

ESTUDIO DEL MOVIMIENTO DEL PRECIO DE LAS ACCIONES DE LA ELECTRICIDAD DE CARACAS DURANTE EL ANUNCIO DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR PARTE DE LA CORPORACIÓN AES (2000)

URBI GARAY *
JAVIER GOSENDE **
ALEJANDRO MOTA **

Resumen

En el presente trabajo se estudia el comportamiento del precio de las acciones de la Electricidad de Caracas (EDC) en la Bolsa de Valores de Caracas a raíz del anuncio del proceso de Oferta Pública de Toma de Control (OPA) del cual fuera objeto por parte de la Corporación AES a mediados del año 2000. Para ello se emplea como herramienta de análisis la metodología de *estudio de eventos*. Se procedió a estimar los retornos anormales acumulados comprendidos en un período de quince días antes del anuncio y diez días después del mismo. Los retornos anormales son el resultado de la diferencia entre el retorno observado en el mercado de valores en cada día menos el retorno esperado de la acción obtenido a través del llamado Modelo de Mercado. Los retornos anormales acumulados obtenidos fueron sometidos a una prueba de significancia estadística en la cual se encontró que el retorno anormal acumulado era estadísticamente significativo tanto antes como después del anuncio. Este hallazgo es consistente tanto con la posibilidad de que el mercado haya anticipado el evento como con la hipótesis de que la información de la OPA haya llegado informalmente a algunos participantes del mercado antes del anuncio oficial por parte de AES.

-
- * Profesor Agregado del Centro de Finanzas, Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA).
 - ** Estudiantes de la Maestría en Finanzas, Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA).

Palabras Claves: Eficiencia de Mercados. Estudio de Eventos. Finanzas Corporativas. Fusiones y Adquisiciones. Modelo de Mercado.

Abstract

This paper analyzes the behavior of *Electricidad de Caracas* (EDC) stock prices in the Caracas Stock Exchange following the tender offer announcement made by AES Corporation in mid 2000. For this, we employ the statistical tool known as *event studies*. We compute abnormal returns fifteen days before and ten days after the official tender offer announcement by AES. Abnormal returns were calculated as the difference between returns of EDC stocks observed in the Caracas Stock Exchange and returns computed according to the Market Model. These abnormal returns were found to be positive and statistically significant before and after the announcement. This finding is consistent with both the hypothesis that the market had anticipated the announcement and the hypothesis that news about the takeover may have arrived to some market participants before the official announcement by AES.

Keywords: Corporate Finance. Event Studies. Market Model. Mergers and Acquisitions, Stock Market Efficiency.

Résumé

Dans le présent travail, on étudie le comportement du prix des actions de l'*Electricidad de Caracas* (EDC) dans la Bourse de Caracas à la suite de l'annonce du processus d'Offre Publique de Prise de Contrôle (OPA) fait par la Corporation AES vers l'année 2000. Pour ce faire, on utilise comme outil d'analyse la méthodologie *d'étude d'événements*. On procède à estimer les retours anormaux accumulés pendant les quinze jours avant l'annonce et les dix jours suivants. Les retours anormaux sont le résultat de la différence entre le retour observé sur le marché de valeurs à chaque jour moins le retour attendu de l'action obtenu au moyen du Modèle de Marché. Les retours anormaux accumulés obtenus ont été soumis à un test de signification statistique. On a trouvé que le retour anormal accumulé était statistiquement significatif aussi avant qu'après l'annonce. Cette découverte est consistante avec la possibilité que le marché ait anticipé l'événement aussi qu'avec l'hypothèse que l'information de l'OPA soit informellement arrivée au marché avant l'annonce officielle par AES.

Mots clés: Efficience des marchés. Etude d'événements. Finances corporatives fusions et acquisitions. Modèle de marché.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo pretende explicar el comportamiento del precio de las acciones de la Electricidad de Caracas (EDC) en la Bolsa de Valores de Caracas a raíz del anuncio del proceso de Oferta Pública de Toma de Control (OPA) del cual fuera objeto por parte de la Corporación AES a mediados del año 2000. Para ello se emplea como herramienta de análisis el *estudio de eventos*.

Se procedió a estimar los retornos anormales acumulados comprendidos en un período de quince días antes del suceso y diez días después del mismo. Los retornos anormales se calcularon como el resultado de la diferencia entre el retorno observado en el mercado de valores en cada día menos el retorno esperado de la acción obtenido a través del llamado Modelo de Mercado. Los retornos anormales acumulados obtenidos fueron sometidos a una prueba de significancia estadística, en la cual, si el retorno anormal acumulado es estadísticamente significativo después del anuncio, se concluye que el modelo no explica el retorno obtenido y, en consecuencia, el evento explica las expectativas favorables (retorno positivo) o desfavorables (retorno negativo) de los inversionistas sobre el precio de las acciones.

La primera sección del trabajo presenta las causas y los tipos de fusiones y adquisiciones existentes así como también la evidencia nacional e internacional con respecto a estos procesos. La segunda sección detalla la cronología y las características de la OPA llevada a cabo por AES sobre EDC. La tercera sección presenta la data y la metodología empleados así como un análisis de los resultados obtenidos. Finalmente, las conclusiones del estudio son presentadas.

I. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES: CAUSAS, TIPOS Y EVIDENCIA

CAUSAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

El objetivo principal cuando se intenta llevar a cabo una fusión es la maximización del retorno de los accionistas, a menos que en la empresa existan *problemas de agencia*, con lo cual, el objetivo principal para los gerentes sería el bono o compensación obtenido por la cantidad de activos que manejan.

El Valor Actual Neto (VAN) de una fusión sería, desde este punto de vista, el valor de la sinergia menos la prima a pagar por la empresa a ser adquirida

$$\text{VAN} = \text{Sinergia} - \text{Prima a Pagar}$$

(1)

La sinergia es la resta del valor de las dos empresas “a” y “b” fusionadas (V_{ab}), menos la sumatoria del valor de cada una de las firmas por separado (V_a y V_b)

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b) \quad (2)$$

Así, dependiendo de cuánto se puedan aprovechar los recursos complementarios entre una empresa y la otra, se podrá maximizar el valor de la sinergia. Pero, por otro lado, una sobrestimación del valor de la sinergia por parte de los gerentes, podría conducir a un Valor Actual Neto negativo en la fusión.

Análogamente, si la prima a pagar por la empresa que se está adquiriendo resultara ser muy elevada, el Valor Actual Neto obtenido no será muy atractivo o, inclusive aún, podría llegar a ser negativo. La prima no es más que el precio efectivamente pagado por la empresa que se está adquiriendo menos su valor de mercado de ésta.

$$\text{Prima a Pagar} = \text{Precio Pagado} - \text{Valor de Mercado} \quad (3)$$

Cuando se pretende realizar la compra de la totalidad de las acciones de una empresa, la oferta por lo general incluye un sobreprecio del valor al que se encuentren en ese momento las acciones en el mercado.

¿Cuál es la fuente de sinergia en las adquisiciones? Las posibles fuentes de sinergia al producirse una adquisición son las siguientes (véase a Ross, Westerfield y Jaffe, 2000): *mejoramientos de ingresos* –resultado de ganancias por comercialización, beneficios estratégicos, y/o poder de mercado o poder monopólico,- *reducción de costos* –economías de escala, economías de integración vertical, recursos complementarios, y/ o eliminación de la administración ineficiente,- y *ganancias de tipo fiscal*.

Existen también teorías que intentan explicar el caso de las fusiones como la del Flujo de Caja Libre (*Free Cash Flow* desarrollada por Jensen, 1986), según la cual aquellas empresas que generan grandes flujos de efectivo (denominadas Vacas en la metodología del Boston Consulting Group) y que, además, después de reinvertir en el negocio todavía disponen de excedentes de efectivo en cuenta, recurren a las tomas hostiles o *Takeovers* y se hacen del control de una nueva empresa (en lugar de ofrecer un generoso dividendo a los accionistas) comprando la totalidad de las acciones en circulación o simplemente llevando a cabo una oferta para comprar la totalidad de sus activos.

LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Una *adquisición empresarial* consiste en la transferencia del control de una empresa de un grupo de accionistas a otro. Las *tomas de control empresariales* ocurren por medio de adquisiciones empresariales, lucha de poder, o por medio de transacciones que intentan realizar la conversión en empresas privadas (véase Ross, Westerfield, y Jaffe, 2000). La adquisición hostil más popular es la Oferta Pública de Acciones (OPA), la cual se puede definir de la siguiente manera:

La OPA es un procedimiento mediante el cual una persona (el oferente) se dirige directamente a los accionistas de una sociedad cotizada y le propone adquirir, dentro de un plazo determinado, sus acciones a cambio de una contraprestación determinada (dinero o títulos de otra sociedad), el cual es generalmente superior al precio de cotización (al ofrecerse una prima de control), con el propósito de obtener una participación significativa o mayoritaria (Italiani, 2001).

Los puntos claves para que una OPA sea exitosa son la selección cuidadosa de la empresa objetivo y una adecuada estrategia de “ataque,” la cual debe cumplir con los siguientes requisitos:

- a) La estrategia debe desarrollarse en un ambiente cauteloso y altamente confidencial con el propósito de evitar serios impactos en el precio de la acción perteneciente a la empresa objetivo en fechas anteriores al anuncio público de la OPA.
- b) La estrategia de “ataque” debe estar basada en una óptima oferta inicial, es decir, se debe calcular con exactitud el precio inicial de las acciones, pudiéndose presentar los siguientes escenarios:
 - b.1) Que el precio ofrecido sea más alto que el valor de mercado: ésto trae como consecuencia principal que se desanima a otros competidores que intenten introducirse en el proceso,
 - b.2) Que el precio sea más bajo que el valor de mercado: buscando adquirir la empresa al menor precio posible,
 - b.3) Que el precio no sea ni alto ni bajo: se busca desanimar a otros competidores y conseguir un buen precio por la empresa.

EL PROCESO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES INDUSTRIALES A NIVEL INTERNACIONAL

Las fusiones se suelen suceder por ciclos u oleadas. Sin embargo, la evolución histórica de las fusiones y adquisiciones ha estado estrechamente relacionada con las reglas gubernamentales vigentes, las tendencias comerciales en sectores específicos, y con el proceso de globalización.

