

ESTIMACIÓN DEL DESCUENTO DE HOLDING EN COLOMBIA: GRUPO ARGOS Y GRUPO SURA 2007-2015

Catalina Ramírez Rendón

jramir58@eafit.edu.co

Carlos Eduardo González Tabares

cgonza22@eafit.edu.co

Resumen

El descuento de holding es la diferencia existente entre el valor de mercado de un conglomerado medido por su capitalización de mercado frente al valor de su portafolio de inversión a precios de mercado. Este descuento ha sido ampliamente evaluado en mercados desarrollados, analizando los factores que pueden explicar su existencia y los efectos que puede tener en el holding. Debido a las condiciones específicas que acompañaron el desarrollo empresarial del país, durante la segunda mitad del siglo XX se conformaron conglomerados multisectoriales como una estrategia de defensa del capital industrial regional. Con el paso del tiempo y el desarrollo del mercado de capitales, Grupo Sura y Grupo Argos terminaron por convertirse en unos de los principales conglomerados del país, y al mismo tiempo, en unos de los emisores más recurrentes del mercado de capitales local. El presente documento pretende estimar el descuento de holding para dos de los principales conglomerados del país en el periodo entre 2007 y 2015 y analizarlo desde diferentes factores que podrían explicar su existencia. Los resultados del análisis evidencian la existencia de descuento de holding para Grupo Argos y Grupo Sura en niveles similares a los presentados globalmente. El descuento de holding para estas dos compañías presenta una relación inversa con la valorización del mercado y una directa con la exposición a activos listados, mientras que las actividades corporativas, como gastos de funcionamiento, impuestos o niveles de endeudamiento, no muestran relación con los niveles de descuento.

Palabras clave

Holding, Conglomerado, Subsidiarias, Descuento, Prima, Valoración, Precios de Mercado.

Abstract

A holding discount is the difference between the market value of a conglomerate measured by its market capitalization compared with the value of its investment portfolio at market prices. This discount has been widely studied in developed markets, by analyzing the factors that explain its existence and its effects on the holding. As a result of the specific conditions that accompanied the industrial development in the country, during the second half of the XX century, several diversified conglomerates were created as a strategy to defend the regional industry against hostile takeovers. As time passed and the capital market developed, Grupo Sura and Grupo Argos became some of the major conglomerates in the country, and some of the most recurrent issuers in the local capital markets. This document intends to estimate the holding discount of two of the major conglomerates in the country between 2007 and 2015, and analyze it from different factors that could explain their existence. The results show the existence of holding discount for Grupo Argos and Grupo Sura, in figures similar to those presented in the rest of the world. The holding discount for these two companies exhibits an inverse relationship with market performance and a direct relationship with listed assets, while corporate activities, such as operating expenses, taxes or debt levels, show no relation to the discount levels.

Key words

Holding, Conglomerate, Subsidiaries, Discount, Prima, Valuation, Market Prices.

Introducción

Al cierre de 2015 Grupo Argos, Grupo Sura, sus subordinadas y compañías asociadas, representaban el 30% de la capitalización bursátil total de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y el 50% del Colcap, principal índice de referencia del mercado de renta variable colombiano. De las 90 acciones listadas en la BVC al cierre de 2015, cuatro son de estos dos conglomerados y ocho corresponden a sus subsidiaras y asociadas. Estas métricas permiten dimensionar la importancia de estas dos compañías para el mercado de capitales colombiano.

La historia de estos grupos, y su amplia presencia en el mercado bursátil, está ligada con el desarrollo empresarial del país, especialmente en la segunda mitad del siglo xx, cuando se generó una competencia por el control de las principales compañías en cada región. La conglomeración fue el resultado de una estrategia de protección del capital regional y de fortalecimiento patrimonial en búsqueda de oportunidades de crecimiento.

En el caso de Grupo Argos y Grupo Sura, estas compañías fueron dos de los pilares sobre los cuales se construyó lo que hoy se conoce como Grupo Empresarial Antioqueño (GEA).

En síntesis se podría decir que la estructura empresarial que se agrupa en torno al GEA se conformó de una manera accidental, mediante el ejercicio de una conducta solidaria que permitió que unas de las empresas antioqueñas con mayor capacidad financiera, en medio de un mercado de valores con muchas deficiencias, adquiriera el control de otras que fueron objeto de operaciones especulativas hostiles y que bajo el concepto de defensa de la propiedad industrial de la región se establecieran relaciones de propiedad cruzada (Restrepo, 2009, p. 234).

Al ser dos de las compañías con mayor capacidad financiera, Grupo Argos, que comenzó como una cementera, y Grupo Sura, inicialmente una compañía de seguros, terminaron consiguiendo participaciones importantes de empresas de otros sectores diferentes a los suyos, convirtiéndose así en holdings.

Grupo Argos es una compañía de inversiones sostenibles con negocios estratégicos en el sector de la infraestructura: cemento, energía y concesiones viales, aeroportuarias y portuaria. Además de sus negocios estratégicos, Grupo Argos participa en el negocio carbonífero e inmobiliario; posee bancos de tierras para el desarrollo urbano y cuenta con un sólido portafolio de inversiones en el sector financiero y de alimentos (Grupo Argos, 2015a, p. 8).

Al cierre de 2015, el portafolio de inversiones de Grupo Argos ascendía a \$18.4 billones, de los cuales un 82% está representado en inversiones que se encuentran listadas en la BVC (Grupo Argos, 2015b).

“Grupo SURA cuenta con dos tipos de inversiones: las estratégicas, enfocadas en los sectores de servicios financieros, seguros, pensiones, ahorro e inversión. Las inversiones industriales están, principalmente, en los sectores de alimentos procesados, cementos, energía e infraestructura” (Grupo Sura, 2015a, p. 7). El valor del portafolio de inversiones de Grupo Sura en 2015 fue de \$23.6 billones, de los cuales el 54.2% está representado en inversiones

que están listadas (Bancolombia 22.8%, Grupo Argos 15.8% y Grupo Nutresa 15.6%) (Grupo Sura, 2015b).

La presencia en el mercado de las subordinadas y compañías asociadas más representativas dentro de los portafolios de inversión permite que los inversionistas puedan replicar parcialmente los portafolios de los holdings. Adicionalmente, genera la posibilidad de una valoración constante a precios de mercado de los portafolios de inversión, valor que puede diferir de la capitalización de mercado del holding, generando una especie de arbitraje entre el conglomerado, medido por su propio precio, frente al valor a mercado de sus partes.

El objetivo del análisis es estimar el descuento de holding para estas dos compañías, explicar las variables que lo determinan e identificar cómo valora el mercado las diferentes transacciones que realizan. El descuento de holding se estima como la diferencia del precio de la acción frente al Valor Justo de la Holding (VJH), el cual es calculado al valorar el precio de la acción si se reconociera el valor de mercado en las inversiones listadas y descontando las cifras correspondientes a actividades corporativas propias del holding, gastos de administración, impuestos y pasivos principalmente.

Los resultados del análisis evidencian la existencia de descuento de holding para Grupo Argos y Grupo Sura en niveles similares a los presentados globalmente. El descuento de holding para estas dos compañías presenta una relación inversa con la valorización del mercado y una directa con la exposición a activos listados, mientras que las actividades corporativas, como gastos de funcionamiento, impuestos o niveles de endeudamiento, no muestran relación con los niveles de descuento

Marco teórico

Según la Superintendencia de Sociedades, para la legislación colombiana no se encuentra consagrada una específica definición de holding; no obstante, en el medio mercantil colombiano se utiliza principalmente esta expresión para referirse a:

- Sociedades controlantes; es decir, aquellas que ejercen el control sobre otras sociedades.
- Sociedades de inversión, cuyo objeto es la colocación de las propias disponibilidades en títulos de distintas compañías para obtener beneficios.
- Grupos empresariales o económicos y sociedades vinculadas mediante contratos de colaboración empresarial.

Gajewski, autor polaco, sintetiza diferentes autores y lo define como una empresa que siendo accionista de otras compañías secundarias presenta financieros consolidados, posesión de la mayoría de votos en la junta de accionistas de las secundarias o una fuerte relación donde la toma de decisiones de las entidades secundarias dependen de las primarias (Gajewski, 2012).

Al entender la holding como un portafolio, el descuento de holding (*conglomerate discount*) es la diferencia entre el valor de mercado del holding con respecto al valor de sus subsidiarias. Análisis realizados muestran que el descuento de holding ha estado presente en los últimos años, afectando conglomerados en la mayoría de regiones en el mundo (Khorana, Shivdasani, Stedenvad & Sanzhar, 2011). Realizando la valoración histórica de dos de las holding listadas en el mercado de renta variable colombiano frente al de sus portafolios de inversión, se determinará el descuento o prima por holding aplicado por el mercado.

Estimación del descuento de holding

El descuento de holding se estima como la diferencia del precio de la acción frente al VJH, el cual es calculado bajo el siguiente procedimiento:

- Se calculó el valor diario del portafolio listado. El valor del portafolio listado es la suma de las inversiones que tiene directamente el holding a precios de mercado. Para calcularlo, se utiliza el último número de acciones en cabeza del holding disponible para el día en que se hace el cálculo por el precio de cada acción. En la mayoría de casos, el número de acciones corresponde al dato reportado en el trimestre anterior en los informes de la compañía en el Registro Nacional de Valores y Emisores

(RNVE) de la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera). Para transacciones representativas, que pueden ser identificadas en bolsa, se actualiza la información del número de acciones en el día que se realizó la transacción.

- Al valor del portafolio listado se le suman otras inversiones a valor en libros para determinar el portafolio total a valor de mercado, excepto para Suramericana, compañía que agrupa inversiones en seguros y seguridad social y que es propiedad de Grupo Sura. Para las dos compañías las otras inversiones corresponden a la participación de compañías no listadas, información que se toma de los informes anuales. Adicionalmente:
 - Para el cálculo del VJH de Grupo Argos se incorporan a partir del 8 de junio de 2012 los activos que recibió por la escisión de los activos no cementeros de Cementos Argos (Cemargos). Las acciones recibidas (Bancolombia ordinarias, Grupo Sura ordinarias y Nutresa) se consideran a partir de esa fecha dentro del portafolio listado. Los otros activos (inmobiliarios, portuarios y carboníferos) se incorporan como una inversión de COP 3.5 billones, cifra calculada con la información disponible de la transacción. La fecha de incorporación corresponde al momento en el que comenzaron a negociarse las acciones preferenciales de Grupo Argos, con las cuales se financió la transacción.
 - Para el cálculo del VJH de Grupo Sura se incorpora a partir del 2 de diciembre de 2011 la inversión en Sura Asset Management (SUAM). La inversión se estima por COP 4.6 billones, cifra que corresponde al valor en libros registrado en el informe anual de 2011. La fecha de incorporación corresponde al momento en el que comenzaron a negociarse las acciones preferenciales de Grupo Sura, con las cuales se financió la transacción.
 - Para Suramericana se calculó para cada periodo un múltiplo valor en libros (P/VL) con la siguiente fórmula:

$$\frac{P}{VL} = \left(\frac{ROE\% - g\%}{k_e\% - g\%} \right)$$

Las variables utilizadas para la formula fueron las siguientes:

- ROE%: rentabilidad sobre el patrimonio (Utilidad Neta / Patrimonio) promedio de los últimos dos años de Suramericana.
- g%: crecimiento de largo plazo. Se utiliza el PIB nominal estimado para Colombia por el Fondo Monetario Internacional (FMI). La proyección del FMI de inflación de largo plazo en Colombia es de 3.04% y de crecimiento real de largo plazo es de 3.99%. El crecimiento nominal de largo plazo se calcula con estos dos datos, encontrando un $g\% = 7.2\%$ que se utiliza en la fórmula.
- $k_{e\ COP}\%$: costo del patrimonio en pesos de Grupo Sura. El $k_{e\ COP}\%$ se calcula para cada trimestre a partir del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). El cálculo se realiza con la siguiente fórmula:

$$k_{e\ COP}\% = (1 + k_{e\ USD}\%) \times (1 + \text{Diferencial de inflación}) - 1$$

$$k_{e\ USD}\% = R_{f\ COL} + \beta \times MRP$$

Las variables son:

- $R_{f\ COL}$: tasa libre de riesgo para Colombia. Es la suma de la tasa de los tesoros de Estados Unidos a diez años más el EMBI Colombia.
- β : se utiliza el beta calculado por Bloomberg para la acción de Grupo Sura.
- MRP (Market Risk Premium): se calcula la prima de riesgo de mercado como el promedio de la diferencia entre los retornos del S&P500 ajustado por dividendos y las tasas de los tesoros a diez años.
- Diferencial de inflación: corresponde a la diferencia entre la inflación de largo plazo de Estados Unidos y de Colombia. Se utiliza como una estimación de la devaluación del peso con

respecto al dólar en el largo plazo. Se utilizan las estimaciones del FMI: Colombia 3.04% y Estados Unidos 2.16%.

