa objeto de la OPA.
- *Fecha de vigencia de la OPA:* indica el rango en el cual se recibirán todas las aceptaciones por parte de los inversionistas que tienen participación en la empresa objeto de la OPA.

Posteriormente, a partir del listado de transacciones construido se consultaron los precios históricos de cada uno de los emisores en cuestión, para un tiempo de entre seis meses antes y después del anuncio. Se determina este rango de tiempo como prudente, dado que ampliar el espectro a un horizonte temporal mayor puede generar ruido y sesgar las conclusiones, toda vez que el objetivo es evaluar el impacto de la operación sin tener en cuenta decisiones estratégicas de las compañías en un período posterior a la OPA y otros eventos de mercado que pueden tener lugar diferentes momentos del tiempo.

Por último, a través de estadística descriptiva se analizó el comportamiento del precio de las acciones de las empresas listadas en la base anterior, para determinar las fluctuaciones que tuvo el precio. Esto lo logramos a través del cálculo de medidas estadísticas tales como rendimientos promedio y desviación estándar de rendimientos, que permiten confirmar la hipótesis de si el anuncio de una OPA afecta o no el precio de las acciones.

3. Resultados

En este apartado se presentan los resultados obtenidos en el análisis del comportamiento de las acciones, antes, durante y después de la oferta pública de adquisición.

3.1. Antes de la oferta

Para cada acción se realizó el análisis del precio en un período de seis meses antes de la oferta.

3.1.1. Mercado colombiano

En el mercado colombiano se hizo el análisis sobre cada acción, para identificar su comportamiento previo a la OPA, y de esta manera relacionar el impacto generado por el anuncio en su precio de mercado.

En la tabla 1 se puede observar el nombre de la empresa y(o) acción, el sector económico al cual pertenece, la fecha en la que se realizó la OPA, el precio promedio de la acción durante los seis meses anteriores a la OPA y, por último, el porcentaje de variación del precio promedio del mes anterior a la OPA versus el precio seis meses antes.

Tabla 1*Precios antes de la OPA en el mercado colombiano*

Acción	Sector económico	Fecha OPA	Mes -6	Mes -5	Mes -4	Mes -3	Mes -2	Mes -1	Variación
Éxito	Comercial	18/10/2019	14.344	14.099	16.092	17.250	17.551	17.620	23%
Biomax	Comercial	30/06/2015	997	1.430	1.536	1.550	1.550	1.550	55%
Pazrio	Industrial	20/12/2021	8	8	8	8	8	13	58%
Nutresa	Industrial	21/11/2021	21.763	22.174	21.586	21.659	21.583	21.989	1%
Nutresa	Industrial	31/01/2022	21.586	21.659	21.583	21.989	24.073	28.329	31%
Nutresa	Industrial	28/03/2022	21.583	21.989	24.073	28.329	31.464	40.828	89%
Familia	Industrial	24/01/2022	4.500	4.564	5.200	5.200	5.200	5.200	16%
Enka	Industrial	24/11/2020	8	8	8	8	7	7	-10%
Cemex	Industrial	28/10/2020	1.664	1.600	1.621	1.815	2.667	2.805	69%
Coltejer	Industrial	18/10/2019	1.015	1.015	1.015	1.015	1.015	1.015	0%
Sura	Inversiones	16/12/2021	19.772	18.749	18.594	20.327	22.127	22.144	12%
Sura	Inversiones	31/01/2022	18.594	20.327	22.127	22.144	27.132	28.275	52%
Sura	Inversiones	28/03/2022	22.127	22.144	27.132	28.275	36.081	32.278	46%
Odinsa	Servicios	14/05/2015	7.981	7.931	7.163	7.756	7.676	9.464	19%
Vanti	Servicios públicos	21/05/2020	75.013	73.659	80.010	87.100	87.100	86.157	15%
Isagen	Servicios públicos	18/07/2016	3.932	4.005	4.074	4.078	4.033	4.095	4%

Nota. Valores en COP.

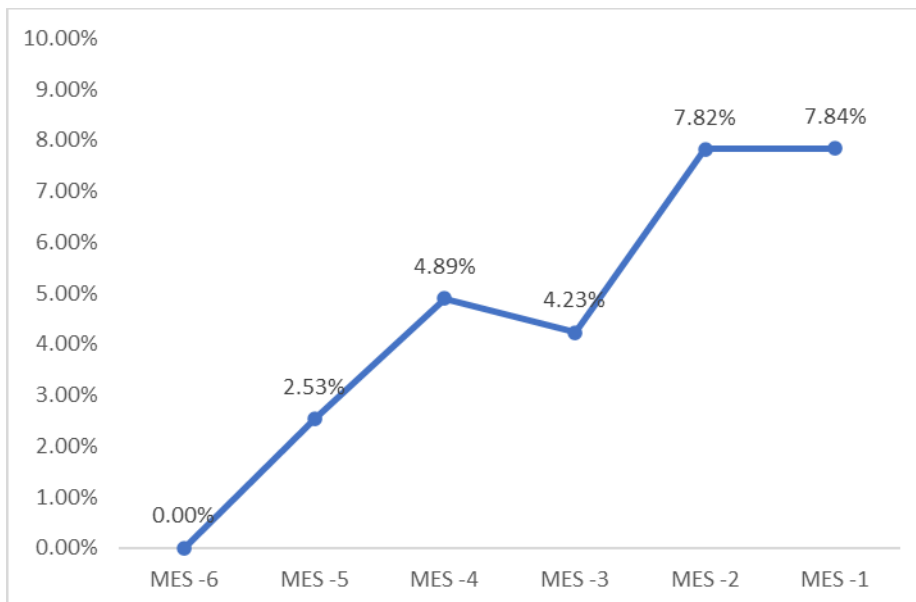
En la columna *Variación*, se evidencia que el resultado de 14 de las 16 transacciones evaluadas es de tendencia creciente, con crecimientos significativos de Nutresa y Sura, las cuales durante el período de evaluación reportaron tres OPAS consecutivas, dando como resultado una variación de 89% y 46%, respectivamente. Las transacciones de Enka y Coltejer presentaron resultados atípicos en la muestra, con un porcentaje de variación de -10% y 0%.

El comportamiento del mercado colombiano confirmó lo evidenciado anteriormente en el precio promedio de las 16 transacciones, con porcentaje de variación del precio promedio de 30% positivo; es decir, en promedio el precio de las acciones evaluadas en Colombia se incrementó un 30% un mes antes de la OPA con respecto al precio promedio de seis meses antes.

En el gráfico 1, se aprecia el aumento generalizado de los precios de mercado de las acciones antes de la OPA, confirmando nuevamente la tendencia alcista de este mercado y, a su vez, la hipótesis de que el mercado tiende a reflejar toda la información de la acción en su precio, en este caso reflejando la especulación generada ante las posibles OPAS.

Gráfico 1

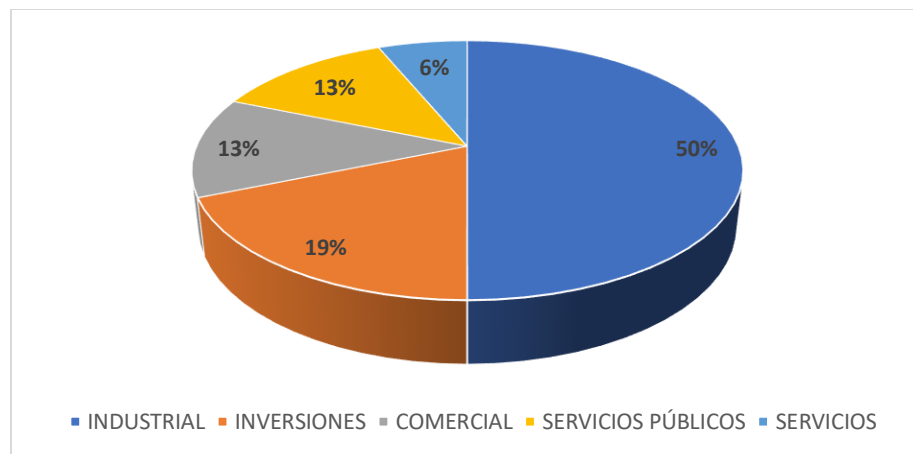
Aumento porcentual del precio de las acciones de Colombia seis meses antes de la OPA



Por último, el gráfico 2 muestra la participación por sector en las transacciones evaluadas en el mercado colombiano, ubicando al sector industrial en el primer lugar, con el 50% de participación, seguido del sector de inversiones, con un 19%, y del comercial, con un 13% .