Las primeras fusiones realizadas en Estados Unidos durante los tres primeros cuartos del siglo XX dependían de la legislación antimonopolio establecida para aquel entonces, la cual prohibía ciertos tipos de fusiones. Leyes tales como la “Clayton Act” de 1914 junto con la ley “Celler-Kefauver” de 1950 prohibían las fusiones en cualquier rama de comercio o región que ocasionaran una reducción sustancial de la competencia. Con el paso del tiempo se hicieron enmiendas que relajaban este tipo de leyes con el resultado de que para finales de la década de los setentas el número de fusiones evitadas por argumentos antimonopolio era reducida.

En la década de los ochentas comenzó a darse un nuevo tipo de fusión industrial, la llamada adquisición empresarial apalancada, es decir, una adquisición en la cual una fracción grande del precio de compra era financiado con deuda. Este tipo de fusión fue estimulado por la existencia de aparentes “gangas” potenciales, la presencia de ciertas situaciones en las cuales las empresas estaban empleando un apalancamiento insuficiente, y el desarrollo del mercado de bonos especulativos, el cual permitía el apalancamiento en las adquisiciones industriales. El ejemplo más popular de este caso fue la adquisición de KKR sobre RJR Nabisco en el año 1988 en la cual la empresa adquiriente estaba ofreciendo comprar la acción a 109 dólares cuando un mes antes dicha acción se cotizaba a 56 dólares (Burrough y Helyar, 1991). Este precio superior se dio porque los compradores estimaron obtener sustanciales ganancias en el futuro con la venta de activos sobrantes y la reducción de los impuestos. Para finales de los ochentas, y motivado en los costos excesivos incurridos en el caso de Nabisco y la quiebra de algunas empresas que utilizaron apalancamiento en bonos basura, las fusiones comenzaron a ser mal vistas.

En la década de los noventas la globalización y los avances tecnológicos inician una nueva oleada de fusiones. En la industria automotriz se realizan grandes fusiones, la cuales abarcan millardos de dólares y millones de vehículos. Las empresas grandes compran a las pequeñas y los problemas financieros que afectan a una empresa las obligan a vender parte de sus acciones. Las fusiones más sonadas en esta década fueron Daimler Benz con Chrysler Motors, General Motors con Fiat, Renault con Samsung, Ford con Mazda, Volvo y Jaguar. En 1999 se llega a la cifra récord mundial de fusiones con un monto de compras de 3,07 billones de dólares, cifra muy superior a los 2,4 billones de dólares registrados en 1998. El nivel fue tan alto que sólo en ese año 1999 el monto de las compras fue superior al registrado entre los años 1990 a 1995.

En Latinoamérica el fenómeno de las adquisiciones industriales ha venido mostrando un comportamiento más o menos similar al registrado a nivel global. De esta manera tenemos que para estos últimos años el proceso de fusiones se ha intensificado, primero en forma de privatizaciones en las cuales las empresas compradoras se hicieron cargo de empresas públicas ya instaladas, luego las empresas trasnacionales compraron en gran escala empresas privadas nacionales. En la Tabla 1 se muestra la evolución por sector industrial para la década de los noventas de las fusiones en la región.

Tabla 1: Latinoamérica y el Caribe: Fusiones y Ventas
(Millones de Dólares de los EEUU)

Sector o Industria/Año	1990	1995	1996	1997	1998	1999
Primario	65	211	560	1445	829	287
Alimentos, bebida y tabaco	791	800	1.564	4.801	2.655	1056
Petróleo	300	103	1.553	2.074	1057	15.804
Químico	17	1.325	2.738	265	11.127	472
Electricidad, gas y agua		1.397	4.274	8.277	4.754	5.703
Comercio		115	467	2.743	2.755	2.329
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	8.556	1.871	1.398	3.496	23.723	1.730
Total	11.486	7.226	16.367	34.109	55.020	33.263

Fuente: UNCTAD, World Investment Report 2000 Nueva York y Ginebra

Como se puede observar en la Tabla 1 la evolución de las fusiones ha sido más o menos creciente, siendo los sectores de transporte y comunicaciones los de mayor actividad. En cuanto a los montos globales, éstos se duplicaron prácticamente entre 1995 y 1996 y también entre 1996 y 1997 hasta alcanzar su punto máximo en 1998, año que casi coincide con el récord a nivel mundial de las fusiones.

En un estudio de Mckinsey (Bieshaar, Knight, y Van Wassenaer, 2001), se refleja que el mercado prefiere negociaciones que son parte de un programa expansionista, en donde la compañía adquiriente busca incrementar su participación de mercado por consolidación, moviéndose a nuevas áreas geográficas, o añadiendo nuevos canales de distribución para los productos ya existentes. El mercado parece ser menos tolerante para acuerdos de reestructuraciones, en aquellos casos en los cuales la compañía se mueve hacia nuevos segmentos de negocios.