- Con el múltiplo P/VL calculado para cada trimestre se selecciona el máximo entre el valor resultante y un múltiplo de 1.0x. Esto se realiza con el fin de no castigar la inversión en Suramericana en momentos donde el ROE% sea inferior al $k_e\%$
- El P/VL de cada trimestre se multiplica por el valor en libros de la inversión en Suramericana, y el resultado es el valor de la inversión que se tiene en cuenta para el valor del portafolio total.
- Al Portafolio Total a Valor de Mercado se le suman las cuentas de disponible, inversiones temporales, propiedad planta y equipo y otros activos del balance general individual del holding disponible al momento del día que se calcula (reporte anual inmediatamente anterior). Se consideran estas cuentas por reflejar activos representativos de las compañías, diferentes al portafolio, y a cuentas de capital de trabajo que pueden estar relacionados con el mismo. El resultado de la suma representa los Activos Totales a Valor de Mercado.
- A los Activos Totales a Valor de Mercado se les restan los pasivos totales a valor contable, tomado del balance general individual, para determinar el Patrimonio Total a Valor de Mercado.
- Al Patrimonio Total a Valor de Mercado se le restan el valor presente de la perpetuidad de los Gastos de Holding (GH). Los GH se calculan como la suma de:
 - Gastos administrativos ajustados: se excluyen de los gastos administrativos reportados para cada periodo las cuentas que no afectan caja (depreciaciones, amortizaciones, provisiones, entre otros).
 - Impuestos: se incluyen todos los impuestos reportados en el flujo de efectivo individual de cada compañía.
- Una vez estimados los GH para cada año, se calcula el valor presente de la perpetuidad de estos gastos para cada año. Esto se realiza con la siguiente fórmula:

$$Perpetuidad\ GH_t = \frac{GH_t \times (1 + INF\ LP\%) \times (1 - t)}{k_e\% - INF\ LP\%}$$

Las variables utilizadas son:

- GH_t: Gastos de Holding calculados para cada año.
- INF LP%: inflación de largo plazo. Se utiliza un valor de 3.04% tomado de las proyecciones del FMI.
- k_e%: costo de patrimonio para cada compañía calculado según metodología explicada en la página 3.
- El resultado de esta diferencia es el Patrimonio Total a Valor de Mercado Neto de GH.
- El Patrimonio Total a Valor de Mercado Neto de GH se divide por el número de acciones en circulación para cada día:
 - Para Grupo Argos el número de acciones en circulación cambia el 8 de junio de 2012, producto de la emisión de acciones preferenciales. Adicionalmente, a partir de ese mismo año el número de acciones preferenciales cambia producto de las conversiones de BOCEAS en circulación de la compañía, los cuales se vencieron en el cuarto trimestre de 2015.
 - Para Grupo Sura el número de acciones en circulación cambia el 2 de diciembre de 2011, producto de la emisión de acciones preferenciales.
- El resultado de esa división es el VJH, el cual se compara diariamente con el precio de la acción de cada compañía para encontrar el descuento de holding:
$$\text{Descuento por Holding \%} = \left(\frac{\text{Precio de la acción}}{\text{VJH}} - 1 \right) \times 100$$
- Para suavizar la volatilidad, producto de la variación diaria en los precios de la serie de descuento de holding, se calculó el promedio móvil de 30 días para las dos compañías en el periodo entre 2007 a 2015. Esta serie es la que se denomina descuento de holding y sobre la cual se realizan los análisis.

Análisis del descuento de holding

Los análisis realizados corresponden a:

- 1) Promedio histórico del descuento de holding
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura
- 2) Análisis del comportamiento del descuento de holding durante los periodos de valorización más relevantes del mercado
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura
- 3) Análisis del comportamiento del descuento de holding durante los periodos de desvalorización más relevantes del mercado
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura
- 4) Variación del promedio histórico de descuento de holding previo y posterior a las transacciones de mayor monto de las dos compañías en el periodo analizado:
 - a) Grupo Argos: absorción de los activos no cementeros de su filial Cementos Argos
 - b) Grupo Sura: adquisición de SUAM
- 5) Respuesta del descuento de holding a transacciones:
 - a) Grupo Argos:
 - Transacción 1: adquisición de Celsia (Colinversiones)
 - Transacción 2: absorción de los activos no cementeros de Cementos Argos
 - Transacción 3: adquisición de Odinsa
 - Transacción 4: venta de participación en Cementos Argos
 - b) Grupo Sura:
 - Transacción 1: adquisición de SUAM
 - Transacción 2: compra de acciones preferenciales de Bancolombia
 - Transacción 3: adquisición de Royal & Sun Alliance

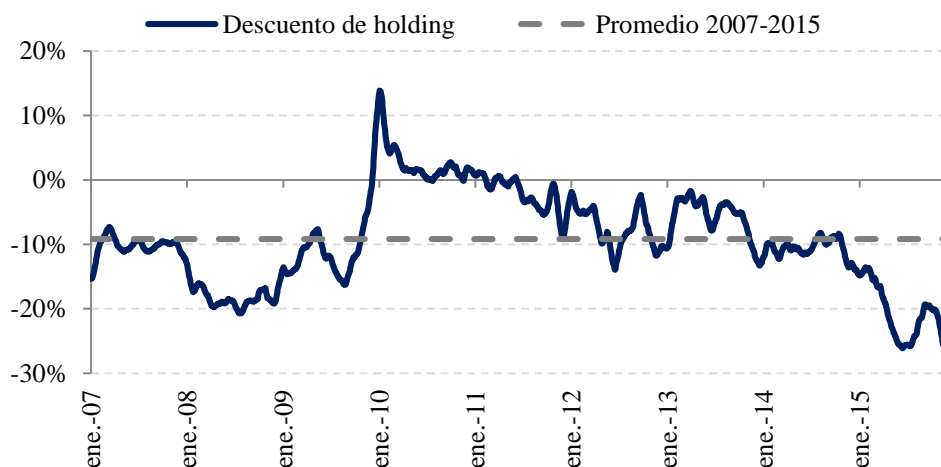
- 6) Análisis del comportamiento del descuento de holding respecto a la exposición de activos no listados
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura
- 7) Análisis del comportamiento del descuento de holding respecto a los GH
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura
- 8) Análisis del comportamiento del descuento de holding respecto al apalancamiento
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura
- 9) Análisis de los componentes del descuento de holding: cuantitativo vs. cualitativo
 - a) Grupo Argos
 - b) Grupo Sura

1) Promedio histórico del descuento de holding para Grupo Argos y Grupo Sura

- a) Grupo Argos

Entre 2007 y 2015 el mercado ha asignado un descuento de holding promedio de 9.2% para Grupo Argos.

Figura 1. Descuento de holding Grupo Argos 2007-2015*



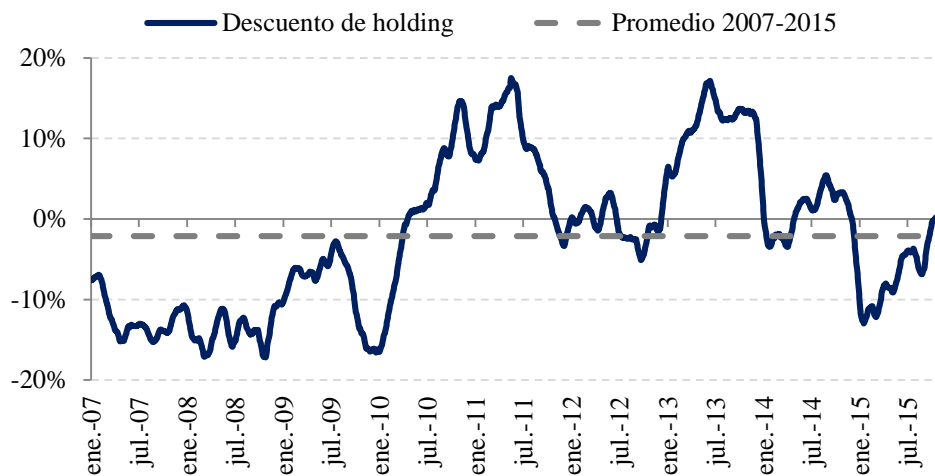
* Todas las figuras y tablas fueron elaboradas por los autores.

El descuento máximo ha sido del 27.1% durante diciembre de 2015. La prima (descuento de holding negativo) máxima que le ha otorgado el mercado a Grupo Argos ha sido de 13.8% durante el mes de enero de 2010.

b) Grupo Sura

Entre 2007 y 2015 el mercado ha asignado un descuento de holding promedio de 2.1% para Grupo Sura.

Figura 2. Descuento de holding Grupo Sura 2007-2015



El descuento máximo ha sido del 17.2% durante noviembre de 2008. La prima por holding máxima que le ha otorgado el mercado a Grupo Sura ha sido de 17.5% durante el mes de junio de 2011.

Los resultados observados contrastan con lo que se ha encontrado al analizar el descuento de holding a nivel mundial (promedio del 5.5%); sin embargo, este descuento varía según la región. En el caso de América Latina se ha estimado con una prima cercana al 12% justificada por tener las empresas más representativas y exitosas de la región, además de ser un número muy reducido. Esta estructura genera beneficios en mercados emergentes que carecen de regulaciones claras, donde la infraestructura es insuficiente y cualquier

operación estará sujeta a la aprobación del gobierno y a una financiación de capital, que para una empresa pequeña es muy difícil de conseguir. (Khorana *et al.*, 2011).

2) Análisis del comportamiento del descuento de holding durante los periodos de valorización más relevantes del mercado

Para el análisis se considera un periodo de valorización una tendencia continua en la cual el índice de referencia del mercado haya presentado un aumento superior al 10%. El índice de referencia utilizado es el Colcap, el cual es calculado por la BVC desde enero de 2008. Para los periodos previos a esta fecha se utiliza la serie reconstruida en Bloomberg a partir de la variación del Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGCB), el cual era el índice de referencia del mercado de renta variable colombiano previo a la creación del Colcap.