Gráfico 2

Participación de OPAS por sector en el mercado colombiano.



3.1.2. Mercado chileno

De igual forma, en el mercado chileno se llevó a cabo el análisis sobre cada acción, para identificar su comportamiento previo a la OPA, y de esta manera relacionar el impacto generado por el anuncio en su precio de mercado.

En esta oportunidad, según la información presentada en la tabla 2, el comportamiento evidenciado en las acciones del mercado chileno reflejó una gran similitud al mercado colombiano. Esto debido a que también se observó una tendencia creciente en 11 de las 15 operaciones evaluadas en los últimos 10 años.

Las acciones más destacadas en cuanto a crecimiento positivo fueron Tech Pack, compañía del sector industrial, con un porcentaje de variación de 54% positivo, y Enel Generación Chile, del sector de servicios públicos, con un crecimiento del 33%. Por otro lado, Marinsa S.A., del sector de servicios portuarios presentó un decrecimiento de 9%.

Tabla 2*Precios de las acciones antes de la OPA en el mercado chileno*

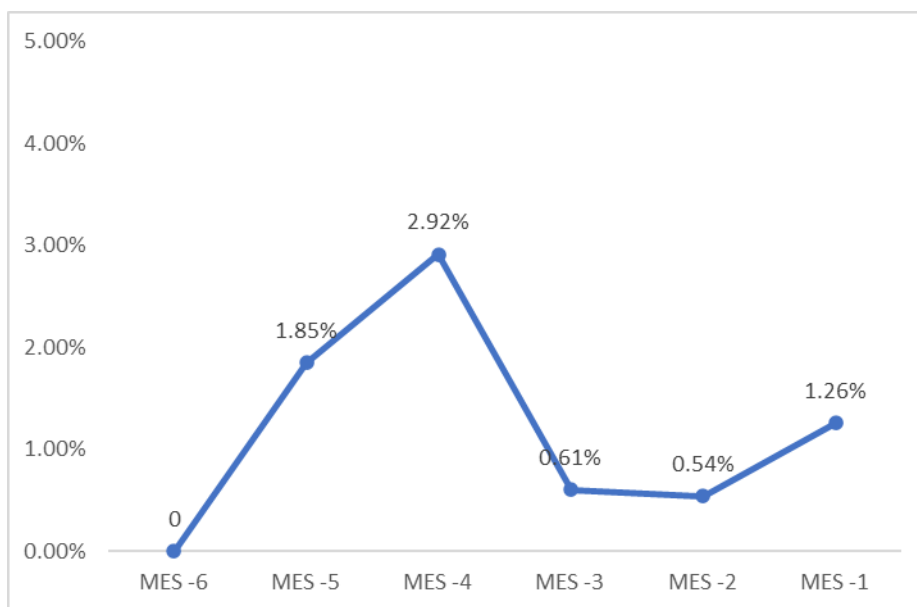
Acción	Sector económico	Fecha OPA	Mes -6	Mes -5	Mes -4	Mes -3	Mes -2	Mes -1	Variación
Azul Azul S.A.	Deportes	26/04/2021	590	590	590	590	590	590	0%
Habitat S.A.	Financiero	27/01/2016	869	854	829	817	832	817	-6%
Polpaico	Industrial	10/07/2017	7.300	7.300	7.473	7.344	7.300	7.301	0%
Moller y Pérez-Cotapos SA	Industrial	26/10/2016	258	268	285	290	290	336	30%
Cementos Bio Bio SA	Industrial	13/12/2017	887	865	866	821	798	809	-9%
Aqua Chile SA	Industrial	13/12/2018	405	381	451	472	472	476	17%
Tech Pack SA	Industrial	29/09/2016	226	289	323	342	353	349	54%
Australis Seafoods SA	Industrial	26/06/2019	79	81	80	84	83	87	10%
Clínica Las Condes SA	Salud	1/10/2019	40.356	41.487	40.503	38.305	37.550	36.849	-9%
Banmédica SA	Salud	26/12/2017	1.599	1.607	1.619	1.963	2.071	2.034	27%
Cabo Froward SA	Servicios	12/12/2016	241	244	245	250	253	280	16%
Marinsa SA	Servicios	28/04/2016	19	19	19	15	14	15	-23%
Enel Américas S.A.	Servicios públicos	15/03/2021	109	105	113	116	116	112	3%
Gasco SA	Servicios públicos	6/07/2016	1.720	1.727	1.749	1.761	1.763	1.759	2%
CGE	Servicios públicos	22/06/2021	934	967	985	959	1.066	974	4%

Nota. Valores en CLP

En esta oportunidad, al igual que en el mercado colombiano, el porcentaje de variación del precio promedio de los seis meses antes versus un mes antes de la OPA presentó un resultado positivo de 6%; sin embargo, el comportamiento del aumento de los precios de todas las acciones evaluadas en el mercado chileno presentó un comportamiento diferente dos meses previos a la OPA, con un decrecimiento del 0,54%, tal como puede observarse en el gráfico3.

Gráfico 3

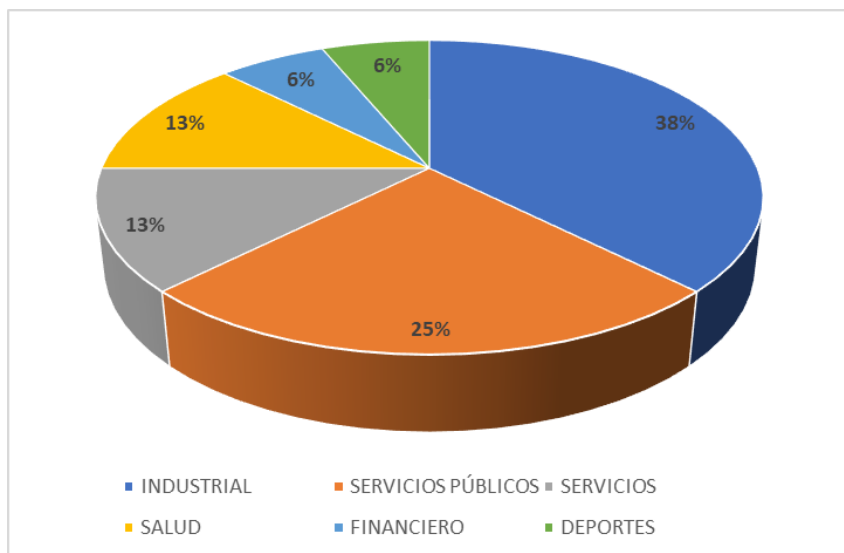
Aumento porcentual del precio de las acciones de Chile seis meses antes de la OPA



En cuanto a los sectores, el mercado chileno presentó una mayor diversificación, con seis sectores presentes en la muestra. En esta oportunidad, el sector industrial se ubicó en primer lugar, con el 38%, seguido del sector de servicios públicos y el sector de servicios (portuarios), con participaciones del 25% y 13% respectivamente.

Gráfico 4

Participación de OPAS por sector en el mercado chileno



3.1.3. Mercado peruano

Por último, en la evaluación del precio de las acciones seis meses antes de las ofertas, en el mercado peruano también se analizó cada acción para identificar su comportamiento previo a la OPA, y de esta manera relacionar el impacto generado por el anuncio de la OPA en su precio de mercado.

