



Universidad del Desarrollo
Universidad de Excelencia

Facultad de Economía y Negocios

**ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA VALORIZACIÓN BURSÁTIL
QUE RECIBEN LOS HOLDINGS EN EL MERCADO BURSÁTIL CHILENO**

POR: ESTEBAN IVÁN CONTADOR VERA

Tesis presentada a la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad del Desarrollo

para optar al grado de Magíster en Finanzas

PROFESOR GUÍA:

Sr. HUGO BENEDETTI

Julio, 2014
SANTIAGO



Universidad del Desarrollo
Universidad de Excelencia

Facultad de Economía y Negocios

**ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA VALORIZACIÓN BURSÁTIL
QUE RECIBEN LOS HOLDINGS EN EL MERCADO BURSÁTIL CHILENO**

POR: ESTEBAN IVÁN CONTADOR VERA

Tesis presentada a la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad del Desarrollo
para optar al grado de Magíster en Finanzas

Tesis presentada a la comisión integrada por:

Sr. HUGO BENEDETTI

Sr. CRISTIÁN ECHEVERRÍA

Sr. JEAN SEPÚLVEDA

Julio, 2014
SANTIAGO

A mi madre...

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer en primer lugar a Dios por permitirme estar donde estoy y entregarme todas las herramientas para poder desarrollar mi carrera profesional. Junto a él, está el espíritu de mi madre que me ha acompañado desde el día de su muerte y me ha sabido mostrar el camino a la felicidad.

En segundo lugar, quiero agradecer a mi padre y su nueva mujer, quienes a través de su ejemplo de esfuerzo han generado motivación en mi desarrollo académico. Además, me han apoyado incondicionalmente en este largo proceso.

A mi profesor guía, el Sr. Hugo Benedetti quien me acogió para guiarme en esta tesis. Agradecido por su tiempo, profesionalismo y buena voluntad.

Por último, agradecer a Fabiola Moreno Vera, quien ha dedicado gran parte de su tiempo en guiar esta tesis y motivarme en este proceso y a Rodrigo Rojas por su aporte profesional en el tema a estudiar.

Tabla de contenido

Capítulo I: Presentación del estudio.....	1
1.1 Introducción.....	1
1.2 Planteamiento del problema.....	3
1.3 Objetivos del estudio.....	6
Capítulo II: Marco teórico.....	8
2.1 Tipos de sociedades.....	9
2.2 Tipos de estructuras corporativas.....	12
2.3 Grupos empresariales.....	20
2.4 Holdings.....	23
2.5 Mercado de capitales chileno.....	27
2.5.1 La Bolsa de Comercio de Santiago.....	28
2.5.2 Índices bursátiles.....	30
Capítulo III: Marco metodológico.....	32
3.1 Diseño de la investigación.....	32
3.2 Población y muestra.....	33
3.3 Obtención y análisis de datos.....	49

Capítulo IV: Análisis de Resultados	54
4.1 Análisis por holding.....	54
4.2 Análisis estadístico.....	64
Capítulo V: Conclusiones y hallazgos	68
Referencias	70

Lista de figuras

- Figura 2-1: Estructura de una empresa controladora
- Figura 2-2: Estructura de empresas filiales
- Figura 2-3: Estructura de una empresa coligada
- Figura 2-4: Estructura de un holding
- Figura 2-5: Estructura de un grupo empresarial
- Figura 2-6: Estructura de un grupo económico
- Figura 2-7: Evolución de los montos transados en la Bolsa de Comercio
- Figura 3-1: Estructura societaria de Almendral S.A.
- Figura 3-2: Estructura societaria de Antarchile S.A
- Figura 3-3: Estructura societaria de Campos Chilenos S.A.
- Figura 3-4: Estructura societaria de IAM S.A.
- Figura 3-5: Estructura societaria de ILC S.A.
- Figura 3-6: Estructura societaria de Invercap S.A.
- Figura 3-7: Estructura societaria de Norte Grande S.A.
- Figura 3-8: Estructura societaria de Quiñenco S.A.
- Figura 3-9: Metodología para el cálculo del NAV
- Figura 3-10: Ejemplo del cálculo de descuento para Antarchile
- Figura 4-1: Evolución del descuento bursátil del holding Almendral S.A.
- Figura 4-2: Evolución del descuento bursátil del holding Antarchile S.A.
- Figura 4-3: Evolución del descuento bursátil del holding Campos Chilenos S.A.

Figura 4-4: Evolución del descuento bursátil del holding IAM S.A.

Figura 4-5: Evolución del descuento bursátil del holding ILC S.A.

Figura 4-6: Evolución del descuento bursátil del holding Invercap S.A.

Figura 4-7: Evolución del descuento bursátil del holding Norte Grande S.A.

Figura 4-8: Evolución del descuento bursátil del holding Quiñenco S.A.

Lista de tablas

Tabla 2-1:	Desempeño de distintos tipos de empresas
Tabla 2-2:	Porcentaje del total de los montos transados
Tabla 3-1:	Grupos controladores de Almendral S.A.
Tabla 3-2:	Principales accionistas de Antarchile S.A.
Tabla 3-3:	Principales accionistas de Campos Chilenos S.A.
Tabla 3-4:	Principales accionistas de IAM S.A.
Tabla 3-5:	Principales accionistas de ILC S.A.
Tabla 3-6:	Principales accionistas de Invercap S.A.
Tabla 3-7:	Principales accionistas de Norte Grande S.A.
Tabla 3-8:	Principales accionistas de Quiñenco S.A.
Tabla 4-1:	Resumen de análisis estadístico con Test-t
Tabla 4-2:	Test-t con un 90% de confianza para Norte Grande S.A.

1.1 Introducción

En el mercado bursátil¹ chileno existen sociedades que presentan una determinada característica y que como se verá en esta investigación, son de gran relevancia en la economía chilena. Estas sociedades son sociedades que se comportan únicamente como sociedades controladoras de importantes grupos empresariales y los activos que poseen son principalmente inversiones en sociedades filiales.

Se presentará literatura existente relacionada con este tema, en donde se puede ver que sociedades de esta misma naturaleza, participantes en mercados distintos al chileno, han presentado históricamente un descuento bursátil respecto al valor neto de sus activos.

Es justamente esto lo que motivó este estudio, en que se busca determinar si este fenómeno se repite en las sociedades chilenas de este tipo.

Para alcanzar los objetivos, se aportó con definiciones de la legislación chilena para sociedades de distintos tipos. A la vez se presentó definiciones existentes tanto legales como aportadas por académicos de prestigiosas universidades para las distintas formas de organización que tienen los grupos empresariales, que son el objeto principal de esta investigación.

¹ Mercado bursátil: comprende todas aquellas operaciones que son organizadas y reglamentadas por instituciones formales y especializadas, denominadas Bolsas de Valores (Bolsa de Comercio de Santiago).

En cuanto a los métodos necesarios para el análisis y procesamiento de la información, se recopilaron distintas metodologías de distintos autores y/o instituciones que realizaron algunos análisis similares al que se busca presentar, y se definió la metodología a utilizar en este estudio en detalle.

Se obtuvieron resultados que fueron presentados gráficamente para ver el comportamiento a través del tiempo en ellos. En los gráficos se aprecia la volatilidad natural y característica de las acciones pero siempre con una predominancia hacia el descuento bursátil. Se concluyó que el fenómeno observado en la literatura existente en otros países se repite para las sociedades controladoras en el mercado chileno.

Se pudo observar que en la totalidad de los casos existía un predominante descuento histórico, que en promedio rondaba en torno a un -20%. Además, se pudo concluir a través de un análisis estadístico, que estos descuentos son significativos y persisten a través del tiempo.

De acuerdo a la literatura estudiada, esto se puede deber a razones que son difíciles de llevar a análisis cuantitativos, como lo es la valoración a la liquidez, los *noise-traders*, la información imperfecta, los costos de administración, entre otros que se verán a lo largo de este estudio.

1.2 Planteamiento del problema

En la economía existe un indicador que de cierto modo responde a la pregunta de qué nivel de renta percibe un país, y este indicador es el Producto Interno Bruto (PIB). El PIB se puede definir como “*la renta total de todos los miembros de la economía*” pero también como “*el gasto total en la producción de bienes y servicios*” (Mankiw, 2006). Este mismo autor señala que una economía que tenga una elevada producción de bienes y servicios puede satisfacer mejor las demandas de los hogares, las empresas y el Estado.

M. Morales (s/f)² afirma que las diferencias en productividad pueden explicar parte importante de las diferencias de ingreso per cápita entre países. Junto con esto, menciona que la profundidad, liquidez y sofisticación del sistema financiero de un país tiene un efecto significativo sobre la eficiencia en la asignación de recursos, creación de nuevas formas de producción e innovación. Esto explicaría un efecto positivo sobre el crecimiento económico de un país.

En el mercado financiero chileno se encuentra la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), que tiene como objeto el facilitar a las empresas el acceso a distintas fuentes de financiamiento, cooperar en la generación de valor para los inversionistas y permitir que intermediarios y clientes transen instrumentos financieros (Bolsa de Comercio de

² Ingeniero Comercial en Economía, Universidad de Santiago de Chile. Ph.D. en Economía, Boston University

Santiago). Es por esto que desarrollar el mercado bursátil representa un objetivo importante para el país, ya que mientras más amplias sean las posibilidades de financiamiento con que cuenten las empresas, más fácil será el desarrollo de estas (R. Brealey, S. Myers y F. Allen, 2010), aumentando la productividad nacional y generando una mayor cantidad de puestos de empleo (F. Larraín y J. Sachs, 2002).

Actualmente, en Chile se observa una bolsa caracterizada por tener una alta concentración y unas pocas empresas en relación al total de empresas inscritas son determinantes en los movimientos bursátiles de los principales índices nacionales. Las evidencias respecto a esta concentración se pueden observar al revisar antecedentes que revelan que la capitalización bursátil³ de las 102 sociedades componentes del IGPA⁴ representa el 87,36% de la capitalización bursátil del total de sociedades listadas actualmente en bolsa. Más aún, sólo 10 empresas logran acumular una capitalización bursátil del 47,1% del IGPA (Bolsa de Comercio de Santiago, 2010).

Junto con esto, antecedentes recogidos de la Bolsa de Comercio de Santiago muestran que en el año 2002, 10 sociedades de un total de 246 concentraban el 67,4% de las transacciones diarias de la Bolsa de Comercio de Santiago. Para el año 2009, 10 sociedades acumulaban transacciones por un 58,1%, lo que es bastante si consideramos

³ Capitalización bursátil: Indica el patrimonio disponible para la compra y venta activa en la bolsa, y es igual al precio por acción en un momento dado, multiplicado por el número de acciones en circulación de la empresa (BCS).

⁴ Índice general de precios de las acciones (BCS).

que esas diez sociedades representaban sólo un 4,3% del total de emisores de ese año (Larraín, G. 2009)⁵.

Esta alta concentración genera que las variaciones bursátiles de estas compañías cobren cierta importancia, en especial en el caso de Chile, donde su mercado accionario es de gran tamaño relativo si se compara con algunas economías americanas.

El valor total de mercado de las compañías que se transan en Chile alcanza valores cercanos al PIB del país. En el año 2008 las acciones chilenas alcanzaron un 79% del PIB nacional, superando a economías como las de Canadá y Brasil, que registraron un 65% y 36% respectivamente en sus bolsas de valores (Larraín, G. 2009).

Las sociedades que se estudiarán son holdings que son actores importantes en el mercado bursátil nacional, al menos en cuanto a lo que a liquidez⁶ se refiere. La totalidad de los holdings a estudiar se encuentra al menos entre las 100 sociedades más transadas del mercado (el IGPA), y más aún, algunos de estos holdings y/o sus filiales están dentro de las diez sociedades con mayor presencia bursátil (Bolsa de Comercio Santiago, 2014). Debido a esto, ahondar en el comportamiento de la valoración que le asigna el mercado bursátil a estos holdings resulta importante tanto para accionistas como para inversionistas del mercado en general. Es por esta razón que este estudio se

⁵ Larraín, G. (2009). Guillermo Larraín es economista de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Doctor en Economía de la EHESS de París. Además, en el momento de este estudio era Superintendente de Valores y Seguros de Chile.

⁶ Liquidez: mide la facilidad con que un activo puede transformarse en dinero, es decir, muestra la capacidad de la compañía para responder a sus obligaciones de corto plazo con sus activos circulantes (BCS, Glosario Bursátil).

centra en determinar y analizar la evolución del valor de los holdings, y si ellos presentan un descuento sobre el valor neto de sus activos, como sucede comúnmente en mercados distintos al chileno (S. Heppelmann y M. Hoffleith, 2009).

1.3 Objetivos del estudio

A partir de los antecedentes expuestos en el apartado anterior, los objetivos planteados para este estudio son los siguientes:

Objetivo General

Contribuir con información relevante para los mercados financieros, ya sea para inversionistas, accionistas y/o analistas financieros respecto a la posible existencia de un descuento bursátil sobre el valor neto de los activos de los holdings transados en el mercado de valores nacional, además de colaborar con posibles explicaciones para este fenómeno.

Objetivos Específicos

- 1) Evidenciar la existencia de un descuento bursátil sobre los holdings chilenos.
- 2) Cuantificar los niveles de descuento si estos existen.

- 3) Entregar un sentido financiero aplicable para los agentes del mercado bursátil chileno.
- 4) Aportar con posibles maneras de corregir los descuentos bursátiles para los principales accionistas de los holdings.

2.1 Tipos de sociedades

En esta investigación se hacen análisis de sociedades de distintas naturalezas, las que agrupan a las sociedades en distintas definiciones legales. Estas definiciones legales son determinantes en cuanto al tratamiento y la obtención de la información que se recopilará, por lo que es importante conocer los distintos tipos de sociedades existentes en Chile, partiendo de qué es una sociedad propiamente tal.

El Servicio de Impuestos Internos de Chile (SII) define una sociedad como una persona jurídica con una o más personas que la constituyen, y cuya principal característica es que tienen como objetivo perseguir fines de lucro. Las sociedades pueden ser de personas naturales o de capitales, y en Chile la Ley 19.857 define cuatro tipos de sociedades: a) Sociedad de Responsabilidad Limitada, b) Sociedad en Comandita, c) Sociedad Anónima, y d) Empresa Individual de Responsabilidad Limitada. Cada uno de estos tipos de sociedades tiene características diferentes, los cuáles también los define el SII y se exponen a continuación.

a) Sociedad de Responsabilidad Limitada: Son sociedades de personas en que los socios responden hasta el monto de sus aportes. La sociedad de responsabilidad limitada sea civil o comercial es siempre solemne, debe constar en escritura pública, cuyo extracto debe inscribirse en el Registro de Comercio y publicarse en el Diario Oficial.