Es importante destacar que la experiencia internacional muestra que un número importante de fusiones y adquisiciones se tornan inmanejables al poco tiempo de producirse y que los resultados esperados difícilmente se consiguen. Según Maestres (2000, p. 44):

La firma de consultoría AT Kernaey llevó a cabo una encuesta mundial en 1998-1999 acerca de 115 fusiones y adquisiciones. Alrededor del 58 por ciento de las operaciones no alcanzaba las metas y presentaba una rentabilidad inferior a compañías similares, mientras que en más de la mitad de los casos el patrimonio corporativo se había virtualmente esfumado. Además 35 por ciento de los entrevistados dijo que el riesgo más grande de fracaso ocurre en el momento de la integración humana inmediatamente después de la fusión.

Asimismo la firma consultora Booz-Allen & Hamilton hizo un estudio detallado de más de 40 fusiones a escala mundial, con la finalidad de identificar las mejores prácticas. Los resultados fueron los siguientes:

La mayoría de las adquisiciones fracasa, debido a ineficiencias luego de la integración, más que por alguna falla conceptual estratégica, el éxito de la adquisición depende en gran medida de la experiencia previa de las compañías, en materia de fusiones y adquisiciones. La falla principal se basa en la mecánica de integración y el liderazgo estratégico (Barquero, 2001).

Por estas razones a la hora de hablar de fusiones y adquisiciones industriales la evidencia histórica muestra dos aspectos principales:

- a) Que la práctica de fusiones y adquisiciones se ha venido incrementando en los últimos años en función de una necesidad de diversificación de las grandes empresas.
- b) Que aproximadamente la mitad de las fusiones y adquisiciones fracasan debido a problemas de integración de culturas de las dos empresas protagonistas del proceso.

FUSIONES Y ADQUISICIONES INDUSTRIALES EN VENEZUELA

Las fusiones industriales en Venezuela experimentan un gran impulso a partir de 1996, siguiendo más o menos el ritmo que se dictaba a nivel mundial y a nivel de la región de América Latina. La Tabla 2 muestra la evolución de las fusiones y adquisiciones en Venezuela comparándola con el resto de los países del continente.

Tabla 2: Latinoamérica y el Caribe: Fusiones y Ventas
(Millones de Dólares de los EEUU)

País/Año	1990	1995	1996	1997	1998	1999
Argentina	6.274	1.869	3.611	4.635	10.396	19.183
Brasil	217	1.761	6.536	12.064	29.376	9.396
Chile	434	717	2.044	2.427	1.595	4.032
Colombia	341	67	2.399	2.516	1.780	48
México	2.326	719	1.428	7.927	3.001	784
Perú		945	844	911	162	865
Venezuela	11	278	1.072	1.946	3.220	278

Fuente: UNCTAD, World Investment Report 2000 Nueva York y Ginebra

Como se observa en la Tabla 2 Venezuela comienza a tener un papel protagónico dentro de la región a partir del año 1996 y hasta 1998. Sin embargo, en 1999 el proceso disminuye sustancialmente motivado en gran parte al clima de incertidumbre político-económica que vivía el país lo cual hacía muy riesgosa la inversión extranjera. Las fusiones más notorias durante estos años dorados de fusiones en Venezuela (1996-1998) fueron la compra de Helados Tío Rico por Unilever, Indulac por Parmalat, Vencemos por Cemex, Compañía Nacional de Grasas por Mobil Oil, Standard Brand por Corimon, y Grupo Imgeve por Ceteco Holding, entre otros casos. Muchas de estas adquisiciones consistían en compras llevadas a cabo por empresas trasnacionales de gran prestigio que deseaban tener presencia comercial o diversificar sus inversiones en distintos espacios geográficos. Las empresas adquiridas en muchos casos eran empresas que presentaban problemas financieros o que estaban al borde de la bancarrota y que deseaban cambiar de dueño para volver a tener las posiciones consolidadas de las cuales habían disfrutado en el pasado.

Ahora bien, también ocurrieron intentos de fusiones que al final no se pudieron concretar debido a la aplicación de la normativa sobre la libre competencia que administra la Superintendencia para la Protección de la Libre Competencia (Procompetencia), la cual no autoriza las fusiones industriales cuando éstas generan concentraciones económicas similares al monopolio.

II. EL PROCESO DE ADQUISICIÓN DE LA ELECTRICIDAD DE CARACAS POR PARTE DE LA CORPORACIÓN AES

Durante los meses de abril, mayo, junio, y julio del año 2000 ocurre el proceso de adquisición hostil bajo el perfil de una OPA de la empresa Electricidad de Caracas por la compañía estadounidense Corporación AES. Esta operación de adquisición ha sido la más importante que se ha producido en el mercado de capitales venezolano por los siguientes motivos: a) prácticamente no existían antecedentes notorios de otras adquisiciones bajo el formato de OPA. Tanto así que para la fecha de este proceso no existía una ley que regulara las normas pertenecientes a una OPA. La única ley que hacía una mención superficial a este respecto era la Ley de Mercado de Capitales, la cual establece que el órgano encargado de vigilar un proceso de OPA en Venezuela es la Comisión Nacional de Valores (CNV); b) el tamaño de la oferta inicial era considerable: 863 millones de dólares equivalentes al 51 por ciento de las acciones del Grupo EDC adquiridas por AES; c) la Electricidad de Caracas era el título líder en volumen negociado en la Bolsa de Valores de Caracas; d) durante el proceso de la adquisición se produjeron cambios muy significativos en el precio de la acción de EDC que llegaron a ser hasta del 45% con respecto al día anterior; y e) las estrategias tanto del adquirente, como de la empresa objetivo y de otros competidores fueron particularmente agresivos.