En la tabla 3 se presenta la información correspondiente a cinco transacciones de OPAS, nombre de la empresa, sector al que pertenece, fecha de la OPA, precio promedio de las acciones seis meses antes de la OPA y porcentaje de variación del precio promedio un mes antes versus seis meses antes de la oferta.

En dicho análisis se evidenció la falta de una tendencia clara en el comportamiento de las acciones. Esto debido a que en las transacciones de Casa Grande S.A.A. y Cervecería San Juan S.A. se observó un porcentaje de variación positivo, con un 31% y un 9% respectivamente, y en las de Volcán S.A y Cavali S.A se observó un porcentaje de variación negativo, con un 9% y un

39% respectivamente. Por último, en la transacción de Luz del Sur el resultado presentó una variación nula.

Tabla 3

Precios de las acciones antes de la OPA en el mercado peruano

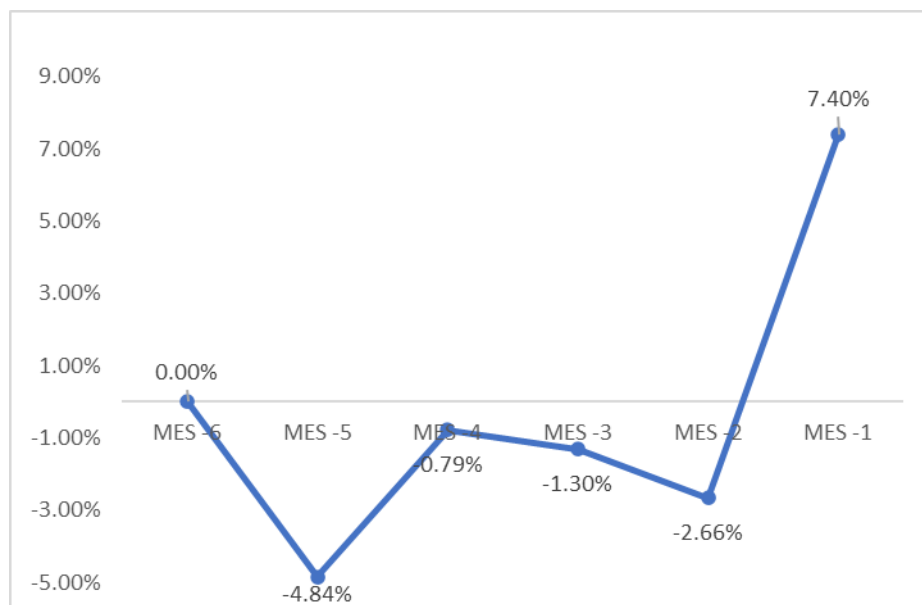
Acción	Sector	Fecha OPA	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Variación
	económico		-6	-5	-4	-3	-2	-1	
Volcán S.A	Productora	10/10/2017	3	2	2	2	2	2	-9%
Cavali S.A. I.C.L.V.	Productora	29/01/2015	10	8	7	6	6	6	-39%
Casa Grande S.A.A.	Productora	4/11/2014	7	7	8	9	9	9	31%
Cervecería San Juan S.A.	Productora	19/04/2017	22	22	22	23	22	23	9%
Luz del Sur S.A.A.	Servicios públicos	22/01/2021	26	27	27	26	26	26	0%

Nota. Valores en PEN

Al mismo tiempo, el porcentaje de variación muestra una tendencia a la baja que se corrige un mes antes del anuncio, tal como se aprecia en el gráfico 5.

Gráfico 5

Aumento porcentual del precio de las acciones de Perú seis meses antes de la OPA



En cuanto a sectores, con solo dos sectores evaluados, el mercado peruano presentó la muestra más homogénea: el sector industrial, con una participación de 80%, y el sector de servicios públicos, con un 20%.

Como se aprecia en los análisis anteriores, durante el período de evaluación de seis meses previos a la fecha de la OPA en cada mercado, el comportamiento prevaleciente en la mayoría de los momentos es alcista y se refleja en los precios. Este comportamiento puede atribuirse en parte a la especulación que se crea en el mercado, de cara al inicio de las negociaciones entre las empresas participantes en las transacciones.

3.2. Durante la oferta

Para cada acción se analizó la prima de control ofrecida, con el fin de determinar el porcentaje adicional que el oferente estaba determinado a pagar, y se analizó también su relación con el sector al cual pertenece.

3.2.1. Mercado colombiano

Para evaluar el comportamiento del precio de la acción en el mercado colombiano durante el mes de la OPA, se calculó el porcentaje de la prima de control ofrecida en cada operación.

Tal como se observa en la tabla 4, se recopiló tanto el precio de mercado equivalente al precio de la acción en el mercado el día de la OPA como el precio ofrecido en el cuadernillo de la OPA. Por lo tanto, la prima de control equivale a la diferencia porcentual entre estos dos valores. En el resultado de este cálculo se observó una tendencia creciente en catorce de las dieciséis transacciones evaluadas, dando como resultado un promedio general de mercado de 15,3%.

Tabla 4*Prima de control ofrecida en el mercado colombiano*

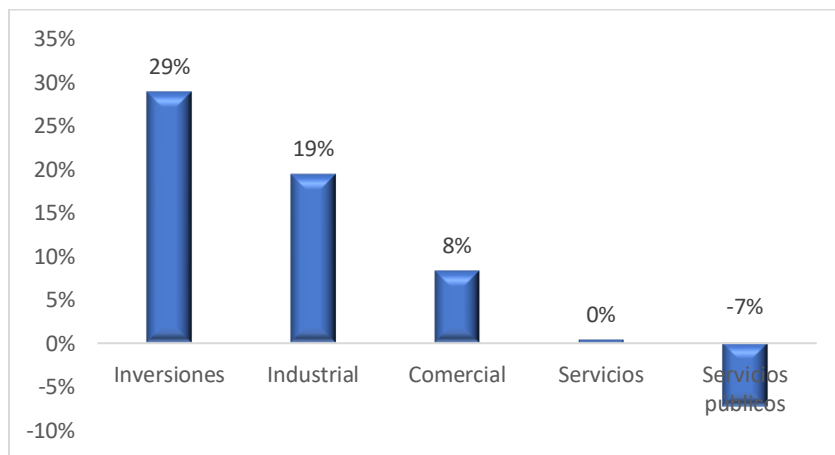
Acción	Sector económico	Fecha OPA	Precio mercado	Precio ofrecido	Prima de control
Éxito	Comercial	18/10/2019	\$17.620,00	\$18.000,00	2,16%
Biomax	Comercial	30/06/2015	\$1.550,00	\$1.775,00	14,52%
Pazrio	Industrial	20/12/2021	\$13,99	\$3,95	-71,77%
Nutresa	Industrial	21/11/2021	\$21.740,00	\$30.250,42	39,15%
Nutresa	Industrial	31/01/2022	\$33.600,00	\$41.737,65	24,22%
Nutresa	Industrial	28/03/2022	\$44.220,00	\$47.623,60	7,70%
Familia	Industrial	24/01/2022	\$5.200,00	\$5.420,78	4,25%
Enka	Industrial	24/11/2020	\$7,29	\$10,50	44,03%
CLH	Industrial	28/10/2020	\$2.805,00	\$3.250,00	15,86%
Coltejer	Industrial	18/10/2019	\$1.015,00	\$1.950,00	92,12%
Sura	Inversiones	16/12/2022	\$25.150,00	\$31.530,64	25,37%
Sura	Inversiones	31/01/2022	\$27.250,00	\$39.348,09	44,40%
Sura	Inversiones	28/03/2022	\$31.950,00	\$37.402,32	17,07%
Odinsa	Servicios	14/05/2015	\$9.460,00	\$9.500,00	0,42%
Vanti	Servicios públicos	21/05/2020	\$86.000,00	\$72.696,00	-15,47%
Isagen	Servicios públicos	18/07/2016	\$4.095,00	\$4.130,00	0,85%

Como resultados importantes de dicha evaluación, se destacan, por el lado de los resultados positivos, los correspondientes a las acciones de Coltejer y Sura, con una prima de control ofrecida de 92,1% y 44,4% respectivamente, mientras que por el lado de los resultados negativos encontramos a Pazrio y Vanti con primas de control negativas, lo que equivale a que el precio ofrecido en la OPA estaba por debajo del precio de mercado del mismo día.