Las modificaciones sociales son todos actos que deben cumplir las mismas formalidades de la constitución. En lo no previsto por la ley que trata las sociedades de responsabilidad limitada se rigen supletoriamente por las normas de la sociedad colectiva contempladas en el Código Civil y en el Código de Comercio.

b) Sociedad en Comandita: En este tipo de sociedad existen dos clases de socios: a) los gestores, que son los únicos que tienen la facultad de administración, y b) los comanditarios, que son los socios pasivos o capitalistas.

A su vez, hay dos tipos de sociedades en comanditas: a) la sociedad en comandita simple, en que los comanditarios tienen derecho en la sociedad como en las sociedades colectivas, y b) la comandita por acciones, en que se emiten acciones que representan los derechos de los socios al igual que en las anónimas. La comandita simple civil es consensual, mientras que la comandita simple comercial y la comandita por acciones son solemnes.

c) Sociedad Anónima: La sociedad anónima es una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables.

La sociedad anónima tiene las mismas características que las otras sociedades, es decir, es una persona jurídica, sus socios accionistas aportan dinero o bienes estimados en dinero, persigue fines de lucro, y las pérdidas las soporta el fondo constituido por los accionistas, pero se distinguen de las demás en que los derechos de los socios están representados por acciones que constan en un título y la administración se efectúa por dos órganos colegiados; la junta de accionistas y el directorio, el cual designa un gerente.

Los derechos de los socios son representados en acciones de libre cesibilidad. Estas sociedades son siempre comerciales, aún cuando se formen para fines civiles. La sociedad anónima es de carácter solemne, tanto en su constitución, modificación y disolución, pues se forma y prueba por escritura pública, cuyo extracto se inscribe en el Registro de Comercio y se publica en el Diario Oficial.

Las sociedades anónimas pueden ser abiertas o cerradas. Las primeras son aquellas que pueden ofrecer públicamente sus acciones, para lo cual deben inscribirse en el Registro de Valores dentro de los 60 días desde su formación, quedando sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros⁷; mientras que las segundas, las sociedades anónimas cerradas, no pueden hacer oferta pública de sus acciones salvo que se sometan voluntariamente a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.

⁷ Tratándose de entidades bancarias, éstas son fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

En cualquier caso, las sociedades anónimas abiertas pueden pasar a ser cerradas por acuerdo de la junta de accionistas, dejando de estar inscritas en el Registro de Valores y no quedando sometidas a la Fiscalización de Superintendencia de Valores y Seguros. En este tipo de sociedades, no se exige un capital mínimo para su constitución, salvo en el caso de sociedades anónimas especiales como el caso de los bancos o compañías de seguros.

d) Empresa Individual de Responsabilidad Limitada: La empresa individual de responsabilidad limitada es una persona jurídica con patrimonio propio distinto al del titular, es siempre comercial y está sometida al Código de Comercio cualquiera que sea su objeto; este tipo de sociedades puede realizar toda clase de operaciones civiles y comerciales, excepto las reservadas por la ley a las sociedades anónimas.

Dentro de la Bolsa de Comercio de Santiago sólo pueden existir emisores que cumplan con ser sociedades anónimas abiertas. Esto tiene fundamento en gran parte por la normativa que las rige, y que las obliga a hacer pública información de distinto tipo. Así, se logra eliminar imperfecciones de mercados como lo es la distinta información para los agentes, y la Superintendencia de Valores y Seguros vela por que todos los agentes tengan acceso a la misma información, tanto en cantidad como en momento de tiempo.

2.2 *Tipos de Estructuras Corporativas*

Se presentarán los distintos tipos de estructuras que puede presentar un grupo de empresas y la definición de cada uno de los conceptos alojados en estas estructuras.

a) *Empresa controladora o empresa matriz:* Las empresas controladoras son las que encabezan los grupos empresariales y tienen cierto poder sobre ellos. Son las capacitadas para tomar las principales decisiones dentro del grupo empresarial. La Ley 18.045 de Mercado de Valores las define de la siguiente manera:

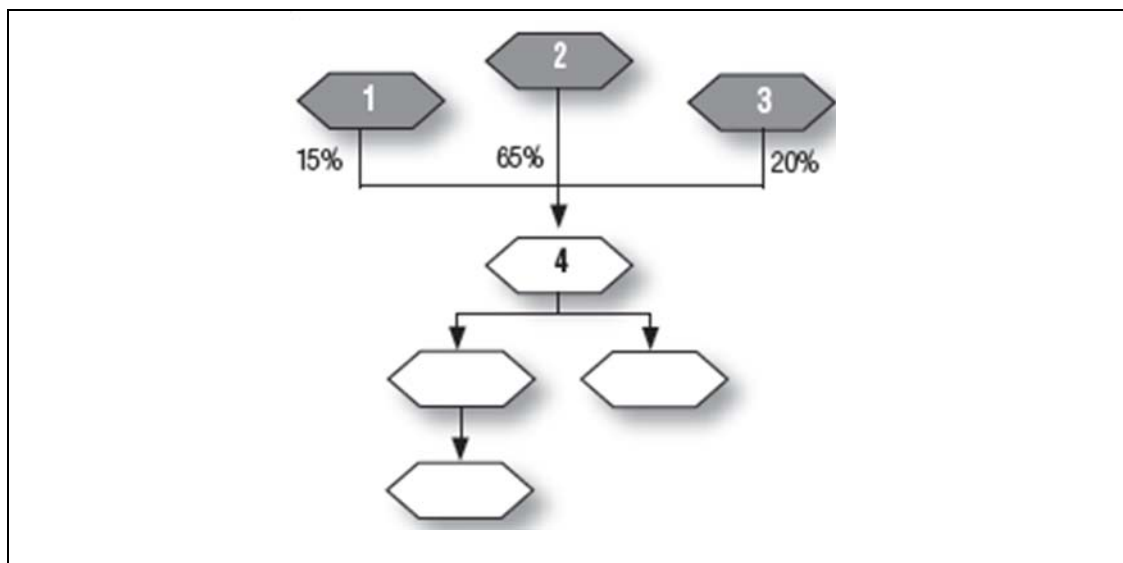
Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer alguno de los poderes señalados en las letras anteriores, cada una de ellas se

denominará miembro del controlador. En las sociedades en comandita por acciones se entenderá que es controlador el socio gestor. (Artículo 97°, Título XV, Ley 18.045 de Mercado de Valores).

La figura 2-1 muestra una empresa controladora, en la que la empresa 2 tiene posesión de más del 50% de la empresa 4, y por lo tanto es controladora de ésta.

Figura 2-1: Estructura de una empresa controladora



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE), 2009.

b) Empresa Filial: Las empresas filiales son básicamente las empresas que son controladas por una controladora o matriz. La ley las define de la siguiente manera:

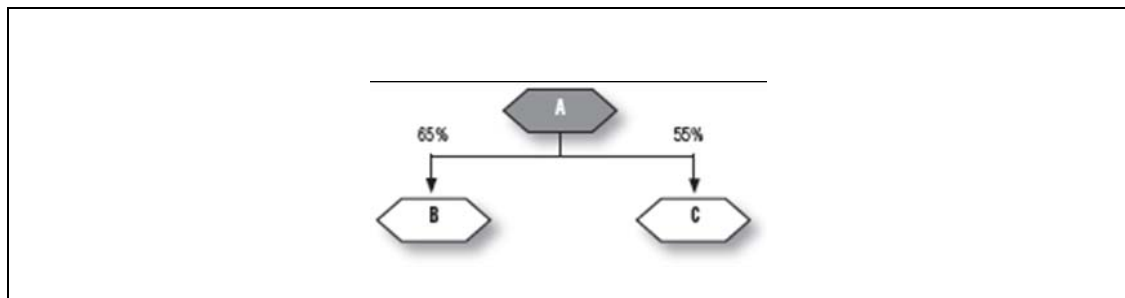
Es sociedad filial de una sociedad anónima, que se denomina matriz, aquella en la que ésta controla directamente o a través de otra persona natural o jurídica más del 50% de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de

una sociedad por acciones o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar a la mayoría de sus directores o administradores.

La sociedad en comandita será también filial de una anónima, cuando ésta tenga el poder para dirigir u orientar la administración del gestor. (Artículo 86°, Título VIII, Ley 18.046, Ley de Sociedades Anónimas).

En la figura 2-2 es posible observar la estructura de empresas filiales, en la que las empresas B y C son controladas por la empresa A.

Figura 2-2: Estructura de empresas filiales



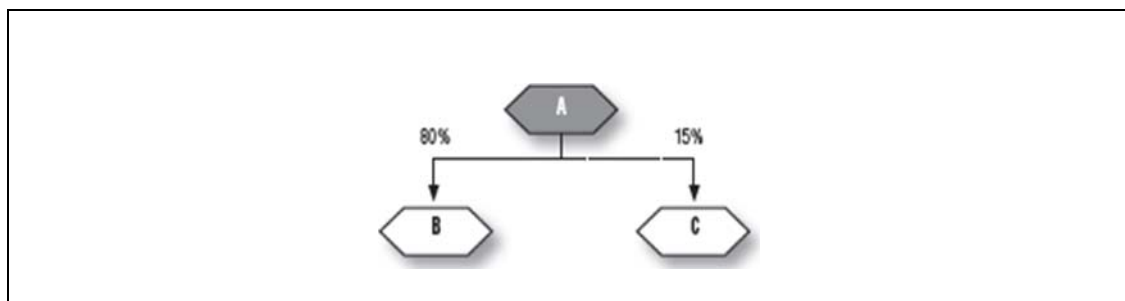
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE), 2009.

c) Empresa Coligada: Las empresas coligadas son aquellas en que tienen cierto nivel de relación de propiedad, pero no caen en lo que se conoce como control societario. De acuerdo a la ley, son definidas de la siguiente forma:

Es sociedad coligada con una sociedad anónima aquella en la que ésta, que se denomina coligante, sin controlarla, posee directamente o a través de otra persona natural o jurídica el 10% o más, de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de una sociedad por acciones, o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar por lo menos un miembro del directorio o de la administración de la misma. La sociedad en comandita será también coligada de una anónima, cuando ésta pueda participar en la designación del gestor o en la orientación de la gestión de la empresa que éste ejerza. (Artículo 87°, Título VIII, Ley 18.046, Ley de Sociedades Anónimas).

De acuerdo a la figura 2-3, la empresa C es coligada de la empresa A, dado que posee más de un 10% de participación en ella.

Figura 2-3: Estructura de una empresa coligada



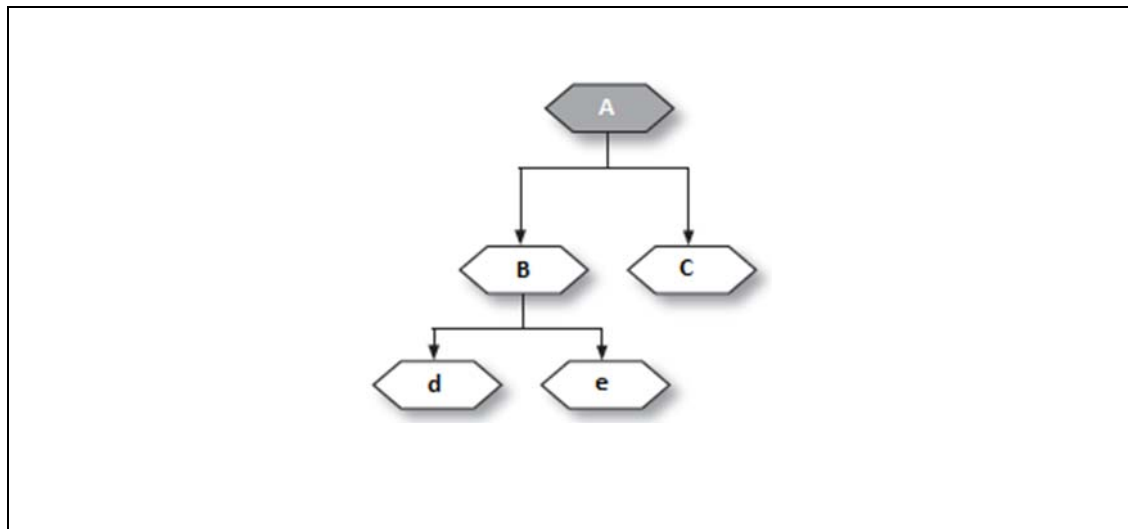
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE), 2009.

d) Holding: Un holding es un concepto empresarial propio de la lengua anglosajona. La Real Academia Española (2001) lo define de la siguiente manera:

“Sociedad financiera que posee o controla la mayoría de las acciones de un grupo de empresas”.

En la figura 2-4, la empresa A es la matriz o holding del conjunto de empresas conformado por B, C, d y e. Es decir, posee participación suficiente para controlar las decisiones dentro del conjunto de empresas. Para los casos de “d” y “e”, es controladora a través de otra sociedad jurídica, la sociedad B.

Figura 2-4: Estructura de un Holding



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE), 2009.

e) **Grupo de empresas o grupos empresariales:** Se desea poner énfasis en esta definición, ya que se considera como una de las más importantes en el actual estudio debido a la naturaleza de las sociedades que están presentes en él.

En la literatura existente se han encontrado variadas definiciones de grupos empresariales. Las definiciones que más se ajustan a lo que se desea mostrar en esta investigación son las siguientes:

T. Khanna (2000)⁸, define un grupo empresarial como un grupo de empresas en diferentes sectores económicos, con un control administrativo y financiero común. Los miembros están vinculados por lazos familiares, de amistad u otros.

Por otro lado, la Superintendencia de Valores y Seguros tiene su propia definición, la cual se presenta a continuación:

Grupo empresarial es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten. Forman parte de un mismo grupo empresarial: a) Una sociedad y su controlador; b) Todas las sociedades que

⁸ Tarun Khanna fue nombrado Director del Instituto Sud Asiático de la Universidad de Harvard (2010). Es Ingeniero de la Universidad de Princeton (1988) y Ph.D. de la Universidad de Harvard (1993).

tienen un controlador común, y éste último, y c) Toda entidad que determine la Superintendencia considerando la concurrencia de una o más de las siguientes circunstancias:

1. Que un porcentaje significativo del activo de la sociedad está comprometido en el grupo empresarial, ya sea en la forma de inversión en valores, derechos en sociedades, acreencias o garantías;

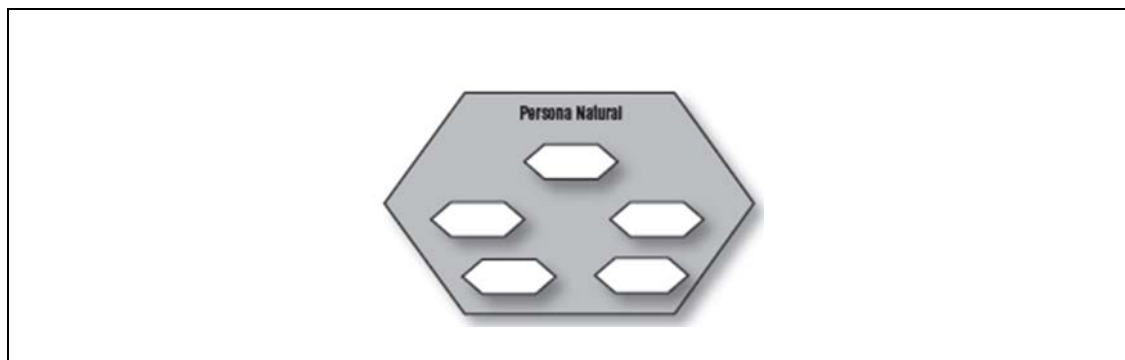
2. Que la sociedad tiene un significativo nivel de endeudamiento y que el grupo empresarial tiene importante participación como acreedor o garante de dicha deuda;

3. Que la sociedad sea miembro de un controlador de algunas de las entidades mencionadas en las letras a) o b), cuando este controlador corresponda a un grupo de personas y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial, y

4. Que la sociedad sea controlada por uno o más miembros del controlador de alguna de las entidades del grupo empresarial, si dicho controlador está compuesto por más de una persona, y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial. (Artículo 96°, Título XV, Ley 18.045, Ley de Mercado de Valores).