Los periodos de valorización identificados desde 2007 hasta 2015 son los siguientes:

Tabla 1. Periodos de mayor valorización del Colcap 2007-2015

Evento	Fechas		Colcap		
	Inicio	Final	Inicio	Final	Variación %
1	24/02/2009	06/10/2009	825.2	1,356.6	64.4%
2	20/05/2010	04/11/2010	1,396.0	1,942.4	39.1%
3	25/11/2011	02/05/2012	1,482.6	1,814.1	22.4%
4	03/02/2014	03/04/2014	1,448.6	1,713.0	18.3%
5	07/12/2015	23/12/2015	1,051.3	1,161.0	10.4%

Los comportamientos del descuento de holding de cada una de las compañías durante estos periodos son los siguientes:

a) Grupo Argos

En la mayoría de eventos de valorización del mercado la acción de Grupo Argos tuvo una valorización mayor a la de su VJH.

Tabla 2. Variación de la acción y del VJH de Grupo Argos durante valorizaciones del Colcap

Evento	Colcap	Grupo Argos	VJH Grupo Argos	Outperformance acción vs VJH
1	64.4%	87.4%	82.6%	4.8%
2	39.1%	23.5%	19.7%	3.7%
3	22.4%	18.0%	16.8%	1.2%
4	18.3%	18.5%	18.6%	0.0%
5	10.4%	10.7%	10.9%	-0.2%
Promedio	30.9%	31.6%	29.7%	1.9%

Una valorización superior de la acción respecto a su VJH representa una de dos situaciones:

- Si existía descuento al comienzo del periodo este disminuyó durante la tendencia de valorización.
- Si existía prima al comienzo del periodo esta aumentó durante la tendencia de valorización.

Ambas situaciones representan una disminución del descuento de holding. Para el caso de Grupo Argos, los periodos de valorización han favorecido su valoración por parte del mercado como holding, al disminuir el descuento o aumentar la prima en la mayoría de casos.

b) Grupo Sura

Igual que en el caso de Grupo Argos, en tres de los cinco eventos de valorización del mercado la acción de Grupo Sura tuvo una valorización mayor a la de su VJH.

Tabla 3. Variación de la acción y del VJH de Grupo Sura durante valorizaciones del Colcap

Evento	Colcap	Grupo Sura	VJH Grupo Sura	Outperformance acción vs VJH
1	64.4%	72.5%	76.3%	-3.8%
2	39.1%	47.5%	31.2%	16.3%
3	22.4%	15.5%	16.5%	-1.1%
4	18.3%	20.8%	19.0%	1.8%
5	10.4%	16.9%	7.6%	9.3%
Promedio	30.9%	34.6%	30.1%	4.5%

La conclusión del comportamiento del descuento de holding de Grupo Sura durante las valorizaciones de mercado es igual a la de Grupo Argos: los periodos de valorización han favorecido su valoración por parte del mercado como holding, al disminuir el descuento o aumentar la prima en la mayoría de casos.

El rendimiento de la acción sobre el del VJH es en promedio del 4.5%, mostrando una mayor disminución del descuento (o aumento de la prima) que el que presentó Grupo Argos, que para los mismos periodos de valorización fue del 1.9%.

En conclusión, durante los periodos de valorización el mercado ha favorecido los holding al aumentar en mayor medida el precio de la acción que su VJH. Una explicación para este evento es la alta correlación que existe en el mercado accionario colombiano debido a su concentración en pocos emisores y a las relaciones cruzadas que hay entre ellos. Considerando que existen pocos emisores, y que tanto Grupo Argos como Grupo Sura se encuentran dentro de los más representativos por volúmenes negociados y por tamaño de compañías, es poco probable encontrar escenarios de valorización del mercado que no los favorezcan. Adicionalmente, la participación patrimonial cruzada entre las compañías del GEA genera una alta correlación entre los rendimientos de las compañías, y por lo tanto una valorización importante en alguna acción tiene un impacto positivo en las demás compañías del grupo, y consecuentemente en el mercado en general.

3) Análisis del comportamiento del descuento de holding durante los periodos de desvalorización más relevantes del mercado

Se considera un periodo de desvalorización a una tendencia continua en la cual el Colcap haya presentado una disminución superior al 10%.

Los periodos de desvalorización identificados desde 2007 hasta 2015 son los siguientes:

Tabla 4. Periodos de mayor desvalorización del Colcap 2007-2015

Evento	Fechas		Colcap		
	Inicio	Final	Inicio	Final	Variación %
1	23/11/2007	21/01/2008	1,121.3	832.4	-25.8%
2	11/09/2008	27/10/2008	1,025.8	686.6	-33.1%
3	05/02/2013	10/07/2013	1,889.3	1,550.7	-17.9%
4	03/09/2014	11/03/2015	1,780.3	1,249.8	-29.8%
5	16/07/2015	07/12/2015	1,326.4	1,051.3	-20.7%

El comportamiento del descuento de holding de cada una de las compañías durante estos periodos son los siguientes:

a) Grupo Argos

En cuatro de los cinco eventos de desvalorización del mercado la acción de Grupo Argos tuvo una caída superior a la de su VJH.

Tabla 5. Variación de la acción y del VJH de Grupo Argos durante desvalorizaciones del Colcap

Evento	Colcap	Grupo Argos	VJH Grupo Argos	Outperformance acción vs VJH
1	-25.8%	-31.4%	-28.2%	-3.2%
2	-33.1%	-33.5%	-37.8%	4.3%
3	-17.9%	-19.8%	-15.7%	-4.1%
4	-29.8%	-34.3%	-25.2%	-9.0%
5	-20.7%	-17.1%	-15.9%	-1.1%
Promedio	-25.5%	-27.2%	-24.6%	-2.6%

Una desvalorización mayor de la acción respecto a su VJH representa una de dos situaciones:

- Si existía descuento al comienzo del periodo este aumentó durante la tendencia de desvalorización del mercado.
- Si existía prima al comienzo del periodo esta disminuyó durante la tendencia de desvalorización del mercado.

Este análisis muestra que Grupo Argos se ha visto castigado en la mayoría de eventos de desvalorización del mercado, en la medida que el descuento de holding ha aumentado, o si existía prima ha disminuido.

b) Grupo Sura

Para el caso de Grupo Sura, como sucede con Grupo Argos, también se presenta una mayor caída del precio de la acción que de su VJH en la mayoría de eventos de desvalorización (cuatro de cinco).

Tabla 6. Variación de la acción y del VJH de Grupo Sura durante desvalorizaciones del Colcap

Evento	Colcap	Grupo Sura	VJH Grupo Sura	Outperformance acción vs VJH
1	-25.8%	-28.2%	-26.3%	-2.0%
2	-33.1%	-39.9%	-35.5%	-4.4%
3	-17.9%	-9.1%	-16.1%	7.0%
4	-29.8%	-26.3%	-13.1%	-13.2%
5	-20.7%	-20.6%	-15.4%	-5.2%
Promedio	-25.5%	-24.8%	-21.3%	-3.6%

La conclusión está acorde con la de Grupo Argos: en los periodos de desvalorización Grupo Sura amplió su descuento de holding.

La mayor caída de la acción sobre el del VJH es en promedio del 3.6%, mostrando una mayor ampliación del descuento (o disminución de la prima) que el que presentó Grupo Argos, que para los mismos periodos de valorización fue del 2.6%. Esta relación puede estar afectada por el porcentaje de activos no listados de cada compañía; en la medida que este sea mayor el VJH tiene una menor caída en un periodo de desvalorización.

En conclusión, durante los periodos de desvalorización el mercado ha castigado en mayor medida a los holding, esto debido a una mayor caída del precio de la acción que la presentada por su VJH. La concentración y correlación del mercado accionario colombiano podrían explicar esta situación al igual que ocurre en los periodos de valorización.

En el artículo de “Spin-off: tackling the conglomerate Discount” (Khorana *et al.*, 2011) se realiza un comparación sobre la evolución del descuento o prima en periodos de volatilidad, para lo cual se encuentra que durante la última crisis económica del 2008 el modelo de negocio de conglomerado fue considerado conveniente ya que reduce la dependencia de la compañía a los mercados de capitales, pues el exceso de caja en una

división permite ser aprovechado para financiar internamente otra; debido a esto se observó que los descuentos de holding se redujeron durante el 2002 y el 2008, tiempo donde existía gran incertidumbre, incluso en países como Grecia y Portugal que tuvieron mayor afectación se generó una prima.

4) Variación del promedio histórico de descuento de holding previo y posterior a las transacciones de mayor monto de las dos compañías en el periodo analizado

a) Grupo Argos: absorción de los activos no cementeros de su filial Cementos Argos

El 26 de octubre de 2011 Grupo Argos informó que su Junta Directiva decidió someter a consideración de la Asamblea de Accionistas la absorción de ciertos activos no cementeros de Cementos Argos. Los activos comprendidos en la transacción fueron:

- Activos inmobiliarios no relacionados con el negocio cementero, ubicados principalmente en Barranquilla, Cartagena, Barú y Puerto Colombia.
- Activos carboníferos, principalmente títulos mineros y terrenos asociados.
- Activos portuarios compuestos principalmente por las sociedades portuarias Golfo de Morrosquillo y Cementeras Asociadas, que incluyen los puertos de Buenaventura, Tolú y Barranquilla.
- Portafolio de acciones que comprende:
 - El 14.7% de Grupo de Inversiones Suramericana
 - El 5.4% de Grupo Nutresa
 - El 2% de Bancolombia Ordinaria

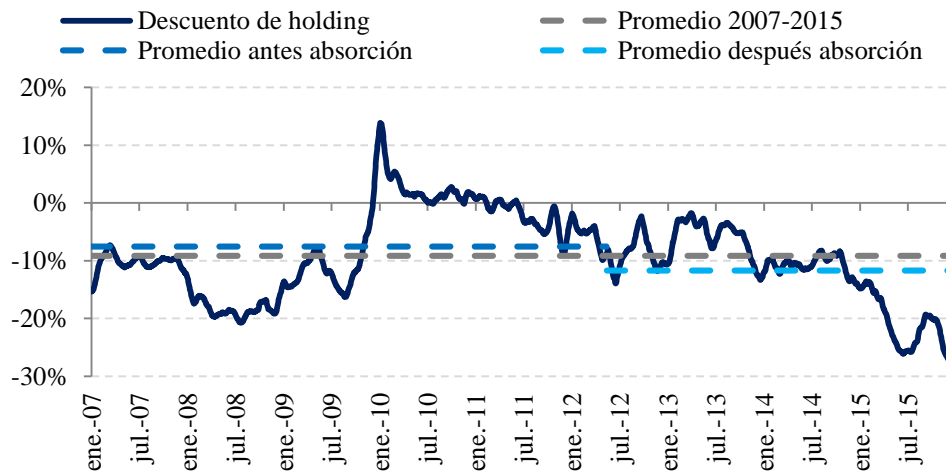
El valor de los activos recibidos fue aproximadamente de COP 6.5 billones, de los cuales COP 3.4 billones (54%) corresponden a activos no listados en la BVC.

La absorción fue aprobada por la Asamblea de Accionistas en noviembre de 2011 y por la Superfinanciera en abril de 2012.

Para el análisis, los activos recibidos por la absorción se incorporan a partir del 8 de junio de 2012, el mismo día que salieron a circulación 137.8 millones de acciones preferenciales, con las cuales se pagó la transacción.