El gráfico 6 agrupa las primas de control promedio por sector, ubicando al sector de inversiones, con un promedio de 29%, por encima del precio de mercado, y en último lugar, al sector de servicios públicos, con un promedio de -7%; es decir, el precio ofrecido estuvo por debajo del promedio del precio de mercado.

Gráfico 6

Promedio prima de control ofrecida por sector en el mercado colombiano



3.2.2. Mercado chileno

Para analizar los precios de las acciones durante el mes de la oferta de la OPA, se realizó el mismo ejercicio del mercado anterior, comparando el precio de la oferta de la OPA versus el precio de la acción en el mercado. En la tabla 5 se aprecia el resultado individual de la muestra de acciones evaluada en el mercado chileno en los últimos 10 años.

En esta oportunidad se observó que el mercado chileno reflejó una tendencia creciente en 11 de las 15 transacciones evaluadas, con un promedio total de mercado de 8,31%, marcado por el crecimiento de 43,8% en la prima de control ofrecida en la operación de Marítima de Inversiones S.A., y un decrecimiento de -20,8% en la operación de Azul Azul S.A., del sector de deportes.

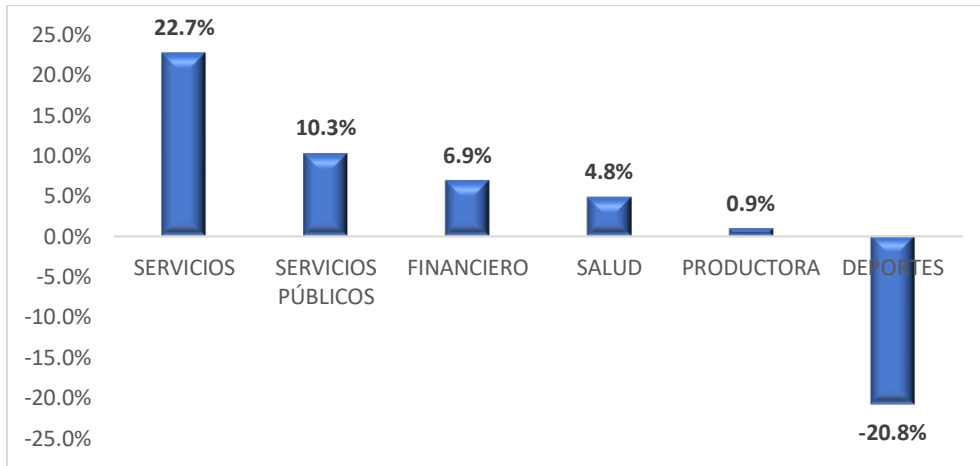
En cuanto a sectores, según se aprecia en el gráfico 7, la muestra del mercado chileno evidenció una prima de control del 22,7% en el sector de servicios y una prima negativa de 20,8% en el sector de deportes.

Tabla 5*Prima de control ofrecida en el mercado chileno*

Acción	Sector económico	Fecha OPA	Precio mercado	Precio ofrecido	Prima
Azul Azul S.A	Deportes	26/04/2021	\$590,00	\$466,99	-20,85%
Habitat S.A.	Financiero	27/01/2016	\$841,97	\$899,90	6,88%
Polpaico	Productora	10/07/2017	\$7.301,00	\$7.931,56	8,64%
Moller y Pérez-Cotapos SA	Productora	26/10/2016	\$350,00	\$315,00	-10,00%
Cementos Bio Bio SA	Productora	13/12/2017	\$841,01	\$847,00	0,71%
Aqua Chile SA	Productora	13/12/2018	\$474,10	\$495,50	4,51%
Tech Pack SA	Productora	29/09/2016	\$351,00	\$357,63	1,89%
Australis Seafoods SA	Productora	26/06/2019	\$91,63	\$91,57	-0,06%
Clínica Las Condes SA	Salud	1/10/2019	\$36.700,00	\$40.000,00	8,99%
Banmédica SA	Salud	26/12/2017	\$2.135,00	\$2.150,00	0,70%
Cabo Froward SA	Servicios	12/12/2016	\$295,31	\$300,00	1,59%
Marinsa SA	Servicios	28/04/2016	\$22,25	\$32,00	43,82%
Enel Américas S.A.	Servicios públicos	15/03/2021	\$120,39	\$140,00	16,29%
Gasco SA	Servicios públicos	6/07/2016	\$1.710,00	\$1.684,00	-1,52%
CGE	Servicios públicos	22/06/2021	\$1.028,30	\$1.193,45	16,06%

Gráfico 7

Promedio prima de control ofrecida por sector en el mercado chileno



3.2.3. Mercado peruano

Por último, en cuanto al análisis del precio promedio de las acciones durante el mes de la OPA, según se aprecia en la tabla 6, el mercado peruano se reportó con las cinco operaciones con resultado positivo y un promedio de prima de control de mercado de 20,2%.

Tabla 6

Prima de control ofrecida en el mercado peruano

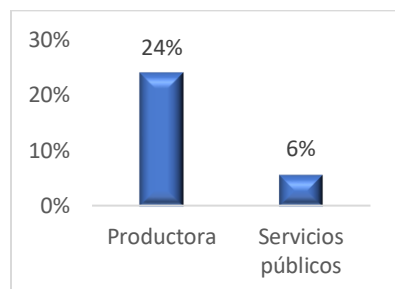
Acción	Sector económico	Fecha OPA	Precio mercado	Precio ofrecido	Prima
Volcán Compañía Minera S.A.	Productora	10/10/2017	3,80	3,98	4,62%
Cavali S.A. I.C.L.V	Productora	29/01/2015	6,00	10,40	73,33%
Casa Grande S.A.A.	Productora	4/11/2014	8,98	10,00	11,36%
Cervecería San Juan S.A.	Productora	19/04/2017	28,30	30,09	6,33%
Luz del Sur S.A.A.	Servicios públicos	22/01/2021	29,25	30,92	5,71%

En cuanto a las primas promedio por sector, según se aprecia en el gráfico 8, el sector productor presenta una prima de 24%, debido a la prima de 73,3% ofrecida en la OPA de Cavali

S.A, mientras que el sector de servicios públicos presentó una prima promedio de 6,33%, debido a la transacción de Luz del Sur S.A.

Gráfico 8

Promedio prima de control ofrecida por sector en el mercado peruano



3.3. Después de la oferta

En el análisis después de la oferta se evaluó el precio de reversión buscando posibles tendencias atribuibles a los sectores o mercados evaluados.

3.3.1. Mercado colombiano

Para analizar el precio promedio después de la OPA, se calculó la variación del precio promedio entre uno y seis meses después, debido a que a la fecha de esta investigación algunas operaciones, o no cumplían con el período de seis meses, o no fue posible obtener dicha información. En la tabla 7, observamos una vez más el listado de transacciones en el mercado colombiano, seguido por el sector al que pertenecen, el precio promedio seis meses antes de la OPA, el precio de la OPA, el precio durante los seis meses después de la OPA y los porcentajes de variación del precio de la OPA con el precio de la acción seis meses antes y seis meses después. El análisis arrojó una clara división entre los resultados obtenidos en las diferentes acciones evaluadas, con un 43,7% de operaciones en las cuales el precio de la acción seis meses luego de la oferta está retornando a sus niveles pre-OPA, un 25% de operaciones en las cuales el precio de la acción siguió transando por encima del precio ofrecido en la OPA y un 31,3%,

correspondiente a las operaciones de Nutresa y Sura, que a la fecha de evaluación no cumplían con el plazo de los seis meses, y por tal razón aún no mostraban una tendencia definida.