PROTAGONISTAS DEL PROCESO

Electricidad de Caracas y Corporación EDC

Fundada en 1895, la Electricidad de Caracas es una de las empresas privadas más grandes de Venezuela. Esta empresa se encarga de generar, transmitir y suministrar electricidad en la zona metropolitana de Caracas y áreas vecinas. En 1996 se constituyó la Corporación EDC como una empresa *holding* para inversiones no relacionadas con el sector eléctrico. EDC cuenta con una capacidad instalada de generación bruta de electricidad de 2.265 MW la cual es, principalmente, de carácter térmico. Durante 1999 la empresa vendió 9.798 Gigavatios de energía, 4,3% más que en 1998 (Daparte y Brito, 2002).

AES Corporation

Fundada en 1881, se dedica a la generación, distribución y suministro de electricidad al detal en Estados Unidos, América Latina, Europa y Asia. Actualmente es la empresa de energía eléctrica independiente más grande del mundo. Este crecimiento ha estado

acompañado por el aumento del territorio en el cual opera y de las fuentes de energía que utiliza. Esto le ha permitido evitar la dependencia de un sólo país, cliente o fuente de energía. Actualmente AES vende cerca de 114.000 GWh a más de quince millones de consumidores.

PROCESO DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN SOBRE LA ELECTRICIDAD DE CARACAS

A continuación presentamos un resumen cronológico de los eventos más importantes que conformaron el proceso de la Oferta Pública de Adquisición de EDC por parte de AES.

El 28 de abril de 2000 la empresa AES anuncia públicamente, en horas de la tarde, y después del cierre de la Bolsa, una OPA en Venezuela y Estados Unidos sobre Electricidad de Caracas por la cantidad de 863 millones de dólares (un 51% del capital de EDC). Con esta OPA, AES estaba en disposición de aportar una prima adicional de aproximadamente 78% sobre el valor de cada acción. EDC reacciona ante esta oferta argumentando que no ha recibido formalmente los términos que rigen la oferta condicionada de adquisición por parte de AES. Ese mismo día la Comisión Nacional de Valores decide suspender la cotización de la acción de EDC con el objetivo de evitar que los accionistas de la empresa que no habían tenido acceso a la información, contaran con la oportunidad de enterarse de las características de la empresa compradora y de las condiciones de la OPA.

El 02 de mayo de 2000, la Comisión Nacional de Valores levanta la suspensión de la cotización de la acción de EDC en la Bolsa de Valores de Caracas, registrándose un incremento de 45% en el precio de las acciones de la empresa.

El 11 de mayo, la EDC anuncia un programa de recompra de sus propias acciones por 300 millones de dólares. La oferta de EDC consiste en pagar un precio de entre 57 centavos de dólar y 1 dólar por acción, frente a los 47 centavos de dólar ofrecidos por AES. Simultáneamente a este hecho la CNV ordena a AES modificar los términos de su oferta de manera que se deba comprometer a adquirir todos los títulos que se le ofrezcan si los mismos superan el 51%, además de publicar en dos diarios las nuevas condiciones que acaten los mandatos de la CNV.

El 17 de mayo, AES anuncia el acatamiento de las órdenes de la CNV y extiende la oferta a las acciones de EDC que se negocian en los Estados Unidos.

El 19 de mayo, los asesores legales de EDC califican de “fraude a la ley” el hecho de que AES adquirirá más acciones en Estados Unidos que en Venezuela y presentan un nuevo escrito ante la CNV.

El 20 de mayo, EDC aprueba su oferta de recompra, ofreciendo un precio mínimo de 0,57 dólares por acción, a partir del viernes 26 de mayo.

El 22 de mayo, AES anuncia que aumenta su oferta hasta 0,57 dólares por acción (igual a la oferta de EDC) y extiende el plazo de recompra hasta el 5 de junio.

El 24 de mayo, la empresa norteamericana Enron anuncia que desea involucrarse en el proceso de adquisición de EDC. Un día después y ante la caída en el precio de las acciones de Enron en los mercados bursátiles, ésta decide abandonar la propuesta.

El 29 de mayo, la asamblea de accionistas de EDC aprueba el plan de recompra de acciones de la junta directiva.

El 31 de mayo, se firma un acuerdo entre AES y Unión Fenosa de España (fuerte candidata a entrar en la OPA), mediante el cual AES concede una opción de compra de los activos del Grupo EDC en Colombia, Genevapca y Domegas.