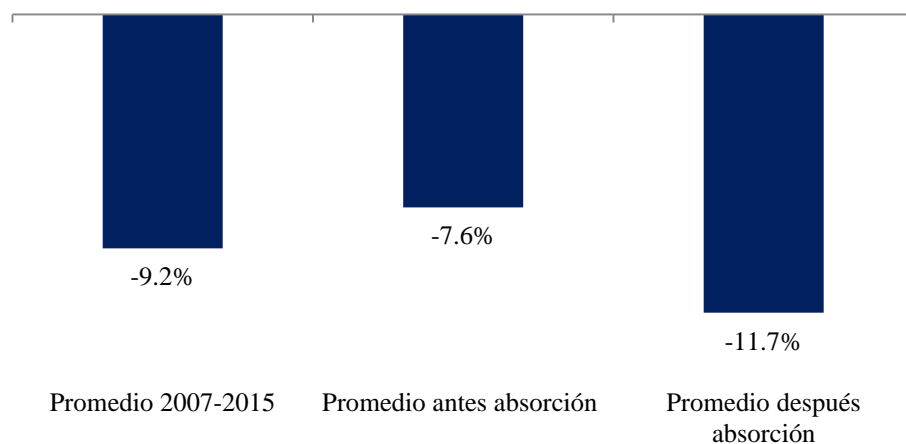
Para determinar el impacto que tuvo esta transacción en el descuento de holding de Grupo Argos se analizó el promedio previo y posterior a la transacción:

Figura 3. Descuento de holding Grupo Argos antes y después de la absorción



El descuento de holding promedio antes de la absorción fue de 7.6%, y después de la transacción este aumentó ubicándose en 11.7%.

Figura 4. Promedio descuento de holding Grupo Argos antes y después de la absorción



La respuesta del mercado a la transacción fue aumentar el descuento de holding. A pesar de una mayor exposición a activos no listados, la respuesta del mercado fue aumentar el descuento que le asigna a la acción de Grupo Argos frente al valor de su portafolio. Desde la transacción, la compañía no ha revelado una actualización de valor de los activos recibidos de la absorción, y esto puede explicar porque el mercado ha aumentado el descuento de holding tras la absorción. Adicionalmente, la incorporación estos activos puede hacer más compleja a la compañía desde el punto de vista de valoración del mercado, y por esto se podría haber presentado el incremento del descuento de holding.

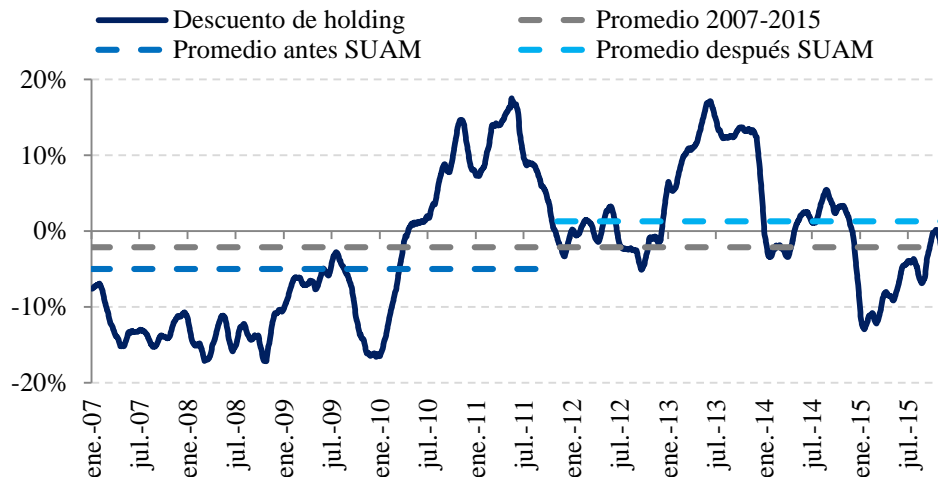
b) Grupo Sura: adquisición de SUAM

El 25 de julio de 2011 Grupo Sura informó que cerró un contrato con ING para la adquisición de los activos de pensiones y seguros que dicha sociedad poseía en Colombia, México, Chile, Perú y Uruguay. El 27 de julio comunicó que la financiación de la adquisición, que ascendía a USD 3,763 millones, se realizaría con una combinación de endeudamiento, coinversionistas y una emisión de acciones

preferenciales. Estas acciones comenzaron a negociarse en la BVC a partir del 2 de diciembre de 2011, fecha desde la cual se incorporan estos activos, posteriormente consolidados en SUAM, en el análisis. El valor asignado desde esa fecha es de \$4.6 billones, cifra que fue reportada como el valor en libros de la inversión en el informe anual de 2011, metodología que se continuó utilizando a lo largo de todo el análisis, actualizando la cifra con cada reporte anual.

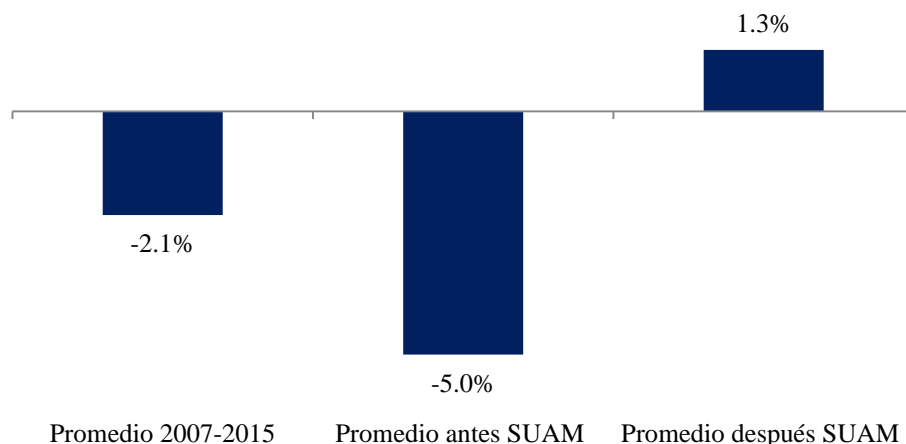
Para determinar el impacto que tuvo esta transacción en el descuento de holding de Grupo Sura se analizó el promedio previo y posterior a la transacción:

Figura 5. Descuento de holding Grupo Sura antes y después de la adquisición de SUAM



El descuento de holding promedio antes de la adquisición de SUAM fue 5.0%; y después de la transacción el mercado reconoció una prima promedio del 1.3%.

Figura 6. Promedio descuento de holding Grupo Sura antes y después de la adquisición de SUAM



La respuesta del mercado a la transacción fue comenzar a reconocer una prima en la acción de Grupo Sura desde la transacción. Al incorporar una inversión en activos no listados el mercado aumentó la valoración de la acción frente a su VJH. Adicionalmente, el mercado pudo reconocer la transacción como la consolidación de Grupo Sura como un holding en servicios financieros, dejando de ser un holding diversificado. Otro factor que permite una mejor valoración del mercado frente a esta transacción, respecto a la absorción en Grupo Argos, es que el valor en libros reportado de la inversión en SUAM se ha ido actualizando año tras año, facilitando la valoración para el mercado y permitiéndole así reconocer el valor, mientras los activos inmobiliarios, portuarios y carboníferos no se han actualizado desde la transacción.

En los últimos años los inversionistas tienen preferencia por empresas que se dirigen a un mismo sector, obteniendo claridad en el foco y profundidad en la actividad desempeñada. Esta “prima de enfoque”, como la definen Zenner, Junek, Chivukula y J.P. Morgan en el artículo “Shrinking to Grow: Evolving Trends in Corporate Spin-offs” (2015), está fuertemente relacionada con la actividad de escisión muy común por estos días, buscando capturar un beneficio adicional en la valoración. En el caso de Grupo Sura los activos

recibidos fortalecieron las inversiones estratégicas de la compañía desde la perspectiva del mercado, lo que pudo generar un beneficio para el precio de la acción. Adicionalmente, al incorporar activos regionales la transacción generó mayor visibilidad en la comunidad inversionista internacional y convirtió a Grupo Sura en un vehículo de exposición al sector de servicios financieros en América Latina. Para Grupo Argos la transacción no representó un fortalecimiento de las inversiones estratégicas desde la perspectiva del mercado debido a la inclusión de portafolio de inversión diferente a su negocio estratégico. Esto, sumado a la baja participación de activos que sí se podían considerar como estratégicos (inmobiliarios, portuarios y carboníferos) y que no fue percibido por el mercado como un fortalecimiento del holding, resultando en un aumento del descuento de holding.

5) Respuesta del descuento de holding a transacciones

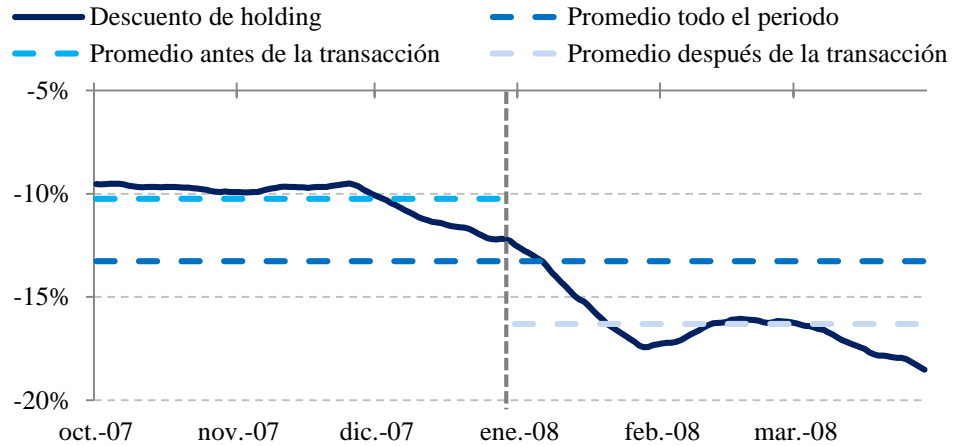
a) Grupo Argos:

- **Transacción 1: adquisición de Celsia (Colinversiones)**

Al finalizar el primer trimestre del 2008 Grupo Argos reportó que tenía propiedad sobre el 24.9% de las acciones de Celsia (en ese momento Colinversiones). Un trimestre anterior, al cierre de 2007, la participación de Grupo Argos en la compañía era del 1.2%. Esta adquisición se realizó a través de la BVC, al revisar las operaciones diarias, el 22 de enero de 2008 se negociaron 5.5 millones de acciones, correspondientes al 7.7% de la compañía. Se asume que ese día se realizó la transacción de incremento de participación, que fue complementada en jornadas posteriores.