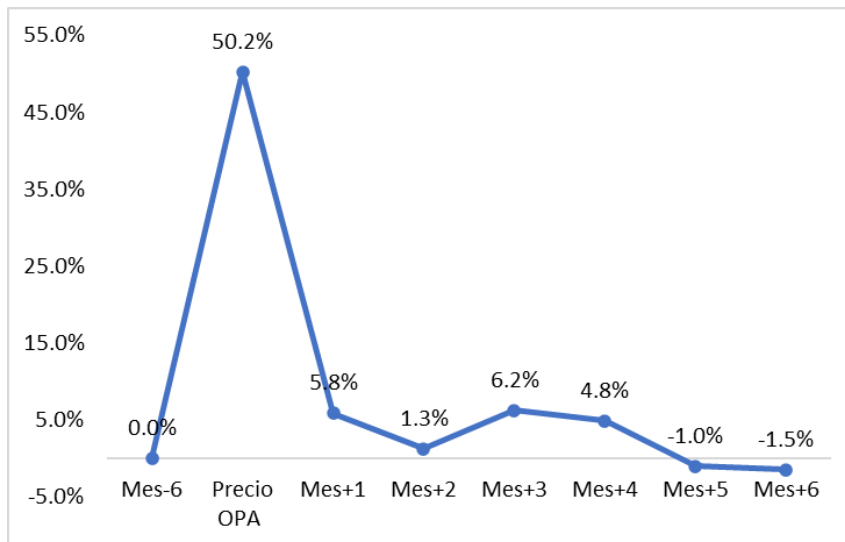
Tabla 7*Porcentaje de reversión en el precio del mercado colombiano*

Acción	Sector económico	Mes -6	Precio OPA	Mes +1	Mes +2	Mes +3	Mes +4	Mes +5	Mes +6	Var -6	Var +6
Éxito	Comercial	14.344	18.000	17.899	14.375	13.579	13.815	15.128	12.317	-20,3%	-32%
Biomax	Comercial	997	1.775	1.550	1.639	1.775	1.775	1.757	1.750	-43,8%	-1%
Pazrio	Industrial	8	4	9	7	9	11			101,8%	174%
Nutresa	Industrial	21.763	30.250	28.329	31.464	40.828	44.395	46.902		-28,1%	55%
Nutresa	Industrial	21.586	41.738	40.828	44.395	46.902				-48,3%	12%
Nutresa	Industrial	21.583	47.624	46.902						-54,7%	-2%
Familia	Industrial	4.500	5.421	5.200	5.200	5.225				-17,0%	-4%
Enka	Industrial	8	11	10	12	12	15	15	15	-22,3%	44%
Cemex	Industrial	1.664	3.250	3.224	3.322	4.591	4.315	3.992	3.922	-48,8%	21%
Coltejer	Industrial	1.015	1.950	1.650	1.723	1.950	1.905	1.100	1.105	-47,9%	-43%
Sura	Inversiones	19.772	31.531	28.275	36.081	32.278	36.835	41.475		-37,3%	32%
Sura	Inversiones	18.594	39.348	32.278	36.835	41.475				-52,7%	5%
Sura	Inversiones	22.127	37.402	41.475						-40,8%	11%
Odinsa	Servicios	7.981	9.500	9.460	8.482	7.055	8.975	9.062	8.786	-16,0%	-8%
Vanti	Servicios públicos	75.013	72.696	86.000	86.000	73.959	72.680	72.680	72.680	3,2%	0%
Isagen	Servicios públicos	3.932	4.130	4.049	3.432	3.774	3.462	3.608	3.609	-4,8%	-13%

El mercado colombiano como un todo muestra una clara tendencia a la reversión de sus precios promedio. En el gráfico 9 se observa que en promedio el precio ofrecido por acción es un 50% superior al precio de mercado, y previo a la oferta empiezan a incrementar, para después cinco meses comenzar a disminuir mostrando una tendencia de regresión a la media.

Gráfico 9

Variación promedio del precio de las acciones del mercado colombiano seis meses después de la OPA



3.3.2. Mercado chileno

En el mercado chileno, en cuanto al precio promedio seis meses después de la OPA, se evidenció una similitud con el mercado colombiano, con una división marcada entre OPAS con precios de reversión y OPAS que continuaron transando por encima del precio ofrecido. En esta oportunidad, las OPAS con precio de reversión tienen una participación del 56,3%, y las OPAS que continuaron transando por encima del precio ofrecido, un 37,5%. Por otro lado, la operación de la empresa Azul Azul presenta un comportamiento atípico entre las evaluadas, con un precio constante por encima del ofrecido tanto en el período antes como después de la OPA.

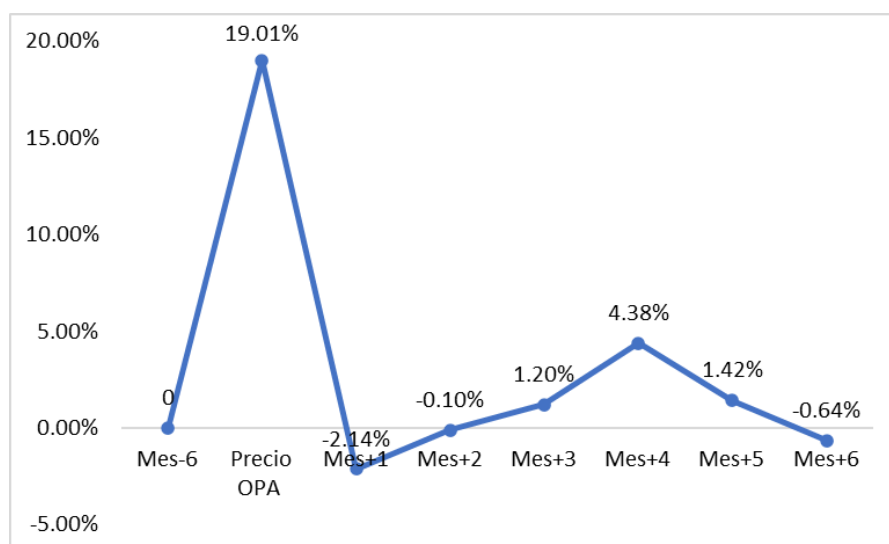
Tabla 8*Porcentaje de reversión en el precio del mercado chileno*

Acción	Sector económico	Mes-6	Precio OPA	Mes+1	Mes+2	Mes+3	Mes +4	Mes +5	Mes +6	Var -6	Var +6
Azul Azul S.A.	Deportes	590	467	590	590	590	588	583	583	26,3%	25%
Habitat S.A.	Financiero	869	900	854	869	871	860	872	859	-3,4%	-5%
Polpaico	Productora	7.300	7.932	7.948	8.050	7.942	7.963	7.942	7.942	-8,0%	0%
Moller y Pérez-Cotapos SA	Productora	258	315	360	392	390	388	481	630	-18,0%	100%
Cementos Bio Bio SA	Productora	887	847	881	898	913	921	923	919	4,7%	9%
Aqua Chile SA	Productora	405	496	475	448	452	454	455	455	-18,2%	-8%
Tech Pack SA	Productora	226	358	351	347	345	352	352	352	-36,8%	-2%
Australis Seafoods SA	Productora	79	92	92	94	97	97	97	97	-14,0%	6%
Clínica Las Condes SA	Salud	40.356	40.000	35.506	32.578	32.053	32.545	29.910	32.061	0,9%	-20%
Banmédica SA	Salud	1.599	2.150	2.140	2.018	2.093	2.150	2.127	2.127	-25,6%	-1%
Cabo Froward SA	Servicios	241	300	294	288	345	397	430	406	-19,6%	35%
Marinsa SA	Servicios	19	32	22	25	30	37	37	31	-40,3%	-2%
Enel Américas S.A.	Servicios públicos	109	140	113	102	101	107	105	101	-22,1%	-28%
Gasco SA	Servicios públicos	1.720	1.684	1.691	1.682	1.646	2.090	2.224	2.140	2,2%	27%
CGE	Servicios públicos	934	1.193	1.153	1.182	921	810	749	619	-21,8%	-48%

Al igual que en el mercado colombiano, el mercado chileno registró una reversión en el precio promedio de las acciones, tal como se aprecia en el gráfico 10; sin embargo, las tendencias a la valorización no son tan marcadas como en el contexto de Colombia, lo cual está en línea con las menores primas de control que reconoce el mercado chileno.