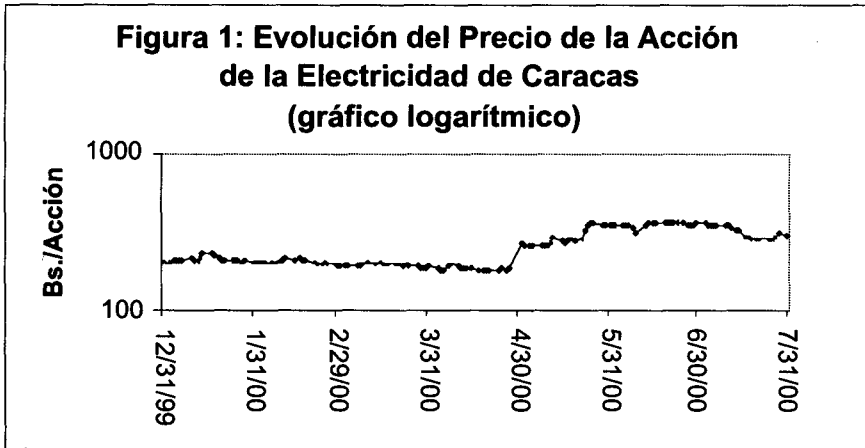
El 01 de junio, la CNV vuelve a suspender la oferta de AES por considerar que el acuerdo de venta de los activos de EDC en el exterior a Unión Fenosa modifica sustancialmente los términos de la propuesta.

El 02 de junio, la CNV levanta la suspensión de la oferta de AES.

El 03 de junio, EDC anuncia la compra del 9,9% de Florida Public Utilities, lo cual obliga a AES a presentar su oferta ante la Comisión de Intercambio de Valores de Estados Unidos pudiendo diferirse así la oferta hasta por un mes.

El 06 de junio, la Corte Primera de lo Contencioso Administrativo prorroga la OPA hasta el 12 de junio. El 14 de junio, AES informa que ha adquirido 839 millones de acciones en Venezuela, es decir, el 73,1% de la Electricidad de Caracas.

Para poder analizar con mayor claridad la evolución y comportamiento de la acción de la EDC en la Bolsa de Valores de Caracas se muestra la Figura 1, la cual ilustra la evolución de los precios para los días previos y posteriores al anuncio público de la OPA.



Fuente: DataStream

Como se puede observar antes de la fecha del anuncio oficial de la OPA el precio de la acción se mantenía estable. El 28 de abril, después del cierre de los mercados, se realizó el anuncio oficial de la OPA, la cual se mantuvo sin ningún movimiento hasta el 02 de mayo. Esto se debió a que la CNV suspendió la cotización de la acción de EDC el mismo día del anuncio de la OPA, y el primero de mayo era día festivo. El 02 de mayo es el día en el cual se registra el mayor aumento en el precio de la acción, ya que en ese día es cuando la CNV levanta la suspensión. La acción aumenta su valor ante la posibilidad de que una empresa grande y competitiva en el sector comprase dichas acciones erogando una elevada prima. El 12 de mayo se vuelve a producir un aumento notorio en el precio de la acción causado por la noticia del plan de recompra de acciones de EDC. Obviamente es una noticia que hace más atractivo para el accionista el tener en su poder acciones de EDC las cuales podría vender en el futuro próximo a un precio mayor. Sin embargo, ese mismo día AES anuncia la posibilidad de retirarse de la OPA, lo cual hace que baje fuertemente el precio de la acción. El 17 de mayo vuelve a subir el precio de la acción ante la noticia de que AES no se retira. El 23 de mayo sube otra vez fuertemente el precio de la acción ante la posibilidad de que nuevos compradores (Enron) manifiesten interés en el proceso. Luego la acción se mantiene más o menos constante hasta la fecha de la compra definitiva de AES a EDC ocurrida el 14 de junio de 2000.

III. DATA, METODOLOGÍA Y RESULTADOS

HIPÓTESIS A SER CONTRASTADA

El movimiento en el precio de las acciones de la Electricidad de Caracas a raíz del anuncio oficial de OPA de AES, puede ser explicado por la llegada de información al mercado respecto al proceso.

TEST

Es necesario calcular los *retornos anormales acumulados* (CAR) por intervalos. Quince días antes del evento o noticia [CAR (-15,-1)], y diez días después del evento [CAR (0,10)], definiendo como cero “0” al día del evento. El retorno anormal acumulado en cada intervalo es el resultado de la resta del retorno observado por la acción menos el retorno esperado del título obtenido por el Modelo de Mercado, obteniéndose por sumatoria cada intervalo. Se realizó una prueba de “significancia estadística” para cada uno de los intervalos de cada suceso.

La escogencia de sólo diez días de rendimientos acumulados después del anuncio de la OPA radica en la gran cantidad de noticias que llegaron al mercado después del anuncio, la mayor parte de las cuales fueron presentadas anteriormente, y que presumiblemente deben también haber impactado el precio de las acciones de la Electricidad de Caracas. En todo caso, ya el primer día de negociación posterior al anuncio de la OPA las acciones de EDC registran un rendimiento positivo muy elevado y significativo, tal y como se analizará más adelante. En otras palabras, el mercado pareciera haber sido lo suficientemente eficiente –en la forma semi-fuerte– como para haber reflejado el rendimiento rápidamente.

Si el día del evento el retorno anormal es estadísticamente significativo, quiere decir que la regresión obtenida por el Modelo de Mercado no explica el retorno de la acción de la Electricidad de Caracas y, en consecuencia, el evento explica las expectativas favorables (retornos positivos) o desfavorables (retornos negativos) de los inversionistas sobre las acciones de la compañía.

