

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Finanzas

Revisión del Descuento por Holding: El Caso del Grupo Quiñenco

Autoría: Inza, Alejandro

Año académico: 2023

¿Cómo citar este trabajo?

Inza, A. (2023) "Revisión del Descuento por Holding: El Caso del Grupo Quiñenco.". [*Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella*].

Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12057>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)

Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023

Alumno: Alejandro Inza

Tutor: Juan Torviso

Revisión del Descuento por Holding: El Caso del Grupo Quiñenco

Índice

Introducción	4
Capítulo I: Marco Conceptual.....	5
I.a) Las Sociedades Holdings.....	5
I.b) Definición del Descuento por Holding.....	8
I.c) Comparación con Close-End Funds (CEF)	9
I.d) Comunes Explicaciones de la Literatura Contemporánea.....	12
I.d.i) Diferencias de derechos económicos vs. de control.....	12
I.d.ii) Faltante de Liquidez / Free Float Limitado.....	16
I.d.iii) Penalidad por Diversificación.....	17
I.d.iv) Gastos de Holding	20
Capítulo II: Descuento por Holding en el Grupo Quiñenco	21
II.a) El Grupo Quiñenco	21
II.a.i) Descripción	21
II.a.ii) Estructura Corporativa	24
II.a.iii) Rendimiento Histórico	25
II.b) Industrias del Grupo Quiñenco	28
II.b.i) Servicios Financieros	28
II.b.ii) Bebidas	30
II.b.iii) Servicios Portuarios	32
II.b.iv) Manufactura	35
II.b.v) Energía	37
II.b.vi) Transporte	38
II.c.) Descuento por Holding	41
II.c.i) Cuantificación del Descuento	41
II.c.ii) Ajuste Propuesto al Descuento	42
II.c.iii) Composición del NAV Ajustado	43
II.d) Posibles Explicaciones del Descuento	44
Capítulo III: Conclusiones	55
Referencia Bibliográfica	57

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo explicar las principales causas del descuento por *holding* del Grupo Quiñenco, entendido como una subvaluación de su capitalización bursátil en comparación con la de sus subsidiarias o empresas operativas (“OpCos”). Por este motivo, primero se realizará una revisión literaria de las principales explicaciones que la academia ofrece sobre esta temática, y luego se procederá a desarrollarlas en el caso de estudio mencionado.

Los factores que se analizarán comprenden: diferencias entre los derechos que posee el accionista controlante (la Familia Luksic) sobre Quiñenco, falta de liquidez de la acción del *holding*, gastos administrativos relacionados a la entidad (gastos de *holding*) y penalidad por diversificación. Los hallazgos principales del estudio relacionan a estos, excluyendo a los gastos de *holding*, como posibles motivantes del descuento. En particular, esto se explica dado que se evidencia una clara diferencia de los derechos económicos (sobre los dividendos a distribuir) y políticos (de control) de la controlante con respecto a las diferentes subsidiarias, una clara falta de liquidez del Grupo en comparación con otras empresas del mercado chileno, y una transferencia limitada de los rendimientos positivos de las OpCos en la acción del Grupo como a su vez una penalización en los casos de rendimiento negativo. En contrapartida, no se refleja una evidencia fuerte de penalización del mercado por los gastos de *holding*, explicado por una leve disminución en los múltiplos de valuación (EV/EBITDA) de Quiñenco cuando se considera el valor ajustado por el valor presente de dichos gastos (en comparación con lo reflejado por el descuento histórico) como a su vez en un bajo peso relativo sobre el NAV del conglomerado.

Introducción

Se decidió abordar el descuento por *holding* como temática de estudio de trabajo final por dos motivos. En primer lugar, a raíz del impacto que dicho fenómeno posee en el valor (de mercado) de los conglomerados, privando en muchos casos que este tipo de sociedades alcancen el valor “real” intrínseco comprendido por sus activos. En segundo lugar, el valor agregado de este trabajo consiste en que actualmente existen pocos ensayos que ofrezcan un caso de estudio de un conglomerado radicado en Sudamérica (Chile), dado que los presentes por lo general se encuentran orientados en regiones como Asia (Corea del Sur) o Europa (Bélgica).

El trabajo se estructurará en tres capítulos: el primero comprende el marco teórico, en el cual se introducirá el concepto de sociedades *holding* y ahondará en las principales explicaciones que la literatura ofrece para explicar el descuento. En particular, el mismo comenzará explicando qué son las sociedades *holding*, y las principales características de este tipo de entidades en Chile. Luego, se procederá a definir la fórmula a utilizar en el cálculo del descuento propuesto por la academia, aunque luego se explicará el ajuste que este ensayo propondrá con el objetivo de reflejar una valuación más precisa y en línea con el mercado para cada año analizado.

El segundo capítulo se encuentra compuesto por el desarrollo del caso práctico: Descuento por Holding en el Grupo Quiñenco. Este mismo se dividirá en dos partes: la primera, en la cual se introducirá a la sociedad, realizará una breve reseña de su historia, un posterior análisis de las principales métricas de rendimiento operativo/financiero en los últimos años (por ejemplo, ingresos, EBITDA, apalancamiento). Luego, se describirá la estructura / gobierno corporativo del Grupo, indicando quienes son las subsidiarias y se realizará un breve resumen de la historia de cada una como a su vez de las principales métricas analizadas con Quiñenco.

La segunda parte, por otro lado, estará orientada a analizar y justificar si los motivantes teóricos descritos en el primer capítulo se encuentran relacionadas y podrían ser consideradas como factores relevantes en el descuento del Grupo. En este sentido, la metodología empleada a lo largo del trabajo varía según la causa o factor a analizar, pero en todos estará estrechamente relacionado con los *fundamentals* de la Empresa. Es decir, este análisis se construirá a partir de los datos e información ofrecida por la Empresa en sus memorias anuales, presentación de resultados, página web, entre otros, para comprobar si los resultados que se obtengan del análisis se encuentran en línea con lo explicado por la literatura, y con ello determinar si existe efectivamente una relación a confirmar entre el factor propuesto por la teoría y los resultados del análisis práctico.

Finalmente, el tercer capítulo resume los hallazgos más relevantes provenientes del anterior, explicando cuáles de las teorías iniciales podrían ser consideradas como causantes del descuento, y cuales no estarían del todo relacionadas.

Capítulo I: Marco Conceptual

I.a) Las Sociedades Holdings

González (2021) define a las sociedades *holding* como aquellas pertenecientes a grupos empresariales cuya función principal consiste en administrar y mantener el flujo de inversiones (por ejemplo, financiamiento de proyectos de expansión) en sus empresas operativas. A su vez, la Real Academia Española (RAE) define al *holding* empresarial como una “sociedad financiera que posee o controla la mayoría de las acciones de un grupo de empresa” (RAE, 2023), mientras que Santander amplía esta explicación, detallando que “en un holding existe una sociedad que se denomina 'matriz' y una serie de sociedades que dependen de la matriz que se conocen como 'filiales' ” (Santander, 2022).

Por otro lado, Rommens (2004) propone diversas ventajas de este tipo de sociedades, entre las cuales se incluyen:

1. Monitoreo continuo por parte del *management* del *holding* de las actividades de las empresas operativas, generando toma de decisiones que puedan agregar valor a la estructura de estas (por ejemplo, implementando estrategias de optimización de costos, expansión a nuevos mercados)
2. Proveer un portafolio diversificado a los accionistas, dada que los flujos correspondientes al porcentaje accionario que posean del *holding* se encuentran fuertemente vinculada a los de las subsidiarias pertenecientes al grupo empresarial
3. Posibles beneficios surgidos por el “mercado de capitales interno” que se genera en un grupo empresarial (por ejemplo, mayor financiamiento de deuda entre la *holding* y subsidiaria, permitiendo que esta pueda desarrollar nuevos productos o expandirse geográficamente)
4. Mayor acceso al mercado de capitales “externo”, entendido como el mercado de valores

Adicionalmente, el autor también menciona ciertas desventajas de este tipo de empresas, incluyendo:

1. Si bien un “mercado de capital interno” podría generar valor, también podría destruirlo si los recursos son alocados de forma ineficiente. Esto podría ocurrir, por ejemplo, a través del financiamiento de proyectos que no generen rentabilidad y solo consuman recursos de forma recurrente
2. Si el mercado presiente que el *management* del *holding* tiene la capacidad de seleccionar empresas cuya acción se pudiera encontrar subvaluada (esto es, que el precio de cotización esté por debajo de lo que realmente debería valer), la venta de la misma muy probablemente se realice a un *premium* (valor superior al que se refleja en el mercado).
3. Mayores gastos administrativos generados por comisiones de la gerencia y/o otros gastos de monitoreo. Estos son particularmente mayores en los *holdings* en comparación con sociedades similares (*close-end funds*) dado que una de sus funciones más relevantes incluye el monitoreo constante de las OpCos

En este sentido, Chile presenta una gran cantidad de casos de sociedades *holdings* que, por su naturaleza, poseen estructuras piramidales. En particular, Morales, Meléndez & Ramírez (2013), citando a Lefort & Walker (2007) evidencian esta tendencia, donde destacan que aproximadamente el 70% de las empresas

(no financieras) listadas en el mercado de valores de Chile pertenecen a grupos empresariales (*clusters* o *holdings*). Mientras que, según un estudio hecho por el Ministerio de Economía Fomento y Turismo de Chile (2017), cerca del 50.0% del total de las empresas corresponden a grupos familiares que eligen este tipo de estructuras para administrar sus inversiones. Lefort (2006) ofrece una explicación detrás de la numerosa cantidad de sociedades *holdings* en Chile, específicamente relacionándolo al plan emitido por el Gobierno trasandino a mediados del siglo XX, llamado plan de Corporación de Fomento a la Producción (CORFO). Esta iniciativa, según el autor, fomentó la creación de una gran cantidad de empresas estatales, que luego con el correr del tiempo fueron privatizadas (como parte de olas de privatizaciones que ocurrieron), dando lugar a la presencia de varios conglomerados.

Por otra parte, una de las principales características de este tipo de sociedades es descripta por O’Shee, Montalván, Nash & Franco (2008), quienes destacan un alto grado de concentración de tenencia accionaria (*ownership*) en este tipo de sociedades en Chile, en línea con lo observado a lo largo de Sudamérica, como se detalla en la tabla de abajo.

Tabla 1: Concentración de la propiedad en las sociedades *holding* por país, 2002

	Muestra	% principal	% 3 accionistas	% 5 accionistas
Argentina	15	61	82	90
Brasil	459	51	65	67
Chile	260	55	74	80
Colombia	74	44	65	73
México	27	52	73	81
Perú	175	57	78	82
Promedio	168	53	73	79

Fuente: obtenido de O’Shee, Montalván, Nash & Franco (2008)

En particular, se puede observar que en la nación el “grado de concentración de propiedad”, según explican los autores (O’Shee, Montalván, Nash & Franco, 2008), puede llegar a ser de 55% correspondiente al accionista principal, 74% distribuido entre los tres mayores accionistas, y 80% entre los cinco mayores. Esto se encuentra en línea con lo observado en la región, con 53% concentrado entre el accionista principal, 73% entre los primeros tres y 79% entre los primeros cinco. En este sentido, se puede concluir que la nación no solamente comprende una gran presencia de sociedades *holdings*, sino que además estas presentan en general un gran porcentaje de concentración de propiedad en unos pocos accionistas; que comúnmente terminan siendo familias tradicionales del país.

En tanto, Lefort (2006) complementa este análisis destacando que, en general, los accionistas controlantes de sociedades *holding* de Chile poseen una cantidad de *equity* superior al necesario para poder ejercer control (es decir, al 50%), como se puede observar a continuación.

Tabla 2: Concentración de propiedad por tamaño de *holding* (capitalización bursátil), 1990-2002 (%)

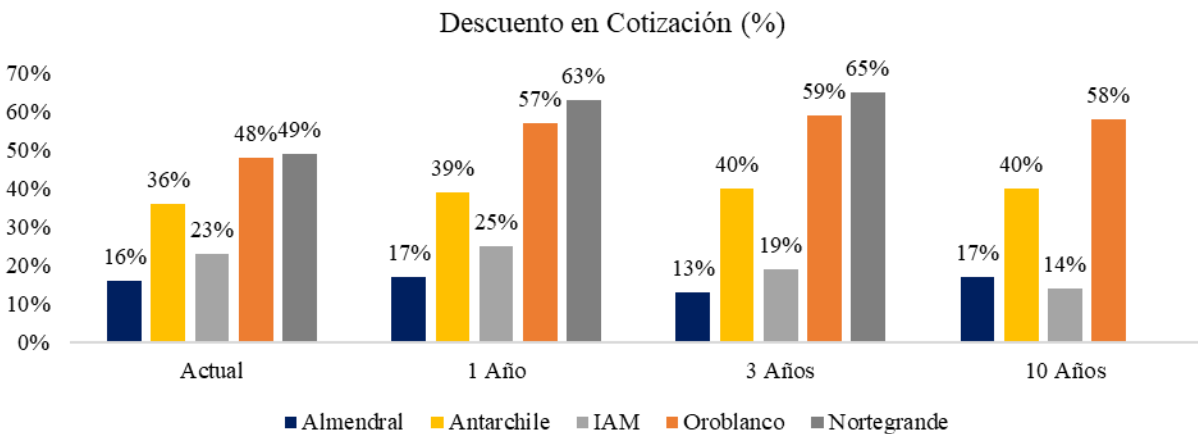
<i>Equity</i> (%)	1990	1994	1998	2002
Top 5	52.5%	52.4%	53.0%	57.1%
Top 10	52.9%	53.2%	56.0%	60.2%
Top 20	52.1%	52.8%	56.1%	59.0%
Todos los Conglomerados	52.3%	53.6%	57.0%	58.8%
No afiliados	85.3%	98.0%	93.5%	-
Total	55.2%	60.0%	60.4%	-

Fuente: obtenido de Lefort (2006)

Como se puede ilustrar en la tabla 2, ha habido una creciente tendencia de concentración de propiedad en Chile entre los accionistas controlantes de los conglomerados, aumentando su participación de control en los últimos años. Por ejemplo, para las cinco entidades de mayor capitalización bursátil en la nación, la participación de los controlantes ha incrementado de 52.5% en 1990 a 57.1% en 2002, o 52.1% para los 20 conglomerados de mayor tamaño a 59.0% durante el mismo período.

Esta evidencia de concentración de propiedad de los conglomerados en Chile es uno de los tantos motivos por los cuales, como se explicará en las secciones posteriores, este tipo de sociedades conllevan el descuento en su valuación de mercado. En este sentido, en el gráfico de abajo (BICE Inversiones, 2023) se detalla una ilustración del descuento que algunos *holdings* empresariales en Chile poseen actualmente (al 27 de enero, 2023), hace 1 año, 3 y 10 años. Como se puede observar, el descuento mínimo se encuentra en 16.0% (Almendral), mientras que el máximo en aproximadamente 49.0% (Nortegrande).

Figura 1: Descuentos de las principales sociedades *holdings* en Chile



Fuente: elaboración propia con base en datos de BICE Inversiones (2023)

I.b) Definición del Descuento por Holding

El descuento por *holding* ocurre cuando el valor del *holding* para sus accionistas (*equity value*) es consistentemente inferior a la suma del valor de cada subsidiaria que opera bajo esta sociedad. En otras palabras, ocurre cuando hay una subvaluación del valor de la sociedad *holding* en comparación con el valor de sus activos (*Net Asset Value*, o NAV).

Barr & Kantor (2000) ofrecen en su ensayo “Adding Market Value to a Holding Company” una fórmula para descomponer el descuento por *holding*, como se puede observar a continuación:

$$\% \text{ Descuento (MVNAV)} = 100 * \frac{(MVNAV - MV)}{MNAV}$$

En donde el MVNAV (*market-value-added-net asset value*) representa a la suma del valor (de mercado) de los activos (subsidiarias) y MV (*market value*) al valor de mercado de la empresa *holding*. De esta forma, cuando el valor de la compañía es inferior al de la suma de las subsidiarias, existe un descuento. En contrapartida, si la diferencia resulta ser positiva, esto indicaría la presencia de una prima (o *premium*) del valor de la empresa por sobre sus activos.

En este sentido, uno de los primeros motivos preliminares que Barr & Kantor (2000) ofrecen para explicar teóricamente el descuento, corresponde a un aumento del valor de mercado de los activos del *holding*, que no necesariamente se encuentre vinculado a decisiones de la empresa controlante, sino a otros factores externos, como la industria / sector donde la subsidiaria opere. Por ejemplo, una suba de precios internacionales de los *commodities* (arroz, soja, entre otros) impulsaría un aumento en las ventas de los productores de estos bienes (vendiendo a un precio mayor), lo cual se traduciría en mayores flujos esperados y podría generar un aumento en el precio de cotización de dichas acciones (por mayor demanda del mercado). Ahora bien, los autores explican que el descuento podría ser mitigado en caso de que fuera el propio *holding* quien tomara mayor control en la toma de decisiones y como resultado mejore el performance (ingresos por ventas, siguiendo el ejemplo anterior) de sus asociadas, lo que en última instancia resultaría en una apreciación del valor de ambas partes (subsidiarias como controlante).

Otro de los motivos que los autores utilizan para explicar el descuento consiste en las señales que el *management* del *holding* comparte con los accionistas en cuanto a la disponibilidad y uso de fondos para llevar a cabo proyectos de expansión de las subsidiarias. Por ejemplo, si se espera que el *holding* financie futuras inversiones por medio del excedente de caja de la Compañía, esto en principio perjudicaría a los accionistas ya que disminuiría el total disponible para una potencial distribución de dividendos (*free cash flow to equity*), traduciéndose en un mayor descuento a la entidad. En contrapartida, en caso de que el financiamiento sea por medio del mercado, esto podría generar una apreciación del *holding*, dado que no habría tal disminución en el flujo de caja para los accionistas, sumado a las nuevas perspectivas de crecimiento en la entidad a raíz del proyecto a desarrollar.

Adicionalmente, este temor de los inversionistas también puede verse reflejado en la fortaleza (en términos de liquidez) que la sociedad controlante posea, y el nivel de actividad de inversión que mantenga. En particular, Barr & Kantor (2000) explican que una fuerte posición de caja y política de inversión activa parecería alarmar a los inversionistas sobre una posible disminución de sus propios beneficios económicos (dividendos) y por ende generar un mayor descuento de NAV. En este sentido, el nivel de transparencia de la gerencia en estas políticas juega un rol importante en la percepción del mercado e impacto en el descuento del *holding*. Con escasa comunicación a los accionistas sobre los planes a futuro, el mercado podría subvaluar a la entidad, tomando una posición más conservadora y anticipando un escenario con bajas posibilidades de recibir dividendos.

De aquí se desprende intuitivamente, sumado a la complejidad de las estructuras piramidales que poseen, la necesidad de las sociedades *holding* de ofrecer mayor transparencia y “señales” al mercado de solidez; como puede ser, a través de una política de distribución de dividendos estable y pactada.

González (2021) complementa estos análisis anteriores resaltando la estrategia de los bancos de inversión para recomendar comprar y/o vender las acciones de estas empresas *holding* en base al descuento que ofrezcan en comparación con su historia (o promedio), sumado a la visión que posean de sus *fundamentals* o perspectivas de crecimiento de las subsidiarias. En este sentido, el autor explica que, cuando el descuento se encuentra por debajo de su media histórica, la recomendación común consiste en comprar los activos subyacentes de las sociedades controlantes, dado que se prevé una reversión a la media (mismo caso cuando se encuentra por encima). Un ejemplo de ello consiste en el informe realizado por Inversiones Security (2007), en donde destacan un atractivo para comprar las acciones de IAM (Inversiones Aguas Metropolitanas), justificando dado que su descuento había presentado “una de las mayores desviaciones entre el descuento por holding (11.7%) y su promedio histórico (7.3%), sugiriendo un retorno potencial mayor en el conglomerado por sobre su filial Aguas Andinas” (p. 1.).

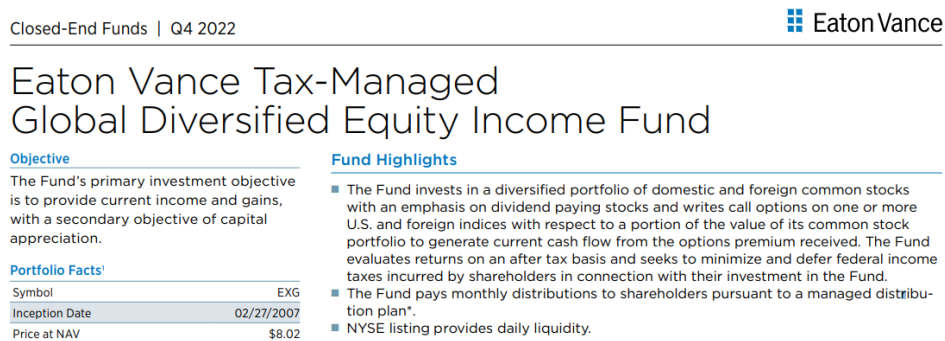
I.c) Comparación con Close-End Funds (CEF)

Uno de los métodos de la literatura para estudiar los factores detrás del descuento de las sociedades *holding* ha sido comparar el mismo con otro tipo de entidades que, si bien no operan bajo la misma estructura piramidal, ofrecen varias similitudes. Uno de ellos consiste en las sociedades denominadas como “close-end funds”, es decir fondos comunes de inversión cerrados que cotizan por debajo de la valuación de sus activos (o también denominados “ETFs”).

MAE (2019) explica que una de las características relevantes de este tipo de instrumentos consiste en que su patrimonio se encuentra compuesto por tenencias limitadas, denominadas como “cuota-partes”. Dichas cuota-partes son colocadas por medio de una oferta pública y listadas en el mercado correspondiente (por ejemplo, NYSE o NASDAQ en Estados Unidos, Bolsa de Santiago en Chile) por el organismo regulador de dicho país (SEC en Estados Unidos, CMF en Chile, CNV en Argentina). En este sentido, Lee, Shleifer, & Thaler (1991) resaltan que una de las características más relevantes consiste en que, para liquidar la tenencia en dichas entidades, el inversor deberá “vender su tenencia a otros inversores” en vez de hacerlo contra la misma empresa (como sí ocurre con los fondos comunes de inversión abiertos). La importancia aquí del *NAV discount* radica en que el valor al que los inversores liquidan sus posiciones, por medio de la venta de sus acciones (precio por acción), se encuentra consistentemente inferior al intrínseco de los subyacentes (NAV per share).