Para determinar el impacto de este incremento de participación en Celsia se analiza el descuento 90 días antes y 90 días después a la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 7. Descuento de holding de Grupo Argos antes y después de la adquisición de Celsia



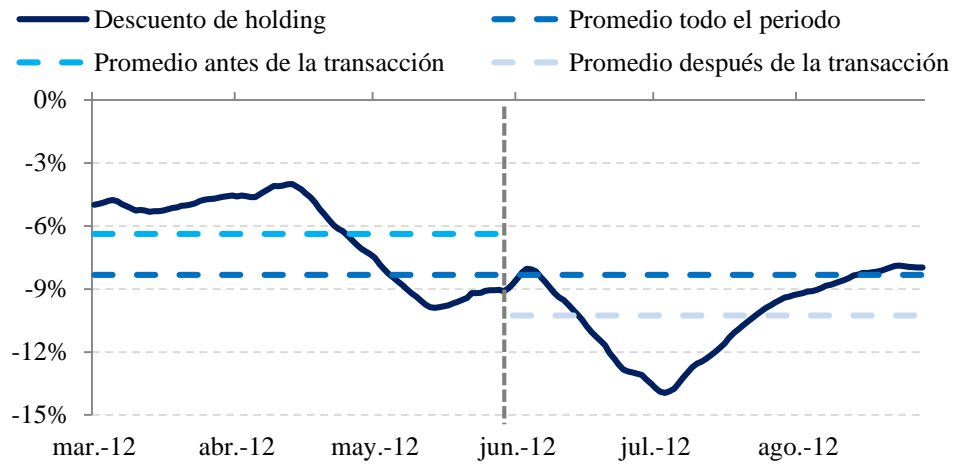
El promedio del descuento de holding durante los 180 días analizados (del 24 de octubre de 2007 hasta el 24 de abril de 2008) fue de 13.3%. Los 90 días previos a la transacción, el promedio del descuento de holding fue de 10.2%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción el promedio aumentó a 16.3%.

En esta transacción, correspondiente a una inversión en una compañía listada, el descuento de holding aumentó posterior a la transacción.

- Transacción 2: absorción de los activos no cementeros de su filial Cementos Argos

Esta es la transacción analizada en el 4 (a). Se estudia el descuento 90 días antes y 90 días después de la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 8. Descuento de holding Grupo Argos antes y después de la absorción



El promedio de la prima de Grupo Argos sobre su VJH durante los 180 días analizados (del 10 de marzo de 2012 hasta el 6 de septiembre de 2012) fue de 8.3%. Los 90 días previos a la transacción el promedio del descuento fue de 6.4%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción el promedio aumentó a 10.3%.

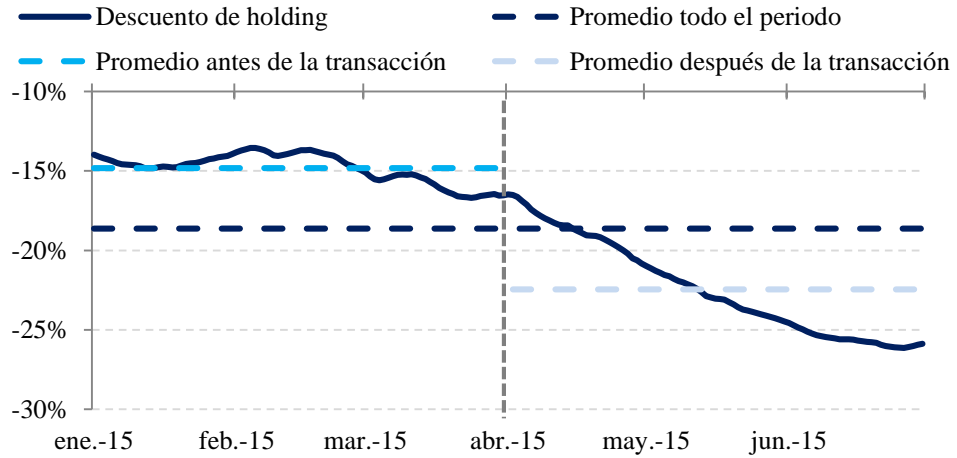
En este evento, correspondiente a una inversión en una combinación activos listados y no listados, el descuento de holding aumentó.

- Transacción 3: adquisición de Odinsa

El 16 de abril de 2015 Grupo Argos informó que a través de la BVC había adquirido 48.6 millones de acciones de Odinsa, equivalente al 24.8% de las acciones en circulación de la compañía y que, adicionalmente, tenía el objetivo de comprar entre el 20% y el 25% adicional a través de una Oferta Pública de Adquisición.

Para determinar el impacto de la adquisición en Odinsa se analiza el descuento 90 días antes y 90 días después de la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 9. Descuento de holding de Grupo Argos antes y después de la adquisición de Odinsa



El promedio del descuento de holding durante los 180 días analizados (del 16 de enero hasta el 15 de julio de 2015) fue 18.6%. Los 90 días previos a la transacción el promedio del descuento de holding fue 14.8%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción el promedio aumentó a 22.4%. El precio de la acción de Odinsa subió un 23.4% el 14 de abril de 2015, día en que comenzó la compra por parte de Grupo Argos en el mercado secundario. El descuento de holding de Grupo Argos también pudo aumentar debido a la prima que pagó sobre el precio al que cotizaba antes la acción de Odinsa.

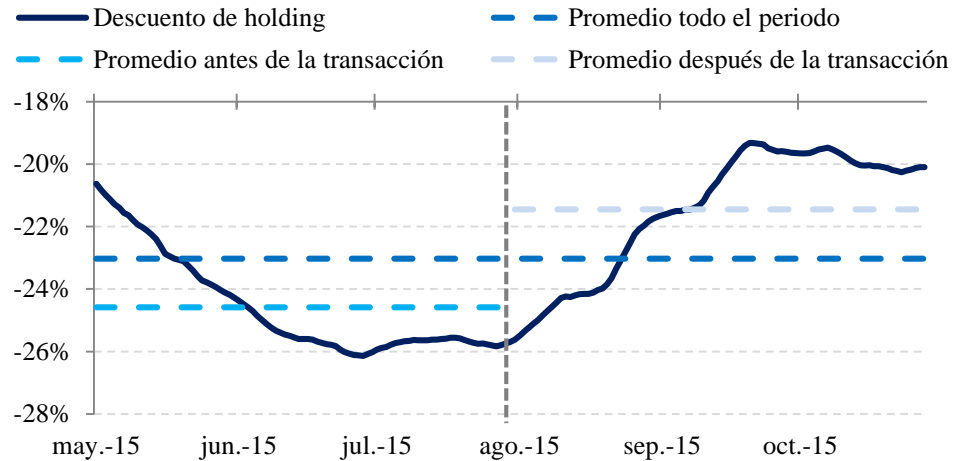
En este evento, correspondiente a una inversión en una compañía listada, el descuento de holding aumentó posterior a la transacción.

- Transacción 4: venta de participación en Cementos Argos

El 12 de agosto de 2015 Grupo Argos informó la venta de 61.5 millones de acciones ordinarias de Cementos Argos, que representan el 4.5% del total de acciones en circulación de la compañía. Con esta transacción, Grupo Argos redujo su participación en Cementos Argos de 51.3% a 46.8% sobre el total de acciones en circulación.

Para determinar el impacto de la desinversión en Cementos Argos se analiza el descuento 90 días antes y 90 días después de la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 10. Descuento de holding de Grupo Argos antes y después de la venta de la participación en Cementos Argos



El promedio del descuento de holding durante los 180 días analizados (del 14 de mayo hasta el 10 de noviembre de 2015) fue de 23.0%. Los 90 días previos a la transacción el promedio del descuento de holding fue de 24.6%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción el promedio se redujo a 21.5%.

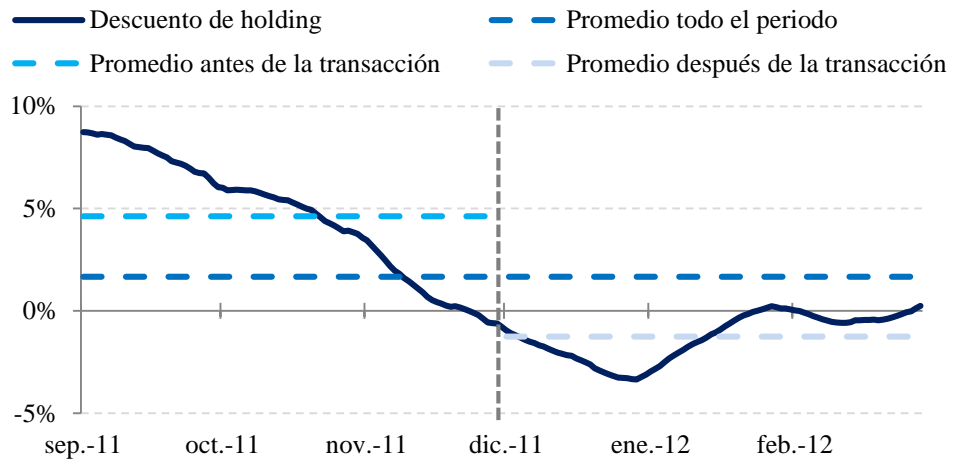
En esta transacción, correspondiente a una desinversión en una compañía listada, el descuento de holding disminuyó posterior a la transacción.

b) Grupo Sura:

- Transacción 1: adquisición de SUAM

Esta es la transacción analizada en el 4 (b). Se revisa el descuento 90 días antes y 90 días después de la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 11. Descuento de holding de Grupo Sura antes y después de la adquisición de SUAM



El promedio de la prima de Grupo Sura sobre su VJH durante los 180 días analizados (del 3 de septiembre de 2011 hasta el 1 de marzo de 2012) fue de 1.7%. Los 90 días previos a la transacción el promedio de la prima fue de 4.6%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción se pasó a un descuento de holding promedio de 1.3%.

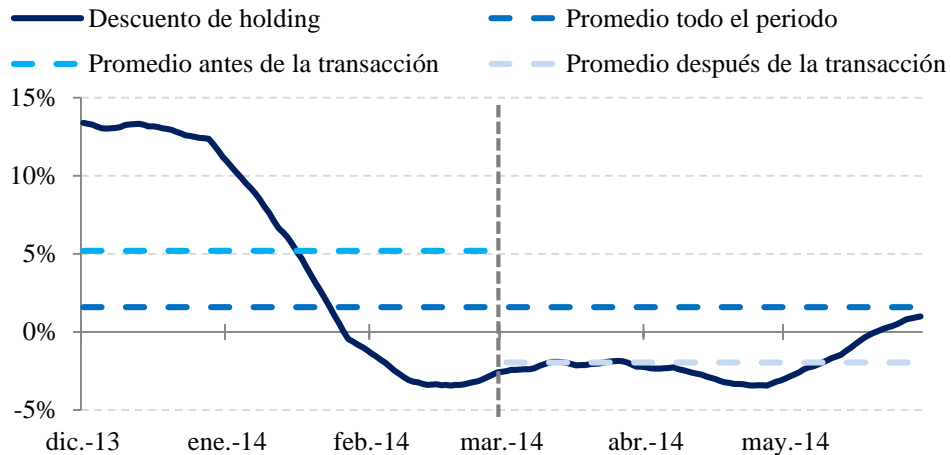
En este evento, correspondiente a una adquisición de activos no listados, el descuento de holding aumentó (disminuyó la prima existente y pasó a ser descuento).

- Transacción 2: compra de acciones preferenciales de Bancolombia

El 19 de diciembre de 2013 Grupo Sura anunció que participaría en la futura emisión de acciones preferenciales de Bancolombia, formalizando su participación el 14 de febrero de 2014. El 3 de marzo de 2014 fueron adjudicadas 29.3 millones de acciones a Grupo Sura, las cuales se incorporaron desde ese día en el análisis.

Para determinar el impacto de la inversión, en acciones preferenciales de Bancolombia, se analiza el descuento 90 días antes y 90 días después de la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 12. Descuento de holding de Grupo Sura antes y después de la compra de acciones preferenciales de Bancolombia



El promedio de la prima de Grupo Sura sobre su VJH durante los 180 días analizados (del 3 de diciembre de 2013 hasta el 1 de junio de 2014) fue de 1.6%. Los 90 días previos a la transacción el promedio de la prima fue de 5.2%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción la prima pasó a ser un descuento que en promedio se ubicó en 2.0%.