METODOLOGÍA APLICADA AL ESTUDIO

1. Se analizaron los intervalos comprendidos entre quince días antes del evento y diez días después del evento, diferenciando así dos intervalos, entre (-15,-1), y entre (0,10). Se definió el día preciso del evento como día cero.

2. Se estimaron los retornos observados en cada uno de los días estudiados, mediante la ecuación:

$$R = [(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}] \times 100 \quad (4)$$

En donde: P_t es el precio de la acción o del Índice Bursátil en el día t .

3. Se estimaron los retornos esperados en cada uno de los días estudiados, mediante la construcción del Modelo de Mercado para la Electricidad de Caracas. El Anexo 1 presenta los resultados obtenidos.
4. Se calcularon los retornos “anormales” para cada uno de los días del período de estudio. El retorno “anormal” es el retorno observado menos el retorno esperado o retorno según el Modelo de Mercado.
5. Se realizaron cálculos de retornos “anormales” acumulados (CAR) para cada intervalo, CAR (-15,-1) y CAR (0,10). En este caso, se aplicó la sumatoria desde el día menos quince (-15) hasta el día menos uno (-1), para el primer intervalo, y desde el día cero (0) hasta el décimo día (+10) para el segundo intervalo. En la Tabla 3 y en la Figura 2 se presentan los resultados obtenidos, los cuales se comentan más adelante.
6. Se procedió a realizar la prueba de significancia estadística “T” sobre los rendimientos anormales acumulados [CAR(-15,-1) y CAR(0, 10).]

La Tabla 3 muestra los rendimientos observados, esperados (según la Ecuación de Mercado) y anormales diarios y acumulados de las acciones de EDC quince y diez días antes y después, respectivamente, del anuncio de Oferta Pública de Adquisición por parte de la Corporación AES. Puede apreciarse el muy elevado rendimiento de la acción el día 2 de mayo (primer día de negociación después del anuncio de OPA del 18 de abril), los cuales fueron cercanos al 50% en un solo día. Puede también comprobarse la existencia de rendimientos anormales positivos y significativos antes y después del anuncio, aunque los mismos fueron mayores en el período que siguió al anuncio. La Figura 2 ilustra los resultados anteriores.

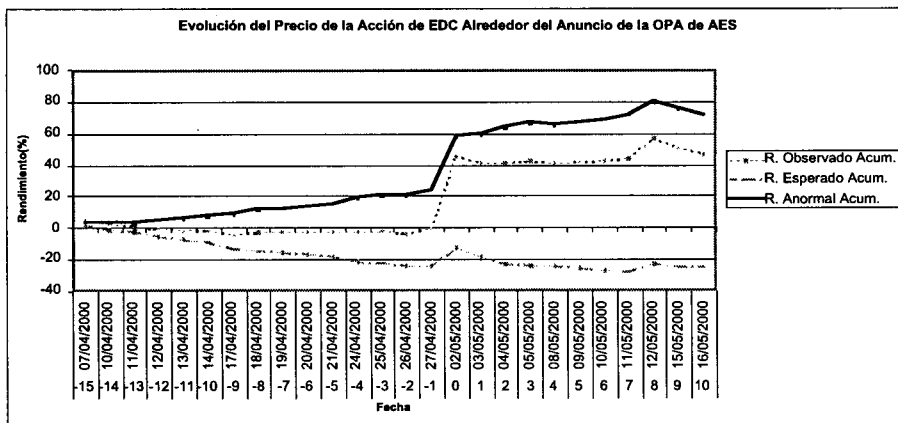
Tabla 3

Fecha	-15	-14	-13	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1
Anuncio Oficial de la OPA de AES contra Electricidad	07/04/2000	10/04/2000	11/04/2000	12/04/2000	13/04/2000	14/04/2000	17/04/2000	18/04/2000	18/04/2000	20/04/2000	21/04/2000	24/04/2000	25/04/2000	26/04/2000	27/04/2000
Retorno Observado	5,26	-3,00	-2,11	-0,54	-1,08	-0,55	-2,61	1,52	0,00	0,00	0,00	0,03	0,58	-1,68	3,37
Retorno Observado Acumulado	5,26	2,26	0,16	-0,38	-1,46	-2,01	-4,62	-3,09	-3,09	-3,09	-3,09	-3,07	-2,48	-4,17	-0,80
Retorno Esperado	1,46	-2,63	-1,65	-2,73	-1,85	-2,01	-3,95	-1,40	-1,24	-1,24	-1,24	-3,47	-0,73	-1,67	-0,36
Retorno Esperado Acumulado	1,46	-1,17	-2,82	-5,55	-7,40	-9,41	-13,36	-14,75	-15,99	-17,24	-18,48	-21,94	-22,67	-24,34	-24,70
Retorno Anormal	3,80	-0,37	-0,45	2,19	0,77	1,46	1,34	2,92	1,24	1,24	1,24	3,50	1,31	-0,02	3,73
Retorno Anormal Acumulado	3,80	3,43	2,98	5,17	5,94	7,40	8,74	11,66	12,90	14,14	15,38	18,88	20,19	20,17	23,90