Gráfico 10

Variación promedio del precio de las acciones del mercado chileno seis meses después de la OPA



3.3.3. Mercado peruano

Por último, en cuanto al análisis del precio promedio luego de la OPA, al realizar el mismo cálculo para el mercado peruano, tal como se observa en la tabla 9, las cinco operaciones evaluadas presentaron una tendencia marcada a la reversión en el precio en un período de seis meses después de la OPA. En esta ocasión, la empresa Casa Grande tuvo un mayor impacto dentro de la muestra, con una reversión en su precio de 49%.

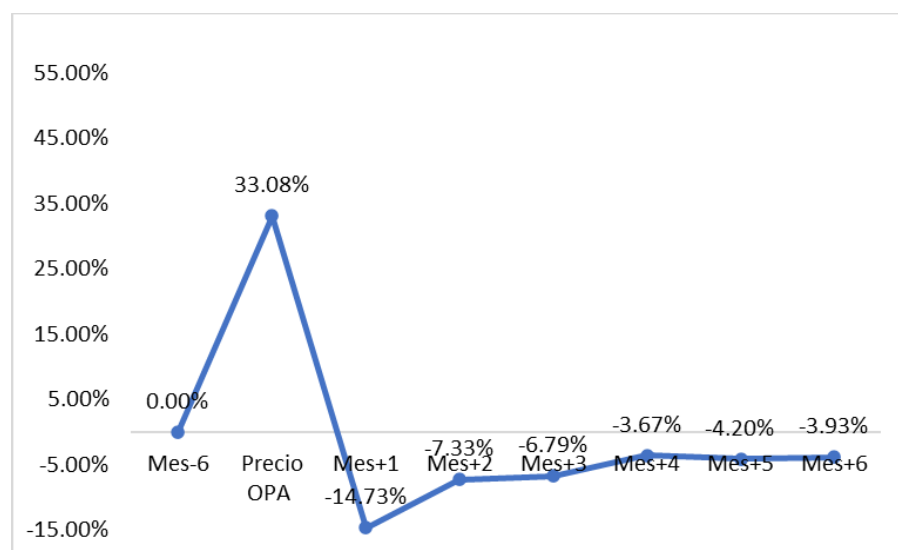
Tabla 9*Porcentaje de reversión en el precio en el mercado peruano*

	Sector	Mes	Precio	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Var	Var
Acción	económico	-6	OPA	+1	+2	+3	+4	+5	+6	-6	+6
Volcán Compañía	Productora	3	4,0	3,8	3,7	3,9	4,2	4,2	3,9	-34,2%	-3%
Minera S. A.											
Cavali S.A. I.C.L.V.	Productora	10	10,4	5,9	6,5	6,3	6,1	6,0	6,0	-4,8%	-42%
Casa Grande S.A.A.	Productora	7	10,0	8,6	7,3	6,8	6,2	5,5	5,1	-34,0%	-49%
Cervecería San Juan S.A.	Productora	22	30,1	29,6	30,0	29,8	29,3	28,0	28,0	-28,4%	-7%
	Servicios	26	30,9	27,6	19,2	13,9	12,3	11,6	11,1	-14,7%	-64%
Luz del Sur S.A.A.	públicos										

Los resultados anteriores los confirma el gráfico 11, donde se aprecia el comportamiento conjunto de las acciones evaluadas del mercado peruano, donde claramente se observa una regresión que va desdibujando la valoración que se tiene al momento del anuncio de la OPA.

Gráfico 11

Variación promedio del precio de las acciones del mercado peruano seis meses después de la OPA



3.4. Volatilidad de los precios

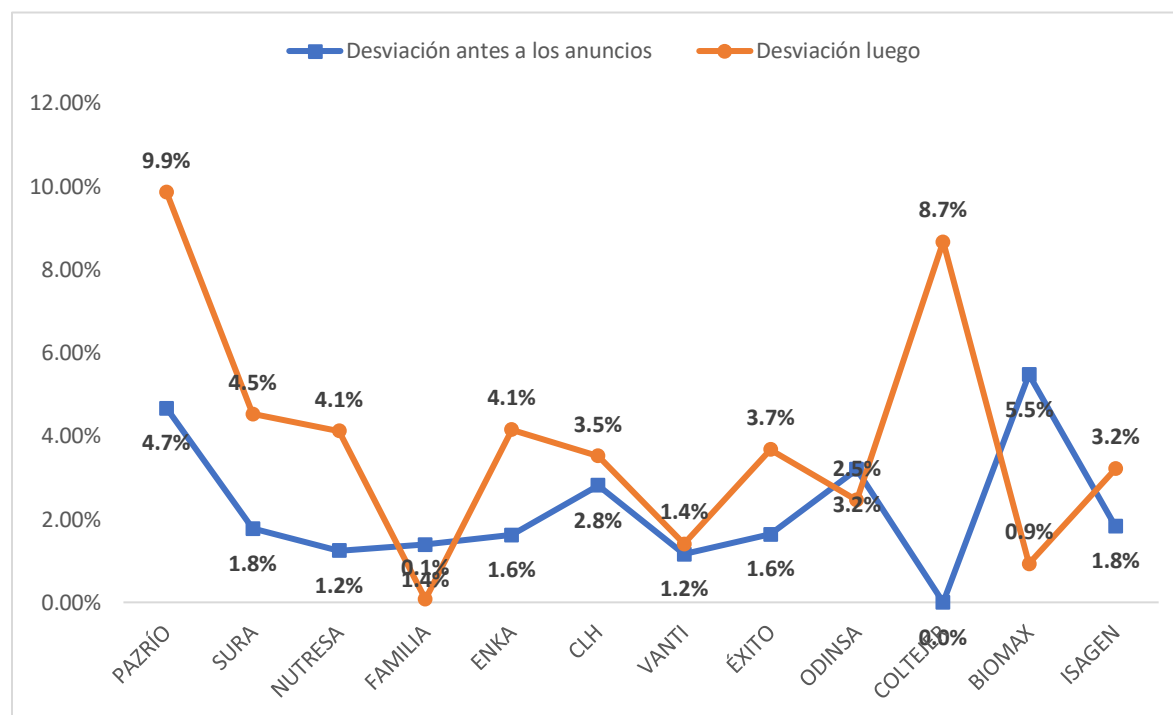
Con respecto a esta medida de dispersión estadística se utilizó como base la desviación estándar para medir qué tan volátiles fueron los rendimientos de las acciones en estudio antes y después del anuncio.

3.4.1. Mercado colombiano

Para el mercado colombiano, tal como se observa en el gráfico 12, el 87% de las transacciones evaluadas presentaron un índice de volatilidad en sus rendimientos mayor con respecto a la presentada en el período pre-OPA, mostrando una congruencia con los análisis y resultados anteriores.