La figura 2-5, muestra un grupo empresarial. En este caso es posible observar que las empresas presentes en él, no dependen de una matriz o empresa controladora.

Figura 2-5: Estructura de un grupo empresarial

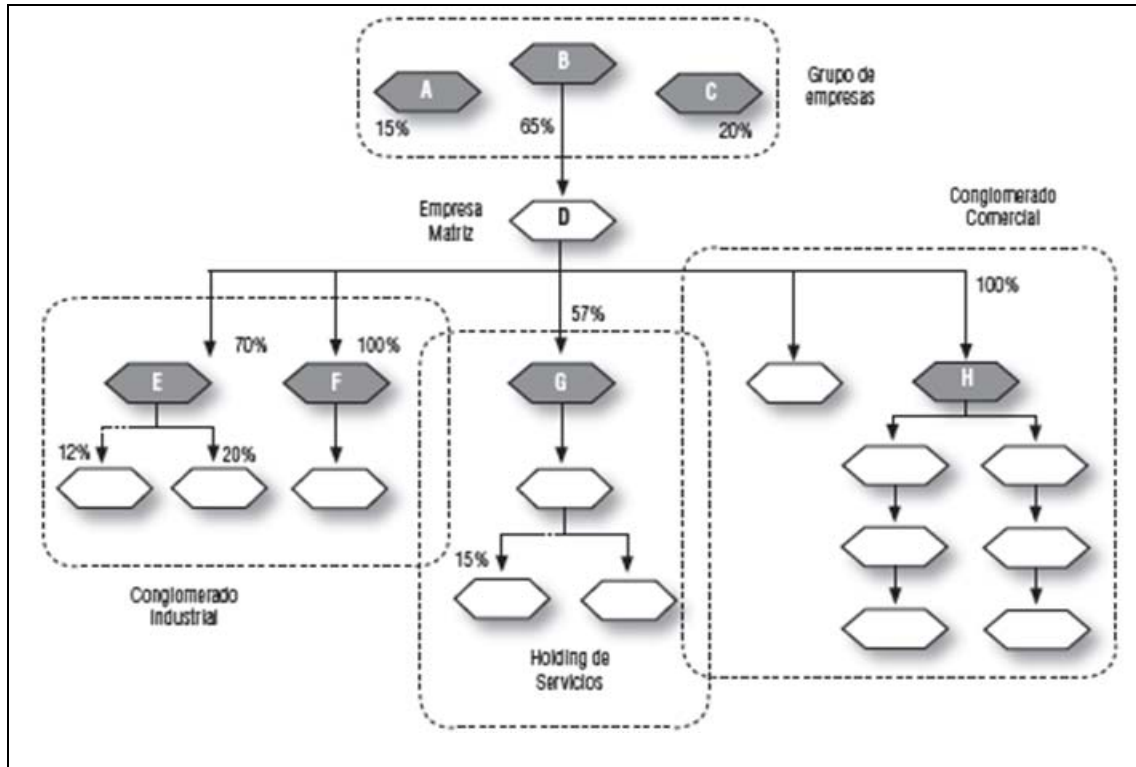


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE), 2009.

f) Grupos económicos y Conglomerados: Un grupo económico es una estructura más compleja y completa, en el que se encuentran distintos conjuntos de holdings y sociedades matrices que comúnmente participan en distintos mercados. Por lo general, un conglomerado se caracteriza por buscar la diversificación de los negocios y la búsqueda de rentabilidad en cada uno de ellos.

En la figura 2-6, se observa un grupo económico donde existe una matriz D controlada por un grupo empresarial. A la vez, esta controla dos conglomerados específicos y un holding.

Figura 2-6: Estructura de un grupo económico



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE), 2009.

2.3 Grupos empresariales

Los principales grupos empresariales (o bien, grupos económicos) en Chile representan gran parte del mercado nacional (como se vio en el Capítulo I) y resultan ser relevantes en el comportamiento del mercado bursátil debido al tamaño de ellos. Es por esto que en términos de desarrollo económico los grupos empresariales tienen bastante relevancia y ha llevado a algunos autores a presentar literatura en el tema, como F. Silva, N. Majluf y R. Paredes (2004).

Grupos empresariales como el grupo Luksic, Angellini y Matte son actualmente de los más grandes en Chile (Centro de Estudios en Economía y Negocios, 2014). Estos grupos datan desde los años sesenta y han sido traspasados en cuanto a su propiedad a familiares directos, manteniendo a la familia como principales dueños.

Posteriormente existieron grupos que nacieron en el periodo de dictadura militar, cercano al año 1974. Ahí nacieron grupos como el grupo Cruzat-Larraín y Banco Crédito Hipotecario de Chile, que se consolidaron como los principales grupos de la época. Estos llegan a su final en los años ochenta, principalmente liquidados por la crisis del año 1982. Posteriormente aparecen los grupos nuevos, muchos de los cuales hoy dominan el mercado a comienzos del siglo XXI. Estos son el Grupo Sigdo Koppers, Grupo Carozzi, Grupo Abumohor, Grupo Enersis, Grupo Errázuriz, Grupo CAP, Grupo del Río y al Grupo Boher, entre otros (F. Silva *et al.* 2004).

Actualmente, se puede ver que los principales controladores de estos grupos siguen siendo familiares de quienes los fundaron. Esta es una característica que se repite bastante entre los grupos empresariales chilenos (C. Sapelli, 2002)⁹.

Otra característica de estos grupos es que éstos, en su gran mayoría, abordan distintos sectores industriales con el fin de diversificar los negocios y riesgos implícitos en ellos, además de buscar expansión y generación de riqueza, ya que cuando un sector industrial presenta cierta inestabilidad y un grupo empresarial participa en él, las ventajas y posibilidades de sobrellevar la inestabilidad aumentan. Esto ocurre porque los grupos

⁹ Claudio Sapelli es Ph.D. en Economía, de la Universidad de Chicago. Además, es profesor del Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

empresariales pueden hacer reasignaciones de recursos con mayor efectividad. Además, los grupos presentan ciertas ventajas en la rentabilidad que pueden darle a la investigación y a las distintas inversiones irreversibles. La razón es porque si cierta inversión generada por el grupo económico no encuentra buen final, y ésta es irreversible, las alternativas de destinar aquella inversión son más amplias, pudiendo dar usos alternativos como, por ejemplo, aplicaciones en otras sociedades.

Junto con esto, existen estudios sobre los grupos económicos de los años setenta como el de J. González (1981) que demostró que las empresas pertenecientes a grupos empresariales obtuvieron una rentabilidad significativamente mayor en comparación con las empresas estatales y las multinacionales, obteniendo además un mayor margen neto que todos los otros tipos de empresas. Los datos recopilados por el estudio son los siguientes:

Tabla 2-1: Desempeño de distintos tipos de empresas

<i>Empresas</i>	<i>Rentabilidad sobre patrimonio</i>	<i>Margen bruto</i>	<i>Margen neto</i>
<i>Estatales</i>	16,52	18,60	7,1
<i>Multinacionales</i>	21,10	24,40	4,5
<i>Grupos</i>	30,61	24,50	9,5
<i>No grupos</i>	31,75	24,89	1,2

Fuente: J. González (1981)

Junto con esto, estudios realizados por J. Gálvez y J. Tybout (1985) demostraron que las empresas que producían los mismos bienes, en el mismo rubro; mostraban mejores rentabilidades cuando éstas pertenecían a algún grupo económico en comparación con aquellas que no pertenecían a ninguno.

Si bien existen evidencias que muestran aspectos positivos en la creación de grupos económicos, también existen dudas sobre los efectos positivos que éstos pueden generar en el mercado. Al respecto, en opinión de algunos expertos como R. Paredes (1996), estos grupos generarían imperfecciones en el mercado, como por ejemplo la tendencia a mostrar un carácter monopólico creado por las grandes barreras de entrada que generan para la nueva competencia; o por la influencia que estos grupos pueden generar en el poder político, debido a que su gran tamaño les otorga algún poder sobre las regulaciones del mercado.

2.4 *Holdings*

Los holdings son el principal objeto a analizar en el este estudio, y como se vio anteriormente, se entienden como una sociedad que controla filiales debajo de ella, sin que ella realice operación alguna más que la inversión en activos de esas filiales. Los únicos activos que poseen los holdings son inversiones¹⁰, las cuáles pueden ser en activos financieros y no financieros. Solamente posee dinero y participaciones (generalmente mayoritarias) en distintas sociedades filiales, es por esto que se catalogan bajo la estructura de un holding.

¹⁰ Refiriéndose a activos de alta relevancia. Por supuesto que estas sociedades tienen otros activos de baja ponderación monetaria en relación a las inversiones.

Para que el presente análisis tenga sentido, es estrictamente necesario que este holding esté abierto a la bolsa (y a la vez, al menos una de sus filiales). Esto, por dos razones:

Primero, para que así sea posible hacer un análisis histórico del comportamiento del precio de sus acciones e identificar si existe algún premio o bien un descuento sobre la valoración intrínseca de la sociedad. Esta valoración de la acción es calculada esencialmente a partir del valor neto de sus activos o NAV (Net Asset Value), que se estudiará en detalle en el siguiente capítulo.

Y segundo, porque se considera que una variable continua (como lo es el caso de la valorización bursátil del holding) no reflejaría bien el comportamiento si es que se compara con una variable discontinua, como sería el caso en que sólo haya empresas filiales no transadas en bolsa, ya que estas no entregarían información continua, sino que al menos trimestral (reportes trimestrales de las sociedades).

Cumplíéndose esto, se buscará determinar si existe un descuento bursátil hacia los holdings nacionales. El Banco Crédito e Inversiones (2009) se refiere al descuento que se le aplican a las acciones de los holdings como *descuento por holding (DH)*, y lo define como “el castigo que recibe el patrimonio bursátil de un conglomerado con respecto al valor neto de sus activos, en donde el valor de su principal activo subyacente está valorado a valor de mercado (capitalización bursátil) y el resto de los activos y pasivos a valor libro”

Dicho de otro modo, el descuento por holding es el porcentaje en que difiere el patrimonio bursátil de un holding, respecto a su valor neto de activos (NAV):

$$DH = 1 - \frac{\text{Patrimonio Bursátil del Holding}}{\text{VNA Propiedad de Filiales}}$$

En la medida en que el valor bursátil del holding es menor al NAV de sus filiales, la acción del holding se transa con un descuento ($DH > 0$), lo cual reflejaría que la diversificación del holding resta valor a las empresas, o que la fragmentación del holding en sus empresas constituyentes traería como resultado un incremento en su valor (Banco Security, 2008).

Por contraparte, si el holding fuera un generador de valor, se debería esperar que el valor bursátil del mismo supere el valor neto de sus componentes, por lo que $DH < 0$.

A. Rommens, M. Deloof y M. Jegers (2004) han estudiado algunas de las razones por las cuales los holdings podrían sufrir un descuento. Se revisará lo que concluyeron estos autores a continuación:

- a) Un holding puede traer ganancias para los accionistas, pero también tiene ciertos costos asociados. Si estos costos superan a las ganancias, el holding estaría destruyendo valor y aquello podría explicar parte del descuento.

- b) El NAV estimado podría no tener en consideración la falta de liquidez de algunas de las acciones en el portafolio del holding. Si por esta razón el NAV sobrevalora el valor del holding, esto explicaría parte del descuento.
- c) Los inversionistas irracionales, o “*noise traders*” (como los define F. Black (1986)), podrían invertir más en las acciones del holding que en las de las filiales por separado. Esto podría en parte ser una de las razones por las cuales el holding sufre una desviación del valor de sus acciones con respecto al valor neto de sus activos.

Por contraparte, se piensa que cuando existen activos ciegos, es decir, activos que no están listados en la bolsa, y por ende no es posible ver en detalle¹¹, se puede exigir menos descuento (de existir) dado que ese acceso sólo se logra obtener a través del holding, y eso podría tener algún valor para algunos inversionistas. En ese caso, comprar el holding merece un premio debido al acceso a ese activo.

Además, si el holding es más transado que la filial, éste podría tener un menor descuento o bien, un premio. Esto, porque el precio de mercado de la acción queda determinado en gran medida por los inversionistas institucionales¹², que son organizaciones que operan montos de dinero mayoritarios respecto a una acción (Superintendencia de Valores y Seguros). Para que puedan hacer estas inversiones, se precisa de una mayor liquidez para

¹¹ Dadas las definiciones anteriores de tipos de sociedad y sus obligaciones legales.

¹² Definidos por la SVS: “Organizaciones que operan grandes volúmenes de activos: bancos, sociedades financieras, compañías de seguro, AFP, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley”.

poder entrar y salir con estas grandes cantidades de dinero. Debido a esto, si un holding tiene poca liquidez, el descuento que se aplicará será mayor.

2.5 *Mercado de capitales chileno*

El mercado de capitales chileno opera desde el año 1893 con la constitución de la Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa de Valparaíso. La Bolsa de Comercio de Santiago, ha sido a lo largo de la historia la bolsa con mayor trascendencia en el país, realizando en varios años más del 80% de las transacciones del mercado nacional, tal como se puede observar en la siguiente tabla:

Tabla 2-2: Porcentaje del total de los montos transados

<i>Años</i>	<i>Bolsa de Comercio de Santiago</i>	<i>Bolsa Electrónica</i>	<i>Bolsa de Valparaíso</i>
1990	85,42	7,47	7,11
1991	82,15	14,61	3,24
1992	72,28	23,58	4,14
1993	67,79	29,55	2,66
1994	76,18	20,84	2,97
1995	80,69	16,93	2,38
1996	71,54	26,53	1,93
1997	73,17	25,08	2,75
1998	77,94	19,2	2,86
1999	82,45	14,26	3,29
2000	79,16	18,86	1,98
2001	71,48	27,03	1,49
2002	72,49	26,29	1,22
2003	76,52	22,93	0,55
2004	81,87	17,21	0,92
2005	81,92	16,83	1,25
2006	83,8	15,41	0,78

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, 2006.