De esta forma, un ejemplo con el cual se evidencia esta tendencia consiste en el fondo de la gestora de carteras Eaton Vance, llamado Tax-Managed Global Diversified Equity Income Fund (EXG, NYSE). El objetivo de este fondo consiste en obtener retornos principalmente por medio de distribución de dividendos y opciones sobre varios índices locales o extranjeros, y en segundo lugar por medio de apreciación de capital (Eaton Vance, 2023). Abajo se puede observar un resumen de las principales características del Fondo.

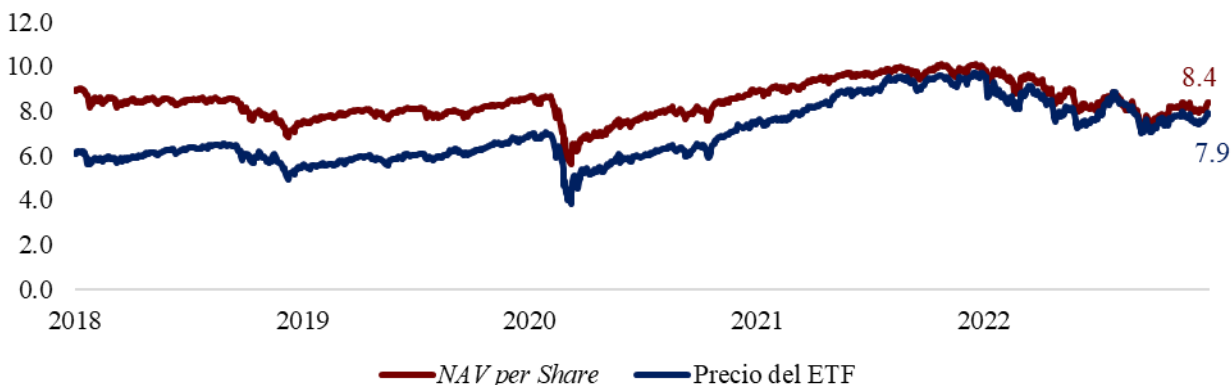
Figura 2: Características principales del ETF de Eaton Vance



Fuente: obtenido de Eaton Vance (2023)

En este sentido, si bien toda inversión conlleva su nivel de riesgo, se entiende que el valor de este tipo de fondo, que en particular no parecería reflejar un perfil riesgoso de inversión, debería estar más en línea con la expectativa de mercado de sus activos. Sin embargo, a pesar de este perfil más conservador, se puede ver en el gráfico de abajo cómo el fondo ha sufrido a lo largo de su historia un descuento en el precio de la acción en comparación con el valor de los activos por acción.

Figura 3: Comparación cotización ETF vs. activos subyacentes



Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance (2023)

Como se puede observar arriba, existe una clara tendencia en donde el precio implícito del activo subyacente por acción (*NAV per-share*) se encuentra consistentemente por encima del precio de la acción del ETF. Lee, Shleifer, & Thaler (1991) relacionan este tipo de eventos a un concepto denominado “investor sentiment”, entendido como el sentimiento o expectativas del mercado con respecto a dicho activo. Los autores citan a Zweig (1973) quien introdujo por primera vez este término, quien sugiere que el descuento en los ETFs refleja las expectativas de los inversores individuales, y combina esta explicación con otra ofrecida por DeLong, Shleifer, Summers & Waldmann (1990). Los autores explican que uno de los factores más relevantes de los descuentos de ETFs proviene de la interacción entre inversores racionales (comercializando acciones en base a los *fundamentals* de las empresas) con otros menos racionales (*noise traders*) que no basan sus estrategias en fundamentos reales (sino propios sentimientos / expectativas). En este sentido, esta interacción termina generando “noise trader risk”, es decir fluctuaciones en el precio de ciertas acciones proveniente por este “ruido” de los *noise traders* que termina influenciando las decisiones del resto de los inversores.

Por otro lado, Lee, Shleifer, & Thaler (1991) buscan explicar con este concepto de *investor sentiment*, cuatro eventos que caracterizan a todo ETF desde su nacimiento hasta su liquidación (denominado “four-piece puzzle”): (1) al momento de la oferta inicial, hay una presencia de un “premium” en la cotización de la acción del fondo; (2) a los 120 días de haber cotizado, la misma se mueve rápidamente a un descuento promedio de más de 10% (mencionan el ejemplo de Tricontinental Corporation, con una media de 14.43%); (3) el descuento no es una fracción constante del NAV, sino que fluctúa y tiende a revertir a su media histórica; y (4) al momento de liquidación, el precio de la acción del fondo incrementa y el descuento disminuye.

En este sentido, una de las primeras implicancias del continuo cambio del *investor sentiment* (ocasionado por la presencia de *noise traders*) consiste en que ser accionista del ETF sea más riesgoso que ser accionista directamente de los activos subyacentes (dado que uno podría, de esta forma, diversificar el riesgo de inversores no racionales). Consecuentemente, se entiende que los inversores del ETF requieran una tasa de retorno más alta en comparación con los subyacentes, motivo por el cual el fondo debería, en promedio a lo largo de su vida, vender a descuento. De esta forma, no se necesita asumir que los *noise traders* son pesimistas con respecto al fondo, sino que surge a partir de que poseer acciones del fondo termina siendo más riesgoso que de las acciones individuales.

Por otro lado, la presencia de *noise traders* también podría explicar por qué al principio de la vida del ETF existe ese “premium” inicial que luego va disminuyendo. En particular, se explica que, cuando estos inversores son optimistas con respecto a los ETFs, esto incentiva a emprendedores a combinar activos y consolidarlos dentro de un fondo cerrado para luego venderlo a los *noise traders* y obtener una ganancia (vs. precio de mercado de las acciones).

En tercer lugar, cambios en el descuento se podrían explicar por fluctuaciones en las expectativas de retorno futuro en los ETFs y otros activos. En este sentido, los autores explican que la teoría de “investor sentiment” requiere que los descuentos cambien a lo largo del tiempo, dado que son justamente las fluctuaciones del descuento lo que genera que, ser accionista del ETF termine siendo más riesgoso (vs. activos subyacentes). Si el descuento fuera constante, entonces habría un arbitraje en donde se buscaría comprar el fondo y vender en corto el portafolio no conllevaría ningún tipo de riesgo incluso por un horizonte de corto plazo, y los descuentos desaparecerían.

Finalmente, la teoría también explica porque el precio de las acciones de los ETFs sube al momento de liquidación o “open ending” y el descuento disminuye. En particular, los autores explican que esto ocurre ya que el *noise trader risk* es eliminado, dado que el inversor posee en este momento la opcionalidad de comprar o vender la acción en cualquier momento (de forma tal que no se ve influenciado sustancialmente por decisiones provenientes de inversores menos racionales).

I.d) Comunes Explicaciones de la Literatura Contemporánea

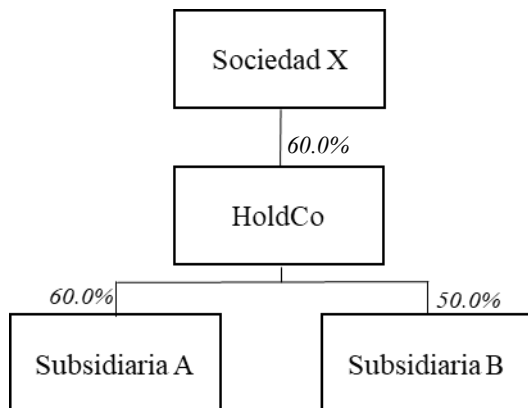
Si bien no existe actualmente en la literatura un consenso sobre los motivos detrás del descuento por *holding*, diversas explicaciones han sido comúnmente asociadas preliminarmente como causas de dicho fenómeno. Entre ellas, se destacan las siguientes: diferencias entre los derechos económicos (“Cash Flow Rights”) y de control (“Controlling Rights”), escasez de *free float* o ausencia de liquidez en la acción del *holding*, gastos intrínsecos a la sociedad *holding* (“gastos de holding”) y penalización por diversificación (“diversification penalty”).

I.d.i) Diferencias de derechos económicos vs. de control

Los derechos económicos, llamados por la literatura como “Cash Flow Rights”, son aquellos que otorgan a los accionistas la posibilidad de recibir dividendos sobre el resultado económico de la empresa de la cual son accionistas. Es decir, es lo que se refiere como el “claim” de dichos individuos sobre los dividendos a distribuir, y son otorgados por los derechos que poseen por el hecho de tener acciones de la empresa (Adams & Ferreira, 2008).

Ahora bien, cuando se trata de las sociedades *holding*, el *claim* de los accionistas no se ejemplifica de forma tan clara. Esto ocurre dado que una de las características principales de dichas entidades consiste en poseer estructuras piramidales con varias “capas empresariales” o subsidiarias, donde el último accionista controlante comúnmente es relacionado a una familia (Riyanto & Toolsema, 2008). En este sentido, el beneficio detrás de estas estructuras radica en que otorga mayor flexibilidad al accionista controlante para poder administrar sus propiedades (por medio de una entidad separada a la familia) sin la necesidad de tener el control de los flujos a recibir. Es decir, existe una separación entre el porcentaje total del cual son los accionistas son dueños del *holding* y del que deberían recibir en total como dividendos a distribuir. Este concepto se puede ejemplificar a continuación.

Figura 4: Ejemplo ilustrativo de la estructura accionarial de una sociedad *holding*



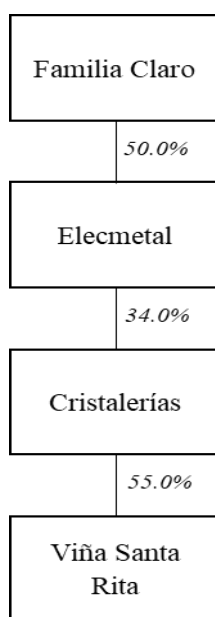
Fuente: elaboración propia

En este sentido, se puede observar como el accionista controlante, quien posee 60.0% de las acciones del *holding* (esto es, el porcentaje de acciones sobre el total en circulación), posee realmente el 36.0% ($60.0\% \times 60.0\%$) de los dividendos a distribuir por parte de la subsidiaria A, mientras que el 30.0% de la subsidiaria B. En este caso, la separación entre ambos derechos resulta de 24.0% para la empresa A ($60.0\% - 36.0\%$) y 30.0% para la empresa B ($60.0\% - 30.0\%$).

Una de las consecuencias de esta separación de derechos es estudiada por Rommens (2004), quien introduce el concepto de “Private Benefits of Control”. Este hace referencia a que los accionistas mayoritarios del *holding* puedan facilitar la toma de decisiones para beneficiar aquellas subsidiarias donde tengan un CFR (Cash Flow Right) más alto, perjudicando a los accionistas minoritarios en aquellas entidades donde los controlantes tengan un derecho de control (y por ende económico) más bajo. En este sentido, el autor atribuye el descuento a una “penalidad” que el mercado aplica a los *holdings* cuando percibe que podría haber un potencial conflicto de intereses entre los accionistas controlantes y los minoritarios. Es decir, se entiende que el mercado utiliza como “proxy” o indicador de que los accionistas controlantes puedan tomar decisiones que los beneficie a expensas de los otros cuando existe una separación marcada entre los derechos económicos y políticos, que generalmente se da en las estructuras piramidales.

Un ejemplo de este tipo de casos lo describe Urzúa (2014), con la empresa Viña Santa Rita, uno de los productores más grandes de vino en Chile. La misma es controlada principalmente por la familia Claro por medio de dos empresas públicas: Elecmetal y Cristalerías. En particular, el autor detalla que la familia es dueña del 50% aproximadamente de Elecmetal, quien a su vez posee el 34% de Cristalerías, y quien a su vez posee el 55% de Santa Rita. En este sentido, el ensayo concluye que el “claim” total de la familia vendría a ser de 9.3% ($50\% \times 34\% \times 55\%$), y la separación de derechos sería de 45.7% ($55.0\% - 9.3\%$).

Figura 5: Ejemplo simplificado de la estructura accionarial de Viña Santa Rita



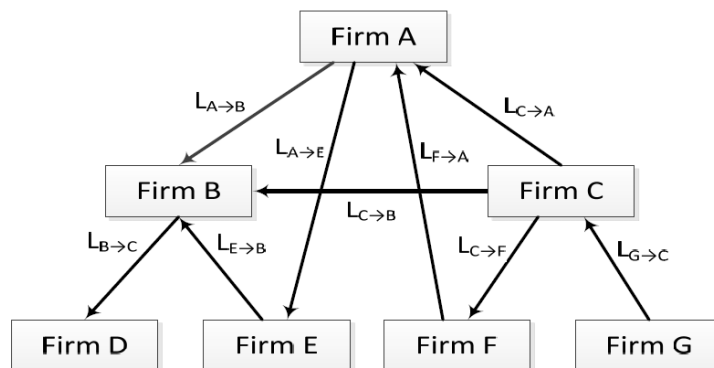
Fuente: elaboración propia con base en datos de Urzúa (2014)

Por otra parte, diversos autores han asociado este fenómeno al concepto de “tunneling”, definido por Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (2000) como aquellas acciones de las sociedades controlantes para ser el principal beneficiado dentro del grupo empresarial al que pertenezca, a expensas del accionista minoritario. En particular, Buchuk, Larrain, Muñoz & Urzúa (2014) desarrollan un caso particular de *tunneling* en Chile, en donde explican que las sociedades controlantes buscan favorecer a las subsidiarias que poseen mayores derechos económicos (CFR) otorgando mayores préstamos para crecimiento orgánico (por ejemplo, desarrollo de nuevos productos) o inorgánico (fusiones y adquisiciones), en detrimento de las otras sociedades (que poseen menor derecho económico). Los autores explican que, una de las condiciones que se debería cumplir para que exista una posible presencia de *tunneling* es que la sociedad controlante otorgue de forma desproporcionada dichos préstamos a aquellas subsidiarias que posea mayor porcentaje de derecho económico (no político). En este sentido, uno de los

principales beneficios de este tipo de sucesos consiste en reemplazar deuda “cara” del mercado externo que la subsidiaria posea, por una “barata” proveniente del mercado “interno” de capitales del Grupo (con tasas bajas o nulas en ciertos escenarios). Esto ocurre dado que la sociedad controlante ve mayor beneficio a futuro por proveer estos financiamientos de bajo costo, explicado principalmente por su alto porcentaje de *claim* económico de los dividendos futuros.

La metodología de los autores para evidenciar la posible presencia de *tunneling* en la muestra analizada (conglomerados chilenos) consiste en analizar los préstamos intra-grupo netos (“net intra-group loans”) entre las subsidiarias de cada grupo empresarial. Esta métrica se explica como la diferencia entre los préstamos que otorgan (registrada en el activo como un crédito a cobrarle a las otras empresas del grupo) y los que toman prestado (registrado como una deuda financiera en el pasivo). En este sentido, de esta definición surgen dos categorías de subsidiarias: los “providers” (definidos como aquellas que posean más de 5.0% de *net intra-group loans* sobre el total de activos) y “receivers” (definidos como aquellas que tengan menos de -5.0% sobre el total de activos). Debajo se puede observar un ejemplo de este tipo de préstamos en estas estructuras.

Figura 6: Ejemplo de préstamos intra-grupos en un *holding*



$$\text{Net Loans Firm A} = (L_{A \to B} + L_{A \to E}) - (L_{C \to A} + L_{F \to A})$$

Fuente: obtenida de Buchuk, Larrain, Muñoz & Urzúa (2014)

Como próximo paso, los autores obtienen de su muestra, compuesta por empresas chilenas no financieras pertenecientes a grupos empresariales (durante el período 1990-2009), dos resultados relevantes: frecuencia de la presencia de los “receivers” y el *cash flow right* promedio de las empresas controlantes. Los mismos se pueden observar en las dos tablas de abajo.

Figura 7: Frecuencia y *Cash Flow Rights* promedio del accionista controlante en *providers* y *receivers*

Panel A: Frequency of Providers and Receivers			
	Provider	Receiver	
All Firms	20.7%	12.2%	
In Position 1 of Pyramids	22.0%	6.8%	
In Position 2 of Pyramids	16.2%	14.4%	
In Position 3 of Pyramids	34.8%	12.9%	
In position 4 or more of Pyramid	29.5%	34.6%	

Panel B: Average Cash Flow Rights of Controlling Shareholder			
	Provider	Receiver	t-test
All Firms	0.40	0.50	***
In Position 1 of Pyramid	0.62	0.62	
In Position 2 of Pyramid	0.40	0.52	***
In Position 3 of Pyramid	0.26	0.54	***
In Position 4 or more of Pyramid	0.08	0.31	***

Fuente: obtenida de Buchuk, Larrain, Muñoz & Urzúa (2014)

El panel A explica la frecuencia de presencia de los “receivers” y “providers” dependiendo la posición de la subsidiaria en la estructura piramidal, definida a partir de la distancia con la sociedad controlante. De esta forma, empresas por una línea debajo de las controlantes son agrupadas dentro de la posición 1 de la pirámide, subsidiarias dos líneas por debajo (es decir, donde son controladas por otras empresas cuyo accionista principal termina siendo la controlante del grupo) dentro de la posición 2 de la pirámide, y así para el resto de las empresas. En este sentido, uno de los resultados principales que se puede observar es que tanto los “receivers” como “providers” se encuentran presentes a lo largo de toda la cadena empresarial, en contrario de lo que se podría suponer inicialmente (donde podría haber mayor presencia de los primeros al principio de la cadena, dada la cercanía con la sociedad controlante).

No obstante, como se puede observar en el panel B, se demuestra una clara existencia de diferencias de derechos económicos entre ambas categorías de subsidiarias para casi todos los niveles de la estructura piramidal. Por ejemplo, para la posición 2 el CFR de los “receivers” promedio es de 52.0% vs. 40.0% de los “providers”, 54.0% en la posición 3 (vs. 26.0%), 31.0% en la posición 4 o superior (vs. 8.0%). Adicionalmente, esto también se demuestra si se toman en cuenta todos los “providers” y “receivers” a lo largo de la estructura empresarial, en donde los segundos poseen en promedio un CFR de 50.0% vs. 40.0% de los primeros. Lo que claramente indicaría una posible presencia de *tunneling*, siguiendo las explicaciones de los autores descritas anteriormente.

I.d.ii) Faltante de Liquidez / Free Float Limitado

Damodaran (2010) define un mercado líquido como aquel en el cual uno debería poder comprar o vender cualquier activo, en cualquier cantidad, al precio de mercado vigente y sin costos de transacción. El concepto de liquidez y su implicancia en el precio y/o valor de las acciones ha sido ampliamente estudiado por la literatura en el último tiempo, y ha sido catalogado como uno de los potenciales causantes de descuentos en las valuaciones y/o cotización de ciertas empresas públicas, denominado comúnmente como “illiquidity discount”. En este sentido, Damodaran (2005) explica que existen diversos costos relacionados al *trading* de una acción, entre ellos el costo de oportunidad asociado al tiempo esperado para ejecutar la venta. Esto se entiende, por ejemplo, como los beneficios que se podrían obtener en la venta de una acción (y se pierden) en el caso de la presencia de una tendencia alcista general. En este caso, esperar para vender la acción (en el caso de que no haya liquidez de la misma) podría generar que la posterior venta no consiga los retornos esperados.

Adicionalmente, González (2021) complementa este análisis, explicando que uno de los principales motivantes del descuento por *holding* consiste en el *free float* limitado de las acciones de este tipo de sociedades. Por *free float* se entiende a la cantidad de acciones disponibles para su comercialización en el mercado del cual la empresa cotice, es decir “libres” para que cualquier entidad con acceso al mercado de capitales pueda comprar/vender la acción. En este sentido, a mayor volumen de *free float* se entiende que existirán mayores acciones disponibles (del total en circulación) para que puedan ser comercializadas y, por lo tanto, se podría observar mayor liquidez en dichas acciones (conllevando un menor descuento en su precio). Investopedia (2022) define el *free float* de la siguiente forma:

$$\text{Free Float} = \text{total acciones en circulación} - \text{acciones restringidas}$$

En donde por acciones restringidas se entienden las acciones cuyos dueños son instituciones privadas comúnmente provenientes de la misma organización (llamados *insiders* por Investopedia) y que por lo tanto no se permite su comercialización al público general (es decir, el mercado). En este sentido, si uno divide el monto total de *free float* de una empresa por el total de acciones, se llega al porcentaje de acciones disponibles para ser comercializadas, como se puede observar a continuación.

$$\% \text{ Free Float} = \frac{\text{Free Float}}{\text{Total Acciones en Circulación}}$$

Por otro lado, este fenómeno de liquidez ha también sido utilizado por otros autores para relacionarlo con el descuento de NAV de los fondos de inversión cerrados (ETFs). En particular, Lee, Shleifer & Thaler (1991) detallan en su ensayo que una de las explicaciones del descuento proviene dado que las empresas incluidas dentro de la “canasta” de inversión de los fondos contengan baja liquidez, generando que el mercado penalice al precio de la acción del Fondo por este motivo y por consiguiente potencie el descuento de la entidad. Conceptos similares han sido aplicados también como explicaciones alternativas al descuento por *holding* – en particular por Rommens (2004) – dando a entender que por tener acciones que incluso directamente que no estén listadas, donde su valor de cotización es simplemente el valor de libro, podría generar que el mercado sobreestime el valor de los activos (NAV).

I.d.iii) Penalidad por Diversificación

Burch & Nanda (2003) explican un concepto llamado descuento por diversificación (o “diversification discount”), entendido como un descuento en la cotización que empresas sufren como consecuencia de tomar decisiones (poco) estratégicas para introducirse en nuevas industrias, financiando (por ejemplo) proyectos de expansión de sus subsidiarias. En este sentido, los autores explican que el descuento se entiende por una falta de “racionalidad” detrás de las decisiones de dichas empresas para incursionar en negocios que, a priori, no estén relacionados a los que avala su propia experiencia (por ejemplo, desarrollo de proyectos de O&G estando en el sector de agricultura).