Fecha		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Anuncio Oficial de la OPA de AES contra Electricidad	02/05/2000	03/05/2000	04/05/2000	05/05/2000	08/05/2000	09/05/2000	10/05/2000	11/05/2000	12/05/2000	15/05/2000	16/05/2000
Retorno Observado	45,92	-4,28	-0,19	1,36	-1,54	0,80	0,76	1,92	12,45	-6,06	-3,57
Retorno Observado Acumulado	45,13	40,84	40,65	42,01	40,48	41,28	42,03	43,96	56,41	50,35	46,78
Retorno Esperado	11,82	-6,02	-4,45	-1,08	-0,25	-1,22	-1,41	-0,70	4,67	-1,93	0,11
Retorno Esperado Acumulado	-12,87	-18,89	-23,34	-24,43	-24,68	-25,90	-27,31	-28,01	-23,34	-25,27	-25,16
Retorno Anormal	34,10	1,73	4,26	2,45	-1,28	2,02	2,16	2,62	7,78	-4,13	-3,68
Retorno Anormal Acumulado	58,00	59,73	64,99	66,44	65,16	67,18	69,35	71,97	79,75	75,62	71,94

***: Estadísticas significativas con un nivel de significación del 1%.

Figura 2



Fuente: Datastream y cálculos propios

CONCLUSIONES

Una *adquisición empresarial* consiste en la transferencia del control de una empresa de un grupo de accionistas a otro. Las fusiones se suelen suceder por ciclos. Sin embargo, la evolución histórica de las fusiones y adquisiciones ha estado estrechamente ligada a las reglas gubernamentales vigentes, a las tendencias comerciales en sectores específicos, y al proceso de globalización.

En este trabajo se estudió la adquisición de Electricidad de Caracas por parte de AES, pudiéndose evidenciar que el anuncio de OPA impactó significativamente el precio de las acciones de la empresa objetivo. Además, se pudo comprobar que los rendimientos anormales más altos se dan en la fecha del evento motor del proceso de adquisición, es decir, cuando el mercado “se entera” de que está en marcha el proceso de adquisición.

En el caso de la OPA de la EDC se evidencia claramente que el anuncio oficial produjo retornos anormales significativamente positivos. Sin embargo, anteriormente a esta fecha el precio de la acción de EDC ya había experimentado rendimientos anormales positivos y estadísticamente significativos. Este hallazgo es consistente con la posibilidad de que el mercado haya anticipado el evento y/o de que la información de la OPA haya llegado informalmente a algunos participantes del mercado antes del anuncio oficial por parte de AES.

REFERENCIAS

- Asquit, P. (1983); *Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns*, *Journal of Financial Economics*, April 1983, pp. 51-84.
- Barquero, J. (2001); "Fusiones y Adquisiciones: ¿Cómo Capturar Valor?". *Revista Gerencia*
- Bieshaar, H., Knight, J., y A. Van Wassenae (2001); "Deals that Create Value". Mckinsey&Company.
- Burrough, B., y J. Helyar (1991); *Nabisco: La Toma de un Imperio*, México, Editorial Norma.
- Campbell, J.Y., A.C Lo, y J. Mackinlay (1997); *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, Princeton, N.J.611 pp.
- Daparte, I., y V. Brito (2002); "Vientos de OPA. El caso de EDC". Debates IESA. Vol. 7. No. 2 y 3.
- Elpida, O. (2000); "Stock Market Reactions to Unfavorable Product Information," *The Student Journal of the dale Bumpers College of Agriculture*. Vol. 1 No.1.
- Jensen, M.C. (1986); "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover." *American Economic Review*.
- Italiani, F. (2001); "Las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) la Perspectiva de los accionistas". En Varios: *La OPA y el takeover de la electricidad*.
- Maestres, R. (2001); "La Cultura en las Fusiones y Adquisiciones". Debates IESA Vol.7. No. 1.
- Markus, M. (2001); "Oferta Pública de Acciones (OPA) de la Electricidad de Caracas, Análisis Cuantitativos." Tesis de Maestría en Administración IESA.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., y J. Jaffe (2000); *Finanzas Corporativas*, Nueva York, McGraw Hill.
- UNCTAD, (2000); "World Investment Report". Nueva York y Ginebra.

ANEXO 1

ESTIMACIÓN DEL MODELO DE MERCADO PARA LA ELECTRICIDAD DE CARACAS

Para la estimación del Beta de la Electricidad de Caracas, se procedió a realizar la regresión de los rendimientos históricos registrados por la acción de la Electricidad de Caracas (R_{it}), contra los del Índice Bursátil Caracas (R_{mt}) desde Enero de 1995 hasta Diciembre de 1999 (data mensual). La llamada Ecuación de Mercado posee la siguiente forma:

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \mu$$

Obteniéndose la siguiente ecuación:

$$R_{it} = -1,24 + 1,02 R_{mt} \quad R^2 = 0,89; \text{ Durbin-Watson} = 1,55$$

$$\text{T-Stat} \quad (23,21)$$

Definiendo R_{jt} como el rendimiento observado en el día t , el rendimiento anormal (AR_{jt}) se calculó de la siguiente manera:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (-1,24 + 1,02 R_{mt})$$

Y los rendimientos anormales acumulados son simplemente:

$$\text{CAR}(-15, -1) = \sum_{-15}^{-1} AR_{jt}$$

$$\text{CAR}(0, 10) = \sum_0^{10} AR_{jt}$$