Se puede ver que la bolsa de comercio ha transado entre los años 1990 y 2006 montos en torno al 77%. Le sigue la Bolsa Electrónica y por último la Bolsa de Valparaíso.

2.5.1 La Bolsa de Comercio de Santiago

La Bolsa de Comercio de Santiago es una institución constituida como Sociedad Anónima abierta, en la que los principales accionistas son distintas corredoras de bolsa, y que se constituye con el objetivo de ser un intermediario en el mercado de capitales nacional, donde concurren por un lado las distintas empresas necesitadas de recursos en la búsqueda de expansión, y por otro los inversionistas que buscan obtener retornos sobre colocaciones de distinto tipo.

La naturaleza del nacimiento de la Bolsa de Comercio de Santiago tiene un fundamento en las necesidades emergentes propias del momento económico y comercial del país, específicamente en los hechos acontecidos en el norte del país con las actividades mineras y las empresas tanto nacionales como internacionales que crearon necesidades de financiamiento y oportunidades para generar un mercado en el que se encontraran oferentes y demandantes de capitales (G. Wormald y D. Brieba, 2006).

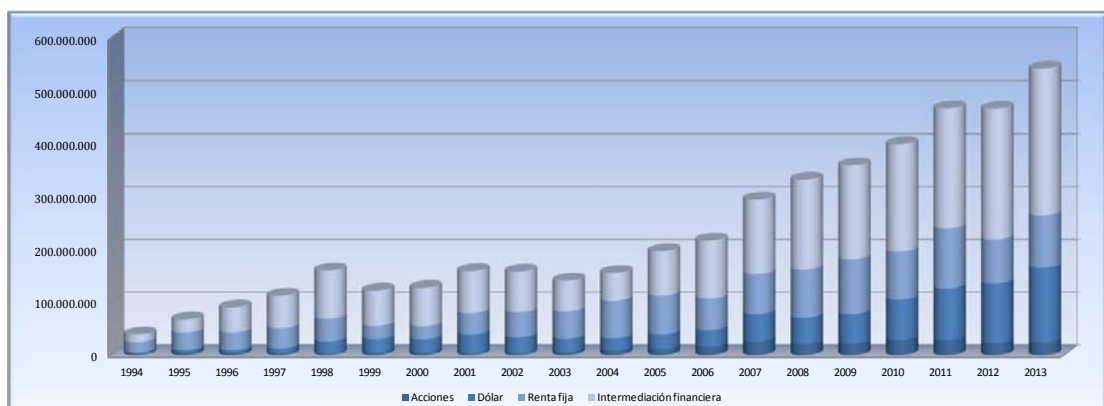
En los últimos treinta años, la Bolsa de Comercio ha tenido un desarrollo importante. De acuerdo con R. Couyoumdjan, R. Millar, y J. Tocornal (1992) el modelo económico impuesto por Augusto Pinochet Ugarte, dio lugar a la apertura del mercado y la libre

actuación de empresas privadas con el mundo globalizado. Así, las empresas lograron abrirse a los mercados a través de la bolsa y conseguir financiamiento a través de la emisión de acciones para la expansión de sus negocios.

H. Beyer y R. Vergara (2002) refuerzan lo anterior, afirmando que el crecimiento promedio de 7,6% alcanzado entre los años 1985 y 1997, al que los autores llaman “años dorados”, se explica principalmente por las reformas implementadas en los años 80s y principios de los 90s.

Esto significó un importante cambio para el desarrollo futuro de la Bolsa de Comercio de Santiago, mostrando una expansión creciente en el tiempo, la cual queda reflejada en la figura 2-7 que muestra la evolución de los montos transados en la Bolsa de Comercio entre los años 1994 y 2003.

Figura 2-7: Evolución de los montos transados en la Bolsa de Comercio



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de la Bolsa de Comercio.

Un gran impulso sobre la actividad de la bolsa se origina en los años 1980 y 1981, con la promulgación y puesta en marcha de la Constitución con la Ley de Mercado de Valores N°18.045 y la Ley de Sociedades Anónimas N°18.046. A partir de estas nuevas regulaciones, se abrió la opción de que personas jurídicas fueran tanto socios como corredores de bolsa, lo cual tuvo repercusiones importantes como la modificación de estatutos que le dieron mayor libertad de acción al mercado bursátil y sus agentes.

2.5.2 Índices Bursátiles

Un índice bursátil es un indicador que refleja las variaciones de los precios de los instrumentos que lo componen. Estos índices los encontramos en el mercado bursátil, y en la Bolsa de Comercio de Santiago los principales son el IGPA y el IPSA. Los índices pueden ser variados en cuanto a los instrumentos que los componen, y generalmente los índices están relacionados con ciertas industrias, como la minería, navieras, alimentos, energía, entre otras.

Índice General de Precio de las Acciones (IGPA): El Índice General de Precio de las Acciones es el índice bursátil más antiguo de la Bolsa de Comercio de Santiago. Data del año 1954 y actualmente se compone de 102 empresas, las que representan el 87,36% de la capitalización bursátil de las compañías listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (Bolsa de Comercio de Santiago, 2013a).

Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA): El Índice de Precios Selectivo de Acciones se compone por las 40 acciones más líquidas del mercado nacional. Además, las acciones deben tener una capitalización bursátil superior a US\$200.000.000 y un *free float*¹³ no inferior al 5%. Es principalmente por esto que es el índice más representativo del mercado accionario chileno. Sus compañías tienen una capitalización bursátil de un 69,15% del total de la capitalización de las empresas listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (Bolsa de Comercio de Santiago, 2013b).

¹³ Porcentaje de las acciones suscritas que no pertenecen a los controladores (BCS).

3.1 *Diseño de la Investigación*

Esta investigación es de corte cuantitativo, longitudinal y de alcance descriptivo. Se analizará el comportamiento de la variación en el tiempo de la valorización bursátil de los holdings chilenos abiertos a la bolsa.

Las variables que se analizaron y su definición operacional son las siguientes:

- 1) ***Descuento por holding***: corresponde al castigo que recibe el patrimonio bursátil de un conglomerado con respecto al valor neto de sus activos.

- 2) ***Valor neto de los activos (NAV)***: si bien A. Rommens *et al.*, (2004) definen el NAV como el “Valor total de los activos menos la deuda”, esta definición no se considera correcta del todo. Es por eso que se buscó una mejor definición y se decidió utilizar una definición que entrega Quiñenco (2013), no sólo por la precisión sino que porque es una de las sociedades que se estudiarán en esta investigación. Además, como se verá más adelante, la metodología que se usó es la misma que propone esta sociedad. La definición es la siguiente: Valor de Activos Neto (NAV) es el valor de mercado de las empresas operativas del holding y de sus inversiones, menos la deuda financiera neta.

3) **Valor de mercado:** valor que le asigna el mercado a las acciones ordinarias (R. Brealey *et al.*, 2010).

4) **Valor libro:** valor del capital de la sociedad reflejado en las cuentas contables (R. Brealey *et al.*, 2010).

3.2 **Población y muestra**

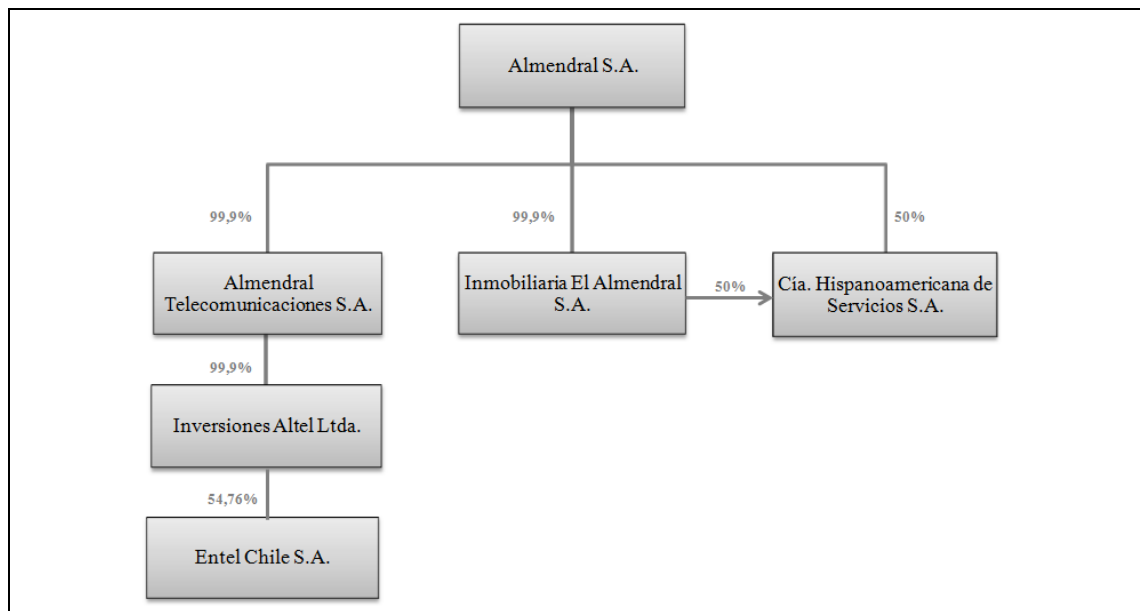
Esta investigación está enfocada en determinar el comportamiento del valor bursátil de los holdings transados en el mercado bursátil chileno. Estos holdings deben cumplir con la condición de poseer únicamente inversiones es sociedades filiales además de no realizar operación alguna. La población la comprenden 9 sociedades que son las matrices de distintos grupos económicos. De estas 9 sociedades se pudo obtener la información de sólo 8 de ellas, quedando fuera solamente la sociedad Sigdo Koppers S.A. La muestra queda constituida por los holdings presentados a continuación.

Sociedad n° 1: Almendral S.A.

Almendral es una sociedad de inversiones creada en el año 1981 para invertir en distintos sectores económicos. El principal sector y más relevante para esta compañía es el sector de las telecomunicaciones, donde cuenta con una propiedad del 54,76% de Entel Chile S.A. Esta representa alrededor del 98% de las inversiones de Almendral. Las demás inversiones se encuentran en empresas que participan en el sector energético e inmobiliario, ambas con una significativa menor importancia relativa que Entel (Almendral S.A., 2013).

En otros sectores participa a través de las sociedades Inmobiliaria El Almendral S.A. y Compañía Hispanoamericana de Servicios S.A.

Figura 3-1: Estructura societaria de Almendral S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de Almendral S.A.

Almendral actualmente posee 1.838 accionistas y un grupo controlador conformado principalmente por los grupos Matte (32,07%), Fernández León (11,84%), Hurtado Vicuña (10,64%), Consorcio (9,6%), Izquierdo Menéndez (8,21%) y Gianoli (5,48%). En conjunto, estos grupos controlan la propiedad con un 77,85% de la propiedad.

Tabla 3-1: Grupos controladores de Almendral S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Grupo Matte	4.340.644.242	32,07%
Grupo Fernández León	312.672.052	11,84%
Grupo Hurtado Vicuña	1.440.980.943	10,64%
Grupo Consorcio	1.300.195.733	9,60%
Grupo Izquierdo Menéndez	1.111.689.283	8,21%
Grupo Gianoli	742.010.672	5,48%
Total	9.248.192.925	77,84%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por Almendral S.A.

Como se puede ver en la Tabla 3-1 son seis los grupos que controlan Almendral S.A. Estos seis grupos actúan en conjunto a través de un pacto de actuación conjunta.

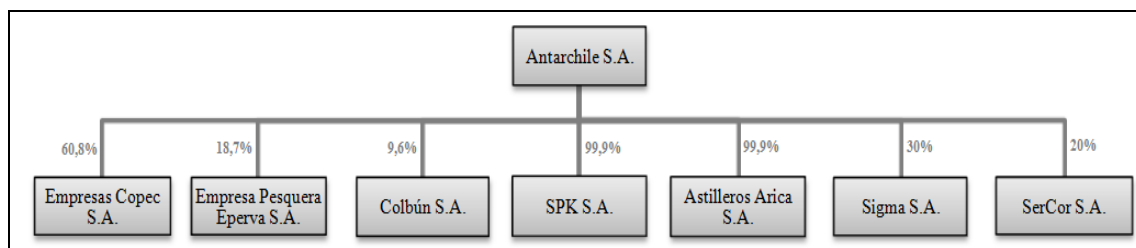
Sociedad n°2: Antarchile S.A.

Antarchile S.A. es el holding del grupo empresarial Angelini. Es una sociedad que tiene origen en el año 1989, cuando se constituye bajo el nombre de Inversiones Epemar S.A. En el año 1994 Inversiones Epemar S.A. se fusiona con su empresa relacionada Inversiones Indomar S.A. con la que en conjunto poseían un 32,07% del capital accionario de Compañía de Petróleos de Chile S.A. y forman bajo escritura pública lo que hoy es Antarchile S.A.

En el año 2000, Antarchile registra una participación de un 60,11% de Compañía de Petróleos de Chile S.A. En el año 2003 se crea la sociedad Compañía de Petróleos de Chile Copec S.A. la cual sería filial de Compañía de Petróleos de Chile S.A. Esta última sería el principal holding operativo del rubro, finalmente constituida con el nombre de Empresas Copec S.A. Actualmente representa alrededor de un 95% de las inversiones de Almendral.

En el año 2006, Antarchile agrega a su propiedad un 9,5% de la empresa Colbún S.A., una de las principales empresas en el rubro energético nacional (Antarchile S.A., 2013). El resto de las empresas en las cuales Antarchile tiene propiedad son de menor importancia relativa y se pueden ver en el organigrama de la estructura societaria de Antarchile.

Figura 3-2: Estructura societaria Antarchile S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de Antarchile S.A.

En la Figura N°8 se pueden apreciar las filiales que operan en distintos rubros, entre ellos el minero y energético. Algunos de los principales accionistas de Antarchile S.A. son los que se pueden ver en la tabla 3-2.

Tabla 3-2: Principales accionistas de Antarchile S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Inversiones Angelini y Compañía LTDA.	289.349.551	63,40%
Jean Pierre Co.	25.216.715	5,53%
Yolab Investment Corp.	20.890.436	4,58%
Agroforestal e Inversiones Maihue LTDA.	13.035.702	2,86%
Inversiones Lo Recabarren LTDA.	9.140.106	2,00%
Total	357.632.510	78,37%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por Antarchile S.A.

Como se puede observar en la tabla anterior, los accionistas controlan el holding a través de Inversiones Angelini y Compañía Ltda. con un 63,40% de la propiedad, que corresponden a los mismos fundadores de la sociedad (Antarchile S.A., 2013).

Sociedad n°3: Campos Chilenos S.A.