Scharfstein (1998) complementa este análisis, detallando la existencia de un “socialismo” dentro del *capital budgeting* de los grupos empresariales, explicado por una búsqueda de distribuir de forma equitativa los recursos disponibles a todas las subsidiarias pertenecientes a la cadena empresarial. En este sentido, el autor expone que, como consecuencia de esta tendencia, comúnmente se sobre invierten recursos en malas oportunidades de inversión y sub invierten en buenas oportunidades. Por este motivo, el mercado penaliza estas decisiones poco estratégicas que no terminan de maximizar el valor del conglomerado y/o empresa madre. Por otro lado, el mismo cita a Jensen (1986) quien explica que esto además ocurre cuando hay un exceso de flujo de caja libre (*free cash flow*) disponible proveniente de los negocios operativos de la Empresa, sumado a una capacidad de financiamiento sólida (es decir, buen perfil crediticio que permita que se pueda tomar deuda a un costo no tan elevado).

Rajan, Servaes & Zingales (1998) proponen un análisis diferente a los anteriores, relacionado al rol de los ejecutivos que poseen posiciones gerenciales dentro de una empresa. En particular, su ensayo explica que existen incentivos para estos individuos al momento de decidir si mantener o no ciertos proyectos de inversión. Por este motivo, los autores explican que pueden existir oportunidades no tan atractivas de inversión (con retornos bajos) pero que se incursionen dado que resaltan ciertas cualidades / habilidades de estos ejecutivos (por ejemplo, capacidad de liderazgo). En este sentido, la gerencia podría buscar que las divisiones sean lo menos diversas posibles para que todas estén dentro de su espectro de conocimiento/habilidades, dejando de invertir en buenas oportunidades y sobre invirtiendo en proyectos poco atractivos. Vale mencionar que un supuesto grande que se realiza es que estos “managers divisionales” son los que lideran la empresa, detrás de un CEO quien no puede establecer reglas de distribución de proyectos.

Finalmente, Berger & Ofek (1995) buscan medir el porcentaje de pérdida de valor para la empresa como consecuencia de diversificación por año y por tamaño de empresa, como se puede ver en la tabla de abajo. Esto se mide como el coeficiente de una regresión entre el actual valor (al año correspondiente) en comparación con el valor que debería corresponder utilizando múltiplos (por ejemplo, EV/EBIT).

Tabla 3: Medida de pérdida de valor por diversificación (%), 1986-1991

Valor Actual / Imputado	1986	1987	1988	1989	1990	1991
EV/Ventas	-0.149	-0.138	-0.131	-0.143	-0.131	-0.146
EV/EBIT	-0.135	-0.164	-0.140	-0.176	-0.127	-0.166
Observaciones	2,143	2,401	2,547	2,643	2,742	2,806

Fuente: obtenido de Berger & Ofek (1995)

En este sentido, se puede observar que, para todos los años analizados (1986-1991) existe una relación negativa entre el valor actual de las observaciones (luego de diversificarse) y su valor correspondiente a múltiplos de mercado. Por otro lado, los autores también explican que el valor de diversificación afecta de forma independiente al tamaño de las empresas; Es decir, impacta de la misma forma a empresas de menor o mayor tamaño. Esto también se puede observar en la tabla de abajo, en donde se mide (de forma similar al de arriba) el coeficiente entre el valor actual de las firmas en comparación con lo que se obtendría a partir de los múltiplos de mercado.

Tabla 4: Pérdida por diversificación según tamaño de firma (valor en US\$ mm)

Valor Actual / Imputado	Valor <50	50<Valor<150	150<Valor<500	Valor> 500
EV/Ventas	-0.167	-0.112	-0.144	-0.141
EV/EBIT	-0.201	-0.116	-0.159	-0.146
Observaciones	3,946	3,849	3,482	3,989

Fuente: obtenido de Berger & Ofek (1995)

En donde el “valor” corresponde al total valor de la firma (o de los activos). En este sentido, se puede observar que para empresas con un valor mayor a US\$ 500.0mm la relación entre su valor actual (incorporando los efectos de la diversificación) resulta menor en comparación con el que se podría obtener a partir de los múltiplos de mercado (EV/Ventas, EV/EBIT).

Una tercera demostración de los efectos de diversificación en las firmas que proponen los autores consiste en analizar los niveles de rentabilidad de empresas con múltiples divisiones en comparación con aquellas que posean solamente un segmento. En particular, se compara el ratio EBIT/Ventas (margen EBIT) para entender si las firmas con mayores divisiones tienen realmente una ganancia por diversificación a nivel rentabilidad en comparación con las que no.

Tabla 5: Diferencias de margen EBIT entre empresas *single-segment* y *multi-segment*, por tamaño de ventas (US\$ mm), 1986-1991

Márgen Operativo	Ventas < 50	50<Ventas<250	Ventas>250
Promedio	-3.7%	-1.1%	-0.8%
Mediana	-2.4%	-0.9%	-0.3%

Fuente: obtenido de Berger & Ofek (1995)

En este sentido, unidades de negocio de empresas *multi-segments* con ventas menores a US\$ 50.0mm tienen en promedio 3.7% menos margen operativo en comparación con empresas de un solo segmento, mientras que esto disminuye a medida que el tamaño de ventas aumenta.

Finalmente, este concepto de penalidad por diversificación también se puede relacionar con el rol que ocupan los ejecutivos clave en la toma de decisiones de las sociedades *holding*, particularmente de participar en diferentes industrias (a través de las subsidiarias del Grupo) que no esté relacionado con las habilidades/experiencia de la gerencia/directorio, y es comúnmente asociado como una de las principales explicaciones para justificar el descuento por *holding*. Este concepto lo desarrolla Lefort (2006), donde demuestra en su estudio una clara relación entre el descuento de valor de mercado de los conglomerados o *holding* en Chile y la presencia de ejecutivos / miembros del directorio provenientes de la misma familia que es dueña (accionista principal) del conglomerado. En particular, el autor realiza una regresión de más de 700 empresas chilenas, donde busca relacionar el indicador llamado “Tobin's q”, que mide el ratio entre el valor de mercado de la empresa en comparación con el valor de los activos de la misma (Investopedia, 2021), a diferentes variables que considera relevantes para explicar el descuento de las empresas que son administradas por familias. Abajo se puede observar los principales resultados de dicha regresión:

Figura 8: Resultados de la regresión estadística sobre la variable Tobin's Q

Panel Regressions								
Tobin's q								
Method: GLS (Cross Section Weights)								
Total panel (unbalanced) observations: 711								
Variable	Coefficient	p value	Coefficient	p value	Coefficient	p value	Coefficient	p value
C	-0.16	23.8%	0.04	76.5%	-0.19	19.5%	-0.29	6.2%
DGRUP?	-0.02	48.5%			0.06	2.5%	0.18	10.3%
FAM?			-0.22	0.0%	-0.22	0.0%	-0.05	51.2%
INVLV?					0.37	0.0%	0.18	13.2%
INVLV?*DGRUP?							0.29	4.0%
FAM?*DGRUP?							-0.26	0.7%
DA1?	-0.41	0.0%	-0.39	0.0%	-0.26	0.0%	-0.26	0.0%
LAIND?	0.11	0.0%	0.11	0.0%	0.11	0.0%	0.11	0.0%
D10?	-0.22	0.0%	-0.20	0.0%	-0.17	0.0%	-0.13	0.6%
D20?	-0.32	0.0%	-0.41	0.0%	-0.40	0.0%	-0.37	0.0%
D30?	0.09	9.8%	0.14	0.5%	0.12	3.2%	0.12	2.6%
D40?	0.15	0.2%	-0.02	64.5%	0.06	23.7%	0.03	60.8%
D50?	-0.26	0.0%	-0.27	0.0%	-0.23	0.0%	-0.23	0.0%
D60?	-0.45	0.0%	-0.45	0.0%	-0.44	0.0%	-0.43	0.0%
D70?	-0.22	0.0%	-0.21	0.0%	-0.19	0.0%	-0.20	0.0%
D1994?	0.07	14.9%	0.10	9.2%	0.17	0.5%	0.18	0.3%
D1996?	-0.24	0.0%	-0.28	0.0%	-0.23	0.0%	-0.22	0.0%
D1998?	-0.57	0.0%	-0.67	0.0%	-0.59	0.0%	-0.57	0.0%
D2000?	-0.58	0.0%	-0.64	0.0%	-0.57	0.0%	-0.56	0.0%
D2002?	-0.53	0.0%	-0.59	0.0%	-0.51	0.0%	-0.51	0.0%

Fuente: obtenido de Lefort (2006)

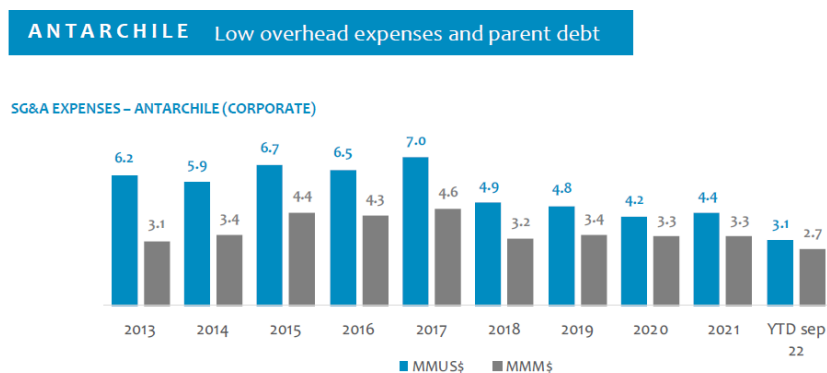
De esta forma, “FAM?” consiste en una variable *dummy*, en donde toma valor 1 si la empresa ha sido administrada y controlada al mismo tiempo por una familia chilena. Como se puede observar, una de las principales conclusiones de este análisis consiste en que, para las empresas que han sido controladas por familias chilenas, su indicador de Tobin's Q es un 22.0% menor en comparación con aquellas que no lo han sido. Esta es una conclusión relevante para el ensayo, dado que implica una relación estrecha entre el involucramiento de las familias en la toma de decisiones de las empresas de las cuales son controlantes y el descuento que estas terminan sufriendo.

I.d.iv) Gastos de Holding

González (2021) define los gastos de *holding* como aquellos administrativos que el conglomerado debe incurrir con el objetivo de monitorear a las empresas subsidiarias que forman parte de la estructura empresarial. Rommens (2004) complementa este análisis detallando dos grandes costos incurridos por los conglomerados: compensaciones del *management* y costos de monitoreo. El primero es definido como aquellos gastos relacionados a las funciones de la gerencia para tomar las decisiones estratégicas y/o de maximización de valor, mientras que los segundos como aquellos relacionados a la actividad de monitorear las actividades de las subsidiarias. En este sentido, Tabares & Ramírez (2016) relacionan este tipo de costos como uno de los posibles causantes del descuento por *holding*. En particular, los autores mencionan: “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” (p. 35).

Dada estas explicaciones, una de las estrategias de los conglomerados para disminuir el descuento consiste en proveer evidencia al mercado de un nivel relativamente bajo de estos costos, y de alguna forma buscar reducir la penalización del mercado sobre la empresa. Esto se puede observar en una reciente presentación corporativa de Antarchile, donde busca incentivar al mercado mostrando un bajo nivel de deuda financiera a nivel del conglomerado y gastos administrativos generales, como se puede observar debajo.

Figura 9: Serie histórica de los gastos de *holding* y apalancamiento de Antarchile, 2013-2022



Fuente: obtenido de la presentación corporativa de Antarchile (2022)

Por otro lado, Rommens (2004) también detalla un segundo costo que podría explicar el descuento en los conglomerados, relacionado con el concepto de “tax timing option” en países donde aplique el impuesto a la ganancia de capital (o “tax capital gain” en inglés). Este concepto hace referencia a una opción que los inversores poseen al momento de vender las acciones; en particular, si vender en el momento actual a un precio menor al invertido originalmente (y por ende reconocer pérdidas por la transacción) o esperar para ejecutar la venta y reconocer las ganancias de capital (con el objetivo de no pagar dichos impuestos).

En este sentido, el valor de esta opción consiste en que el accionista podría reconocer las pérdidas de la primera transacción, y descontar estas de los impuestos a pagar por una posible ganancia de la otra transacción. Ahora bien, dado que cuando uno invierte en los *holdings* no posee la posibilidad de vender las acciones de un activo subyacente a pérdida y esperar para vender otra del Grupo a ganancia (ya que solamente se posee la acción del conglomerado), se pierde la posibilidad de acceder a este “tax timing option”. Por lo tanto, se descuenta del valor del conglomerado este costo de oportunidad.

Capítulo II: Descuento por Holding en el Grupo Quiñenco

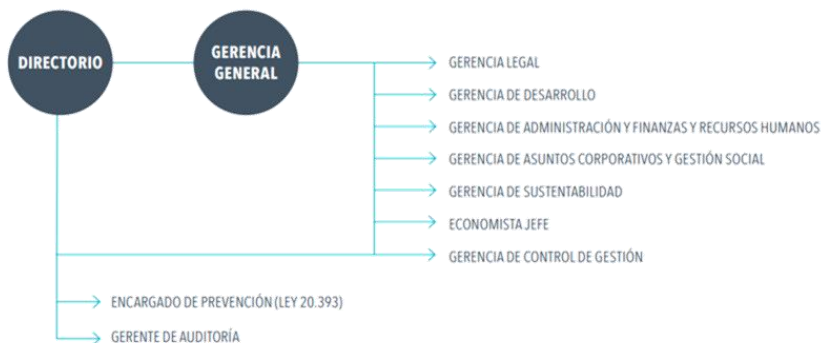
II.a) El Grupo Quiñenco

II.a.i) Descripción

El Grupo Quiñenco es considerado como uno de los conglomerados empresariales líderes de Chile, cuyas subsidiarias (OpCos) se encuentran incursionadas en diversas industrias del mercado, incluyendo servicios financieros (Banco de Chile), consumo masivo (Compañía Cervecerías Unidas o CCU), energía (Empresa Nacional de Energía Enx o Enx), entre otros.

El Grupo está controlado principalmente por la Familia Luksic, con +80.0% de las acciones (a diciembre 2021), cuyos miembros integran además diversas posiciones dentro del Directorio, por lo cual adicional a ser accionistas también cumplen con ciertas funciones de liderazgo y peso dentro de la toma de decisiones de la entidad, como se puede observar en el gráfico de abajo.

Figura 10: Esquema organizacional del Grupo Quiñenco



Fuente: obtenida de la memoria del Grupo Quiñenco (2021)

Por otro lado, en la tabla de abajo se describen las principales posiciones que ocupa cada miembro de la Familia dentro del conglomerado.

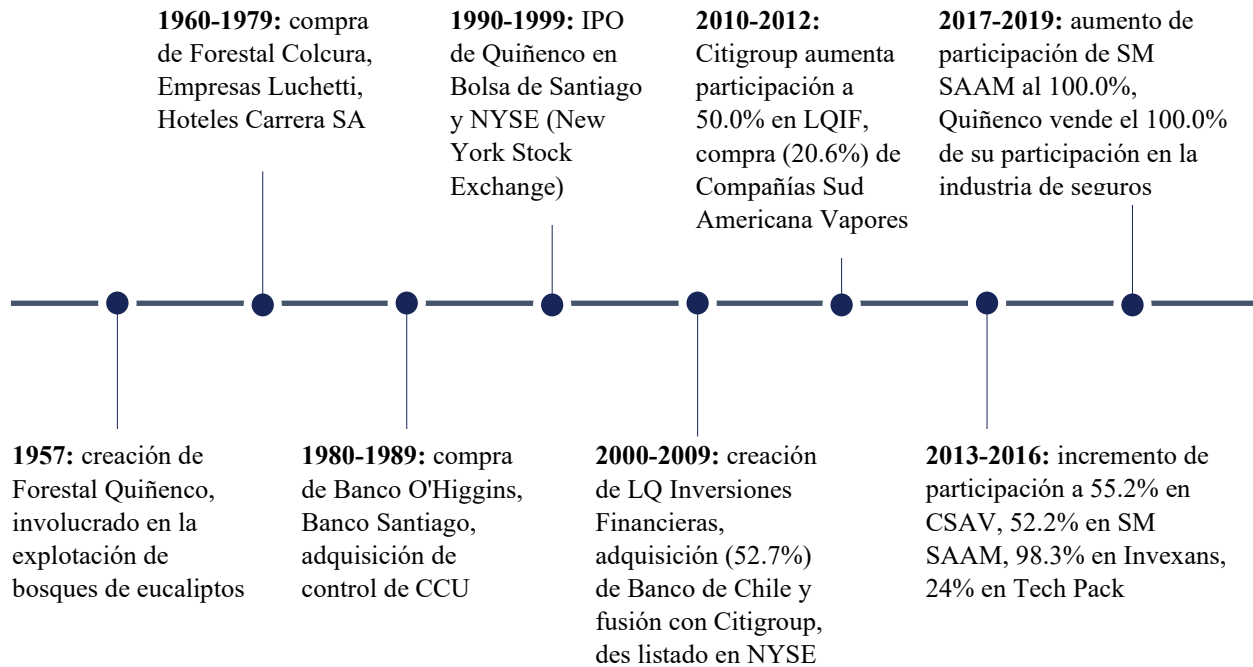
Tabla 6: Descripción de los miembros de la Familia Luksic que poseen roles directivos en el Grupo

Nombre	Relación Familiar	Posición	Ocupación en el Cargo
Andrónico Luksic Craig	Jefe de Familia	Presidente del Directorio	+10 años
Jean-Paul Luksic Fontbona	Hijo de Andrónico Luksic	Vicepresidente	+10 años
Nicolás Luksic Puga	Sobrino de Andrónico Luksic	Director	+10 años
Andrónico Luksic Lederer	Hijo de Andrónico Luksic	Director	+9 años

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco

El Grupo posee una amplia trayectoria empresarial, habiendo incursionado en transacciones de gran relevancia a nivel nacional (por ejemplo, adquisición del Banco O'Higgins y CCU en la década de 1980) e internacional (listado en NYSE en la década del 2000). Esto se puede observar en la línea de tiempo incluida abajo, donde se resumen los principales hitos del Grupo, desde el inicio de sus actividades en 1959 (con la creación de Forestal Quiñenco) hasta 2019.

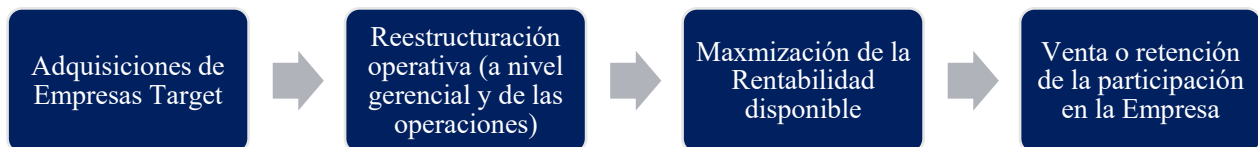
Figura 11: Reseña histórica del Grupo Quiñenco



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la memoria anual (2021) y página web del Grupo Quiñenco

En tanto, la principal estrategia que ha facilitado a Quiñenco consolidarse en Chile ha sido la ejecución de un eficaz plan de adquisiciones de empresas con alto potencial de crecimiento, y posterior plan de reestructuración operativo (ejemplo, eficientizar procesos productivos, recorte de gastos importantes que generen baja rentabilidad). En particular, el Grupo menciona esta estrategia en su presentación de resultados (2021) y la define de la siguiente forma:

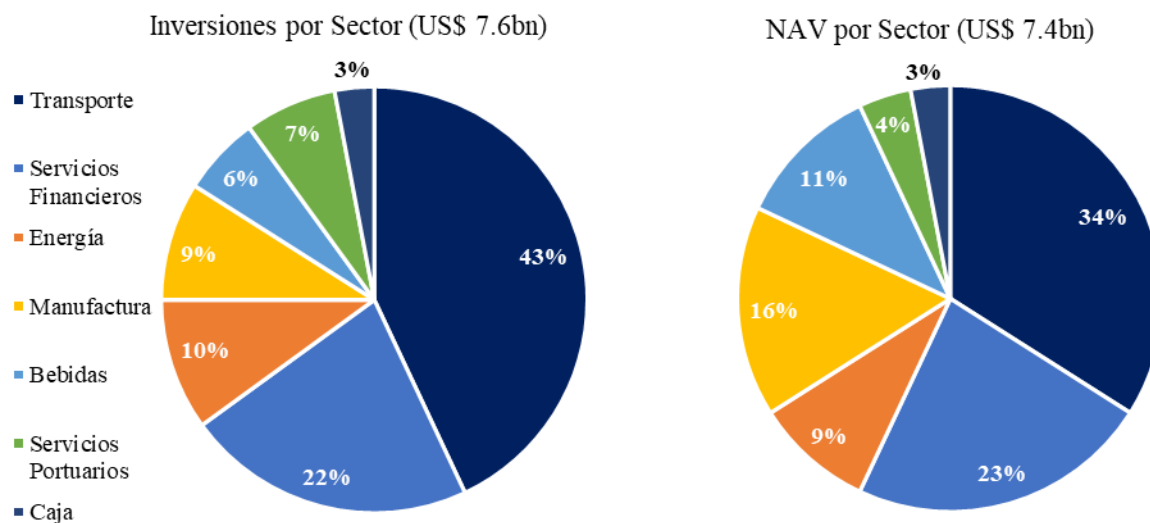
Figura 12: Estrategia corporativa del Grupo Quiñenco



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación de resultados trimestrales del Grupo Quiñenco (2021)

Esta estrategia ha permitido al Grupo consolidarse en diversos sectores a lo largo de su historia, y maximizar el valor de su portafolio. Actualmente sus inversiones se encuentran compuestas en gran proporción por la industria del transporte (43.0%), sector financiero (22.0%) y energía (10.0%). De forma similar, la categoría que representa gran parte del valor de sus activos (NAV) es la de transporte (34.0%), seguida de servicios financieros (23.0%), manufactura (16.0%), entre otros, como se detalla a continuación.