Gráfico 12

Desviación estándar del rendimiento de los precios antes y después de la OPA en Colombia

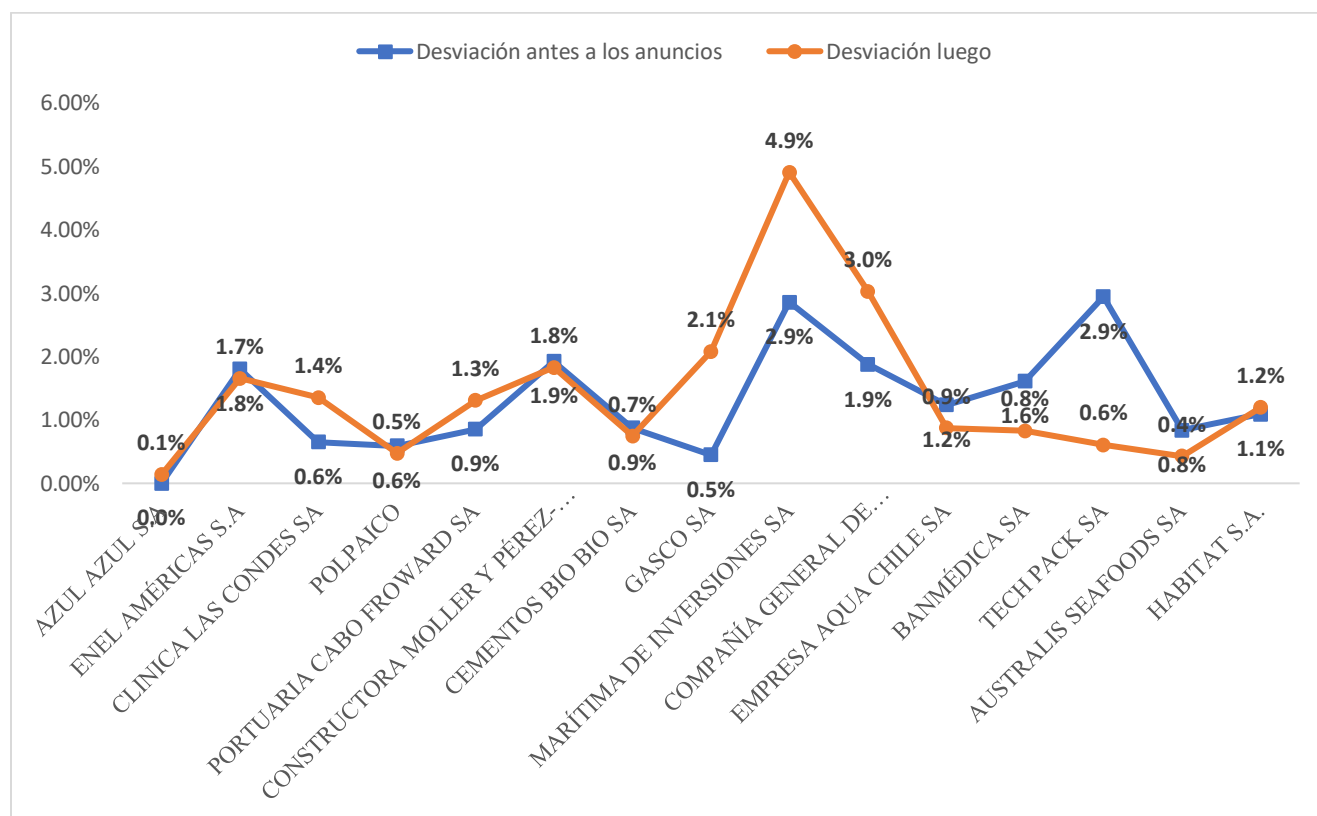


3.4.2. Mercado chileno

En el caso de Chile, el resultado obtenido arrojó que el 47% de las transacciones tuvo mayor volatilidad en el rendimiento en el período posterior al anuncio, otro 47% tuvo volatilidades similares en el período posterior con respecto al período previo al anuncio, siendo así la acción de Tech Pack S.A. la única que tuvo volatilidades menos abruptas en el período posterior a la OPA, tal como puede observarse en el gráfico 13.

Gráfico 13

Desviación estándar del rendimiento de los precios antes y después de la OPA en Chile



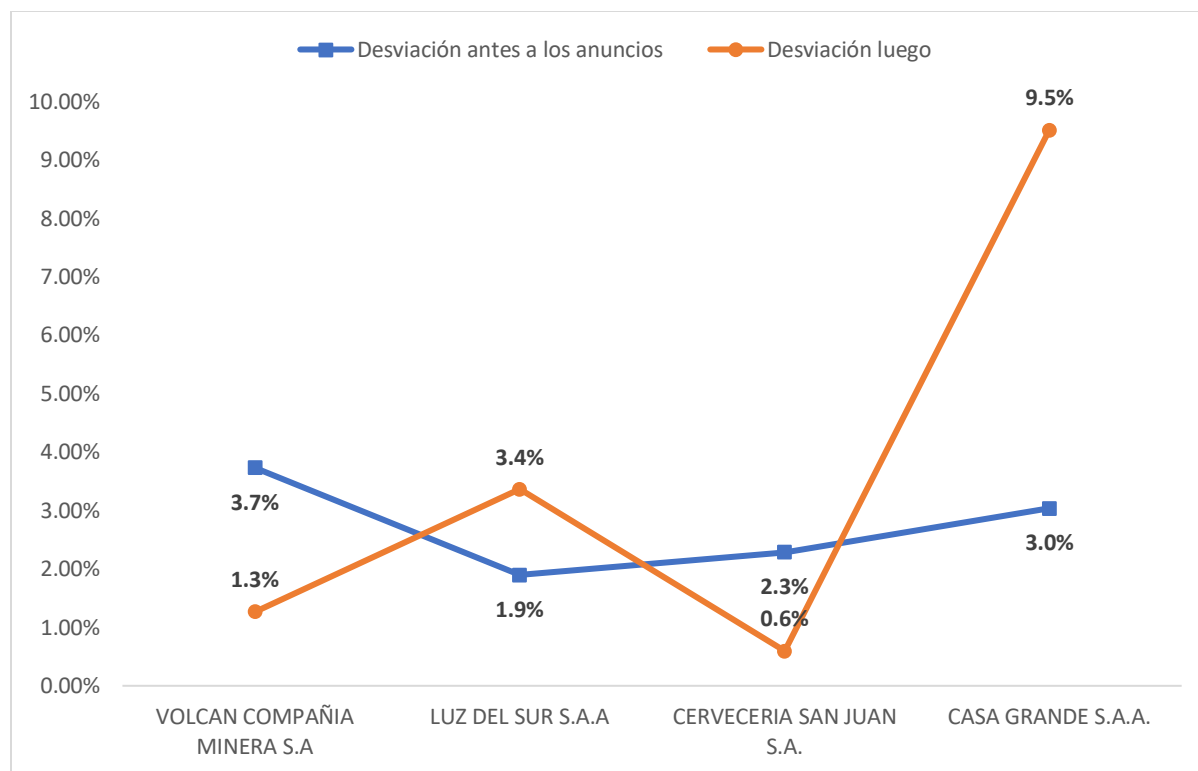
3.4.3. Mercado peruano

Para el mercado peruano se tomaron en cuenta para este análisis únicamente 4 de las 5 transacciones, debido a unos baches en los precios en algunos rangos de fechas, por lo que se tomó la determinación de no incluir dicha transacción para efectos del análisis de esta medida.

De este modo, de acuerdo con el gráfico 14, el 50% de las operaciones presentó volatilidades superiores en el período posterior al anuncio, siendo la transacción por Casa Grande S.A.A la de mayor variación, lo cual refleja una reacción positiva significativa del mercado.

Gráfico 14

Desviación estándar del rendimiento de los precios antes y después de la OPA en Perú



4. Conclusiones y recomendaciones

A lo largo de esta investigación se evaluó el comportamiento en el precio de las acciones de empresas que fueron objeto de una OPA en el mercado suramericano, específicamente en Chile, Colombia y Perú, durante los últimos 10 años. Mediante análisis estadístico evaluamos las variaciones porcentuales del precio durante un período de seis meses antes de la publicación de la OPA; la variación porcentual del precio ofrecido con respecto al precio transado, el cual constituye la prima de control ofrecida; la variación porcentual del precio seis meses después, y el movimiento en la volatilidad de los rendimientos de las acciones para cada uno de los mercados.