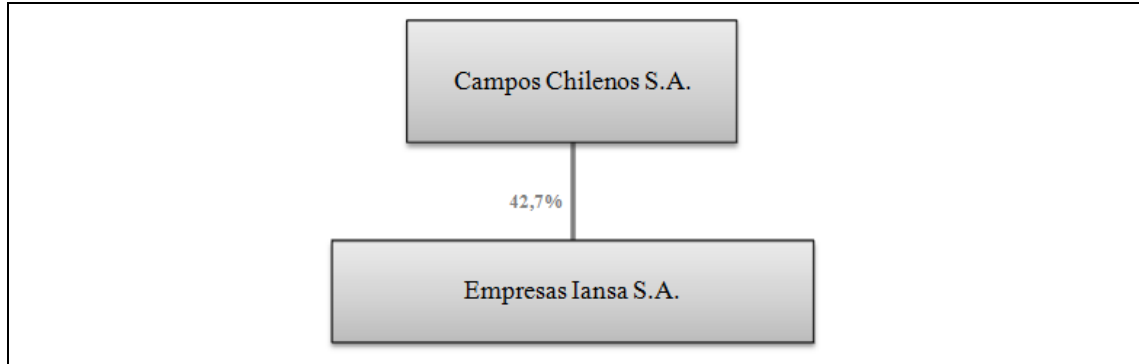
Campos Chilenos es una sociedad de inversiones creada en el año 1988 e inscrita con el único objeto de invertir en acciones de Industria Azucarera Nacional S.A., actualmente Empresas IANSA S.A. Posteriormente, en el año 1997, se modificó el objeto social a uno más amplio, que permitía diversificar las actividades de la sociedad. La mayor parte de los activos de Campos Chilenos son inversiones en Empresas IANSA, en la que es propietaria de un 42,74% de las acciones, además de participación en empresas colombianas.

En el año 2005 una de las principales azucareras mundiales, Ed & F Man, adquiere gran porcentaje de la propiedad de Campos Chilenos, siendo actualmente el controlador con un 60,96%.

Campos Chilenos, además de sus negocios en la industria azucarera, participa en el rubro de los jugos concentrados de fruta, distribución de insumos agrícolas, producción de alimento para bovinos y equinos, elaboración de alimentos para mascotas y fertilizantes (Campos Chilenos S.A., 2013).

La estructura societaria de Campos Chilenos se compone de la siguiente manera.

Figura 3-3: Estructura societaria Campos Chilenos S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de Campos Chilenos S.A.

Empresas Iansa S.A. es controladora de empresas como Iansagro y Patagonia Investments (Campos Chilenos S.A., 2013). El detalle de la propiedad de Campos Chilenos se puede ver en la tabla 3-3.

Tabla 3-3: Principales accionistas de Campos Chilenos S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
E.D & F Man Chile S.A	569.854.923	60,96%
BTG Pactual Chile S.A Corredores de Bolsa	67.508.479	7,22%
HMG Globetrotter	51.013.794	5,46%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A	41.952.956	4,49%
Larraín Vial Corredores de Bolsa S.A	36.273.568	3,88%
Jaime Larraín y Cía. Corredores de Bolsa	742.010.672	5,48%
Total	1.508.614.392	87,49%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por Campos Chilenos S.A.

Se puede observar que ED & F Man Chile S.A. es controlador absoluto superando el 50% de la propiedad. El resto de los propietarios son principalmente corredores de bolsa.

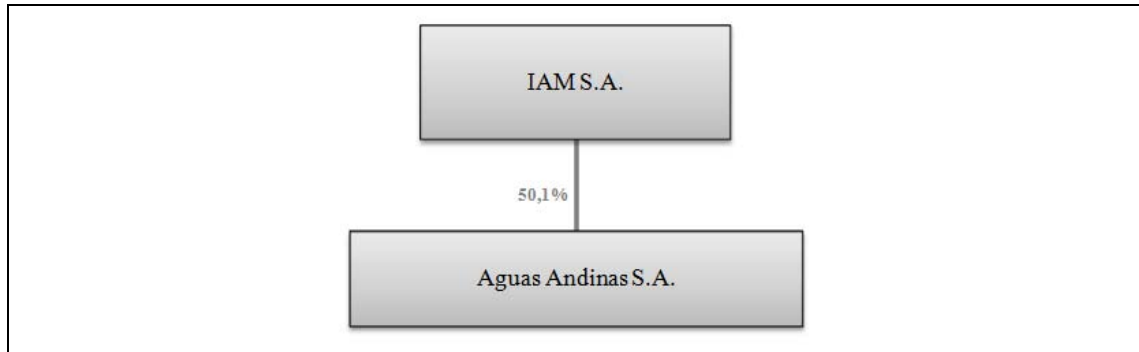
Sociedad n°4: Inversiones Aguas Metropolitanas IAM S.A.

Inversiones Aguas Metropolitanas, IAM, es una sociedad de inversiones creada con el fin de gestionar y controlar principalmente empresas de la industria sanitaria. Es en el año 2005 cuando se transforma en sociedad anónima abierta en la Bolsa de Comercio de Santiago. IAM es el holding de un grupo de filiales que se encargan de gestionar el proceso completo del agua, esto incluye: captación de agua cruda; producción, transporte y distribución de agua potable; recolección, tratamiento y disposición final de las aguas servidas. Pese a ser la matriz, IAM es controlada por la internacional Agbar, empresa española con años de experiencia en el rubro y gran presencia en España (IAM S.A., 2013).

IAM S.A. es la matriz que no tiene actividad operacional, sólo inversiones, y Aguas Andinas es el holding operacional del grupo empresarial. Por su parte, Aguas Andinas posee el 100% de las empresas Aguas Manquehue y Aguas Cordillera, y en cuanto a ESSAL posee un 2,5% de manera directa y un 51% a través de la sociedad Inversiones Iberaguas Ltda. La propiedad de IAM S.A se compone de la siguiente manera (IAM S.A., 2013).

. La figura 3-4 muestra a IAM S.A. y su porcentaje en Aguas Andinas S.A.

Figura 3-4: Estructura societaria IAM S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de IAM S.A.

IAM S.A. concentra sus inversiones únicamente en Aguas Andinas S.A. y esta última actúa como un holding operativo de las sociedades ya mencionadas.

La propiedad de IAM S.A. se compone de la siguiente manera.

Tabla 3-4: Principales accionistas de IAM S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Inversiones Aguas del Gran Santiago Ltda.	566.000.000	56,60%
Banco de Chile por cuenta de no residentes	73.936.626	7,39%
Inversiones Tramonto Ltda.	68.194.992	6,82%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	35.783.271	3,58%
Larraín Vial Corredores de Bolsa S.A	34.902.995	3,49%
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	26.967.767	2,70%
Total	805.785.651	80,58%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por IAM S.A.

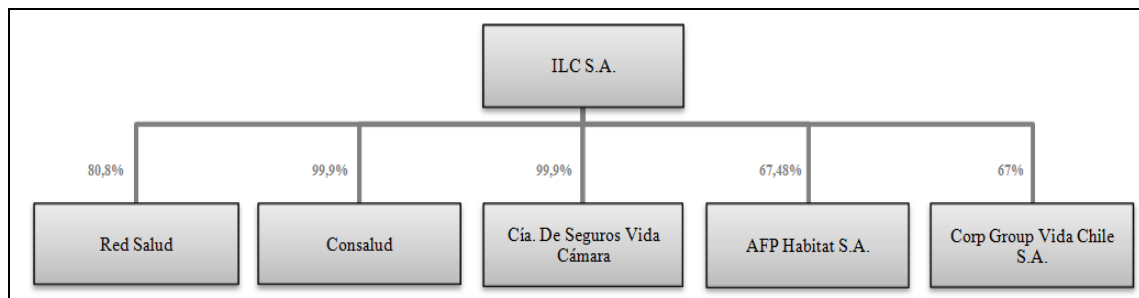
Como se mencionó, Agbar es una sociedad española controladora de todas las acciones de IAM S.A. en Chile, y de acuerdo a la tabla 3-4 se puede ver la sociedad limitada Inversiones Aguas del Gran Santiago Ltda. Es a través de ella que controla el holding.

Sociedad n°5: Inversión en La Construcción ILC S.A.

ILC S.A. es una sociedad controlada por la Cámara Chilena de la Construcción. Con un 67% de propiedad controla ILC y todas sus filiales. ILC a su vez es una sociedad de inversión controladora de un holding de empresas que participan en distintos rubros, entre estos, la industria de la previsión, la industria de la salud y otros negocios.

En las sociedades filiales de ILC se encuentran tanto empresas listadas en bolsa como empresas no listadas. Dentro de las listadas existe sólo AFP Hábitat, constituida en el año 1981, y en las no listadas las de mayor relevancia son Consalud y Corp Group Vida S.A. (ILC S.A., 2013).

Figura 3-5: Estructura societaria ILC S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de ILC S.A.

En la Figura 3-5 se ve que ILC cuenta con AFP Hábitat, única empresa de la industria previsional, además de esta misma ser la única empresa abierta en bolsa. Esta sociedad representaba al 30-04-2014 un 45,2% de las inversiones de ILC S.A. La composición de los principales accionistas de ILC se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 3-5: Principales accionistas de ILC S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Cámara Chilena de la Construcción A.G.	67.000.000	67,00%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	6.328.061	6,33%
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	5.534.834	5,53%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	4.668.824	4,67%
BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	3.537.503	3,54%
IM Trust S.A. Corredores de Bolsa	1.379.554	1,38%
Total	88.448.776	88,45%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por ILC S.A

Se puede ver que la Cámara Chilena de la Construcción A.G. es controladora de ILC, con 67.000.000 acciones, que equivalen a un 67% de la propiedad. El resto de los propietarios son minoristas.

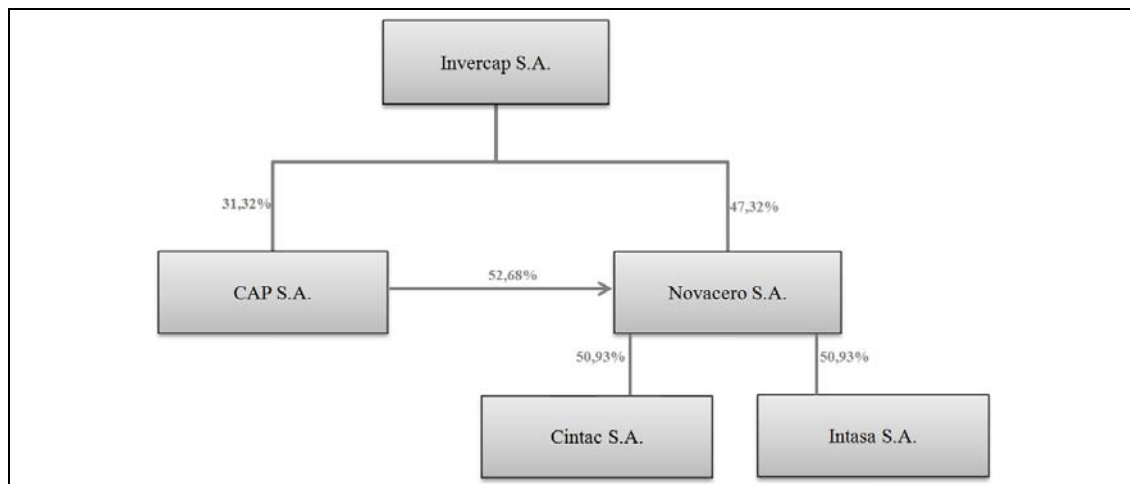
Sociedad n°6: Invercap S.A.

Invercap S.A. es una sociedad creada en el año 1994 junto con la división CAP S.A. Invercap participa en distintas industrias a través de sus filiales, como la inversión en la industria de acero, operaciones siderúrgicas y mineras, sector energético y además en el procesamiento de acero (Invercap S.A., 2013).

CAP S.A. es la matriz del holding del conglomerado acerero. Ahí se encuentran las filiales Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. y Compañía Minera del Pacífico S.A. En el sector energético, Invercap S.A. controla Energía de la Patagonia y Aysén S.A., que cuenta con seis empresas en el rubro (Invercap S.A., 2013).

Además, CAP es controladora de Novacero S.A. con un 52,6% que es la matriz de Intasa S.A. y Cintac S.A., ambas empresas abiertas en bolsa. Sin embargo, Invercap también posee participación directa en Novacero S.A. con un 47,4%, por lo que el valor para Invercap de las operativas Intasa y Cintac se obtiene por un lado por CAP y por el otro lado por Novacero. La figura 3-6 muestra lo anterior de manera más clara.

Figura 3-6: Estructura societaria Invercap S.A.



Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de Invercap S.A.

En la figura 3-6 se puede observar de mejor manera la forma en que Invercap controla Cintac e Intasa.

Tabla 3-6: Principales accionistas de Invercap S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Inmobiliaria Lo Arcaya S.A.	36.187.643	24,21%
Fundación CAP	13.995.029	9,36%
Lacerta S.A.	13.279.035	8,88%
Inversiones Aegis Chile S.A.	11.496.307	7,69%
Inversiones Hierro Viejo Ltda.	10.548.600	7,06%
Syracuse S.A.	8.065.678	5,40%
Goran S.A.	7.455.790	4,99%
Inversiones Ultraterra Ltda.	6.268.158	4,19%
South Pacific Investments S.A.	3.860.438	2,58%
Total	111.156.678	62,60%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por Invercap S.A.

Como se puede observar, Inmobiliaria Lo Arcaya es el accionista con mayor porcentaje de propiedad, sin embargo no supera el 50% para ser el accionista controlador.

Sociedad n°7: Norte Grande S.A.

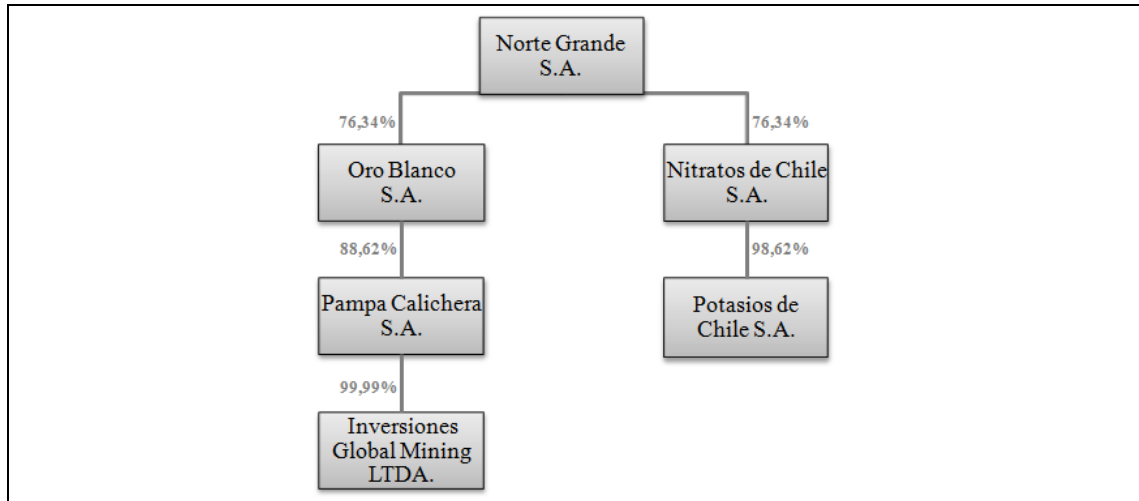
Norte Grande es una sociedad de inversiones perteneciente a un grupo controlador conformado por Julio Ponce Lerou y personas relacionadas con él. Ellos poseen la totalidad de la sociedad limitada SQYA Ltda., controladora de todo el grupo económico.