Figura 13: Composición del NAV e inversiones por sector¹



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación de resultados trimestrales del Grupo Quiñenco (2021)

En este sentido, el patrimonio del Grupo se encuentra relativamente distribuido a lo largo de diversas industrias, aprovechando con ciertos sectores la geografía del país trasandino (ejemplo, servicios portuarios dada la proximidad océano) y capturando con otros las potenciales oportunidades de crecimiento atribuidas a la introducción de las nuevas tecnologías llamadas a revolucionar ciertas industrias (ejemplo, servicios financieros).

¹ Grupo Quiñenco calcula el porcentaje de cada industria a partir del valor “bruto” de los activos, es decir sin tomar en consideración la deuda financiera corporativa de la entidad

II.a.ii) Estructura Corporativa

La estructura del Grupo Quiñenco se encuentra compuesta por seis empresas, que operan a lo largo de seis industrias: servicios financieros, bebidas, manufacturero, energía, transporte y servicios portuarios. Estas son: Banco de Chile, Compañía Cervecerías Unidas (CCU), SM SAAM, CSAV, Nexans y Enex. Abajo se puede observar en la tabla un breve resumen del porcentaje de propiedad por parte del Grupo, productos que ofrecen y posición en la industria chilena (al fin de 2021).

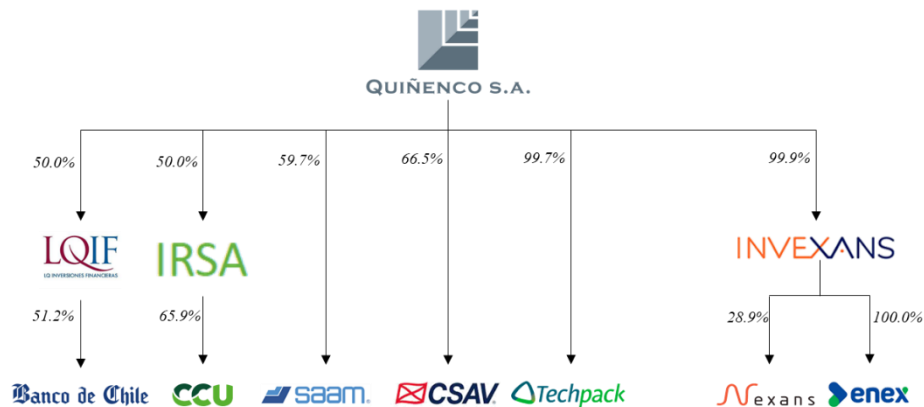
Tabla 7: Descripción de las subsidiarias del Grupo Quiñenco

Sector	Empresa	Productos	Controlante?	Comparte Control?	Otro
Financiero	Banco de Chile	Colocaciones, depósitos	✓	✓	Comparte con Citigroup
Bebidas	CCU	Producción de bebidas alcohólicas (cervezas, vinos) como no alcohólicas	✓	✓	Comparte con Heineken
Manufacturero	Nexans	Sistemas de cables	✗	✗	-
Energía	Enex	Combustible, estación de servicios	✓	✗	100% dueño a través de Invexans
Transporte	CSAV Hapag-Lloyd	Transporte en portacontenedores	✗	✗	-
Servicios Portuarios	SM SAAM	Remolcadores, operador portuario	✗	✗	-

Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco

Adicionalmente, abajo se puede observar en detalle la estructura corporativa del Grupo, incluyendo los vehículos por los cuales el Grupo participa en ciertas de las subsidiarias (ejemplo, LQIF en Banco de Chile, o IRSA en CCU). Esta aclaración es relevante dado que las participaciones que el conglomerado posee en alguna de estas empresas provienen del vehículo que comparte con otros inversores (ejemplo, con Citigroup en LQIF), factor que influenciará adelante en el trabajo para calcular los derechos económicos sobre estas.

Figura 14: Ilustración de la estructura corporativa del Grupo Quiñenco

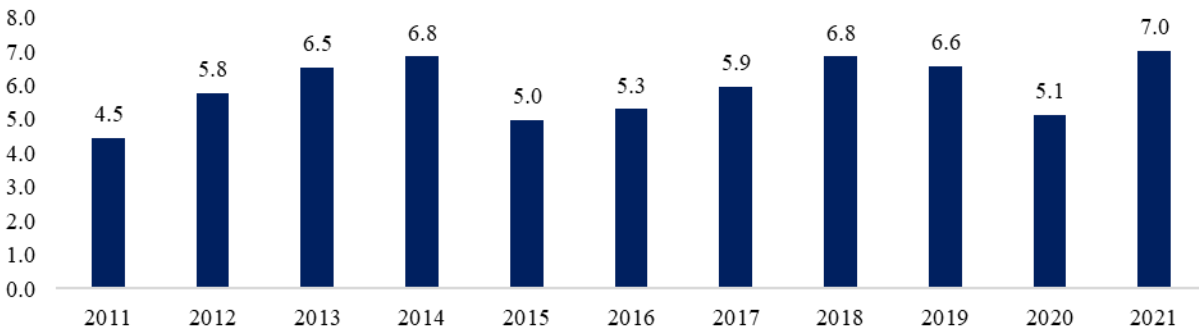


Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación de resultados trimestrales del Grupo Quiñenco (2021)

II.a.iii) Rendimiento Histórico

Partiendo de su estrategia de crecimiento descrita anteriormente, el Grupo ha logrado mantener una estructura de activos diversificada a lo largo de los años. Ello ha favorecido el desarrollo de un perfil crediticio fuerte y resiliente, superando adversidades (ejemplo, COVID-19) y expandiendo su portafolio de empresas. Como se puede observar debajo, el Grupo ha mantenido un crecimiento consistente sostenido de sus ingresos (compuesto por los obtenidos de las actividades ordinarias o no bancarias y los ingresos operativos netos del servicio bancario), partiendo de US\$ 4.5bn en 2011 a US\$ 7.0bn en 2021 (4.7% CAGR), como se puede observar debajo.

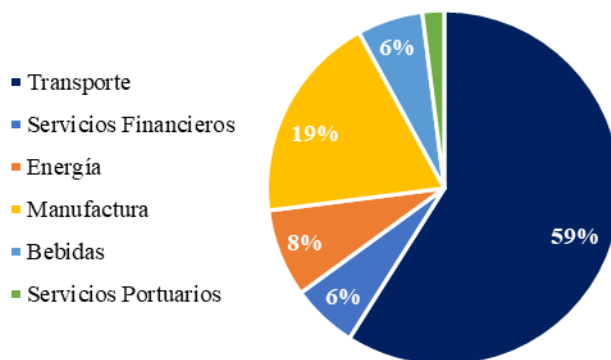
Figura 15: Ingresos consolidados (US\$ bn) del Grupo Quiñenco²³



Fuente: elaboración propia con base en datos de los estados financieros del Grupo Quiñenco (2011-2021)

Por otro lado, debajo se puede observar cómo el segmento de transporte ha sido el segmento que ha liderado el crecimiento de los resultados de la entidad.

Figura 16: Composición por sector de los ingresos consolidados de 2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación de resultados trimestrales del Grupo Quiñenco (2021)

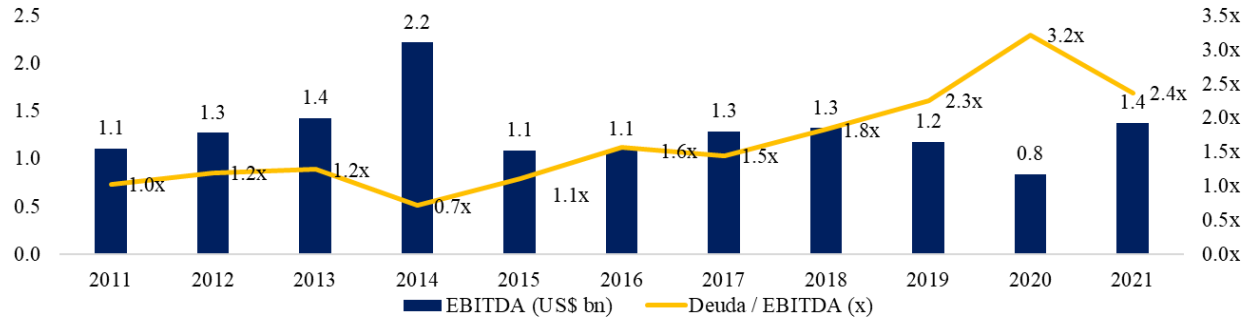
En tanto, el Grupo ha mantenido un sólido perfil crediticio desde 2011, partiendo de 1.1x de apalancamiento a 2.4x en 2021. El máximo observado en este período es de 3.2x en 2020 (reflejando el impacto de las consecuencias del COVID-19 en las actividades de sus principales subsidiarias), mientras que el mínimo

² Información originalmente presentada en CLP\$, convertido al tipo de cambio descrito por el Banco Mundial (2023) para el período 2011-2021

³ Provenientes del segmento financiero (bancario) y no financiero (transporte, manufactura, entre otros)

se observa en 2014 con 0.7x (incluyendo beneficios operativos obtenidos por la fusión de una de sus subsidiarias – CSAV – con Hapag Lloyd). Esto se puede observar en el gráfico de a continuación.

Figura 17: Posición crediticia, 2011-2021⁴



Fuente: elaboración propia con base en datos de los estados financieros del Grupo Quiñenco (2011-2021)

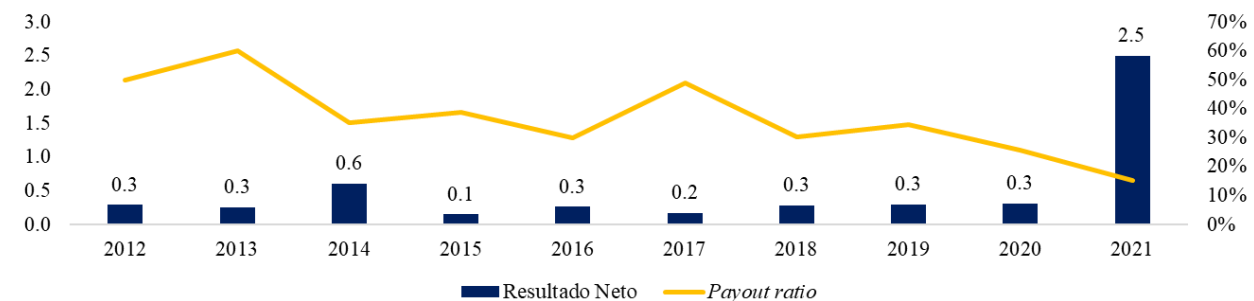
En términos de resultados netos (esto es, tomando en cuenta la estructura de capital de la firma), Quiñenco también ha visto un rendimiento sostenido a lo largo del período analizado; como a su vez con respecto a los dividendos distribuidos a sus accionistas. Esto se puede observar con el *payout ratio*, que se describe de la siguiente forma:

$$\text{Payout Ratio (\%)} = \frac{\text{Dividendos Pagados}}{\text{Resultado Neto}}$$

Fuente: obtenido de Investopedia (2023)

En este sentido, en el gráfico de abajo se aprecia que el Grupo ha mantenido un pago de dividendos promedio del 36.7% a lo largo de 2012-2021.

Figura 18: Comparación de la distribución de dividendos (%) vs. resultados netos (US\$ bn), 2011-2021⁴⁵



Fuente: elaboración propia con base en datos de las memorias anuales del Grupo Quiñenco (2011-2021)

De esta forma, 2021 ha sido el período con mayor resultado neto a lo largo de 2012-2021, influenciado por el rendimiento de una de sus subsidiarias del segmento de transporte (CSAV). El Grupo Quiñenco (2021) lo justifica por ser “impulsado en gran parte por el desempeño de la naviera Hapag-Lloyd, principal activo

⁴ Información originalmente presentada en CLP\$, convertido al tipo de cambio descrito por el Banco Mundial para 2011-2021

⁵ Resultados netos y dividendos pagados correspondientes al Grupo Quiñenco (no consolidados)

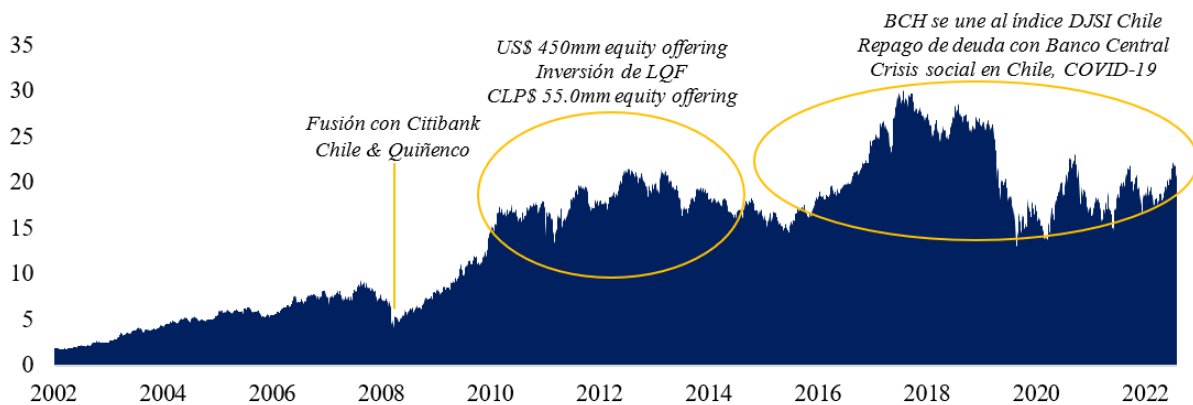
de CSAV, que reportó una ganancia neta de US\$ 10,738 millones durante el año 2021, subiendo desde US\$ 1,058 millones a diciembre de 2020” (p. 269).

II.b) Industrias del Grupo Quiñenco

II.b.i) Servicios Financieros

La empresa incluida en este segmento es Banco de Chile. Esta se dedica a proveer servicios bancarios (líneas de crédito, depósitos, tarjetas de débito) orientados tanto al segmento empresarial como *retail* de la nación trasandina. La empresa fue fundada en 1893, pero recién en 2002 ocurrió su oferta pública inicial (IPO) en la bolsa de Estados Unidos (NYSE). En el gráfico a continuación se puede observar un breve resumen de los hitos más relevantes desde este suceso, explicando las principales tendencias del precio de la acción de la Empresa.

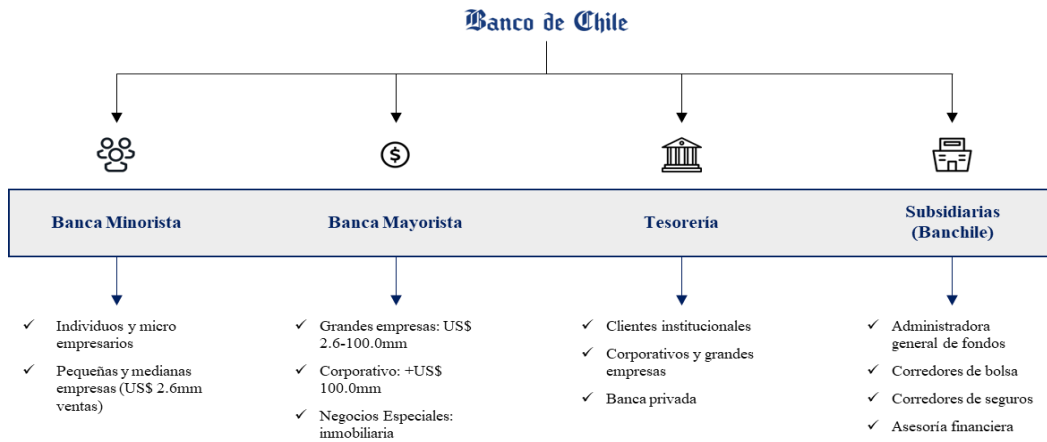
Figura 19: Rendimiento del precio de la acción (US\$) de Banco de Chile (2002-2022)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance y presentación corporativa del Banco de Chile de 2022

En este sentido, uno de los eventos clave en la historia del Banco ha sido la fusión con Citibank y el Grupo Quiñenco en 2008, lo que le ha permitido consolidarse como uno de los principales jugadores del sector financiero en Chile. Esta transacción ocurrió por medio del brazo inversor del Grupo (LQ Inversiones Financieras o LQIF) en donde Citigroup y Quiñenco actualmente poseen (cada uno) el 50.0% del vehículo; Que a su vez posee el 51.2% de los derechos económicos/políticos sobre la empresa.

Por otro lado, hoy en día el modelo de negocio del Banco se encuentra orientado a los siguientes segmentos: el minorista (productos financieros destinados a personas físicas y pymes), mayorista (a grandes empresas), tesorería y filiales. A continuación, se describen los principales productos y servicios de cada rubro.

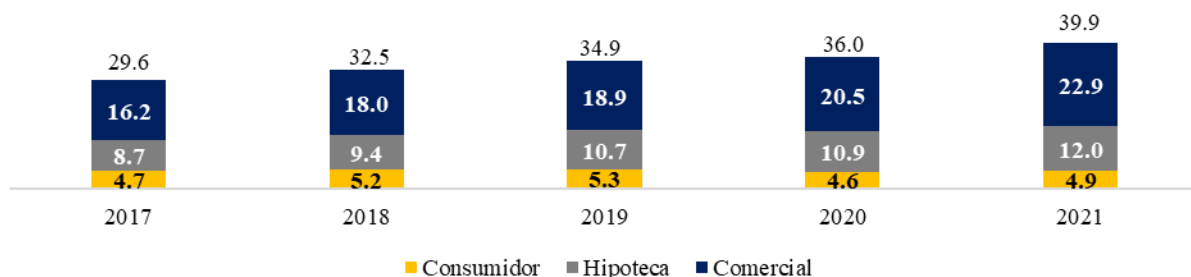


Fuente: elaboración con base en datos de la memoria anual Banco de Chile de 2022

Según su última memoria anual (2022), la banca minorista se encuentra dedicada a proveer cuentas corrientes, tarjeta de débito, de crédito, líneas de crédito, créditos hipotecarios, gestión de fondos mutuos, entre otros. El sector mayorista, en cambio, está orientada a empresas con ventas superiores a US\$ 2.6mm y que no coticen en la bolsa (por ejemplo, filiales de empresas multinacionales), e incluye créditos comerciales a corto/largo plazo, créditos de capital de trabajo, líneas de crédito, entre otros. La tesorería, en cambio, ofrece productos financieros de mayor complejidad orientados a clientes institucionales, como intermediación de moneda extranjera, contratos *forward*, swaps de tasas de interés. Por último, el segmento de filiales comprende servicios ofrecidos por las empresas que operan debajo de la marca de Banchile, incluyendo servicios de banca de inversión y cobranza.

Uno de los grandes motivos de consolidación de la empresa en el sector se explica por su solidez en rendimiento operativo superando particularmente en los últimos años, diferentes eventos que han impactado la actividad económica a nivel nacional (como el COVID-19). Esto se demuestra, en parte, por el crecimiento exhibido en la cantidad de préstamos otorgados a lo largo de los últimos 5 años, con un crecimiento anual compuesto (CAGR) de 7.7%. Adicionalmente, gran parte de los préstamos o líneas de crédito que provee el Banco son direccionados al segmento minorista vs. segmento mayorista (63.0% vs. 37.0%).

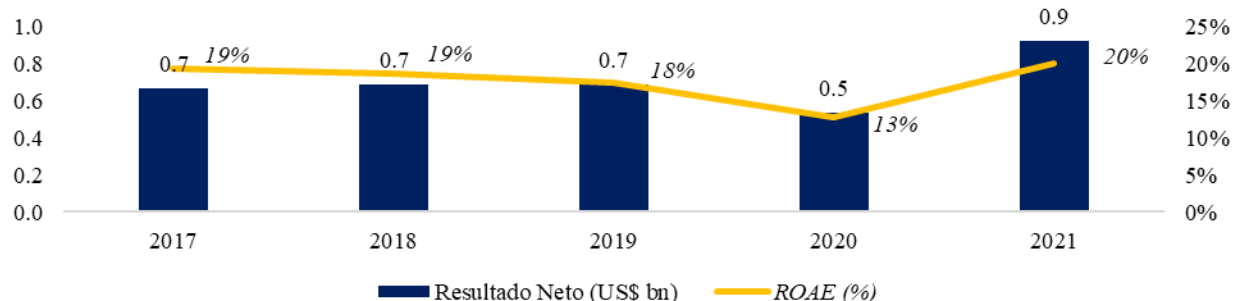
Figura 20: Composición de préstamos (US\$ bn) por cliente (2017-2021)



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de Banco de Chile de 2022

En tanto, este rendimiento operativo se ha podido reflejar en un crecimiento de los resultados netos de la empresa y métricas de retorno como ROAE, que se explica como el retorno promedio al accionista (es decir, Retorno Promedio al *Equity*). Esto se puede ver en el gráfico de abajo, en donde el ingreso neto de la Empresa ha crecido desde US\$ 0.7bn en 2017 a US\$ 0.9bn en 2021 (8.3% CAGR), superando adversidades como el COVID-19 en 2020.

Figura 21: Rendimiento financiero, 2017-2021



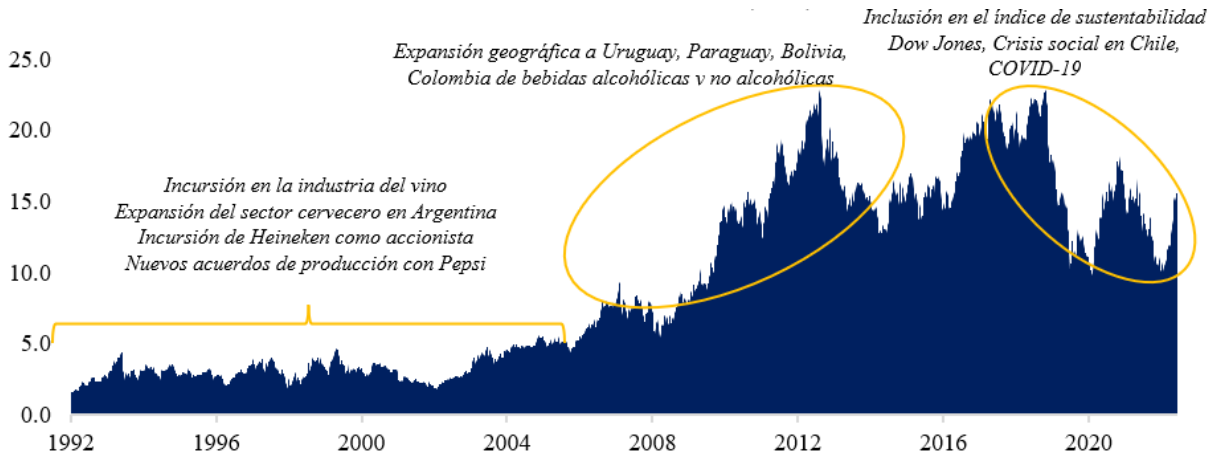
Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de Banco de Chile de 2022

II.b.ii) Bebidas

Otra de las OpCos del Grupo Quiñenco es la cervecera CCU, operando dentro de la industria de bebidas alcohólicas y no alcohólicas de Chile, aunque también participa en otros países de la región (como Argentina, Paraguay, Bolivia, Uruguay). La empresa fue fundada en 1902 como uno de los primeros productores de cerveza de la nación, lo cual impulsó un crecimiento orgánico que permitió que años posteriores creciera de forma inorgánica, es decir mediante adquisiciones y fusiones (por ejemplo, 1924 con Cerveceras de Concepción y Talca), resultando en expansión a nuevos productos no alcohólicos (por ejemplo, produciendo la Pepsi-Cola en 1959).