En esta transacción, correspondiente a una adquisición de activos listados, el descuento de holding aumentó, pasando de una prima a presentar un descuento.

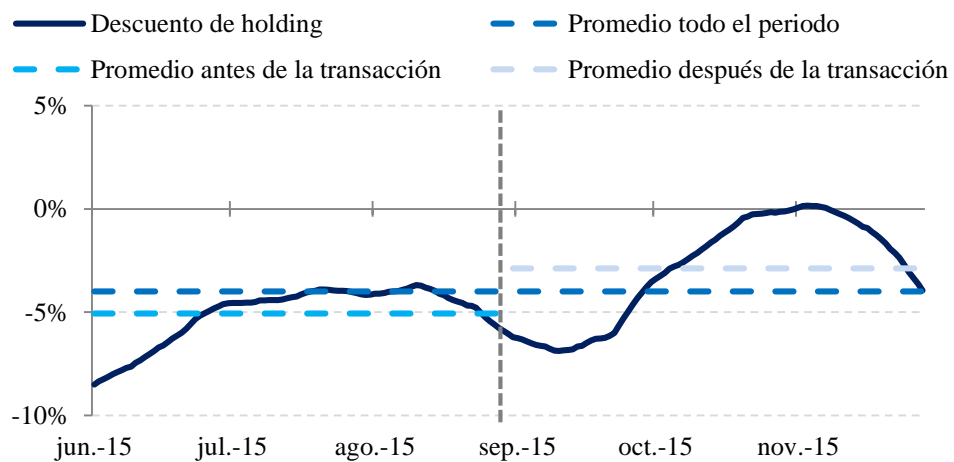
- Transacción 3: adquisición de Royal & Sun Alliance

El 7 de septiembre de 2015 Grupo Sura informó que su filial Suramericana firmó un contrato con Sun Alliance Insurance Overseas Limited, The Globe Insurance Company Limited y Royal & Sun Alliance Insurance plc (RSA) para la adquisición

de las compañías de seguros que dichas entidades poseen en Colombia, México, Chile, Brasil, Argentina y Uruguay, transacción que ascendía a USD 614 millones.

Para determinar el impacto de la adquisición de RSA se analiza el descuento 90 días antes y 90 días después de la fecha en la cual comenzó la transacción:

Figura 13. Descuento de holding de Grupo Sura antes y después de la adquisición de RSA



El promedio del descuento de holding durante los 180 días analizados (del 10 de junio hasta el 7 de diciembre de 2015) fue de 4.0%. Los 90 días previos a la transacción el promedio del descuento de holding fue de 5.1%, mientras que para los 90 días posteriores a la transacción el promedio se redujo a 2.9%.

En este evento, correspondiente a una adquisición de activos no listados, el descuento de holding disminuyó.

El resumen de la respuesta del descuento de holding a las transacciones más representativas de Grupo Argos y Grupo Sura es el siguiente:

Tabla 7. Resumen de la respuesta del descuento de holding a transacciones

Grupo Argos			
Evento	Transacción	Tipo	Respuesta
1	Adquisición Celsia	Adquisición de compañía listada	Descuento aumentó
2	Absorción por escisión	Adquisición activos listados y no listados	Descuento aumentó
3	Adquisición Odinsa	Adquisición de compañía listada	Descuento aumentó
4	Desinversión Cemargos	Desinversión en compañía listada	Descuento disminuyó
Grupo Sura			
Evento	Transacción	Tipo	Respuesta
1	Adquisición SUAM	Adquisición de compañía no listada	Descuento aumentó
2	Inversión Bancolombia	Inversión en compañía listada	Descuento aumentó
3	Adquisición RSA	Adquisición de compañía no listada	Descuento disminuyó

Las conclusiones que se obtienen del análisis de la respuesta a las transacciones son las siguientes:

- En los eventos de adquisición o inversión en compañías listadas el descuento de holding aumentó.
- En el único evento de desinversión de una participación en una compañía listada (venta de Cemargos) el descuento de holding disminuyó.
- Los dos puntos anteriores muestran que el descuento de holding tiene una relación directa con la exposición a activos listados.
- Las adquisiciones de compañías no listadas han mostrado resultados mixtos. Mientras que para Grupo Sura la adquisición de RSA disminuyó el descuento de holding, la de SUAM la aumentó en el periodo analizado. Para Grupo Argos, la absorción por escisión, que incluía activos listados y no listados, aumentó el descuento.
- A pesar de lo anterior, al analizar la transacción de SUAM se observa que para un periodo más largo la transacción llevó a una disminución del descuento de holding. Considerando esto, se muestra que el descuento de holding tiene una relación inversa con la exposición a activos no listados. El mercado aumenta la valoración de la acción del Holding frente a su VJH en la medida que la participación de activos no listados aumenta. Al ser activos no listados el

mercado tarda más tiempo en generar una respuesta sobre el descuento que en transacciones sobre activos listados que tienen valoraciones de mercado.

- La relación inversa entre el descuento de holding y la exposición a activos no listados también se puede explicar desde la dificultad para los inversionistas para replicar el portafolio de inversión del holding. En la medida que un mayor porcentaje del portafolio no este listado, los inversionistas deben comprar la acción del holding para tener exposición a sus activos.
- Existe evidencia de una prima de enfoque que disminuye el descuento cuando la adquisición profundiza un negocio estratégico para la compañía; o una venta permite crear valor cuando los recursos son “puestos a trabajar”, ganando un rendimiento adecuado y cuando los bienes se venden por más de lo que valen internamente (Milano, Treadwell & Hopson, 2011).

6) Análisis del comportamiento del descuento de holding respecto a la exposición de activos no listados

El análisis anterior muestra que el mercado ha favorecido a Grupo Argos y a Grupo Sura cuando aumentan su exposición a activos no listados (puede ser por aumento de activos no listados o disminución de activos listados). A continuación se analiza la evolución de la participación de activos no listados en las dos compañías, y su relación con el descuento de holding.

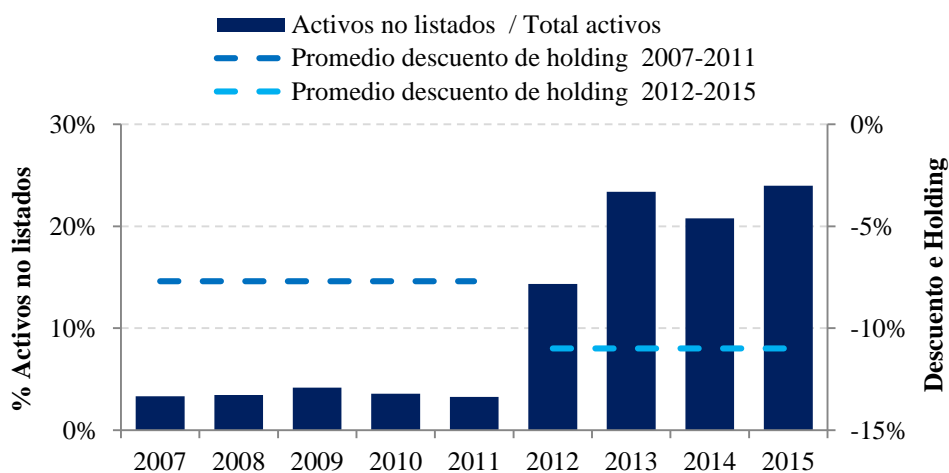
a) Grupo Argos

El cambio más relevante de la composición de los activos de Grupo Argos se presentó en 2012 con la absorción. Dentro de la transacción, el 54% representaba activos inmobiliarios, portuarios y carboníferos, los cuales no están listados.

El descuento de holding previo a la transacción fue en promedio del 7.6%, con una participación de activos no listados del 4% en promedio. Al incorporar estos activos el

promedio del descuento de holding aumentó hasta 11.7%, con una participación promedio del 21% de activos no listados

Figura 14. Descuento de holding de Grupo Argos y participación de activos no listados dentro del total de activos

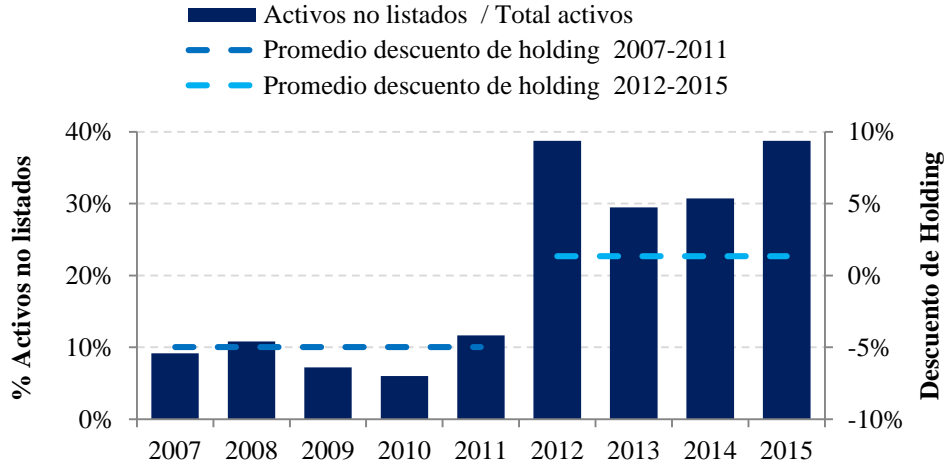


b) Grupo Sura

Grupo Sura ha tenido una mayor participación de activos no listados que Grupo Argos. La inversión en el negocio de seguros, que fue el origen de la compañía, era la inversión no listada más importante hasta el 2012. Desde ese año, SUAM se convirtió en la inversión no listada con mayor participación en los activos de Grupo Sura.

El descuento de holding previo a la transacción de SUAM fue en promedio del 5.0%, con una participación de activos no listados del 8% en promedio. Posterior a la transacción, el promedio del descuento de holding disminuye, convirtiéndose en una prima del 1.3% en promedio, con una participación promedio del 31% de activos no listados.

Figura 15. Descuento de holding de Grupo Sura y participación de activos no listados dentro del total de activos



7) Análisis del comportamiento del descuento de holding respecto al valor presente de la perpetuidad de los Gastos de Holding

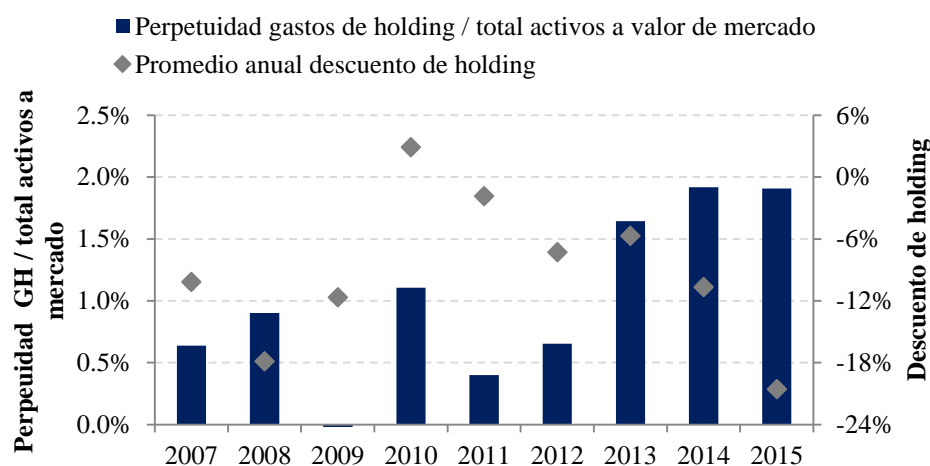
Los GH son uno de los principales componentes que pueden explicar el descuento de holding. Al ser una estructura de gastos administrativos e impuestos que los inversionistas podrían evitar si replicaran directamente el portafolio de inversión, es un factor que se tiende a descontar del valor de los activos de un holding.