Norte Grande es la sociedad matriz abierta en bolsa que controla tanto las sociedades de inversión como las sociedades operativas del grupo, todas abiertas en bolsa. Estas sociedades son: Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A., Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A., y SQM S.A. Esta última, es la única sociedad operativa de las recién nombradas.

Todas estas sociedades actúan como sociedades en cascada, siendo Norte Grande la sociedad de inversiones principal (matriz) y continuada por las sociedades mencionadas para terminar en SQM S.A., empresa que genera los flujos a través de su operación. El objetivo de la estructura de cascada es asegurar el control de la sociedad operativa con un menor capital.

Los flujos generados por SQM provienen principalmente de cinco áreas de negocio, estas son: Nutrición vegetal de especialidad, Yodo y derivados, Litio y derivados, Potasio y químicos industriales (Norte Grande S.A., 2013). La estructura societaria de Norte Grande se puede ver a continuación.

Figura 3-7: Estructura societaria Norte Grande S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de Norte Grande S.A.

En la figura es posible observar que además de las sociedades mencionadas, Norte Grande tiene propiedad de Nitratos de Chile S.A y de Potasios de Chile S.A. La propiedad de Norte Grande se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 3-7: Principales accionistas de Norte Grande S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Inversiones SQYA S.A.	53.694.827.711	67,31%
Moneda Corredora de Bolsa Ltda.	2.092.532.106	2,62%
Cía. de Seguros de Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A.	1.707.316.695	2,14%
Larraín Vial Corredores de Bolsa S.A	1.623.617.762	2,04%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	1.549.043.000	1,94%
Total	60.667.337.274	76,05%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por Norte Grande S.A.

En la tabla 3-7 es posible identificar que SQYA S.A. es el controlador del grupo empresarial con un 67,31% de la propiedad.

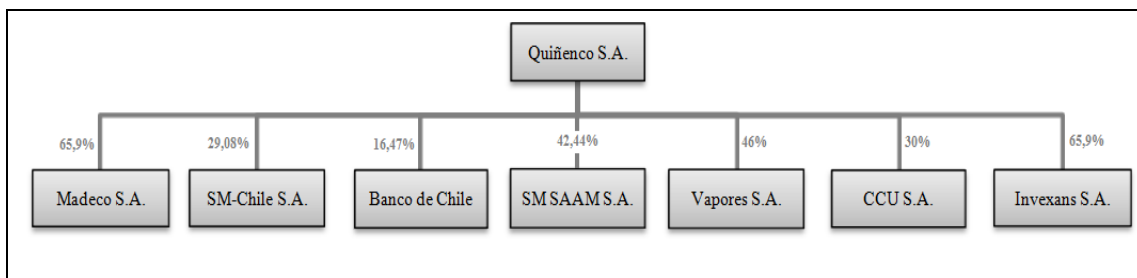
Sociedad n°8: Quiñenco S.A.

Creada en 1957, Quiñenco S.A. es uno de los mayores conglomerados empresariales de Chile, tanto por su nivel de diversificación como por la capitalización de sus empresas. Con participación en el sector financiero, bebidas y alimentos, manufacturero, energético, transporte y servicios portuarios y navieros, alcanza una gestión de aproximadamente US\$56.800 millones en activos y US\$12.100 millones por ventas agregadas.

A través de Quiñenco, el Grupo Luksic gestiona sus inversiones en las industrias mencionadas, con una propiedad total de un 81%. Entre las empresas más relevantes del grupo se encuentran Banco de Chile, CCU y SM-Chile (Quiñenco S.A., 2013). Al 30-04-2014 Banco de Chile representaba un 29,1% de las inversiones de Quiñenco. Le seguía CCU con un 19,1% y SM-Chile con un 15,7%.

El detalle de estas y otras empresas se pueden observar en la siguiente figura.

Figura 3-8: Estructura societaria Quiñenco S.A.



Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2013 de Quiñenco S.A.

En la figura se puede observar el tamaño del conglomerado de Quiñenco S.A. Se destaca la gran diversificación en cuanto a rubros. La distribución de la propiedad se puede ver en la siguiente tabla.

Tabla 3-8: Principales accionistas de Quiñenco S.A.

<i>Accionista</i>	<i>Acciones</i>	<i>% de propiedad</i>
Andsberg Inversiones Ltda.	686.536.676	41,29%
Ruana Copper A.G Agencia Chile	255.946.677	15,39%
Inmobiliaria e inversiones Río Claro S.A.	179.938.251	10,82%
Inversiones Consolidadas Ltda.	140.971.280	8,48%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	124.182.756	7,47%
Inversiones Río Claro Ltda.	44.442.511	2,67%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes.	29.545.752	1,78%
Inversiones Salta S.A.	23.684.851	1,42%
Total	1.485.248.754	89,33%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por Quiñenco S.A.

Quiñenco es controlada por el grupo Luksic, a través de las sociedades Andsberg Inversiones Ltda., Ruana Copper A.G. Agencia Chile, Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A., Inversiones Consolidadas Ltda. y por último Inversiones Salta S.A. En total, logra un 80,08% de la propiedad.

3.3 Obtención y Análisis de datos

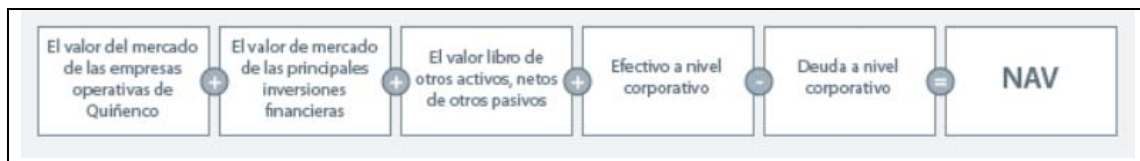
Los datos necesarios para llevar a cabo este estudio fueron extraídos de la base de datos de la Bolsa de Comercio de Santiago y de la sociedad corredora BTG Pactual. El cálculo que permite determinar si hay un premio o un descuento bursátil sobre los holdings se

realiza determinando si existe alguna diferencia entre el valor bursátil del patrimonio y alguna de las formas de valorar una sociedad. T. Stringham y L. Leauanae (2005) proponen que una manera idónea de valorar un holding es en base a sus activos. Esto se justifica debido a que los holdings al no realizar operación alguna, más que las inversiones, el calcular el valor de la sociedad en base a la capacidad productiva de ingresos (o flujos) no tendría sentido en absoluto. Tampoco lo tendría la valorización en base a sociedades comparativas, ya que difícilmente otro holding del mismo rubro tenga activos en mismos sectores y con mismas importancias relativas. Es decir, los holdings difícilmente tendrán operación comparativa en cuanto a tamaño y sectores. Es por esto que proponen la valorización a través del valor neto de los activos del holding resulta ser más adecuada.

El cálculo del valor bursátil del patrimonio resulta bastante sencillo. Este se obtiene simplemente multiplicando el precio de la acción por la cantidad de acciones en un momento de tiempo, y así de manera continua por el periodo deseado.

Por la otra parte, para determinar el NAV se debió seguir la metodología de referencia. Esta se muestra en la figura 3-9.

Figura 3-9: Metodología para el cálculo del NAV



Fuente: Quiñenco (2013)

Lo primero a realizar fue identificar a las sociedades filiales directas al holding y distinguir las según su constitución legal. Específicamente si son sociedades abiertas en bolsa o cerradas. En el caso de ser abiertas, se calculó el valor de la misma manera en que se calculó el valor del holding (precio de la acción multiplicado por el número de acciones totales). En el caso contrario, se tuvo que obtener la serie histórica del cambio en sus valores libros para luego ser multiplicadas por el porcentaje de propiedad que tiene el holding sobre ellas. Este valor libro generalmente se actualiza trimestralmente.

Siguiendo la metodología, se debió identificar el efectivo a nivel corporativo. Lo relevante en este punto fue considerar la disminución de este efectivo (momentos de reparto de dividendos) o bien el aumento de este efectivo (entrada de dividendos percibidos por la participación en las sociedades filiales).

Es importante destacar que en los años que comenzó a regir la norma contable IFRS, este dato no se pudo obtener de manera directa por lo que fue necesario hacer un diferencial entre el efectivo del holding (consolidado) y el efectivo de la(s) filial(es). De esta manera, se llegó a determinar el efectivo a nivel corporativo propio del holding.

Por último, se descontó en la ecuación el pasivo. Aquí se le debe descontar al efectivo toda la deuda financiera de corto y largo plazo; y cuando existe algún otro pasivo que devengue intereses, también es necesario descontarlo, de todos modos este caso resulta ser poco frecuente.

Cuando existe una diferencia en que el valor de mercado del holding es menor que el NAV, se concluye que hay un descuento por holding, mientras que cuando se da la situación contraria, se concluye que hay un premio por holding. Para esto, se calculó el valor en porcentaje del valor de mercado sobre el NAV, Obteniendo porcentajes positivos (premio) o porcentajes negativos (descuento).

A continuación se presentará un ejemplo del cálculo del descuento para una acción en un día.

Figura 3-10: Ejemplo del cálculo de descuento para Antarchile

Fecha	AntarChile		Copec			Eperva			Colbún			SPK + Otros
	Precio	Nº Acciones (en miles)	Precio	Nº Acciones de Antar	Valor	Precio	Nº Acciones de Antar	Valor	Precio	Nº Acciones de Antar	Valor	Valor
31-12-2013	\$ 6.888	456.376	\$ 6.972	790.582	\$5.511.997.925	\$ 108	58.126	\$6.277.621	\$ 119	1.680.446	\$200.682.181	\$17.562.386
	Caja (m\$)	Deuda	(Caja)/Deuda Neta		TOTAL NAV	Antar Valor Mercado	Descuento	% Principal Inversión (COPEC)				
	\$63.579.450	\$115.073.550	-\$51.494.100		\$5.685.026.012	\$3.143.489.269	(44,7%)	95,0%				

Fuente: Elaboración propia con Microsoft Excel 2007.

En el ejemplo se puede ver la metodología aplicada para calcular el descuento de un día para la acción de Antarchile. Se explicará el proceso paso a paso:

- 1) La celda “Antar Valor Mercado” contiene debajo un monto total, que se obtuvo luego de multiplicar el precio de la acción de AntarChile del día 31-12-2013 por el número de acciones (\$6.888 x 456.376). Con esto se obtuvo un valor de mercado de **\$3.143¹⁴** (en MMM).
- 2) Se realizó la valorización bursátil de las filiales Copec, Eperva y Colbún y se sumaron los porcentajes correspondientes a propiedad de Antarchile.
- 3) Se sumó el valor de otros activos financieros, en este caso se sumó la participación de Antarchile en las sociedades SPK, Astilleros Arica, Sigma, Sercor y Forestal Arauco.
- 4) Se obtuvo el valor en caja de Antarchile (\$63.579.450) y también la deuda financiera (\$115.073.550), ambos en miles, para obtener el neto de \$-51.494.100. Este último valor, va restando en la ecuación.
- 5) Así se llegó finalmente a la determinación del NAV, que entregó un total de **\$5.685¹⁵** (en MMM).

Al aplicar la fórmula para el descuento vista en el capítulo anterior, se obtuvo el descuento para ese día (31-12-2013), que resultó ser de un -44,7%.

¹⁴ \$3.143.000.000.000

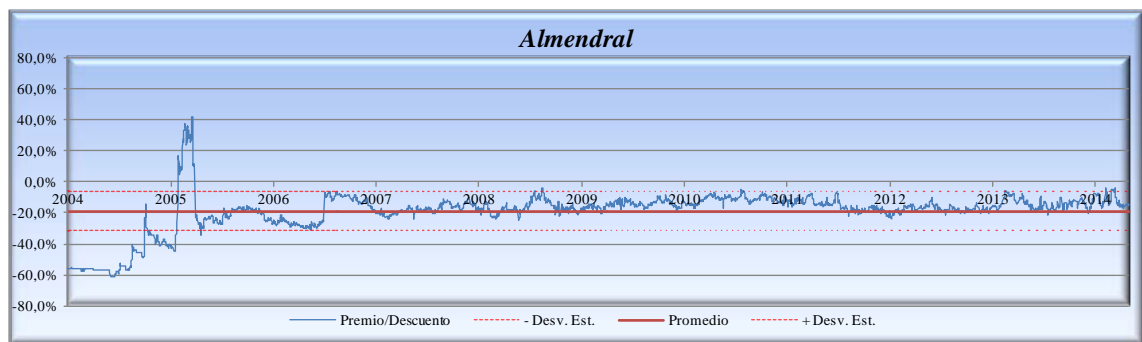
¹⁵ \$5.685.000.000.000

4.1 Análisis por holding

Almendra S.A.

El siguiente gráfico muestra el descuento histórico obtenido para Almendra S.A. entre los años 2004 y 2014.

Figura 4-1: Evolución del descuento bursátil del holding Almendra S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

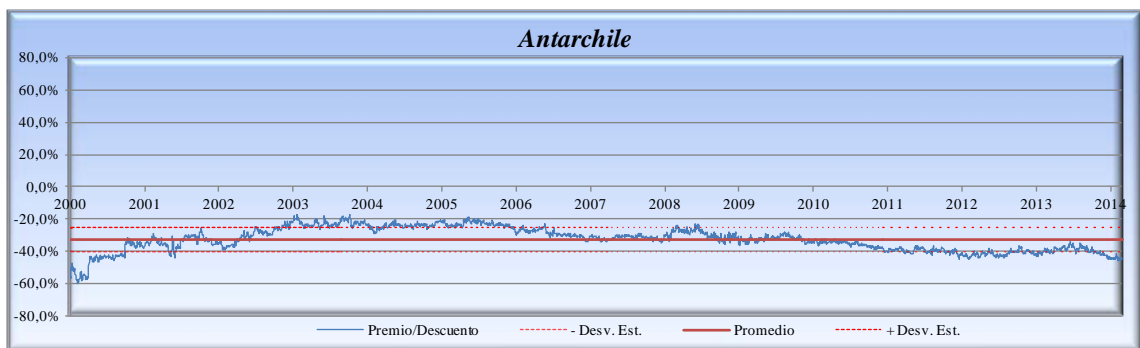
Almendra ha tenido un descuento histórico promedio de un -18,9%, respecto al valor neto de sus activos. El comportamiento de este descuento destaca por sobre los otros holdings en cuanto a su estabilidad en el tiempo, manteniendo sus valores de descuento por lo general dentro de su desviación estándar. El descuento al 30 de abril de 2014 ascendía a un -15,5%, menor que el descuento histórico de -18,9%.