En este sentido, uno de los hitos de mayor relevancia de su historia fue la inclusión del Grupo Quiñenco, quien buscó consolidar a CCU como uno de los líderes de la industria, invirtiendo en la empresa en conjunto con el grupo alemán Schörghuber a través del vehículo Inversiones y Rentas SA (IRSA) en 1986 (quien hoy en día posee el 65.87%). Esto permitió que el éxito en términos de resultados operativos/financieros continúe creciendo, lo cual llevó a que la empresa se listara en la bolsa de Nueva York en 1992, para que en 2003 el grupo alemán vendiera su totalidad de sus acciones a Heineken (quien hoy en día posee el 50.0% de IRSA, con el restante siendo propiedad del Grupo Quiñenco). Este evento, junto con otros importantes post-IPO, se puede observar en el gráfico de abajo.

Figura 22: Rendimiento de la acción (US\$) de CCU, 1992-2022



Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance, presentación corporativa de 2022 y página web de CCU

Actualmente, la empresa opera en diversos segmentos de bebidas alcohólicas (cerveza, vino) como no alcohólicas (Pepsi-cola, aguas saborizadas) en Chile como a su vez en otros países de Latinoamérica. Como se puede observar en la tabla de abajo, la empresa ha logrado mantener una participación de mercado del 46.2% tomando en cuenta todos los segmentos de la misma, mientras que un porcentaje inferior en los negocios internacionales.

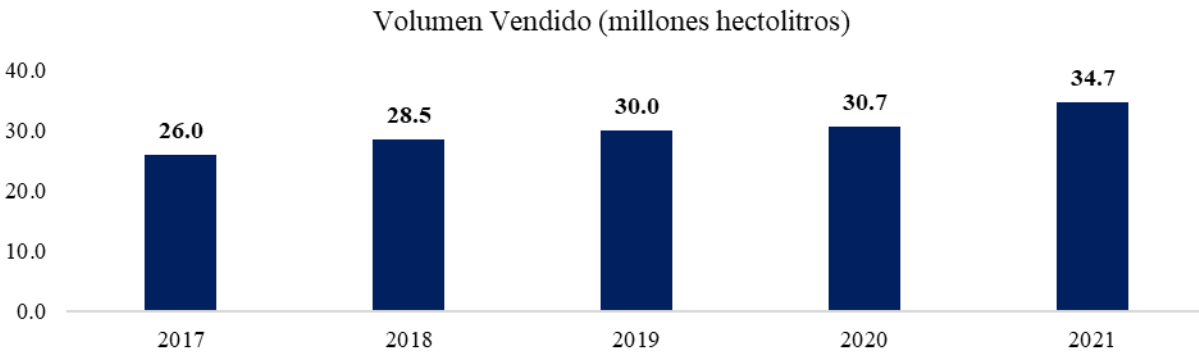
Figura 23: Descripción de los productos ofrecidos por CCU

	Core Categories		Synergic Categories	TOTAL 2021	
	Beer	Non Alcoholic	Wine, Spirits and Cider	Market Share ⁽¹⁾	Proprietary Brands ⁽²⁾
Chile				46.2% ⁽³⁾	69.2%
International Business				18.0% ⁽⁴⁾	76.7%
Wine				19.1% ⁽⁵⁾	100%
	TOTAL			30.9%	72.6%

Fuente: obtenida de la presentación corporativa de CCU de 2022

Por otro lado, CCU ha mantenido un crecimiento consistente de volúmenes vendidos a lo largo de los últimos años, derivado principalmente por una expansión a nuevas geografías y productos (en gran parte explicadas por fusiones y adquisiciones con empresas del sector/país). Como se puede observar abajo, la Empresa ha logrado un crecimiento promedio (CAGR) de 7.5% a lo largo del período de 2017 a 2021, de 26.0 a 34.7 mm HL.

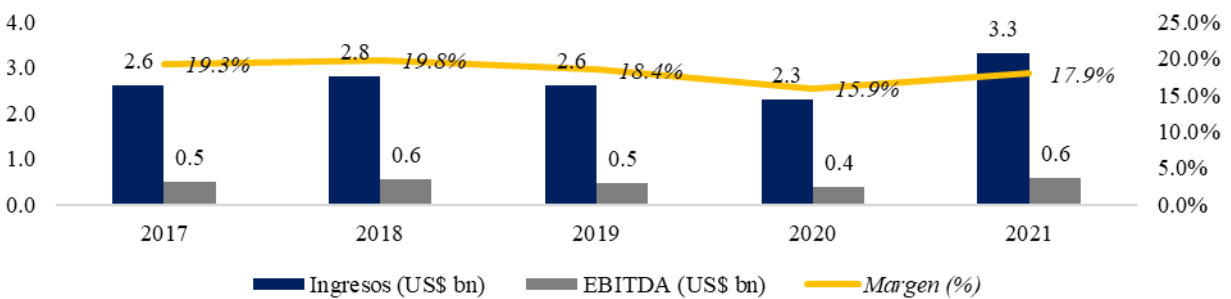
Figura 24: Rendimiento operativo, 2017-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de CCU de 2022

Esto a su vez se ha podido trasladar en un incremento constante de las ventas y márgenes operativos, como se puede analizar abajo; partiendo de un margen EBITDA de 19.3% a 17.9% en 2017-2021.

Figura 25: Rendimiento financiero, 2017-2021⁶



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de CCU de 2022

II.b.iii) Servicios Portuarios

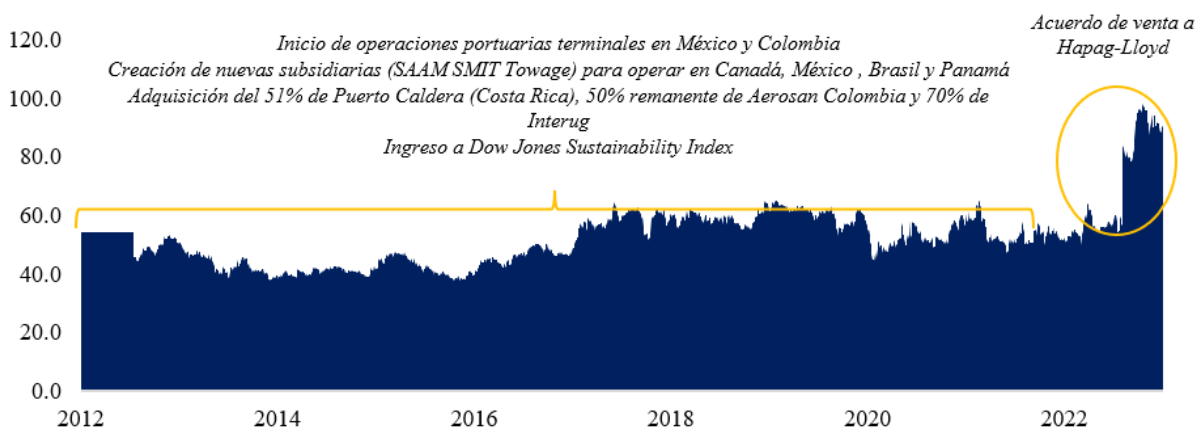
Sociedad Matriz SAAM (SM SAAM) es una empresa multinacional dedicada a proveer servicios portuarios orientados “al comercio internacional a lo largo de toda la cadena logística” (SM SAAM, 2022, p. 2), con presencia en 14 países de América y más de 8,000 empleados. Los principales segmentos que la misma provee incluyen los de remolque, operador de terminales, de carga & *ground handling* y almacenaje/transporte.

Fundada en 1961, SM SAAM posee una trayectoria de más de 55 años de experiencia en el segmento logística/portuaria, con varios hitos en su historia que lo ha posicionado como líder de industria. Entre ellos, se encuentra la expansión hacia nuevas geografías como Perú, Colombia (1992), Uruguay (1994) y México (1996), adquisiciones relevantes (por ejemplo, en 2002 adquiriendo el 50.0% de Portuaria Corral SA), el nacimiento de la sociedad propiamente luego de dejar de formar parte de CSAV (Compañía Sud Americana de Vapores) y posterior listado en la bolsa de Santiago de Chile (2012). Aquí fue donde el Grupo Quiñenco (previo accionista de la Empresa por ser inversor de CSAV) pasó a poseer ser accionista controlante del

⁶ Información originalmente presentada en CLP\$, convertido al tipo de cambio descrito por el Banco Mundial (2023) para 2011-2021

Grupo (en donde hoy tiene el 59.7% de las acciones). Debajo se puede observar un breve resumen de la historia de la Empresa, posterior a este hito relevante.

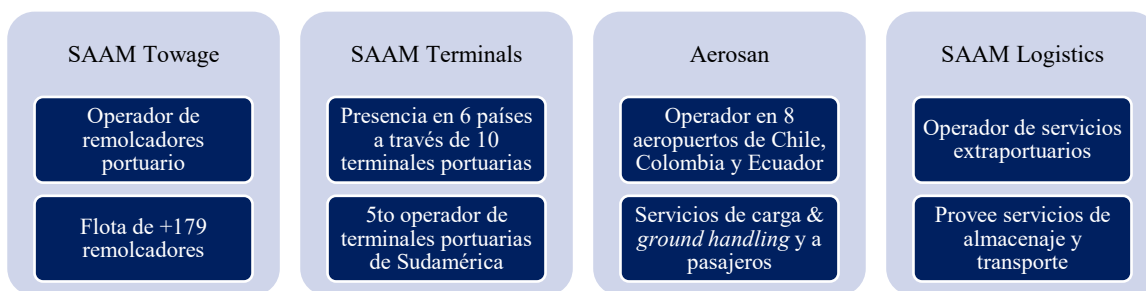
Figura 26: Rendimiento de la acción (CLP\$) de SM SAAM, 2012-2022



Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance, presentación corporativa de 2022 y página web de SM SAAM

Actualmente la Empresa abarca los segmentos mencionados a través de diferentes subsidiarias, incluyendo a SAAM Towage (remolque), SAAM Terminals (terminales portuarios), Aerosan (servicios de carga) y SAAM Logistics (almacenaje y transporte). Abajo se puede obtener un detalle de cada una de ellas, obtenida de la última presentación corporativa (2022).

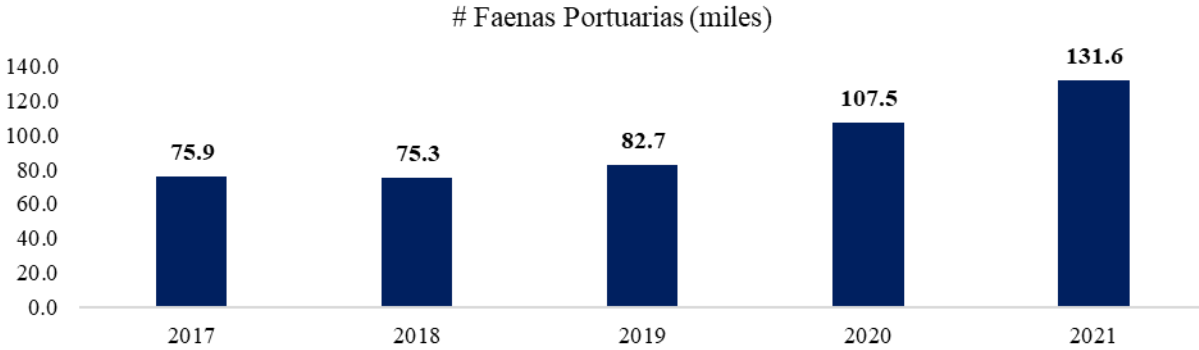
Figura 27: Subsidiarias de SM SAAM



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de SM SAAM (2022)

Por otro lado, en 2017 SM SAAM (2022) adoptó un nuevo modelo operativo, incluyendo una “estandarización de procesos e implementación de sistemas transversales” (p. 7), como “rigurosa política de administración de procesos de inversión” (p. 7), que lo ha impulsado en tener un crecimiento de las ventas, entendido como un incremento en la cantidad de actividades de carga/descarga (faenas portuarias), como se puede observar debajo.

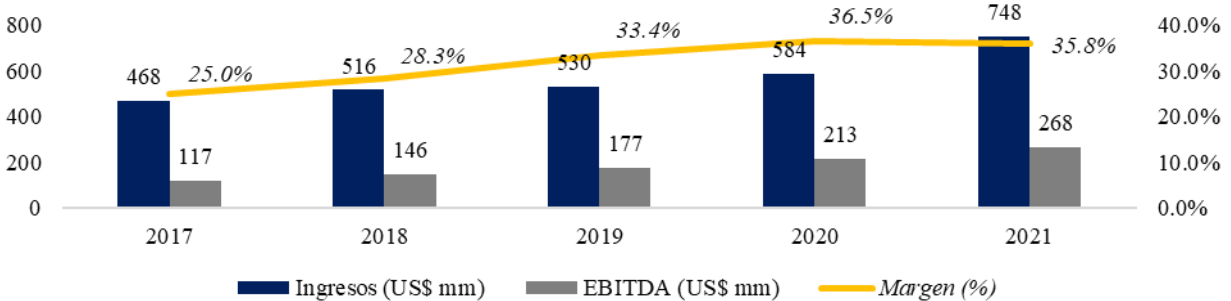
Figura 28: Rendimiento operativo, 2017-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de SM SAAM (2022)

En tanto, esto ha llevado a un crecimiento sostenido de los ingresos brutos de la empresa para el período 2017-2021 (partiendo de US\$ 468.0mm a US\$ 748.0mm en 2021) como también de los niveles de EBITDA (US\$ 117.0mm 2017, US\$ 268.0mm en 2021) y márgenes (25.0% en 2017 a 35.8% en 2021).

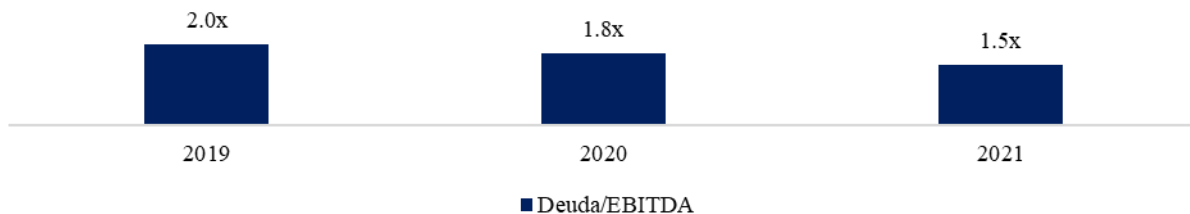
Figura 29: Rendimiento financiero, 2017-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de SM SAAM (2022)

Este crecimiento operativo, a su vez, ha permitido que la Empresa mantenga un perfil crediticio fuerte, logrando niveles de apalancamiento por debajo de 3.0x (considerado comúnmente lo mínimo para que una empresa sea saludable en términos crediticios).

Figura 30: Posición crediticia, 2019-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de SM SAAM (2022)

II.b.iv) Manufactura

Invexans y Nexans

Dentro del segmento de manufactura, el Grupo Quiñenco opera principalmente a través de Invexans (dueña del 99.9% de las acciones), empresa cuyo rol principal comprende el de administrar sus dos principales subsidiarias: Nexans (fabricante de cables) y Enex (generadora de energía). La constitución de dicha organización fue el resultado de la división de Madeco (empresa minera focalizada en la producción de cobre) en 2013, dando lugar a la creación de dos empresas: Invexans SA (pasaría a ser la accionista principal de Nexans) y Techpack (que integraría los otros activos de Madeco: Madeco Mills SA, Indalum SA). Dado que el Grupo había sido accionista de Madeco, luego de esta transacción pasó a ser el accionista controlante de Invexans (por el 99.9%) y Techpack (100.0%). Esto resultaría en que, sumado a la participación de otra de las subsidiarias de Techpack en la empresa, el porcentaje de acciones propiedad del Grupo ha resultado en 28.9% (al 2021).

Nexans (de origen francés) se encuentra orientada a 4 segmentos de mercado de energía, a los cuales provee la producción de sus cables, según lo explicado en su memoria anual (2021): construcción (por ejemplo, electrificación de la infraestructura), industria (por ejemplo, de maquinarias), telecomunicaciones (de las redes de telecomunicación) y (electrificación de) proyectos. Como se puede observar en la tabla de abajo, obtenida directamente de la memoria anual, la Empresa posee un diversificado portafolio de mercados finales a los que destina su producción, clave en el crecimiento de la Empresa en los últimos años.

Tabla 8: Modelo de negocio de Nexans

Ítem/Segmento	Construcción	Industria	Telecomunicaciones	Proyectos
Productos	<ul style="list-style-type: none">✓ Cables y accesorios de baja y media tensión✓ Soluciones en gestión inteligente de cables eléctricos	<ul style="list-style-type: none">✓ Cables especiales, cables de alimentación, control y datos✓ Soluciones en Arneses automotrices	<ul style="list-style-type: none">✓ Cables y accesorios de fibra óptica, cables de datos (LAN)✓ Soluciones en Centro de datos, infraestructura de telecomunicaciones	<ul style="list-style-type: none">✓ Cables de alta tensión para transmisión de energía✓ Instalación de cables para parques eólicos
Diferenciación	<ul style="list-style-type: none">✓ Seguridad, medioambiente, eficiencia	<ul style="list-style-type: none">✓ Ingeniería, logística	<ul style="list-style-type: none">✓ Conectividad y soluciones integradas	<ul style="list-style-type: none">✓ Proyectos llave en mano, embarcaciones
Mercados Finales	<ul style="list-style-type: none">✓ Construcción✓ Electrificación rural✓ Ciudades inteligentes	<ul style="list-style-type: none">✓ Transporte✓ Automatización✓ Recursos renovables	<ul style="list-style-type: none">✓ Fibra óptica✓ Redes de telecomunicaciones✓ Centros de datos	<ul style="list-style-type: none">✓

Fuente: elaboración propia con base en datos de memoria anual de Invexans de 2021

Esta diversificación (en mercados finales y productos ofrecidos) ha permitido que la Empresa desarrolle varias fuentes de ingreso a lo largo de los años, como se puede observar abajo. En particular, se destaca que el segmento de construcción predomina como el que más contribuyó en ventas en 2021 (con EUR 2.5bn), seguido del industrial (EUR\$ 1.4 bn), proyectos (EUR\$ 0.8bn) y telecomunicaciones (EUR\$ 0.3bn).

Tabla 9: Información financiera por segmento (2020-2021)

EUR mm	Ventas 2021	Ventas 2020	EBITDA 2021	EBITDA 2020
Construcción	2,491	2,422	187	128
Proyectos	796	699	143	105
Telecomunicaciones	320	393	37	29
Industrial	1,366	1,210	119	84
Otros	1,081	989	(22)	1
Total	6,054	5,713	463	347

Fuente: elaboración propia con base en datos de la memoria anual de Invexans (2021)

Techpack

Otra de las subsidiarias del Grupo dentro del segmento de manufactura es Techpack SA, fundada en 2013 con la división de activos de Madeco. Al igual que con Invexans, el Grupo Quiñenco procedió a convertirse (luego de una serie de transacciones para adquirir mayores acciones en la compañía) en el accionista controlador de la misma, con dominio del 99.97% de las acciones. Como hito relevante en su historia, en 2014 se decidió realizar una reorganización de “los activos de la compañía para concentrarse en el negocio de envases y empaques, del cual es líder a nivel regional, con una importante presencia industrial y comercial en Chile, Perú, Argentina y Colombia” (Techpack, s.f.). Esto implicaba centrarse exclusivamente en la administración de la subsidiaria de Techpack, llamada Alusa (encargada de dicho segmento de envases y empaques).

No obstante, en 2016 el Grupo Quiñenco decidió vender el negocio de envases flexibles a Amcor por US\$ 435.0mm, quien era una de las “principales productoras de envases rígidos y flexibles del mundo” (Diario Financiero, 2016). Por este motivo, Techpack en la actualidad es una empresa sin actividades operativas, en donde sus principales activos, según la memoria anual del Grupo Quiñenco de 2021, consisten en inversiones financieras y caja & equivalentes disponible. Motivo por el cual, si bien esta empresa es considerada dentro de la estructura del Grupo, se destaca un menor aporte o valor agregado en comparación con el resto de las subsidiarias (en términos de ingresos y/o flujo de caja generado) de la estructura empresarial.

II.b.v) Energía

En 2020, Invexans adquirió a Enex a su portafolio, transacción por el cual el Grupo Quiñenco se consolidó como principal accionista de la empresa (con el 100% de las acciones). Enex es una de las principales distribuidoras de energía y lubricantes en Chile que, según la página web del Grupo cuenta con “con una red nacional de 445 estaciones de servicio que operan bajo una licencia de marca Shell, además de 185 tiendas de conveniencia upa! y upita” (Grupo Quiñenco, s.f.). Por otro lado, se destaca en esta misma fuente que la Empresa es el principal “distribuidor de lubricantes Shell en Chile y participa además en la comercialización de asfaltos y productos químicos” (Grupo Quiñenco, s.f.).