Para el cálculo de la relación entre el descuento de holding se utilizó el valor de la perpetuidad estimada a partir de los GH del año anterior, que eran los últimos conocidos por el mercado, como porcentaje del total de activos a valor de mercado.

a) Grupo Argos

Al analizar la relación con el descuento de holding se observa que en los últimos años se ha presentado una relación con el nivel de gastos de administración. Desde 2013 el valor presente de la perpetuidad de los GH, en términos relativos a los activos de la compañía, aumentó considerablemente frente a los registrados hasta el 2012. En esos años, el descuento de holding ha presentado una tendencia de crecimiento.

Figura 16. Descuento de holding de Grupo Argos y perpetuidad de los GH como porcentaje del total de activos a valor de mercado

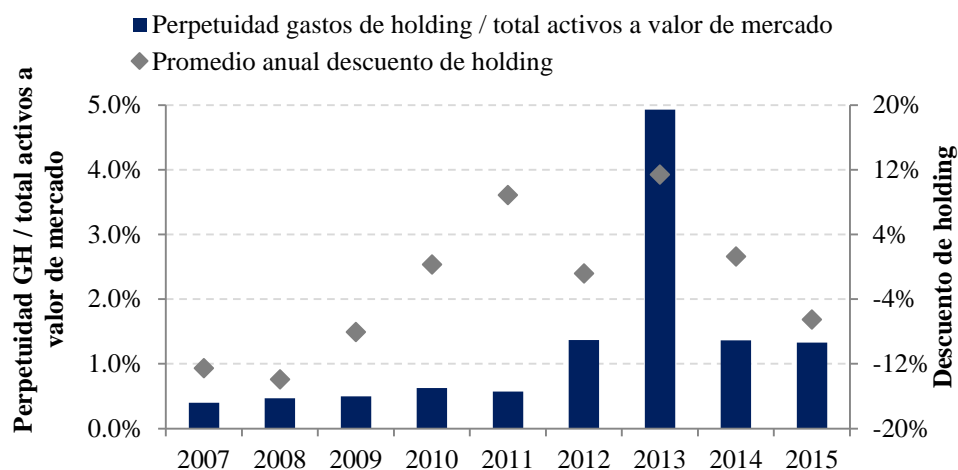


Sin embargo, esta relación no era tan evidente en los primeros años analizados. Por ejemplo, en 2010 se presenta el descuento de holding más bajo del periodo analizado (prima del 2.9% en promedio), y esto se da bajo los mayores GH del periodo 2007 a 2012. Aunque este resultado genera una pérdida en la relación entre GH y descuento, se puede argumentar que los niveles de GH no eran tan representativos hasta antes de 2013, y el mercado sólo comenzó a considerarlos como una variable influyente en el descuento cuando el valor presente comenzó a presentar una cifra considerable.

b) Grupo Sura

En el caso de Grupo Sura la relación entre el descuento de holding y los GH relativos al valor de los activos es menos evidente. El menor descuento de holding registrado (prima promedio de 11.4% en 2013) se presenta en el momento que el mercado tenía información de los mayores GH (datos de 2012). En el año siguiente, el descuento de holding aumentó (disminuyó la prima existente) a pesar de una reducción considerable en los gastos de administración.

Figura 17. Descuento de holding de Grupo Sura y perpetuidad de los GH como porcentaje del total de activos a valor de mercado



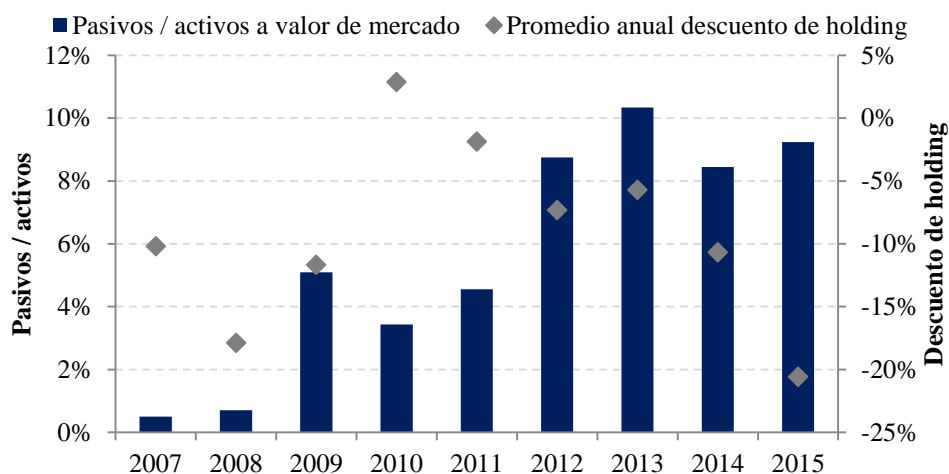
8) Análisis del comportamiento del descuento de holding respecto al apalancamiento

Otra de las variables que podría influir en el descuento de holding es el apalancamiento de la compañía. Para determinar el impacto de esta variable se analizó la relación entre el promedio anual del descuento de holding y los pasivos totales del año anterior, al ser la información que en ese momento estaba disponible para el mercado.

a) Grupo Argos

No existe una relación directa entre el endeudamiento total de la compañía y el descuento de holding. En 2009, por ejemplo, el endeudamiento como porcentaje de los activos reportado al mercado (cifras de 2008) se incrementó considerablemente, y el descuento promedio disminuyó. El año siguiente el apalancamiento disminuyó (cifras de 2009) y el descuento también disminuyó, pasando a ser una prima. En los últimos tres años, donde la participación del pasivo respecto al activo no tuvo variaciones drásticas, el descuento aumentó considerablemente.

Figura 18. Descuento de holding de Grupo Argos y apalancamiento

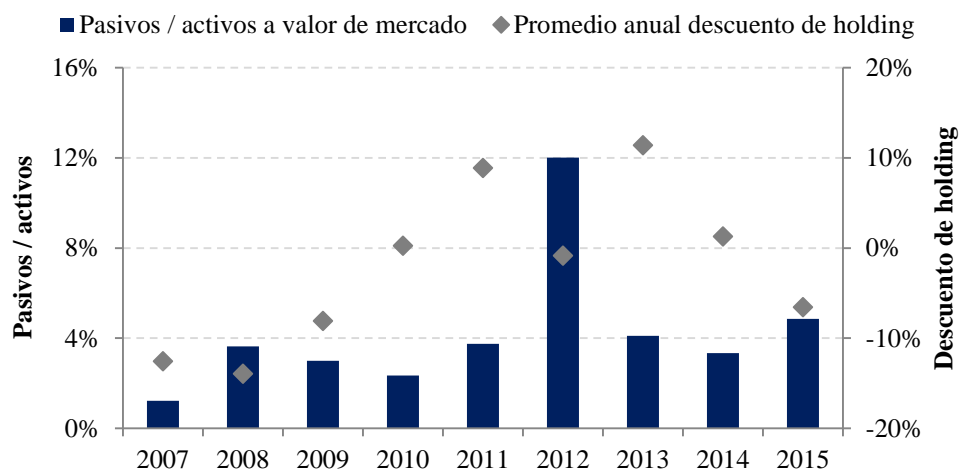


b) Grupo Sura

Aunque no es una tendencia constante, para el caso de Grupo Sura se observa una mayor incidencia del apalancamiento en el descuento de holding. El año más representativo es el 2012, donde el mercado conoció (cifras de 2011) el mayor apalancamiento del periodo analizado. Para ese año, el descuento de holding se incrementó considerablemente, al eliminar la prima promedio que había presentado el año anterior. Para 2013 el mercado percibió una disminución del apalancamiento y nuevamente se presentó una prima en la valoración.

A partir de ese momento la relación se pierde, el apalancamiento se mantuvo en niveles relativamente estables, pero el descuento de holding se incrementó considerablemente.

Figura 19. Descuento de holding de Grupo Sura y apalancamiento



9) Análisis de los componentes del descuento de holding: cuantitativo vs. cualitativo

El descuento de holding cuantitativo corresponde a la diferencia que existe entre los Activos a Valor de Mercado por acción y el VJH. El valor que se le resta a los activos son principalmente los pasivos y los GH, que corresponden a los descuentos que tradicionalmente aplica el mercado en el precio de la acción de un holding y el precio por acción de los Activos a Valor de Mercado. Este valor es lo que le resta el mercado al valor de las inversiones del holding por los gastos asociados a la operación, que principalmente están representados por los pasivos y los GH.

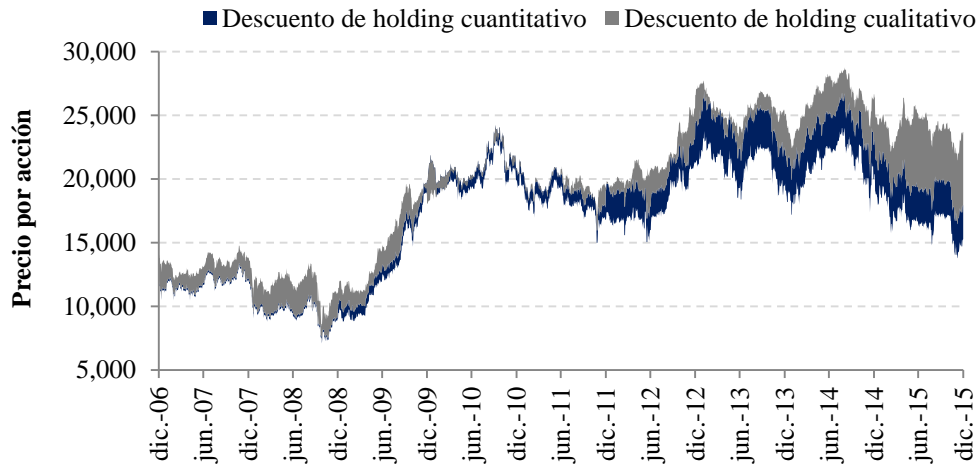
El descuento de holding cualitativo corresponde a la diferencia entre el VJH y el precio de la acción, y es igual al descuento de holding que se ha evaluado hasta el momento. Esta diferencia no está justificada por cifras financieras, y corresponde a un descuento adicional que se le cobra al holding por variables relacionadas con temas de percepción del mercado después de haber descontado sus gastos asociados a la operación del valor de sus inversiones.

El análisis de este punto busca determinar qué variables explican en mayor medida el descuento total sobre el precio por acción de los Activos a Valor de Mercado, entre el descuento cuantitativo y el descuento cualitativo.

a) Grupo Argos

Para Grupo Argos el descuento cualitativo ha sido más representativo en la mayoría del tiempo analizado, especialmente en el último periodo donde el descuento ha aumentado.