Cabe destacar que a comienzos del año 2005 el descuento del holding tiene un vuelco importante, pasando de un descuento de -13,8% el día 26 de enero a un premio sobre el valor neto de sus activos de 16,7% el día 27 del mismo mes. Este premio llega a niveles máximos de 41,9% en el mes de marzo de ese año. Se pudo observar al ahondar en la base de datos que este premio cae un 20% entre el día 22 y 23 de marzo del año 2005. Así, al ir al detalle se puede ver un aumento de capital de \$9.363 a \$230.931 (\$mn), que serían destinados a la compra de Entel. El día 29 del mismo mes se efectúa un pago importante por la adquisición, quedando la caja en \$15.410 (\$mn). Ese mismo día se pasa de un premio bursátil de 11,7% a un descuento de -21,9%, que jamás volvería a transformarse en un premio, al menos hasta el presente.

Antarchile S.A.

A continuación se presenta un gráfico con el comportamiento histórico de Antarchile S.A. entre los años 2000 y 2014.

Figura 4-2: Evolución del descuento bursátil del holding Antarchile S.A.



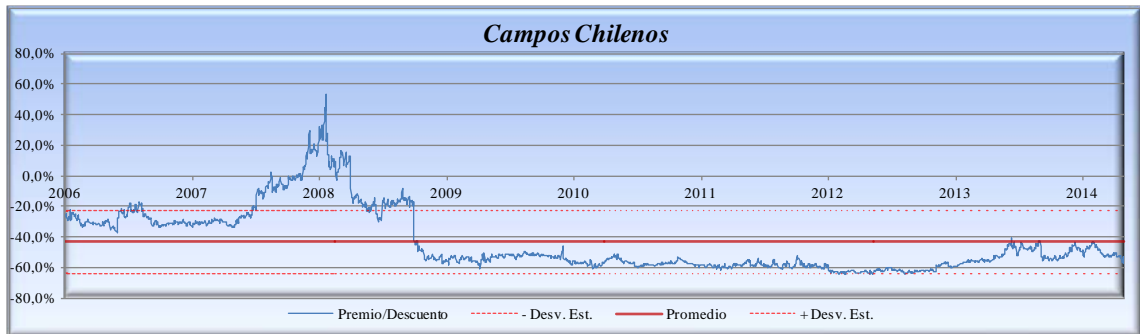
Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

Antarchile ha tenido un descuento histórico promedio de un -32,7%, analizado respecto al valor neto de sus activos. El comportamiento de este descuento destaca por ser bastante estable en el tiempo. El descuento bursátil al 28 de febrero del año 2014 ascendía a un -44,9%, mayor que el descuento histórico promedio. Las evidencias muestran que Antarchile nunca ha tenido un premio sobre el valor neto de sus activos.

Campos Chilenos S.A.

A continuación se presenta un gráfico con el comportamiento histórico del descuento de Campos Chilenos S.A. entre los años 2006 y 2014.

Gráfico Figura 4-3: Evolución del descuento bursátil del holding Campos Chilenos S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

Campos Chilenos ha tenido un descuento histórico promedio de un -43,3%, analizado respecto a su valor neto de activos. El descuento de esta sociedad destaca por tener un promedio histórico bastante elevado en comparación a otros holdings.

El comportamiento de este descuento destaca por situarse en muy pocas oportunidades en el valor del promedio histórico y por otro lado por haber alcanzado un premio bursátil de 53,1% el día 21 de enero del año 2008. Al revisar en detalle la base de datos no se distinguió un cambio importante específico en alguna de las variables determinantes del descuento bursátil. Las justificaciones de este fenómeno podrían ser efectos propios del mercado u otras de las razones que se revisaron anteriormente.

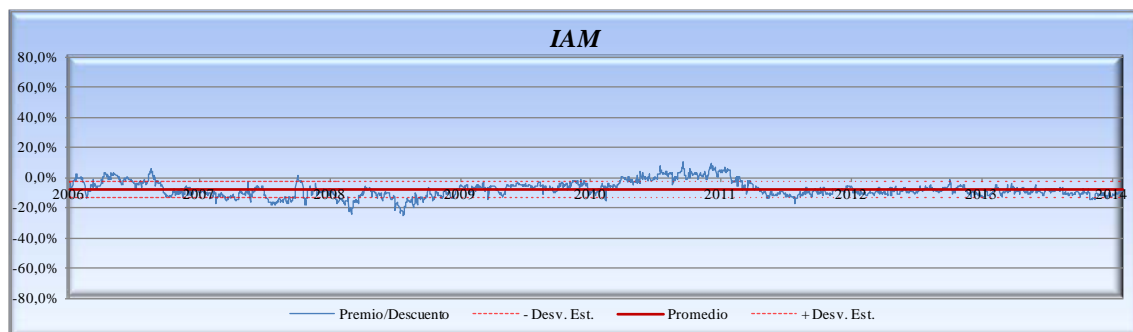
A contar del 31 de marzo del mismo año, la sociedad Campos Chilenos registra un descuento de -7,9%, descuento que hasta la actualidad jamás volvió a transformarse en premio. Más aún, desde mediados de ese año el comportamiento del descuento ha presentado un comportamiento bastante estable en torno al -50%, situándose por debajo del promedio, alterado por el elevado premio registrado en la fecha ya señalada.

El descuento al día 30 de abril del presente año fue de un -57%, bastante por debajo del promedio histórico.

IAM S.A.

A continuación se presenta un gráfico con el comportamiento histórico del descuento de IAM S.A. entre los años 2006 y 2014.

Figura 4-4: Evolución del descuento bursátil del holding IAM S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

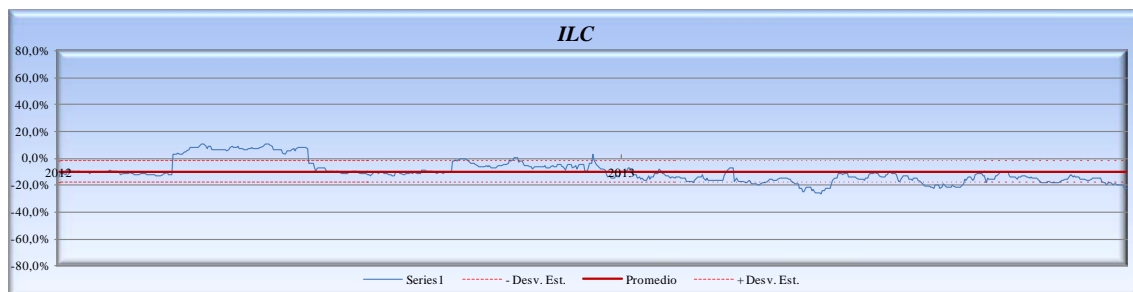
IAM ha tenido un descuento histórico promedio de un -7,9%, analizado respecto a su valor neto de activos. El comportamiento de este descuento destaca principalmente por no tener periodos de desviaciones mayormente significativas en su historia. Además, IAM destaca por ser la matriz con menor desviación estándar desde mediados del año 2011 hasta la fecha, siendo esta de un 5,2%.

La variación del descuento ha sido especialmente estable, manteniéndose dentro de los márgenes de desviación estándar prácticamente en todo momento. IAM también ha presentado premio sobre el NAV en algunos periodos, principalmente en el año 2006, y en gran parte del 2010. El valor máximo de premio alcanzado fue de un 10,5% y el valor máximo de descuento alcanzó un -25,4%.

ILC S.A.

A continuación se presenta un gráfico con el comportamiento histórico del descuento de ILC S.A. entre los años 2012 y 2014.

Figura 4-5: Evolución del descuento bursátil del holding ILC S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

ILC ha tenido un descuento histórico promedio de un -10%, analizado respecto al valor neto de sus activos. Esta sociedad tiene la particularidad de haberse abierto a la bolsa de comercio en julio del año 2012, convirtiéndose en el holding con menor tiempo en la bolsa. En el transcurso de su presencia en bolsa ha tenido periodos en que su valor bursátil registra un premio sobre el valor neto de sus activos, alcanzando valores máximos de premio de un 10,4%.

Por otro lado, ILC registra descuentos bursátiles de periodos más prolongados que los periodos de premio. El promedio histórico resulta ser, como se mencionó, un -10% y al 30 de abril del 2014 se transaba con un descuento de -16,7%.

Dentro del comportamiento del descuento bursátil, llaman especialmente la atención dos eventos, en los que se producen subidas y bajadas bastante abruptas de este. Estos eventos ocurren el 1 de octubre del año 2012 y el 28 de diciembre del mismo año. Por un lado, se produce una subida de un 15,2% que obedece principalmente a una caída

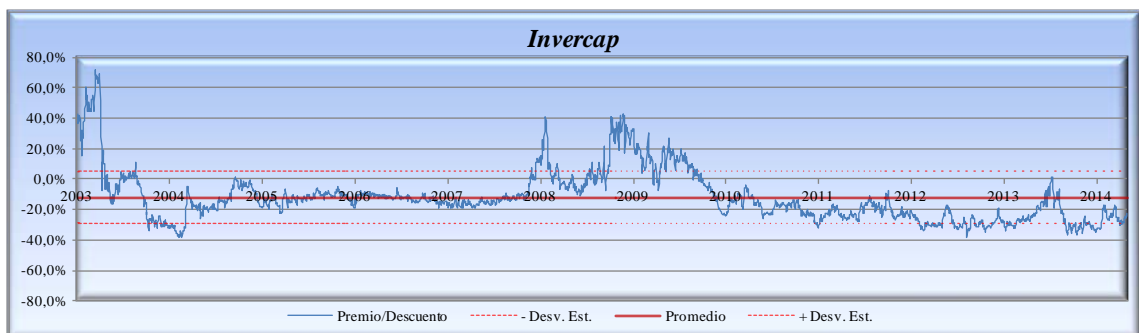
importante en el valor de las filiales Red Salud y Vida Cámara. Esto provoca una caída importante del NAV dando como resultado en la fecha señalada un premio de un 3,2%.

En el caso del segundo evento (caída del premio hacia un descuento), se detecta un aumento conjunto del valor de las filiales Consalud, Red Salud y Vida Cámara. Aquí se produce el efecto contrario al anterior, es decir, un aumento importante del NAV generando una transferencia de un premio de 7% a un descuento de -4%. Actualmente se puede considerar que el descuento de ILC es bastante volátil, ya que constantemente supera sus rangos de desviaciones estándar.

Invercap S.A.

A continuación se presenta un gráfico que muestra el comportamiento histórico del descuento de Invercap S.A. entre los años 2003 y 2014.

Figura 4-6: Evolución del descuento bursátil del holding Invercap S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

Invercap ha tenido un descuento histórico promedio de un -11,9%, analizado respecto a su valor neto de activos. El comportamiento de este descuento presenta gran volatilidad en comparación a la que presentan los otros holdings, pasando de un premio máximo de 71,5% a descuentos de un -38,4% en periodos menores a un año (2003-2004).

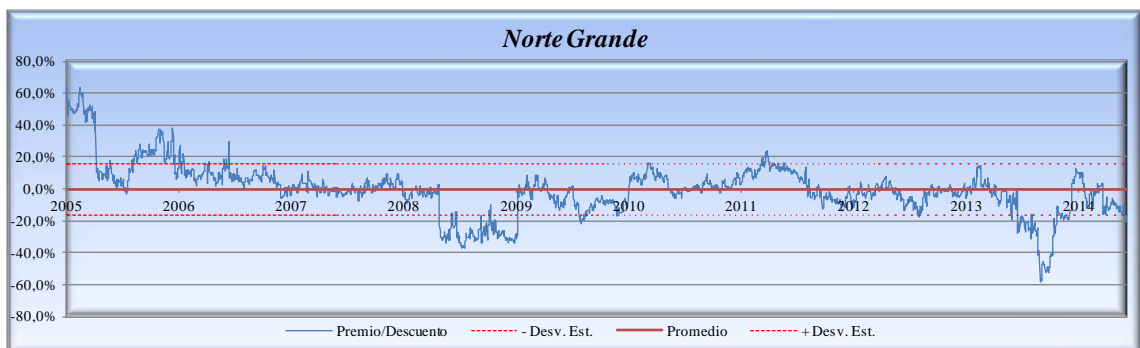
Por otro parte, se observa un periodo de estabilidad entre los años 2005 y 2008, con un descuento muy cercano a su promedio histórico en gran parte del tiempo.

Al 30 de abril del presente año, Invercap se transaba con un descuento de -22,1%, bastante mayor que su promedio histórico. Además, desde el año 2010 a la fecha Invercap se ha transado predominantemente con un descuento mayor al histórico.

Norte Grande S.A.

A continuación se presenta un gráfico con el comportamiento histórico del descuento de Norte Grande S.A. entre los años 2005 y 2014.

Figura 4-7: Evolución del descuento bursátil del holding Norte Grande S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

Norte Grande ha tenido un descuento histórico promedio de -0,4%, analizado respecto a su valor neto de activos. El análisis de este descuento tiene la particularidad de que esta es la única sociedad que se conforma con una estructura de cascada, refiriéndose principalmente a la creación de vehículos de inversión adicionales con el objetivo de asegurar el control de las operaciones con un menor capital. Además, ambas sociedades filiales en que Norte Grande tiene participación directa son sociedades abiertas en bolsa.

Al observar el comportamiento del premio y descuento bursátil se ve una evolución bastante similar a la de Quiñenco, con ciclos bastante parecidos pero desplazados en el tiempo.

En el gráfico, llama bastante la atención el aumento del descuento bursátil ocurrido a mediados del año 2013 y que alcanza niveles máximos de descuento de -58,4%. Este periodo coincide con la apertura a la bolsa de la sociedad de inversiones Nitratos S.A. y alcanza el descuento máximo mencionado el 30 de agosto del año 2013, fecha en que el precio de la acción de Norte Grande S.A. cayó de \$2,43 a \$1,73.

Esta caída en el precio afectó considerablemente el valor bursátil del patrimonio de Norte Grande, provocando una gran caída de este, pero el valor neto de sus activos no tuvo variación significativa alguna. Es por esto que el descuento bursátil aumentó, dada la fórmula de su cálculo.

Al 30 de abril del 2014 el descuento bursátil se acercó a su promedio histórico, registrando un descuento de -16,5%.

Quiñenco S.A.

A continuación se presenta un gráfico con el comportamiento histórico del premio (descuento) de Quiñenco S.A. entre los años 2001 y 2014.

Figura 4-8: Evolución del descuento bursátil del holding Quiñenco S.A.



Fuente: Elaboración propia con bases de datos obtenidas de BTG Pactual.

Quiñenco ha tenido un descuento histórico promedio de un -31,5%, analizado respecto a su valor neto de activos.