Según la página web de la empresa, esta fue fundada como Shell Chile en 1919, con la “construcción de una planta de la Planta Las Salinas, en la V Región” (Enex, 2019) para luego ser vendida al Grupo Quiñenco en 2011 y renombrada como Enex. Adicionalmente, otro de los hitos importantes de la empresa ocurrió en 2018, siguiendo lo comentado en la página web del Grupo, en donde adquirió a Road Ranger, denominado como “la cuarta red más grande de travel centers de carretera de Estados Unidos con 42 estaciones en las principales carreteras interestatales entre Texas y el medio oeste norteamericano” (Grupo Quiñenco, s.f.).

En términos de rendimiento, la empresa ha crecido particularmente en los últimos dos años, partiendo desde CLP\$ 2.2 tn (trillones) en 2020 a CLP\$ 2.9 tn en 2021 (+37.4% yoy) en ingresos obtenidos, y CLP\$ 19.5bn en 2020 a CLP\$ 95bn en 2021 (+388.8% yoy) de ganancia operativa (EBIT). Debajo se puede observar un resumen de las principales métricas financieras.

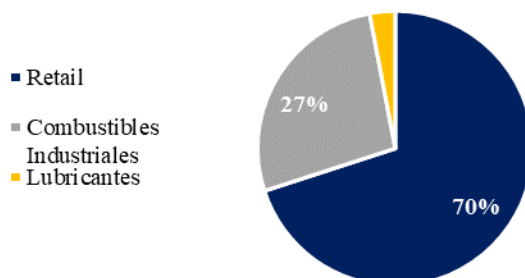
Tabla 10: Resumen de indicadores financieros (2020-2021)

CLP mm	2020	2021
Ingresos	2,116,662	2,908,184
EBIT	19,463	95,140
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	8,130	61,401
Activos	1,309,220	1,449,677
Pasivos	735,717	792,155

Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco

Por otro lado, en términos de los segmentos, como se puede observar debajo, los ingresos son principalmente obtenidos por el sector *retail*, seguidos de combustible industrial y lubricantes.

Figura 31: Composición de las ventas por sector

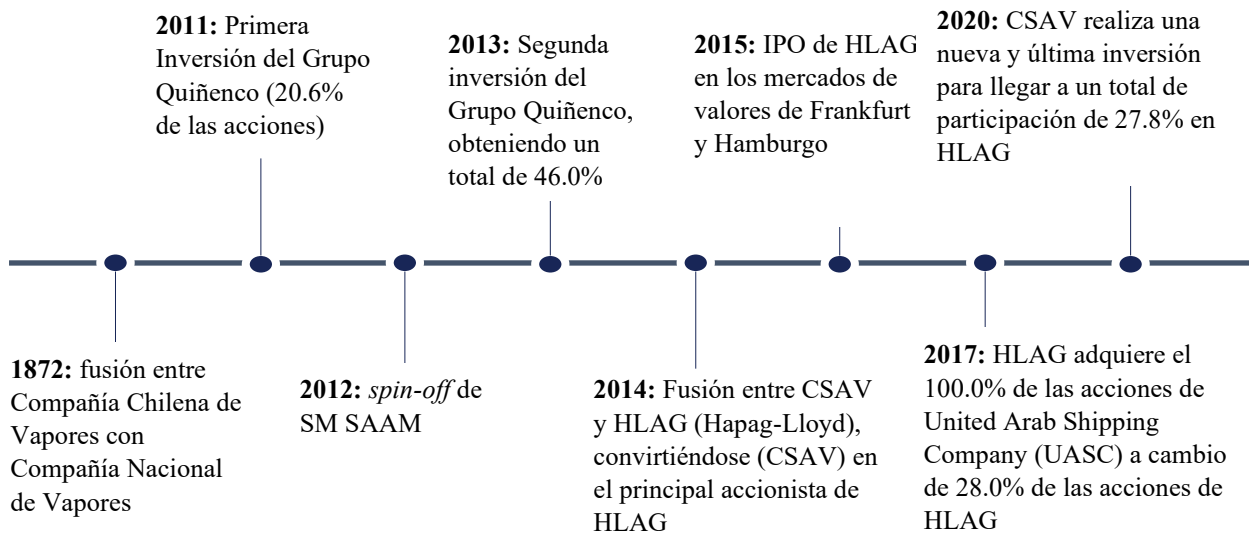


Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco

II.b.vi) Transporte

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV) es una compañía de origen chileno, principalmente dedicada a proveer servicios de transporte marítimo, impulsada principalmente luego de su fusión con la empresa de transporte de carga, Hapag-Lloyd, en 2014 (por el cual hoy en día es accionista del 73.9% de las acciones), según lo explicado en su presentación corporativa de 2021. La empresa fue fundada en 1872, con la fusión entre dos empresas de transporte, denominadas Compañía Chilena de Vapores y Compañía Nacional de Vapores. Con el correr del tiempo, logró posicionarse como uno de los líderes en la industria del transporte por *container* en Chile. Esto motivó a que el Grupo Quiñenco, en 2011, decidiera invertir en la empresa por el 20.6% de las acciones, porcentaje que luego aumentaría en 2013 a un 46.0% y en 2021 (a 66.3%). Abajo se puede observar un breve resumen de la historia de la Empresa.

Figura 32: Reseña histórica de CSAV



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación corporativa de CSAV de 2021

Como se puede observar arriba, uno de los principales hitos de la historia de CSAV ha sido su inversión en Hapag-Lloyd, multinacional de origen alemán, incursionada en la industria de transporte de *containers* y que en los últimos años ha podido consolidarse como uno de los principales jugadores a nivel mundial en dicho sector, como se puede observar abajo; Proveyendo 126 servicios a lo largo de todos los continentes.

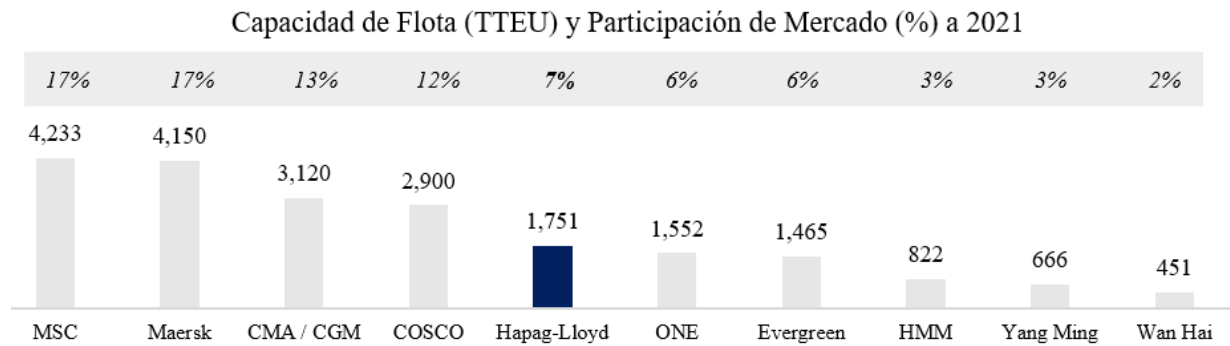
Figura 33: Posicionamiento geográfico de Hapag-Lloyd



Fuente: obtenido de la memoria anual de Hapag-Lloyd de 2021

En términos de participación de mercado (*market share*), la empresa mantiene (a 2021) un 7.0% del total de mercado (medido en términos de capacidad de flota), posicionándose de esta forma entre los 5 jugadores de mayor participación del mundo; solamente superado por MSC, Maersk, CMA / CGM y COSCO.

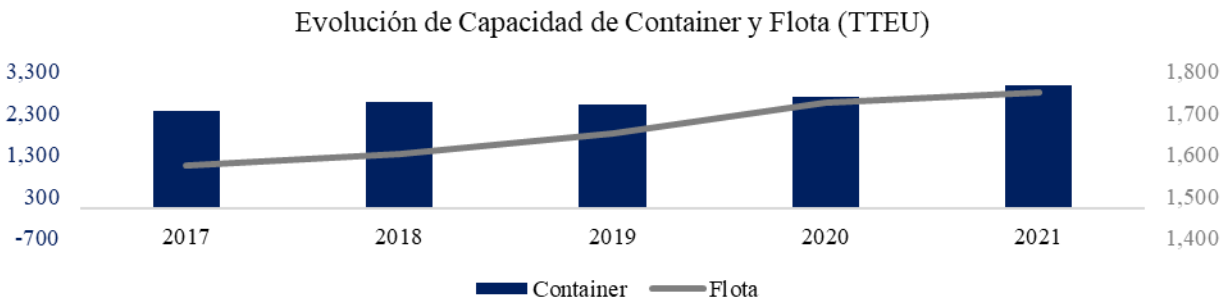
Figura 34: Posicionamiento de Hapag-Lloyd en el mercado



Fuente: elaboración propia con base en datos de la memoria anual de Hapag-Lloyd de 2021

Uno de los motivos del posicionamiento de la empresa ha sido el crecimiento de capacidad de flota en particular, en los últimos años. Como se puede observar en el gráfico de abajo, la empresa ha mostrado un crecimiento consistente desde 2017, desde donde comenzó a transportar con cerca de 1,500 TTEU de capacidad de container, y ha llegado a duplicar este monto en 4 años (a aproximadamente 3,000 TEU).

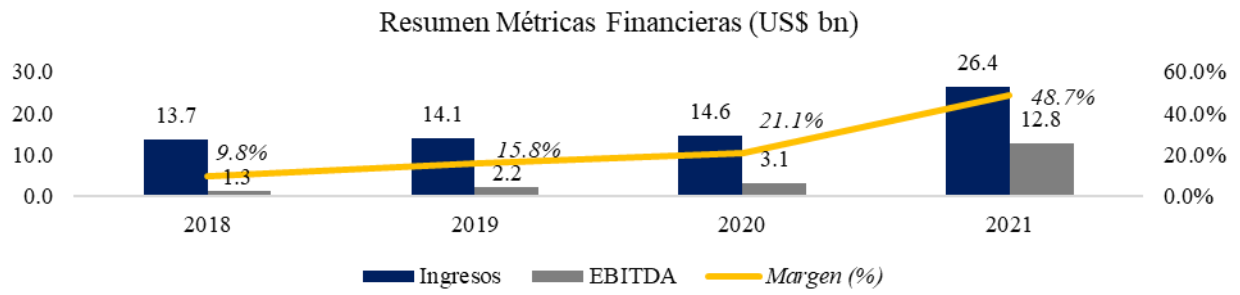
Figura 35: Rendimiento operativo, 2017-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la memoria anual de Hapag-Lloyd de 2021

En términos de resultados financieros, este crecimiento en capacidad ha impulsado, como se puede ver abajo, un incremento de los ingresos (US\$ 13.7bn en 2018 a US\$ 26.4bn 2021, CAGR 24.3%), EBITDA (US\$ 1.4bn en 2018 a US\$ 12.8bn en 2021, CAGR 112.1%) y márgenes (9.8% margen EBITDA en 2018, a 48.7% en 2021).

Figura 36: Rendimiento financiero, 2018-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la presentación a inversores de Hapag-Lloyd de 2022

II.c.) Descuento por Holding

II.c.i) Cuantificación del Descuento

El descuento por *holding* ha influenciado el precio de la acción de Quiñenco de manera consistente en los últimos 10 años. Por este motivo, se buscó armar una serie histórica de este parámetro, para poder contrastar el descuento de Quiñenco en comparación con el valor de mercado de sus subsidiarias (NAV). En este sentido, se descargó desde la página web del Grupo, la serie histórica por trimestre para el período analizado (2011-2021). Se decidió esta acción dado que el Grupo calcula el NAV y descuento siguiendo la misma fórmula que se menciona arriba, motivo por el cual se entiende que dicho cálculo refleja de forma precisa el descuento por *holding*. En particular, Quiñenco calcula el NAV de la siguiente forma:

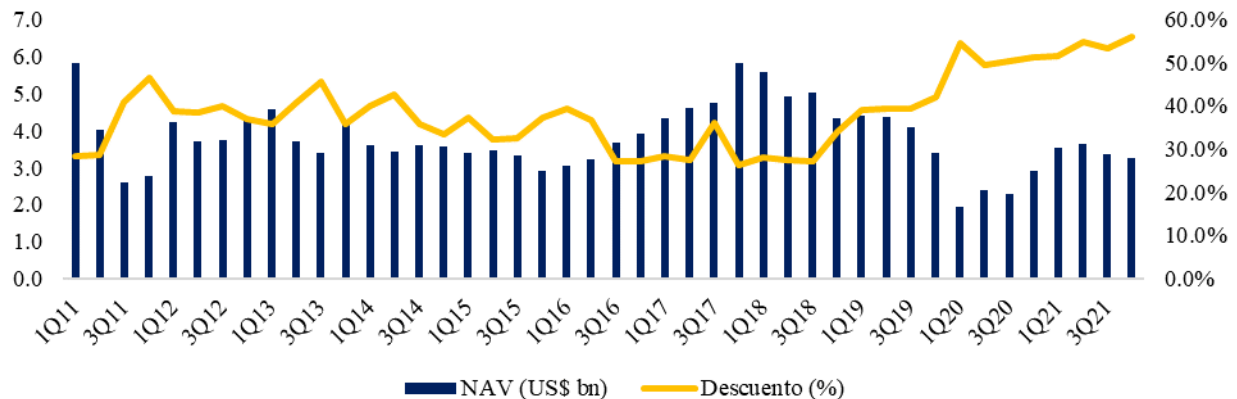
Figura 37: Fórmula de NAV propuesto por el Grupo Quiñenco



Fuente: obtenido de la página web del Grupo Quiñenco

Como se puede observar, la firma parte del valor de mercado (capitalización bursátil) de las empresas subsidiarias, suma el valor de mercado de las inversiones financieras, el valor libro de los activos no listados, la caja disponible a nivel corporativo (*holding*) y resta el nivel de deuda financiera. En este sentido, dividiendo la capitalización bursátil del Grupo por el NAV, se obtiene el descuento de valor para cada año. Abajo se puede observar la serie de tiempo consolidada para el período analizado.

Figura 38: Serie histórica del descuento y NAV, 2011-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco

Como se puede ver, la tendencia de descuento por *holding* ha sido acentuada en el último tiempo, llegando incluso a un máximo histórico (55.9%) en el cuarto trimestre de 2021 (4Q21). Por otro lado, como se puede ver abajo, el nivel promedio de descuento para el período fue de 38.5% (con un NAV de US\$ 3.8mm), mientras que el desvío estándar fue de 8.6% (con US\$ 0.9mm para el NAV).

Tabla 11: Estadísticas descriptivas del NAV y descuento del Grupo Quiñenco

	Mínimo	Promedio	Mediana	Máximo	Desvío
NAV (US\$ bn)	1.9	3.8	3.7	5.8	0.9
Descuento (%)	26.2%	38.5%	37.4%	55.9%	8.6%

Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco

II.c.ii) Ajuste Propuesto al Descuento

Este ensayo propone realizar ciertos ajustes a la fórmula propuesta por Barr & Kantor (2000) descrita anteriormente y utilizada por el Grupo Quiñenco en el cálculo de su NAV. El motivo radica en obtener una valuación más precisa del Grupo, explicado dado que en el cálculo anterior se incluye el valor libro de ciertas subsidiarias (dado que son privadas) motivo por el cual se exhibe una subvaluación del valor total de los activos y, por ende, una subvaluación del descuento del Grupo. Específicamente, se reemplazó el valor libro por año de Enx, la distribuidora de petróleo y gas, por el múltiplo Price-to-Book Value (P/BV) del mercado de Chile, de modo tal de obtener la capitalización bursátil implícita de la Empresa.

En este sentido, el primer paso consistió obtener los múltiplos de Chile para los años 2013-2021 (período sobre el cual se realizó el ajuste) de la base de datos del Profesor Aswath Damodaran y Bonafide (firma especializada en proveer servicios de *asset management* en Latinoamérica). De esta forma, se obtuvieron los siguientes resultados:

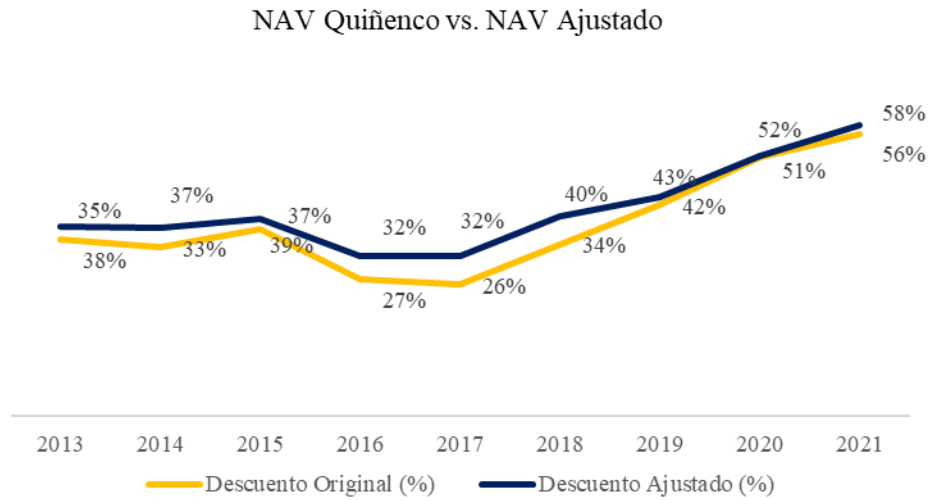
Tabla 12: Serie histórica de múltiplos *price-to-book value* para Chile, 2013-2021

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
P/BV	1.31x	1.39x	1.21x	1.44x	1.69x	1.72x	1.19x	1.05x	1.40x

Fuente: obtenido de la página web de Damodaran y artículo de Bonafide Wealth Management (2021)

Como se puede observar arriba, en todos los años la cotización de mercado del país permanece superior al valor libro (siendo el múltiplo superior a 1.0x), reforzando la medida de incluir este múltiplo de valuación en el ajuste del NAV de Quiñenco. Luego, se multiplicó el valor libro de Enx (por año) por cada ratio, de forma tal de obtener el valor de mercado implícito de la Empresa para cada año. Los resultados de este ajuste se pueden observar en el gráfico de abajo, resaltando un claro aumento del descuento tomando en cuenta el NAV ajustado en comparación con el original; y que tiende a igualarse en 2019 y 2020, explicado por una caída de los múltiplos en dichos años.

Figura 39: Comparación descuento de Quiñenco con NAV ajustado vs. propuesto por la Compañía

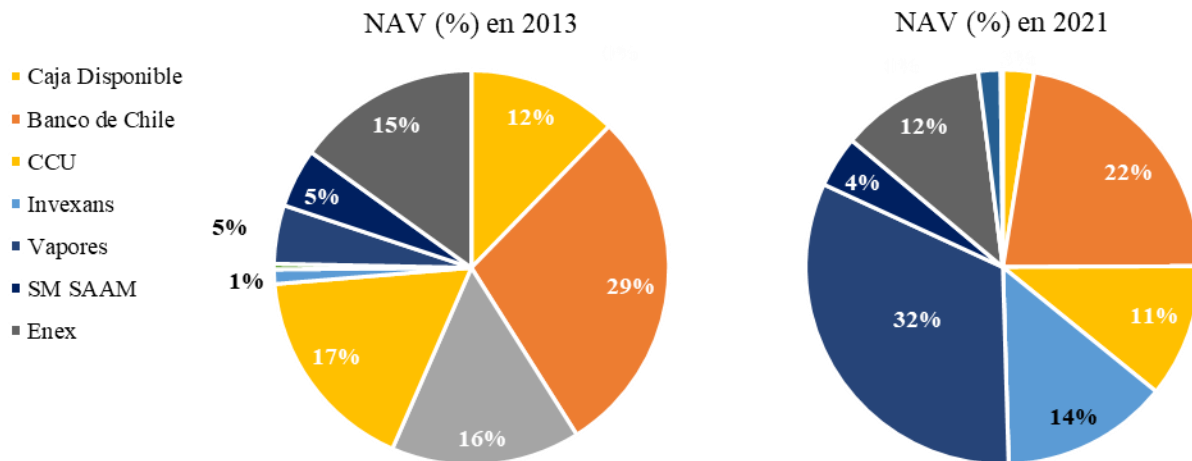


Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web de Quiñenco, Damodaran y artículo de Bonafide Wealth Management (2021)

II.c.iii) Composición del NAV Ajustado

Una de las primeras conclusiones que se observa a partir del NAV ajustado, es cómo ha cambiado la composición por subsidiaria en el valor a lo largo de los últimos años. En este sentido, si uno observa los gráficos de abajo (y comparándolos con el de arriba) se pueden obtener ciertas conclusiones que podrían explicar preliminarmente el descuento del Grupo.

Figura 40: Composición del NAV de Quiñenco por sector, 2013 y 2021⁷



Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web de Quiñenco, Damodaran y artículo de Bonafide Wealth Management (2021)

⁷ Porcentajes calculados a partir del valor “bruto” de los activos, es decir sin tomar en consideración la deuda financiera de la entidad

En primer lugar, se puede observar una evolución creciente y clara de la participación del sector de transporte en el NAV total ajustado, explicada principalmente por la empresa de transporte marítimo Compañía Sud Americana de Vapores (Vapores), creciendo desde 5.0% en 2013 a 32.0% (2021). Este aumento se explica por los siguientes motivos: (1) aumento de participación del Grupo Quiñenco en la empresa en 2021 (+5.0% acciones); (3) la adquisición CSAV a Hapag-Lloyd en 2020, evento que impulsó un aumento sostenido en su cotización; y (4) gran rendimiento exhibido en 2021 por Hapag-Lloyd, incrementando sus ventas, y ganancia operativa (EBITDA) a pesar del COVID-19 (restringiendo el volumen de actividad en la región).

Por otro lado, este aumento de NAV del CSAV también coincide con un aumento del descuento del Grupo en 2021, incrementando aproximadamente 5.0% en comparación con 2020. A partir de lo mencionado arriba, se puede entender que existe cierta penalización del mercado por la que esta mejora de rendimiento de la empresa operativa, en un punto no ha sido traducido en una reducción del descuento del NAV, sino lo contrario. A continuación, se explicarán varios factores por los cuales el mercado podría estar penalizando a Quiñenco, de capturar el valor de empresas como CSAV que integran al grupo empresarial.