Figura 20. Descuento de holding cuantitativo y cualitativo de Grupo Argos

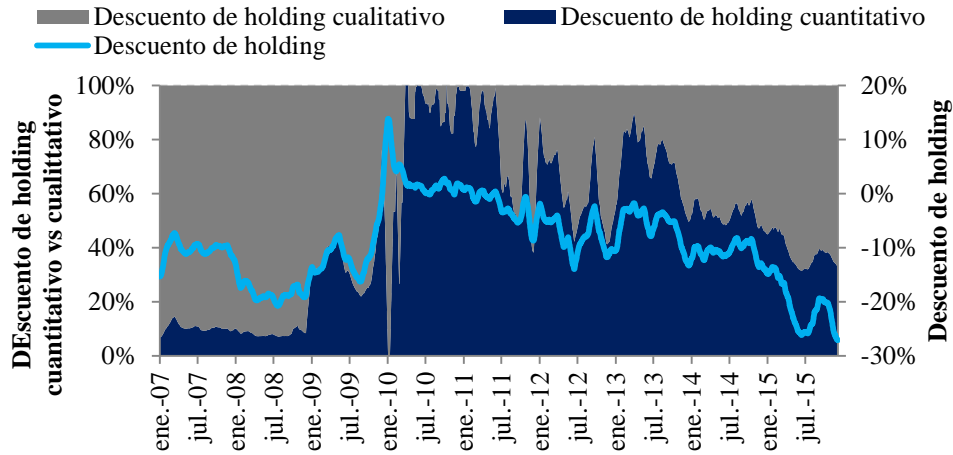


Al comienzo del periodo analizado el descuento cuantitativo representó menos del 15% del descuento total. En ese periodo, los GH y el apalancamiento eran relativamente bajos para la compañía, y por tal razón el mercado no le asignaba un descuento considerable por estas variables. A partir de 2010 estas variables comienzan a crecer, y el mercado asigna un mayor descuento. Sin embargo, en los últimos años analizados el descuento total está explicado nuevamente en mayor medida por variables diferentes a la operación del holding.

En general, los mayores niveles de descuento de holding se han presentado en momentos donde el componente cualitativo es mayor o comienza aumentar su participación frente al cuantitativo.

Esto permite reafirmar la conclusión de los puntos 7 y 8, que evidencian que el descuento de holding para Grupo Argos en general no responde directamente a los gastos operación de holding, y está determinado en mayor medida por temas cualitativos.

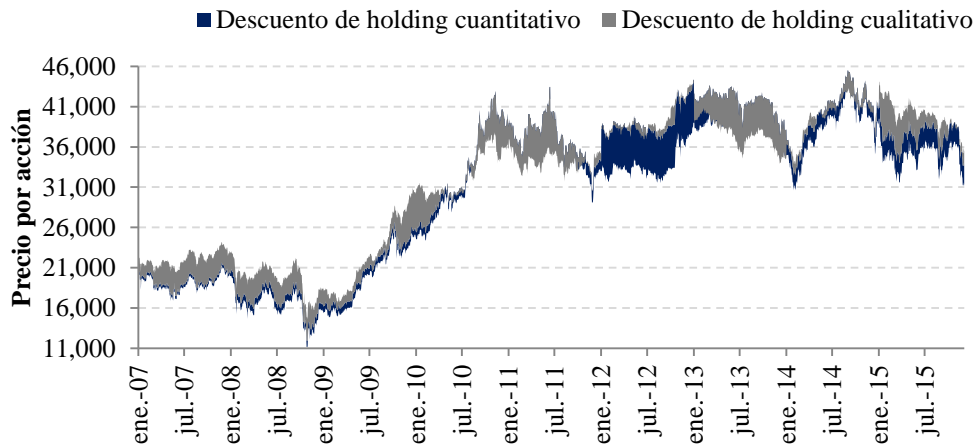
Figura 21. Participación del descuento cualitativo y cuantitativo dentro del descuento de holding de Grupo Argos



b) Grupo Sura

En el caso de Grupo Sura se presenta una situación similar, en general el descuento total está explicado por temas cualitativos en la mayor parte del periodo analizado.

Figura 22. Descuento de holding cuantitativo y cualitativo de Grupo Sura



Los mayores niveles de descuento de holding de Grupo Sura se presentaron en el comienzo del periodo analizado, cuando las variables que afectan el descuento de holding

cuantitativo no eran tan representativas, y la mayor incidencia en el descuento venía del componente cualitativo.

A finales de 2011 hay un periodo donde el descuento de holding comienza a aumentar al mismo tiempo que aumenta la incidencia de factores cuantitativos, que están relacionados con la adquisición de SUAM (mayores gastos y apalancamiento). Sin embargo, este efecto es temporal, a finales de 2014 el descuento de holding aumenta considerablemente en la medida en que los factores cualitativos ganan participación, reafirmando la conclusión obtenida del caso de Grupo Argos y de los puntos anteriores.

Figura 23. Participación del descuento cualitativo y cuantitativo dentro del descuento de holding de Grupo Sura



Conclusiones sobre el descuento de holding

- En Colombia existe el descuento de holding. Dos de los principales conglomerados, Grupo Argos y Grupo Sura, han presentado descuentos por holding de 9.2% y 2.1%, en promedio, durante los últimos nueve años (2007-2015).
- El resultado no difiere considerablemente del descuento de holding en el resto del mercado. El promedio de descuento de holding global ha sido del 5.5% (Khorana *et al.*, 2011).

- El descuento de holding en Colombia tiene una relación inversa con la valorización del mercado. En los periodos de valorizaciones más representativas el descuento de holding ha disminuido (o aumentado la prima), mientras que en las desvalorizaciones más significativas el descuento de holding ha aumentado (o disminuido la prima). Esto está explicado por la alta correlación que existe en el mercado accionario colombiano debido a su concentración en pocos emisores y a las participaciones cruzadas que hay entre ellos.
- El descuento de holding tiene una relación directa con la exposición a activos listados. Cuando un holding ha realizado una inversión en activos que son replicables por el mercado, al estar listados, el descuento de holding aumenta.
- Por el contrario, las desinversiones en activos listados generan una disminución en el descuento de holding, al aumentar la participación de activos no listados en el total de los activos del holding.
- En el caso de Grupo Sura el descuento de holding ha presentado una relación inversa con la exposición a activos no listados. El mercado aumentó la valoración de la acción del holding frente a su VJH en la medida en que la participación de activos no listados aumentó, específicamente con la adquisición de SUAM y RSA. El mercado parece premiar a la compañía a medida que sus transacciones no son replicables y adicionalmente son focalizadas en el sector de servicios financieros.
- Grupo Argos no presentó una adquisición únicamente de activos no listados; la mayor transacción de este tipo corresponde a la absorción de activos no cementos de su filial, sin embargo, también recibió acciones de compañías listadas. Después de esta transacción, el descuento de holding aumentó. Esto puede estar explicado por la falta de actualización del valor de los activos no listados que genera una mayor complejidad para su valoración.
- La respuesta del mercado para disminuir el descuento, cuando las compañías aumentan su inversión en activos no listados, es más lenta que cuando los activos están listados. Esto se puede presentar por el proceso de valoración por parte del mercado de estos activos, que al no estar listados no tienen un precio de mercado que los valore inmediatamente.

- Las actividades corporativas del holding parecen no tener influencia representativa en el descuento de holding que les otorga el mercado.
- Los GH han mostrado una débil relación, especialmente en los últimos años, con algunos casos donde el descuento se ha incrementado en la medida que estos gastos aumentan, pero la relación no es consistente en el periodo de análisis.
- El apalancamiento no muestra influencia directa en el descuento que le ha otorgado el mercado a los holding (Damodaran, 2016).
- En general, los mayores niveles de descuento de holding se han presentado en momentos donde el componente cualitativo del descuento (no justificado por las actividades corporativas) es mayor o comienza aumentar su participación frente al cuantitativo.

Referencias

- Ammann, M., Hoechle, D. & Schmid, M. (2012). Is there Really No Conglomerate Discount? *Journal of Business Finance & Accounting*, 39, 264-288.
- Berger, P. G. & Ofek, E. (1995). Diversification's Effect on the Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Carlesi, L., Verster, B. & Wenger, F. (2007). *The New Dynamics of Managing the Corporate Portfolio*. Londres: Mckinsey & Company.
- Cyriac, J., Koller, T. & Thomsen, J. (2012). *Testing the Limits of Diversification*. Nueva York: McKinsey & Company.
- Damodaran, A. (2009). *The Octopus: Valuing Multi-business, Multi-national Companies*. Nueva York: Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2016). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc .
- Fubini, D., Park, M. & Thomas, K. (2013). *Profitably Parting Ways*. Nueva York: Mckinsey & Company.

- Gajewski, D. (2012). The Holding Company as an Instrument of Companies' Tax-Financial Policy Formation. *Vizja Press&IT*, 1975-1982.
- Grupo Argos (2014a). *Informe anual* [documento corporativo].
- Grupo Argos (2014b). *Presentación de resultados 4T2014* [documento corporativo].
- Grupo Argos (2015a). *Informe anual* [documento corporativo].
- Grupo Argos (2015b). *Presentación de resultados 4T2015* [documento corporativo].
- Grupo Argos (s. f.). *Quiénes somos: Grupo Argos*. Recuperado de <https://www.grupoargos.com/es-es/Quienes-Somos>
- Grupo Sura (2014). *Informe anual* [documento corporativo].
- Grupo Sura (2015a). *Informe anual* [documento corporativo].
- Grupo Sura (2015b). *Presentación de resultados 4T2015* [documento corporativo].
- Hoechle, D., Ingo, W., Yermack, D. & Walter, I. (2011). How Much of the Diversification Discount can be Explained by Poor Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 103, 41-60.
- Huyett, B. & Koller, T. (2011). Finding the courage to shrink. *McKinsey Quarterly*, 1-6.
- Khorana, A., Shivdasani, A., Stedenvad, C. & Sanzhar, S. (2011). Spin-offs: Tackling the Conglomerate Discount. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 90-101.
- Laeven, L. & Levine, R. (2007). Is there a diversification discount in financial conglomerates? *Journal Of Financial Economics*, 85, 331-367.
- Milano, G. V., Treadwell, S. C. & Hopson, F. (2011). How Corporate Diversity and Size Influence Spinoffs and Other Breakups. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23, 68-77.
- Pidum, U., Rubner, H., Kruhler, M., Untiedt, R. & Nippa, M. (2011). Corporate Portfolio Management: Theory and Practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(1), 63-76.
- Ramachandran, J., Manikandan, K. & Pant, A. (2013). Why Conglomerates Thrive (Outside the U.S). *Harvard Business Review*, 110-120.
- Restrepo, N. (2009). *Empresariado antioqueño y sociedad: transformación e influencia de las élites patronales de Antioquia sobre las políticas económicas y sociales*

colombianas a partir de 1940 [Tesis de Doctorado, Sociología Política]. Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, París.

Rudolph, C. & Schwetzler, B. (2014). Mountain or molehill? Downward biases in the conglomerate discount measure. *Journal of Banking & Finance*, 40, 420-431.

Supersociedades (2001). Holding. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/conceptos/conceptos-juridicos/Normatividad%20Conceptos%20Juridicos/24445.pdf>

Van Lelyveld, I. & Knot, K. (2009). Do financial conglomerates create or destroy value? evidence for the EU. *Journal of Banking & Finance*, 57, 721-767.

Whited, T. (2001). Is It Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount? *The Journal of Finance*, 56, 1667-1691.

Zenner, M., Junek, E., Chivukula, R. & Morgan, J. P. (2015). Shrinking to de Grow: Evolving Trends in Corporate Spin-offs. *Applied Corporate Finance*, 27(3),131-137.