A comienzos del año 2007 Quiñenco logra un acuerdo con Citigroup para fusionar las operaciones de Banco de Chile con las de Citibank. Sumado a esto, el 22 de marzo del año 2011 Quiñenco adquiere a través de LQ el 10% de la sociedad Vapores a un precio de \$285 por acción y 202.925.890 de acciones.

En relación a ambos hechos, se puede notar una tendencia a un aumento en el descuento de Quiñenco desde el año 2007 a la fecha. También se puede observar que desde el año 2002 en adelante Quiñenco jamás volvió a presentar un premio bursátil sobre el valor de sus activos. Uno de los hechos más relevantes a destacar tras observar en detalle la base de datos, es que la abrupta caída de un premio a un descuento que se aprecia en la gráfica, se dio justamente cuando se realizó la fusión por canje de acciones del Banco Edwards con el Banco de Chile. La propiedad de Quiñenco sobre el Banco de Chile aumentó de un 4,3% a un 20,2% lo que elevó considerablemente el NAV, aumentando la brecha con respecto al valor de mercado de Quiñenco y por ende ampliando el descuento bursátil. De la mano de esto, se destaca que el precio de la acción de Quiñenco no tuvo un cambio que se pueda considerar relevante en comparación al cambio que represento la fusión y el aumento de valor para Quiñenco.

4.2 *Análisis estadístico*

Si bien en las series de datos recién presentadas se logran apreciar, en todos los casos, promedios históricos que demuestran un valor bursátil menor al valor neto de los activos, o sea, un descuento bursátil, esto no es suficiente para presentar evidencia estadística de que este fenómeno es constante en el tiempo con algún nivel de significancia. Las acciones poseen cierta volatilidad natural, como se puede apreciar en estudios como el de E. Fama y K. French (1988), y una posibilidad sería que la diferencia entre estas valorizaciones (bursátil versus NAV) se dé debido a esta

volatilidad. Es por eso que un análisis estadístico adecuado puede definir con cierta certidumbre si esta diferencia es significativa a través del tiempo y que por ende podría quedar explicada por algo más que la simple volatilidad natural de las acciones.

Se realizó un análisis estadístico para todos los holdings, el cual se presenta a continuación.

Test-t

El análisis corresponde a un Test-t, que nos entrega una respuesta a cierta hipótesis planteada, en este caso la hipótesis (H_0) de que las diferencias medias entre las valorizaciones son iguales a cero. Este test, tomando todos los registros de datos, valida o rechaza aquella hipótesis, con un determinado nivel de confianza (Wackerly, 2008).

En este caso, se utilizó un nivel de confianza de 95% para todos los holdings.

A continuación, se presenta una tabla que resume los resultados obtenidos a través del test-t efectuado con Microsoft Excel 2007.

Tabla 4-1: Resumen de análisis estadístico con Test-t

<i> Holding </i>	<i> Valor crítico de t (una cola) al 95% </i>	<i> Estadístico t </i>	<i> P-Value </i>	<i> Conclusión </i>
Almendral	-1,65	-90,3	0	Se rechaza H_0
Antarchile	-1,65	-270,3	0	Se rechaza H_0
Campos Chilenos	-1,65	-116,5	0	Se rechaza H_0
IAM	-1,65	-81,9	0	Se rechaza H_0
ILC	-1,65	-30,0	0	Se rechaza H_0
Invercap	-1,65	-38,3	0	Se rechaza H_0
Norte Grande	-1,65	-1,3	0,09	No se rechaza H_0
Quiñenco	-1,65	-177,4	0	Se rechaza H_0

Fuente: Elaboración propia

Los resultados arrojados por el test aplicado muestran conclusiones que se obtienen observando dos datos principalmente: el “estadístico t” y el “valor-p”.

El primer dato, el estadístico t, nos entrega un valor que se debe observar si cae en zona de rechazo o zona de no rechazo de la distribución t-student. En este caso, la zona de rechazo se ubica en la cola izquierda de la distribución debido a que los valores que nos interesa observar y concluir son los valores negativos (descuento bursátil). El valor crítico de t se ubica en -1,65 si analizamos con un nivel de confianza del 95%, o sea, un alpha de 5%. El estadístico t en todos los casos, exceptuando el de Norte Grande, cae en zona de rechazo tranquilamente, dado que los valores t son bastante lejanos al valor crítico de -1,65. Además, el valor-p refuerza estos resultados dado su bajo valor (cerca al cero absoluto) en todos los casos, exceptuando otra vez la sociedad Norte Grande.

El segundo dato es el valor-p. El valor-p nos muestra el nivel de significancia más pequeño al cual la hipótesis nula puede ser rechazada (Wackerly, 2008). En este caso, lo que representa el valor-p de 0,09 es que la hipótesis nula es posible rechazarla a partir de un nivel de significancia alcanzado de 9%. Esto nos da una idea del nivel de confianza necesario aplicar al test para corroborar esta idea con el valor t a obtener.

Para el caso específico de Norte grande se realizó un nuevo testeo pero esta vez con un nivel de confianza de un 90% (alpha 10%). Los resultados fueron los siguientes:

Tabla 4-2: Test-t con un 90% de confianza para Norte Grande S.A.

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Media	-0,003656741	0
Varianza	0,025256006	0
Observaciones	3404	3404
Coeficiente de correlación de Pearson		
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	3403	
Estadístico t	-1,34	
P(T<=t) una cola	0,09	
Valor crítico de t (una cola)	-1,28	
P(T<=t) dos colas	0,179531091	
Valor crítico de t (dos colas)	1,645301522	
Alpha $\alpha = 0,10$		

Fuente: Elaboración propia

Los resultados, como era de esperar, confirman la lógica del valor-p, ya que con un 95% de confianza no fue posible rechazar la hipótesis nula y en el caso de un 90% de confianza, sí fue posible rechazar la hipótesis nula.

En este caso, el valor crítico de t se sitúa en -1,28, y el estadístico t arroja -1,34. Esta vez sí cae en zona de rechazo. En este nuevo test sí es posible rechazar la hipótesis nula de que las diferencias medias entre las valorizaciones son iguales a cero, con un nivel de confianza del 90%.

Capítulo V: Conclusiones y hallazgos

Con los análisis recién presentados se pudo obtener evidencia de un descuento histórico en los holdings del mercado chileno. Utilizando la metodología para calcular el valor neto de los activos de los distintos holdings, se obtuvo un valor patrimonial intrínseco. Al ser comparado con el valor patrimonial que le asigna el mercado bursátil a los holdings se obtuvo evidencia de una diferencia en estas valorizaciones.

Esta diferencia, si bien en algunos periodos fue positiva (premio), este no logró ser persistente a través del tiempo. Se pudo observar que en la totalidad de los casos existía un predominante descuento histórico, que en promedio entre las ocho sociedades rondaba en torno a un -20%. El holding que mostró el menor nivel descuento fue Norte Grande, que mostró un descuento promedio histórico de -0,4%.

Junto con esto, las evidencias muestran que las diferencias que presentan los descuentos de las sociedades entre ellas, no siguen un patrón de comportamiento específico. En los gráficos se puede observar que si bien en algunos años algunas sociedades registraron un premio bursátil, otras sociedades presentaban un descuento.

Este estudio puede aportar al mercado de distintas maneras. Una, es para dar información al mercado, y que con ella, este establezca los precios lo más justamente

posible. La falta de información trae consigo arbitrariedades no deseables para el mercado financiero (B. Malkiel, 2003).

El análisis de descuento también es relevante para el controlador del holding, dándole señales por parte del mercado de su tratativa en términos de la información que entrega al mercado respecto del andar de sus inversiones listadas y no listadas en bolsa. De la mano de esto, es relevante su manejo de la política de dividendos. Lo deseado es que sea lo más justa posible hacia los accionistas minoritarios. En caso contrario, el mercado podría castigar aún más a los holdings.

Otro punto que se puede concluir, en este caso a partir de la metodología, es que los costos en que incurre el holding para administrar sus inversiones sean lo menor posible, para así percibir el menor descuento posible. No olvidar que para el controlador lo deseado es que el descuento sea el mínimo posible, dado que su riqueza está en el valor de las acciones que posee, por lo tanto se concluye como importante que los controladores pongan atención en la efectividad de esta administración.

Referencias

Almendral S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.

Antarchile S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.

Banco Crédito e Inversiones. (2009). Análisis renta variable. BCI Corredor de Bolsa.

Banco Security. (2008). Monitor Security. Inversiones Security.

Banerjee, S., Leleux, B. y Vermaelen, T. (1997). Large shareholdings and corporate control: an analysis of stake purchases by French holding companies. European Financial Management, vol. 3, no. 1, p. 23-43.

Beyer, H. y Vergara, R. (2002). “Productivity and Economic Growth: The Case of Chile”, Economic Growth: Sources, Trends, and Cycles, Norman Loayza and Raimundo Soto, eds. Central Bank of Chile.

Black, F. (1986). Noise. Journal of Finance 41(3): 529-543.

Bolsa de Comercio de Santiago. (2010). Características del Mercado Bursátil en Chile.

Bolsa de Comercio de Santiago. (2014). [<http://www.bolsadesantiago.com/index.aspx>]

Bolsa de Comercio de Santiago. (2010). El mercado chileno y la Bolsa de Comercio Santiago.

[<http://www.bolsadesantiago.com/Biblioteca%20BCS/Presentación%20de%20Contextualización%20Bolsa%20de%20Comercio%20de%20Santiago.pdf>].

Bolsa de Comercio de Santiago. (2013a). Índices BCS: IGPA

Bolsa de Comercio de Santiago. (2013b). Índices BCS: IPSA

Bolsa de Comercio de Santiago. (2014). Guía de empresas emisoras. Perfil de las Principales Empresas Listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago. Ediciones especiales.

Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2010). Principios de finanzas corporativas (9ª ed.). México: McGraw-Hill, S.A.

Campos Chilenos S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.

Centro de Estudios en Economía y Negocios. (2014). Ranking de Grupos Económicos. Informe mensual de Economía. Departamento de Estudios Banchile Inversiones.

Couyoumdjan, R., Millar, R., y Tocornal, J. (1992). Historia de la Bolsa de Comercio de Santiago: 1893-1993. Santiago: Editorial Universitaria.

Echanis, E. S. (2010). Holding companies: A structure for managing diversification. Philippine Management Review, vol. 16, pp. 1-12.

Fama, E. y French, K. (1988). Permanent and temporary components of stock prices. The Journal of Political Economy, vol. 96(2) 246-273. Chicago: The University of Chicago Press.

Fontaine, J. (1993). Transición económica y política en Chile (1970-1990). Revista de Estudios Públicos N°50, Santiago, Chile.

Gálvez, J. y Tybout, J. (1985). Microeconomic adjustments in Chile during 1977-1981: The importance of being a Group. World Development, vol. 13, No. 8. New York: Pergamon Press.

Griffin, R. y Ebert, R. (2005): Negocios (7ª ed.). México: Pearson Education S.A.

- González, J. (1981). Evaluación Social de la Acción los Grupos Económicos en Chile. Mimeo, Escuela de Negocios de Valparaíso.
- Heppelmann, S. y Hoffleith, M. (2009). Holding Structure – from Conglomerate Discount to Management Value Added. Stern Steward Research, vol. 36.
- Inversiones Aguas Metropolitanas IAM S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.
- Inversión en La Construcción ILC S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.
- Jeftanovic, P. (1979). El mercado de capitales en Chile 1940-1978. Las instituciones y los instrumentos financieros. Departamento de Economía, Universidad de Chile.
- Invercap S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.
- Kaye, C., y Jeffrey Y. (2003). Conglomerate Discount or Premium? How Some Diversified Companies Create Exceptional Value. Marakon Associates.
- Khanna, T. y Rivkin, J. (2000). Ties that Blind Business Groups: Evidence from an Emerging Economy. HBS Working Paper.

- Khanna, T. y Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups?. Journal of Finance.
- Larraín, F. y Sachs, J. (2002): Macroeconomía en la economía global (2ª ed.). Buenos Aires: Pearson Education S.A.
- Larraín, G. (2009). El reto de modernizar el mercado bursátil: Cinco principios. Superintendencia de Valores y Seguros.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. Journal of economic perspectives, pp. 59-82.
- Mankiw, G. (2006). Macroeconomía. Nueva York. Antoni Bosch Editor.
- Ministerio de hacienda de Chile. (1981a). Ley sobre Mercado de Valores N°18.045. Biblioteca del Congreso Nacional de Chile.
- Ministerio de hacienda de Chile. (1981b). Ley sobre Sociedades Anónimas N°18.046. Biblioteca del Congreso Nacional de Chile.
- Morales, M. (2009). Bolsa, banca, productividad y crecimiento. Superintendencia de Valores y Seguros.

Norte Grande S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.

Paredes, R. y Johansen, L. (1990). La compra de empresas por los grupos económicos: ¿Premia el Mercado?. Santiago de Chile: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

Paredes, R., y Caller, A. (1992). Resuelve la integración financiera el problema de agencia? El caso de los grupos económicos chilenos. Estudios de Economía, vol. 19, n°2. Santiago de Chile: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

Paredes, R., y Flor, L. (1993). Estructura de propiedad: ¿Maximizan ganancias las empresas en Chile? El Trimestre Económico.

Paredes, R. y Sjoberg, O. (1994). Capitalismo popular y concentración de la propiedad. Santiago de Chile: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

Paredes, R. y Sánchez, J. (1996). Organización industrial y grupos económicos: el caso de Chile. Santiago de Chile: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

Quiñenco S.A. (2013). Memoria anual 2013. Santiago.

Quiñenco. (2013). NAV. [<http://www.quinenco.cl/esp/nav.html>]

Real Academia Española. (2001). Diccionario de la lengua española (22^a ed.). Madrid: Editorial Espasa Calpe, S.A.

Rommens, A., Deloof, M. y Jegers, M. (2004): Why do holding companies trade at a discount? A clinical study. Faculty of Applied Economics, University of Antwerp, Belgium.

Servicio de Impuestos Internos. (2014).

[http://www.sii.cl/portales/investors/formas_invertir/constituyendo_sociedad.htm]

Silva, F., Majluf, N. y Paredes, R. (2004). Relaciones familiares, entrecruzamiento de directorios y desempeño. Working Paper. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Stringham, T. y Leauanae, L. (2005). Valuation Discounts for Holding Companies. Sage Forensic Accounting. Estados Unidos.

Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). Portal de Educación Financiera.

[<http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-709.html>]

Ugarte, G. (2013). Desarrollo del mercado de capitales: El caso de Chile. Bolsa de Comercio de Santiago.

Wackerly, D., Mendenhall, W. y Scheaffer, R. (2010). Estadística matemática con aplicaciones. (7^a ed.). México: Cengage Learning Editores, S.A.

Wormald, G., y Brieba, D. (2006). La bolsa de Comercio de Santiago de Chile: Un análisis institucional. The center for migration and development. Working paper, Princeton University.