II.d) Posibles Explicaciones del Descuento

Diferencia entre Derechos Económicos (Cash Flow Rights) y de Control (Control Rights)

Como se ha explicado anteriormente, una de las principales explicaciones para justificar el descuento que el Grupo Quiñenco ha sufrido en el precio en los últimos 10 años (en comparación con el valor de sus activos), consiste en la separación de los derechos económicos y los de control de la sociedad controlante (en este caso, la Familia Luksic); Comúnmente tomado por el mercado como un índice o *proxy* de problemas de agencia entre el accionista controlante y los minoritarios (también explicado por los beneficios privados de control).

En este sentido, para poder cuantificar esta diferencia de derechos para la Familia Luksic, lo primero que se hizo fue obtener para cada subsidiaria del Grupo, siguiendo lo comentado por Buchuk, Larrain, Muñoz & Urzúa (2014), los derechos de control por separado, tomando de referencia la estructura presentada anteriormente. Es importante aclarar que, en ciertos casos, la empresa no es accionista solitario de la misma, sino comparte vehículos (ejemplo, *joint ventures*) con otras entidades (ejemplo, IRSA en CCU, compartida con Heineken).

Como segundo paso, se buscó obtener los derechos económicos del *holding* para cada subsidiaria. Para lograr esto, se multiplicó los derechos de control del Grupo sobre el total de las acciones del *holding* (82.7%) y (para el caso que aplicase) el porcentaje de tenencia del vehículo que actuara como accionista final de la subsidiaria. Por ejemplo, para Banco de Chile, Quiñenco es accionista controlante junto con el banco estadounidense Citigroup por medio de una *joint venture*, del cual posee el 51.3% de las acciones finales de la empresa. En este caso, se multiplicó el derecho de control de dicho vehículo sobre la subsidiaria (51.3%) por el porcentaje del cual Quiñenco es accionista (50.0%) y el final que la Familia es dueña del *Holding* (82.7%). Esto resultó en una tenencia final de 21.2%.

El tercer y último paso fue realizar la resta de los derechos de control y económicos. Para recapitular, según la literatura contemporánea, mientras mayor sea la diferencia entre ambos derechos, mayor será la posibilidad de existencia de problemas de control entre los accionistas mayoritarios/controlantes (Familia Luksic) y los minoritarios. Esto se explica dado que los mayoritarios podrían buscar beneficiar a las subsidiarias del cual tengan menor separación de los derechos, como por ejemplo aportar mayores inversiones para involucrarlos en proyectos de expansión (en contraposición con el resto de las subsidiarias, en donde el financiamiento se esperaría que fuera significativamente menor). Esto se entiende dado que la

controlante tendría mayores incentivos en aquellas subsidiarias donde tenga mayor poder de decisión y reclamo de dividendos.

En este sentido, los resultados explicados para el Banco de Chile fueron replicados para el resto de las subsidiarias, y se pueden visualizar en la tabla de abajo:

Tabla 13: Separación de derechos de la Familia Luksic sobre el Grupo Quiñenco

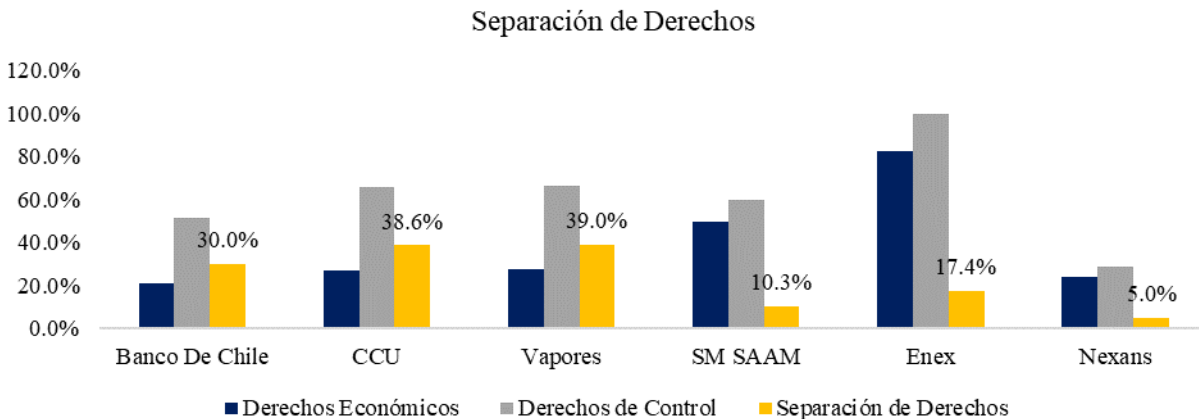
Subsidiarias	% Control Familia Luksic sobre el Holding (2021)	Derechos Económicos	Derechos de Control	Separación de Derechos
Vapores	82.7%	27.5%	66.5%	39.0%
CCU	82.7%	27.2%	65.9%	38.6%
Banco De Chile	82.7%	21.2%	51.2%	30.0%
Enex	82.7%	82.6%	100.0%	17.4%
SM SAAM	82.7%	49.4%	59.7%	10.3%
Nexans	82.7%	23.9%	28.9%	5.0%

Fuente: elaboración propia con base en datos de la memoria anual de Quiñenco de 2021

En este sentido, se puede observar que, donde el Grupo Quiñenco posee cerca del 100.0% de las acciones (derechos de control) radica en Enex (privada), seguida de Vapores (66.5%), Compañía Cervecerías Unidas (65.9%), SM SAAM (59.7%), Banco de Chile (51.2%) y Nexans (28.9%). En términos de derechos económicos, en cambios, Banco de Chile es la empresa sobre la cual el Grupo posee la menor cantidad de reclamos de dividendos futuros con un 21.2%, seguida por Nexans (23.9%), CCU (27.2%), Vapores (27.5%), SM SAAM (49.4%), y Enex (82.6%).

En este sentido, a partir de los cálculos anteriores se pueden apreciar (observando el gráfico de abajo como la tabla de arriba) una diferencia marcada en la separación de control de varias de las subsidiarias del Grupo. Por ejemplo, Vapores, CCU y Banco de Chile muestran una separación de derechos mayores al 30.0%, mientras que SM SAAM muestra tan solo una diferencia cercana al 10%. En este sentido, estas diferencias podrían ser interpretadas por el mercado como un indicador para esperar posibles problemas de agencia, en donde la Familia accionista del Grupo Quiñenco buscara beneficiar a quienes tenga menor separación de derechos (Enex, Nexans, SM SAAM) en detrimento de las otras (Vapores, CCU, Banco de Chile).

Figura 41: Separación de derechos del Grupo Quiñenco por subsidiaria



Fuente: elaboración propia con base en datos de la memoria anual de Quiñenco de 2021

De esta forma, se puede entender cómo es que dicha variación en la separación de derechos de las subsidiarias podría ser considerada (siguiendo lo explicado por la literatura) como una posible causante del descuento por *holding* de la empresa. Esto no implica que el Grupo haya en la actualidad influenciado sus decisiones para actuar en detrimento de los accionistas minoritarios para obtener mayores beneficios propios, sino que es un indicador que el mercado penaliza, que a su vez es generado por la propia estructura piramidal de este tipo de organizaciones.

Faltante de Liquidez / Flotación Libre Limitada

El método para evidenciar estos factores como posibles causantes del descuento ha sido analizar el porcentaje total de acciones que han sido transadas en comparación con el total disponible para ser comercializadas (denominado como *free float*).

El primer paso consistió en obtener de las memorias anuales del Grupo, el total de acciones disponibles (o *outstanding shares*) como además el porcentaje de tenencia de la Familia Luksic (sociedad controlante) para cada año analizado. A partir de estas últimas se obtuvo la cantidad total de acciones en mano de la sociedad controlante (denominadas como “acciones restringidas”, dado que no están abiertas para que el mercado lo comercialice). Luego, se calculó el *free float* (a partir de la diferencia entre el total de acciones en circulación y las restringidas) y finalmente se dividió el monto de acciones transadas (descargadas de Yahoo Finance) sobre el *free float*, para entender el porcentaje de acciones comercializadas del total disponible. Abajo en la tabla se puede observar los resultados de dicha metodología.

Tabla 14: Ejemplo del método usado para obtener la proporción de acciones transadas sobre total disponible

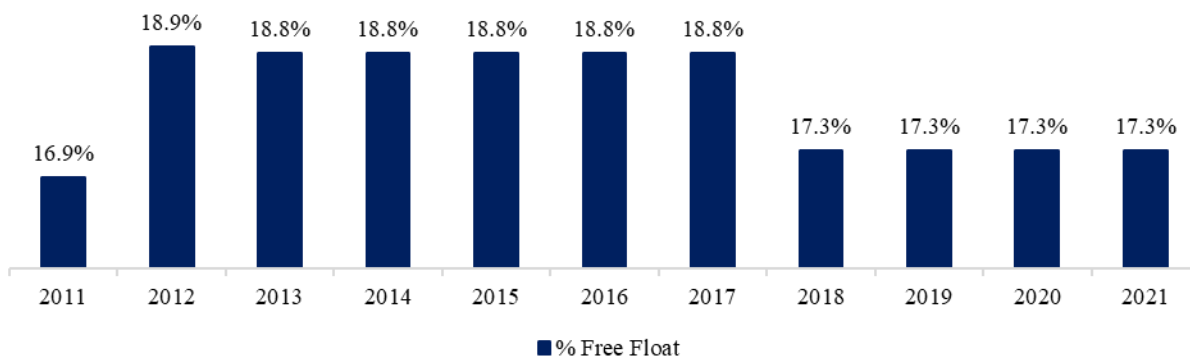
Año	Total Acciones	Acciones Restringidas	Free Float	% Free Float	Volumen Transado	% Transado sobre Free Float
2011	1,144.7	951.2	193.4	16.9%	50.1	25.9%
2012	1,344.6	1,090.5	254.1	18.9%	90.9	35.8%
2013	1,662.8	1,350.2	312.5	18.8%	40.5	12.9%
2014	1,662.8	1,350.2	312.5	18.8%	48.6	15.6%
2015	1,662.8	1,350.2	312.5	18.8%	36.4	11.6%
2016	1,662.8	1,350.2	312.5	18.8%	22.9	7.3%
2017	1,662.8	1,350.2	312.5	18.8%	101.3	32.4%
2018	1,662.8	1,375.1	287.6	17.3%	124.8	43.4%
2019	1,662.8	1,375.1	287.6	17.3%	60.2	20.9%
2020	1,662.8	1,375.1	287.6	17.3%	63.4	22.0%
2021	1,662.8	1,375.1	287.6	17.3%	37.4	13.0%

Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance y memorias anuales del Grupo (2011-2021)

En este sentido, una de las primeras conclusiones que se obtuvo consiste en la limitada cantidad de *free float* que la Empresa ha tenido a lo largo de los años, como se puede evidenciar también en el gráfico de

abajo. En particular, el Grupo ha tenido históricamente menos del 20.0% de las acciones “libres” para ser negociadas en el mercado secundario de la Bolsa de Santiago de Chile, tocando un mínimo de 16.9% en 2011, un máximo de 18.9% en 2012 y un 17.3% en 2021 como último resultado. Esto se explica principalmente dado que la Familia Luksic es y ha sido el accionista controlante, con +80.0% de las acciones desde 2011; Lo que ha limitado en gran proporción la comercialización de las acciones a potenciales accionistas del mercado secundario, y por consiguiente el volumen transado y falta de liquidez.

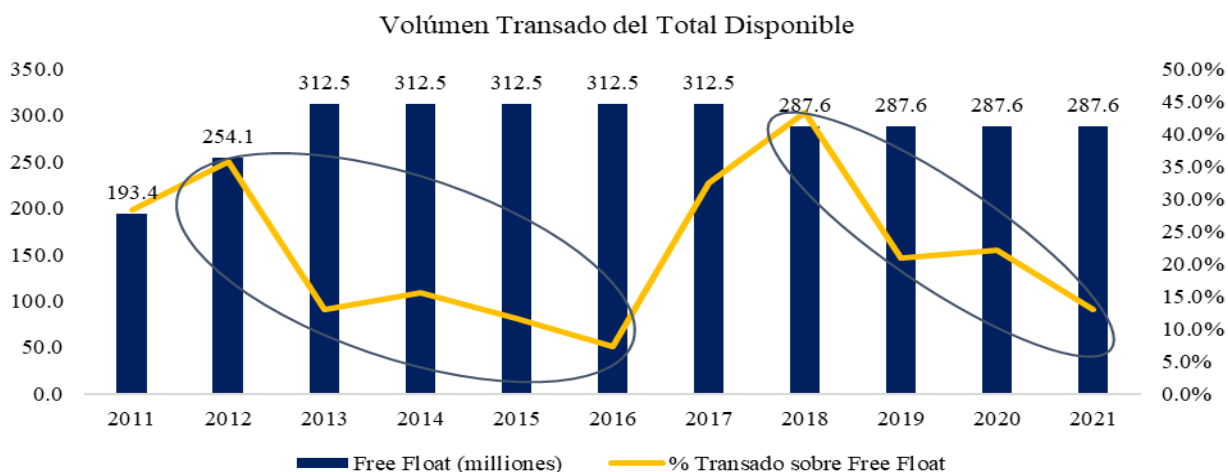
Figura 42: Serie histórica del *free float* del Grupo Quiñenco, 2011-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance y memorias anuales del Grupo (2011-2021)

Por otro lado, cuando se llega al porcentaje de volumen transado sobre el total de *free float*, se puede observar una clara tendencia decreciente a lo largo de los últimos 10 años (acentuada en los últimos 2 años), lo cual claramente evidencia la clara faltante de liquidez que la acción del Grupo posee (y ha poseído en los últimos años).

Figura 43: Porcentaje transado sobre *free float*



Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance y memorias anuales del Grupo (2011-2021)

En particular, se puede notar una clara tendencia de caída en el total de volumen comercializado de las acciones del Grupo a lo largo del período de 2012-2016 y 2018-2021. Es decir, si bien en el período 2016-2018 se ve una recuperación del volumen (partiendo de un mínimo histórico de 7.3%) llegando incluso a máximos históricos, este incluso se muestra por debajo del 50.0% del total que podría haber sido

comercializado (43.4%). Estas observaciones evidencian de forma contundente la falta de liquidez que la acción del Grupo ha tenido en los últimos años, resultando independiente de eventos geopolíticos que podría haber disruptivo los principales mercados de valores del mundo en los últimos años.

Esta conclusión también se puede evidenciar si uno compara el volumen transado de Quiñenco en comparación con otras empresas del país que cotizan en el mercado de Chile (Bolsa de Santiago de Chile) y son de similar tamaño, como pueden ser Cencosud y Falabella (que además son de similar tamaño al de Quiñenco – con una capitalización bursátil de CLP\$ 4.1tn y CPL\$ 4.6tn, respectivamente, vs. CLP\$ 4.8tn de Quiñenco). En este sentido, si se observa la tabla de abajo, se puede entender que el Grupo Quiñenco ha tenido un monto transado de sus acciones consistentemente menor a las de estas dos empresas para el período analizado (2011-2021).

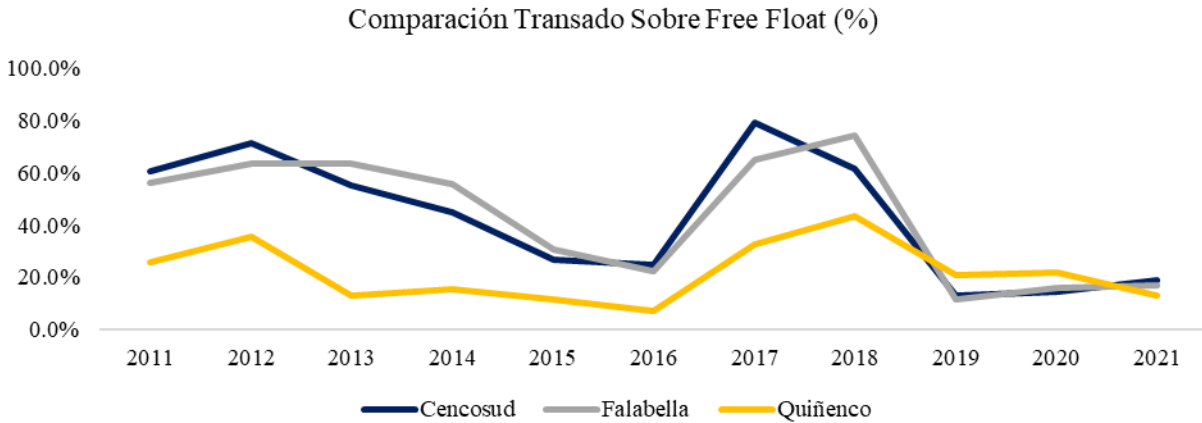
Tabla 15: Serie histórica de volumen transado por empresa (millones de acciones), 2011-2021

Fecha	Cencosud	Falabella	Quiñenco
2011	481.0	222.7	50.1
2012	701.4	277.9	90.9
2013	622.9	288.6	40.5
2014	508.4	262.5	48.6
2015	304.0	144.9	36.4
2016	333.5	127.9	22.9
2017	1,056.2	406.0	101.3
2018	819.5	541.2	124.8
2019	173.1	87.2	60.2
2020	193.4	119.1	63.4
2021	241.5	126.0	37.4

Fuente: elaboración propia con base en datos de Yahoo Finance, memorias anuales de Cencosud (2011-2021), Falabella (2011-2021) y Quiñenco (2011-2021)

Adicionalmente, esto también se puede observar si se contrasta con el porcentaje transado en comparación con el *free float* disponible de estas empresas del país con la del Grupo, como se puede observar en el gráfico de abajo. En particular, se puede observar cómo claramente las acciones disponibles para comercializar de Quiñenco han sido contundentemente comercializadas de forma menor en comparación con las otras Cencosud y Falabella a lo largo de gran parte del período (es decir, 2011-2019) si bien en los últimos años parecería haber cambiado esta tendencia; aunque vale aclarar que también se debería considerar el impacto de COVID-19 en estas empresas del rubro *retail*, severamente afectados por las restricciones sanitarias impuestas por el Gobierno de Chile.

Figura 44: Serie histórica de volumen transado por empresa, 2011-2021



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance, memorias anuales de Cencosud (2011-2021), Falabella (2011-2021) y Quiñenco (2011-2021)

A partir del análisis realizado, sumado a las explicaciones de la literatura ofrecida anteriormente, se puede evidenciar la faltante de liquidez (explicado por un bajo volumen transado en comparación con el total disponible) en la acción del Grupo Quiñenco, impulsado por un *free float* limitado (a su vez generado por un control predominante y consistente a lo largo del tiempo por el accionista mayoritario, la Familia Luksic) como uno de los determinantes en generar el descuento de la acción.

Gastos de Holding

Un tercer factor por el cual el mercado podría penalizar la cotización del *holding* se relaciona al nivel de gastos vinculados a la administración por parte de la Sociedad de sus empresas operativas. Es decir, el mercado podría penalizar gastos que, si bien son relevantes para administrar a las subsidiarias, reducen el valor total de los activos al no estar relacionados con la generación de flujo de cada una de ellas. En este sentido, en esta sección se buscará cuantificar el valor presente de estos gastos, y determinar si su inclusión en el NAV ajustado del Grupo podría justificar el descuento de los últimos años.

En primer lugar, se definió a los gastos de *holding* como aquellos relacionados al personal clave encargado de llevar a cabo la administración / toma de decisiones de las subsidiarias. Luego, se obtuvo de los informes anuales del Grupo, todas erogaciones que fueran abarcadas por esta definición, entendido por la siguiente línea dentro de los gastos administrativos, incluida en la tabla de abajo: “Remuneraciones y beneficios recibidos por el personal clave de la Sociedad” (Grupo Quiñenco, 2021). Aquí se incluyen sueldos del Directorio, honorarios adicionales, beneficios a corto plazo, entre otros.

Tabla 16: Serie histórica de los gastos de *holding* del Grupo Quiñenco, 2013-2021

CLP\$ mm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gastos de Holding	6,933	9,182	11,033	8,210	9,880	10,128	11,642	11,318	28,307
Crecimiento (%)	(5.6%)	32.4%	20.2%	(25.6%)	20.3%	2.5%	15.0%	(2.8%)	150.1%

Fuente: elaboración propia con base en datos de las memorias anuales del Grupo Quiñenco (2013-2021)

En promedio, los gastos incrementaron un 22.9%, siendo ampliamente superior a (por ejemplo) la inflación promedio del país para este período (2013-2021) que llegó a tener un máximo de 4.7% en 2014 según el Banco Mundial. Esta aclaración es relevante dado que uno podría justificar el crecimiento nominal de estos gastos siguiendo a la inflación esperada de forma tal que en términos reales se mantuviera constante, algo que no ocurre como se puede evidenciar en la tabla de arriba.

Como próximo paso, se calculó el múltiplo implícito de EV/EBITDA del Grupo considerando el escenario del NAV ajustado, sumándole la deuda financiera de cada año para llegar a su valor firma (EV) y dividiéndolo por el EBITDA histórico del Grupo. Los resultados obtenidos se pueden ver a continuación:

Tabla 17: Serie histórica de múltiplos EV/EBITDA de Quiñenco, 2013-2021

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Múltiplo	5.0x	2.7x	4.8x	5.2x	6.2x	5.9x	5.5x	6.4x	6.2x

Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco y Damodaran

Luego, se buscó obtener el valor presente de los gastos de *holding* (GH) a partir de los múltiplos EV/EBITDA del mercado de Chile para cada año. Se eligió este múltiplo dado que es el que refleja de forma precisa el valor presente de dichos gastos, siendo incluidas antes de intereses financieros, depreciaciones y/o impuestos. En este sentido, dichos ratios se obtuvieron de la base de datos del Profesor Damodaran (2023) e informe de PwC (2021), resultando en los siguientes números:

Tabla 18: Serie histórica de múltiplos EV/EBITDA para Chile, 2013-2021

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EV/EBITDA	13.4x	12.2x	11.4x	14.1x	39.2x	17.3x	12.8x	9.1x	9.4x

Fuente: obtenido de la página web de Damodaran e informe de PwC de 2021

Luego de multiplicar estos números por los gastos de Quiñenco, se obtuvo su valor presente para cada año, para luego descontarlos del NAV ajustado y llegar (al dividir estos montos por los diferentes EBITDA de Quiñenco) a un nuevo múltiplo de EV/EBITDA, a efectos de compararlo con el anterior. Además, se incluyó el valor de los gastos (en US\$ mm) como peso (%) del NAV ajustado. A continuación, se detallan los resultados.