Dichos análisis permiten concluir que en el 57% de las operaciones los precios tienden a regresar a sus niveles habituales o medios antes de la OPA, lo cual confirma nuestra hipótesis inicial de que, luego de un anuncio de OPA en el mercado, el precio de la acción inmediatamente presenta un incremento considerable pero luego de unos meses después de la oferta sufre una reversión y se ubica cercano a sus niveles previos. Del mismo modo, el 59% de las transacciones sobre las acciones objeto de OPA presentaron unas volatilidades en sus rendimientos en el período post-OPA superiores a las del período pre-OPA.

Por otro lado, se evidenció que en el 76% de los casos el mercado mostró una tendencia alcista previa al anuncio de la oferta, con lo cual podemos expresar que el comportamiento de estas acciones respalda la teoría de los mercados eficientes, que plantea que el precio de la acción recoge todos los datos que existen en el mercado, por lo que, al estar frente a la expectativa de una adquisición, el precio tiende a incrementarse.

Para finalizar, como recomendación, para estudios posteriores se considera pertinente analizar este tipo de transacciones en mercados desarrollados, debido a que estos pueden

presentar un nivel mayor de transacciones, mayor facilidad en el acceso a la información y pueden presentar una cultura organizacional que entienda las ofertas públicas como una oportunidad de desarrollo competitivo o alineación estratégica, y no como un mecanismo de ataque hacia los competidores.

Referencias bibliográficas

- Bagnoli, M., & Lipman, B. L. (1996). Stock price manipulation through takeover bids. *RAND Journal of Economics*, 27(1), 124-147.
- Belmar Del Canto, E. (2019). El valor de las acciones producto de una opa en el sector financiero. *Revista de Investigación Aplicada en Ciencias Empresariales*, 1(1), 70-88.
<https://www.researchgate.net/publication/334753116> El valor de las acciones producto de una OPA en el sector financiero
- Bessler, W., & Schneck, C. (2014). Excess premium offers and bidder success in European takeovers. *Eurasian Economic Review*, 5, 23-62.
- Cárdenas Tomazic, J. L. (2001). *Oferta Pública de Adquisición de Acciones: Hacia una regulación que tienda al crecimiento económico* [tesis de Maestría, Universidad de Chile]. Repositorio Institucional. <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/107274>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (2020). *Tipos de OPAS*.
<https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx#:~:text=Pueden%20existir%20distintos%20tipos%20de,Opa%20competidora>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. *The Journal of Finance*, 25(2).
- Fradique-Méndez L., C. (2014). *Guía del Mercado de Valores*. BVC, Colombia Capital y Brigard & Urrutia. <https://cutt.ly/7HTVAGV>
- Guarniz Izquierdo, R. A. (2010). Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición. *LUS ET VERITAS*, 41, 170-184.
<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12117/12683>

Hamza, T., Sghaier, A., & Thraya, M. F. (2016). How do Takeovers Create Synergies? Evidence from France. *Studies in Business and Economics*, 11(1), 54-72.

<https://doi.org/10.1515/sbe-2016-0005>

Henríquez Fattoni, C. C. (2005). *Retornos anormales en las acciones de tres compañías colombianas antes del anuncio de venta o fusión* [trabajo de grado, Universidad de los Andes]. Repositorio Institucional. <http://hdl.handle.net/1992/22772>

International Monetary Fund – IMF (2022). *GPD current prices*. Consultado en abril de 2022.

<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWO/RLD/CBQ/SMQ>

Junta de Gobierno de la República de Chile (1981) *Ley del Mercado de Valores*

https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-806_doc_pdf.pdf

Kahneman, D. (2011). *Pensar rápido, pensar despacio*. J. Chamorro Mielke (trad.). Penguin Random House.

Kalam, K. K. (2021). The Effects of Mergers & Acquisitions on Financial Performance: Case Study of Acquisition of BG Group by Royal Dutch Shell. *Open Access Library Journal*, 8 e7258.

<https://www.researchgate.net/deref/https%3A%2F%2Fdoi.org%2F10.4236%2Foalib.1107258>

Lazén, V., y Sepulveda, A. C. (noviembre, 2004). *Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de OPAS*. Documento de trabajo No. 4. Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-15021_doc_pdf.pdf

- Lazo del Castillo, W. (2017). Una aproximación a la teoría general de la oferta pública de adquisición (OPA) y crítica a la regulación obligatoria de la OPA en el Perú: evidencia empírica en el mercado de valores peruano [Repositorio Institucional PUCP]. *Anuario de Investigación del CICAJ 2016*.
<http://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/110986>
- Melo-Velandia, L. F., Orozco-Vanegas, C. A., y Parra-Amado, D. (2022). Ofertas Públicas de Adquisición y su efecto sobre las rentabilidades en el mercado accionario: El caso de NUTRESA y SURA en Colombia. *Borradores de Economía*, 1195.
https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10293/be_1195.pdf?sequence=13
- Morales, L. V. (2019). *M&A Announcements on Stock Returns: evidence from private takeovers in Latin America* [tesis de Maestría, FGV EAESP]. FGV Repositório Digital.
<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28341>
- Pasquali, M. (10 de diciembre, 2021). Las mayores economías latinoamericanas a través del tiempo. *Statista*. <https://es.statista.com/grafico/26372/paises-latinoamericanos-con-el-mayor-pib-a-traves-del-tiempo/>
- Portafolio (12 de enero, 2022). *Colombia, entre los países con mayor crecimiento en 2021, según Cepal*. <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/colombia-entre-paises-con-mas-crecimiento-economico-en-2021-560452>
- Pound, J., & Zeckhauser, R. (1990). Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices. *The Journal of Business*, 63(3), 291-308.
<https://scholar.harvard.edu/rzeckhauser/publications/clearly-heard-street-effect-takeover-rumors-stock-prices>

Presidencia de la República de Colombia (2010). *Decreto 2555 de 2010*. por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. [https://www.suin-](https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776)

[juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776](https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776)

Ramírez Jiménez, X. (2017). *Fusiones y Adquisiciones en época de crisis financiera y su impacto en el valor de mercado de las empresas y su Gobierno Corporativo* [trabajo de grado, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria]. accedaCRIS.

<http://hdl.handle.net/10553/42058>

Rebaza Torres, A. (2005). ¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos.

Thēmis, 50, 97-107. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8753/9138>

Rodríguez Plazas, S., y Torres Cortés, D. M. (2016). *Adquisiciones hostiles de compañías* [trabajo de Especialización, Pontificia Universidad Javeriana]. Repositorio Institucional.

<http://hdl.handle.net/10554/41780>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jafe, J. F. (2012). *Corporate Finance*. Mc Graw Hill.

Superintendencia del Mercado de Valores - (SMV) (2006) *Reglamento de oferta pública de adquisición y de compra de valores por exclusión*

https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0009200600000&CTE

[XTO=](https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0009200600000&CTE)

Taleb, N. N. (2007). *El cisne negro*. Paidós.

Vargas Guzmán, D. (2019). *Conveniencia de la obligatoriedad en las ofertas públicas de adquisición en Colombia* [tesis de Grado, Pontificia Universidad Javeriana]. Repositorio

Institucional. <http://hdl.handle.net/10554/46195>

Velásquez Trujillo, G. C. (2009). *El impacto de anuncio de eventos en el mercado accionario colombiano* [tesis de Maestría, Universidad Eafit]. Repositorio Institucional.

<https://repository.eafit.edu.co/handle/10784/253?locale-attribute=en>

Vidal, J. C. (29 de octubre, 2016). *En un proceso de adquisición de acciones: Primas de control en la valorización de negocios*. KPMG en Medios.

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pe/pdf/Prensa/29.10.2016-primas-de-control-negocios.pdf>