Tabla 19: Resultados de la inclusión de los gastos de *holding* en la valuación de Quiñenco

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Valor Presente de los Gastos de Holding (US\$ mm)⁸	187.6	196.3	192.6	170.8	597.4	272.6	211.6	129.5	349.5
% Valor Presente de los Gastos sobre NAV	2.6%	3.2%	3.7%	3.0%	7.4%	3.5%	3.3%	2.4%	4.1%
Nuevo Múltiplo	4.9x	2.6x	4.6x	5.0x	5.8x	5.7x	5.3x	6.3x	5.9x

Fuente: elaboración propia con base en datos de la página web del Grupo Quiñenco, Damodaran, informe de PwC (2021) y memorias anuales del Grupo Quiñenco (2013-2021)

Como se puede observar, la inclusión del valor presente de los gastos de *holding* en el nuevo múltiplo de Quiñenco no ha terminado de justificar lo suficiente su descuento, ya que la disminución del mismo ha sido leve si se considera que los descuentos históricos del Grupo han superado en promedio el 40% (y aquí la caída promedio es menor al 10%). En este sentido, se puede concluir que el descuento de Quiñenco no estaría preliminarmente asociado a una inclusión de gastos administrativos / no operativos del *holding*, y que por ende no sería un factor de penalización del mercado.

Por otro lado, esta conclusión también es justificada por el leve peso que los mismos poseen en relación con el NAV ajustado del Grupo, en promedio de 3.6% para el período analizado (2013-2021), partiendo de US\$ 187.6mm a US\$ 349.5mm en 2021 (vs. NAV de US\$ 7,137mm y US\$ 8,544mm, respectivamente).

⁸ Información originalmente en CLP\$, convertido al tipo de cambio descrito por el Banco Mundial (2023) para 2013-2021

Penalidad por Diversificación

Finalmente, uno de los últimos factores que podrían explicar el descuento en la cotización del Grupo Quiñenco consiste en una posible penalidad por parte del mercado debido al hecho que varios miembros de la familia Luksic (sociedad controlante) se encuentren en posiciones claves en la toma de decisión del Grupo. Esto es, el mercado penaliza al *holding* en parte por el hecho de que decisiones estratégicas del conglomerado (principalmente, sobre sus subsidiarias) sea influenciado de forma predominante por los miembros de la Familia que no necesariamente sean los indicados para dirigir y liderar al conglomerado.

En particular, se buscó comparar la tendencia de capitalización bursátil de Quiñenco en comparación con varias de sus subsidiarias: Banco de Chile, CCU, CSAV, SM SAAM y Nexans. Para esto, primero se descargó la serie histórica de precios de Yahoo Finance para cada una de ellas y del Grupo, y luego se incluyó el total de acciones en circulación para cada año (2018-2021), obtenida de las memorias anuales de cada empresa. Vale mencionar que, como CSAV, SM SAAM y Nexans cotizan en la bolsa de Santiago de Chile y París, respectivamente, sus precios en CLP\$ y EUR\$ han sido convertidos al tipo de cambio correspondiente de cada día y año. En este sentido, si bien se podría considerar un impacto por devaluación del tipo de cambio oficial (Investing.com, 2022) en los retornos de sus acciones, en teoría esto debería estar ya incorporado en el precio de las acciones que cotizan en Estados Unidos (como riesgo país).

De esta manera, un ejemplo de los resultados se puede observar en la tabla de abajo, incluyendo precio, acciones y capitalización bursátil para Banco de Chile, CCU y Quiñenco (a diciembre de 2021).

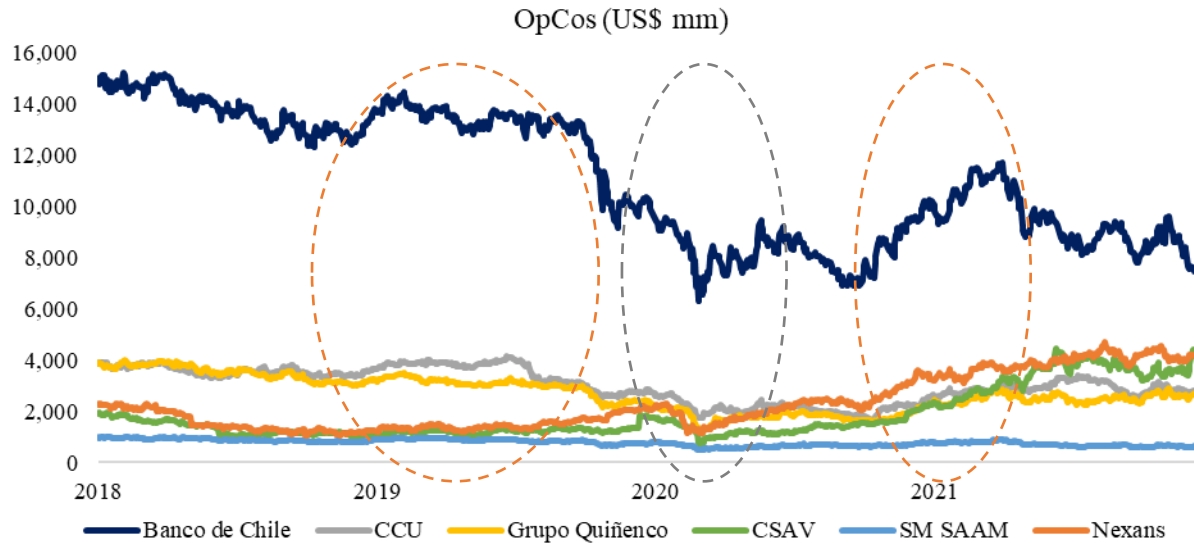
Tabla 20: Ejemplo ilustrativo de la metodología empleada para calcular la capitalización bursátil de cada subsidiaria y Quiñenco

2021	<u>Banco de Chile</u>			<u>CCU</u>			<u>Grupo Quiñenco</u>		
	<u>Precio (US\$)</u>	<u>Acciones (mm)</u>	<u>Market Cap</u>	<u>Precio (US\$)</u>	<u>Acciones (mm)</u>	<u>Market Cap</u>	<u>Precio (US\$)</u>	<u>Acciones (mm)</u>	<u>Market Cap</u>
31-Dec	14.7	505	7,446	15.4	184.8	2,852	1.6	1,663	2,665
30-Dec	15.1	505	7,626	15.2	184.8	2,801	1.6	1,663	2,665
29-Dec	14.8	505	7,460	15.2	184.8	2,805	1.6	1,663	2,706
28-Dec	14.9	505	7,508	15.1	184.8	2,793	1.6	1,663	2,705
27-Dec	15.0	505	7,588	15.1	184.8	2,798	1.6	1,663	2,666
23-Dec	15.1	505	7,636	14.8	184.8	2,741	1.6	1,663	2,603
22-Dec	15.0	505	7,598	14.7	184.8	2,725	1.5	1,663	2,557
21-Dec	14.9	505	7,536	14.8	184.8	2,732	1.5	1,663	2,501
20-Dec	15.2	505	7,664	14.5	184.8	2,676	1.5	1,663	2,430
17-Dec	16.5	505	8,309	15.3	184.8	2,819	1.5	1,663	2,596
16-Dec	16.6	505	8,394	15.1	184.8	2,796	1.6	1,663	2,649
15-Dec	16.1	505	8,133	15.2	184.8	2,810	1.6	1,663	2,583
14-Dec	15.9	505	8,034	15.1	184.8	2,794	1.6	1,663	2,592
13-Dec	16.2	505	8,176	15.3	184.8	2,827	1.6	1,663	2,621
10-Dec	17.0	505	8,593	15.4	184.8	2,850	1.6	1,663	2,609
09-Dec	17.0	505	8,584	15.6	184.8	2,874	1.6	1,663	2,566

Fuente: elaboración propia con base en datos de memorias anuales del Grupo Quiñenco, Banco de Chile, CCU (2018-2021) y Yahoo Finance

Luego, se graficó la serie total histórica para los últimos cinco años, como se puede observar a continuación.

Figura 45: Comparación capitalización bursátil entre Quiñenco y sus subsidiarias, 2018-2021



Fuente: elaboración propia con base en datos de memorias anuales del Grupo Quiñenco, Banco de Chile, CCU, SM SAAM, CSAV, Nexans (2018-2021) y Yahoo Finance

Analizando la tendencia de capitalización bursátil de Quiñenco y sus subsidiarias a lo largo de los últimos tres años, se puede preliminarmente observar que habría evidencia de tal penalización al Grupo por diversificación. Esto se entiende dado que, por ejemplo, en los períodos en que Banco de Chile y CCU tuvieron incrementos en sus valorizaciones (por ejemplo, los marcados en 2019 o 2021), esto no se trasladó en un incremento consistente en el valor del Grupo, siendo más limitado que las OpCos. Esto se podría explicar, siguiendo la teoría, por una posible penalización del mercado ante la falta de habilidad necesaria de aquellos que dirigen al Grupo en incursionar en negocios que no poseen total claridad; Entre ellos miembros del Directorio. De forma similar, en los períodos en donde las subsidiarias presentan una tendencia decreciente en valor, esto se refleja en una caída de valoración del Grupo.

Por otro lado, esto se puede analizar de forma más contundente si uno analiza los retornos (en dólares) del precio de la acción de las principales subsidiarias, y se las compara con el Grupo (para los años 2019-2021),

Tabla 21: Retornos históricos (US\$) de las subsidiarias y Quiñenco, 2019-2021

	2019	2020	2021
Quiñenco	-21.0%	-11.1%	24.8%
Banco de Chile	-24.0%	-2.9%	-20.9%
CCU	-20.8%	-19.4%	24.9%
Vapores	29.8%	9.6%	113.7%
SM SAAM	-6.4%	-0.3%	-14.6%
Nexans	-11.5%	74.7%	17.5%

Fuente: elaboración propia con base en datos de memorias anuales del Grupo Quiñenco, Banco de Chile, CCU, SM SAAM, CSAV, Nexans (2018-2021) y Yahoo Finance

En este sentido, se puede observar que en 2019 el Grupo Quiñenco tuvo un rendimiento anual negativo en el precio de la acción de 21.0%, liderado principalmente por caídas en Banco de Chile, CCU, SAAM y Nexans (si bien Vapores tuvo un rendimiento positivo de 29.8%). Esto también ocurre para 2020 (-11.1% del Grupo influenciadas por caídas en las mismas subsidiarias) y 2021 aunque en este caso se puede observar un “premio” en el precio del Grupo, influenciada por el gran rendimiento de Vapores y (en menor medida) de Nexans. Es decir, el mercado parecería que ha penalizado en los últimos tres años al Grupo en los casos en el cual las subsidiarias han tenido resultados negativos en la acción, mientras que ha “limitado” el aumento de valoración generado por mejoras en los retornos y/o precios de las OpCos.

De esta forma, si se contrasta el retorno teórico del Grupo Quiñenco (comprendido por los retornos individuales de las subsidiarias, ponderado por su NAV histórico) y el histórico, estas diferencias se ven con mayor precisión, como se detalla en la tabla de abajo; en donde el retorno que debió teóricamente haber tenido Quiñenco en 2021 era de 36.6% (vs. 24.8% que reportó), 7.8% en 2020 (vs. -11.1%) y -10.1% en 2019 (vs. -21.0%).

Tabla 22: Comparación del retorno teórico de Quiñenco y su histórico (US\$), 2019-2021

	2019	2020	2021
Teórico	-10.1%	7.8%	36.6%
Histórico	-21.0%	-11.1%	24.8%

Fuente: elaboración propia con base en datos de memorias anuales del Grupo Quiñenco, Banco de Chile, CCU, SM SAAM, CSAV, Nexans (2018-2021) y Yahoo Finance

Como se explicó, este análisis parecería indicar preliminarmente que el mercado estaría penalizando la presencia de familiares, entendido por individuos con falta de conocimientos o experiencia necesaria para participar en la toma de decisiones, y favorecería la presencia de otros con mayor experiencia y/o habilidades relacionadas a los sectores que opera el Grupo.

Capítulo III: Conclusiones

El descuento por *holding* es un concepto que ha sido ampliamente estudiado a lo largo de la historia contemporánea por diversos autores, aunque actualmente no se ha logrado llegar a un consenso que justifique la presencia de la misma. Por ese motivo, este ensayo buscó resumir alguna de las principales causas explicadas por la academia, y analizar por medio de un caso de estudio, incluyendo a un conglomerado líder en Sudamérica como el Grupo Quiñenco, si preliminarmente estos pudieran ser considerados como factores del descuento.

En primer lugar, se analizó si pudiera existir una penalización por parte del mercado ante una posible existencia de *tunneling*, explicado como todo accionar del accionista controlante del conglomerado o *holding* con el objetivo de maximizar sus propios beneficios a expensas de los minoritarios. Esto podría incluir desde financiamiento de proyectos de expansión o reemplazar deuda existente del mercado por otra proveniente del grupo con mejores términos y condiciones (como tasas de interés bajas, plazos más largos). En este sentido, se utilizó como métrica a analizar la separación entre los derechos económicos (de recibir dividendos) y los políticos (de votos) de la controlante para cada subsidiaria del Grupo, dado que, a mayor separación de estos derechos, mayor posibilidad de *tunneling*. De esta forma, se pudo concluir que en el Grupo Quiñenco existe una diferencia entre ambos derechos para las diversas subsidiarias, ilustrado por ejemplo con SM SAAM y CCU, en donde la Familia Luksic (accionista mayoritario) posee una diferencia en torno al 10% y 30%, respectivamente.

El segundo factor estudiado consistió en evidenciar la falta de liquidez de la acción del conglomerado, generando una posible penalización del mercado denominado como *illiquidity discount* y potenciado por un *free float* limitado, esto es, una baja cantidad de acciones disponibles para comercializar en el mercado. La metodología consistió en evidenciar la existencia del *limited free float* del Grupo y posteriormente compararlo con otras empresas representativas del país (como Falabella y Cencosud). En este sentido, se pudo demostrar que existe una clara tendencia histórica de baja liquidez del Grupo (superando a sus comparables más inmediatos) contrastada incluso si se compara el porcentaje de acciones comercializadas del total disponible (es decir, del total remanente del *free float*), lo que podría explicar otra potencial penalización del mercado sobre la acción del conglomerado.

El tercer factor consistió en evidenciar la existencia de niveles altos de gastos administrativos del *holding* (incluyendo remuneración del directorio, entre otros) que el mercado podría descontar del valor total de Quiñenco. En este sentido, la primera medida que se tomó fue obtener de los estados contables del Grupo dichas erogaciones y luego su valor presente a partir de los múltiplos de mercado EV/EBITDA para cada año y finalmente un nuevo ratio ajustado descontando estos valores. En este sentido, se concluyó que preliminarmente no existiría tal relación entre estos gastos y una posible penalización/descuento del mercado, explicado por una leve caída en los múltiplos de la entidad (en comparación con la proporción del descuento observados año a año) y un bajo peso en el NAV ajustado del Grupo.

El cuarto y último factor consistió en analizar si existe una presencia de penalidad por diversificación, entendido como aquella que el mercado aplicaría al Grupo por incursionar en diversos negocios/industrias no del todo relacionado con la experiencia y/o conocimiento de los ejecutivos clave en la toma de decisiones del mismo (directivos, *management*). En este sentido, se buscó comparar la tendencia de las capitalizaciones bursátiles / retornos entre Quiñenco y alguna de sus subsidiarias principales (por ejemplo, CCU, Banco de Chile, Vapores) en los últimos años (2019-2021). De esta forma, se pudo concluir una potencial penalidad del mercado, ilustrado por una limitada transferencia de los rendimientos favorables (de las empresas que

integran el Grupo) a la acción del Grupo, y un castigo a la misma en los casos en los que las anteriores han observado una caída en valorización / retorno de la acción.

A partir del análisis realizado en el presente trabajo, se ha podido determinar y relacionar con el Grupo Quiñenco diversas causas que la literatura clásica ofrece para explicar preliminarmente el descuento por *holding*. Asimismo, este ensayo complementa dichos estudios, ofreciendo un caso de estudio de un ejemplo representativo de conglomerado líder en Sudamérica, región que no ha sido comúnmente adoptado por la academia para estudiar dicho fenómeno, siendo el foco de estudio otras regiones como Corea del Sur o Bélgica.

Referencia Bibliográfica

Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One Share-One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, 12: 51–91. doi: 10.1093/rof/rfn003

Antarchile (2022). Corporate Presentation. <https://inversionistas.antarchile.cl/documents/99403/214407/Presentaci%C3%B3n+Corporativa+Mayo.pdf/c96dc298-675c-843a-b7b3-51229c38277e?t=1657634663047>

Banco de Chile S.A. (2019). Memoria Anual 2018. https://portales.bancochile.cl/uploads/000/010/290/b77aee90-d234-423c-ad30-5a3969c94683/original/Memoria_BCh_PDF_ok_v2.pdf

Banco de Chile S.A. (2020). Memoria Anual 2019. https://portales.bancochile.cl/uploads/000/010/292/936ed270-30be-4bb9-9f17-e853dbfd029b/original/Memoria_2019_web.pdf

Banco de Chile S.A. (2021). Memoria Anual 2020. https://portales.bancochile.cl/uploads/000/012/897/070ff0ca-8c97-44f7-b3b2-dale969772cd/original/Memoria_Banco_Chile_2020_FINAL.pdf

Banco de Chile S.A. (2022). Memoria Anual 2021. https://portales.bancochile.cl/uploads/000/035/908/d67ac737-fe6f-431e-9d29-7251e0cf1e9a/original/Memoria_2021_BCh_interactiva-06-2022.pdf

Banco de Chile S.A. (2023). Corporate Presentation 2022. <https://portales.bancochile.cl/nuestrobanco/es/investor-relations/informacion-financiera/presentaciones>

Banco de Chile S.A. (2023). Memoria Anual 2022. <https://portales.bancochile.cl/nuestrobanco/es/investor-relations/informacion-financiera/memoria-anual-y-reporte-20f>

Banco Mundial. (s.f.). Inflación, precios al consumidor (% anual) - Chile. <https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=CL>

Banco Mundial. (s.f.). Official exchange rate (LCU per US\$, period average). <https://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF?end=2021&locations=CL&start=2011>

Barr, G. & Kantor, B. (2000) Adding market value to a holding company. *South African Journal of Accounting Research*, 14:1, 49-64, doi: 10.1080/10291954.2000.11435093

Berger, P. & Ofek, E. (1995), Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37: 39-65. doi: 10.1016/0304-405X(94)00798-6

BICE Inversiones. (2023). Informe Semanal Renta Variable Local. https://www.bice.cl/documentos/ver_pdf.php?IdDoc=124

Bonafide Wealth Management AG. (2021, 30 de septiembre). Chile and its political stock market. <https://www.bonafide-ltd.com/en/blog/chile-and-its-political-stock-market#:~:text=The%20forward%20P/E%20ratio,of%2015.4x%20EV/EBIT>

Buchuk, D., Larrain, B., Muñoz, F. & Urzúa, F. (2014). The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X14000178>

Burch, T. & Nanda, V. (2003). Divisional diversity and the conglomerate discount: evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 70: 69–98. doi: doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00142-9

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2011. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208141442/memoria_2011.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2012. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208141333/memoria_2012.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2013. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208141230/memoria_2013.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2014. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208141102/memoria_2014.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2015. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208140939/memoria_2015.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2016. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208140821/memoria_anual_2016.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2017. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208140605/memoria_2017.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2018. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208140157/memoria_2018.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2019. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220208/20220208120809/memoria_anual_integrada_cencosud_14042020v2.pdf

Cencosud S.A. (2022). Memoria Anual Integrada 2020. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220112/20220112173800/memoria_cencosud_2020.pdf

Cencosud S.A. (2022, mayo). Memoria Anual Integrada 2021. https://www.cencosud.com/cencosud/site/docs/20220523/20220523164744/memoria_cencosud_2021_pagina_web_v3.pdf

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (2019). Memoria Anual 2018. https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2019/04/Memoria_CCU_2018.pdf

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (2020). Memoria Anual 2019. https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2020/04/Memoria_CCU_2019.pdf

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (2021). Memoria Anual 2020. https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2021/03/memoriaccu_2020.pdf

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (2022). Corporate Presentation. https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2022/11/Corporate-Presentation-CCU_3Q22-comprimido.pdf

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (2022). Memoria Anual 2021. https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2022/03/Memoria_Anual_CCU_2021_CCU.pdf

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (s.f.). Historia. <https://www.ccu.com.ar/somos-ccu/historia/#:~:text=E1%20origen%20de%20la%20tradicic%C3%B3n,f%C3%A1brica%20de%20cerveza%20en%20Chile>

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (2019). Memoria Anual 2018. https://csav.com/wp-content/uploads/2019/11/2018_Memoria_Anual.pdf

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (2020). Memoria Anual 2019. https://csav.com/wp-content/uploads/2020/06/Memoria_CSVA_2019.pdf

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (2021). Corporate Presentation. https://www.csav.com/wp-content/uploads/2021/10/CSAV_Corporate_Presentation_October-2021.pdf

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (2021). Memoria Anual 2020. https://csav.com/wp-content/uploads/2021/05/2020_Memoria_CSVA_comprimido.pdf

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (2022). Memoria Anual 2021. <https://www.csav.com/wp-content/uploads/2022/04/CSVA-memoria-2021-v17.pdf>

Damodaran, A. (2005, julio). Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. Recuperado de: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>

Damodaran, A. (2010, 11 de enero). Comatose Markets: What if Liquidity is Not the Norm? Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1729408

Damodaran, A. (s.f.). Data: Archives. Damodaran Online. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

Diario Financiero. (2016, 18 de abril). Techpack vende su negocio de envases flexibles Alusa a Amcor en US\$ 435 millones. <https://www.df.cl/empresas/industria/techpack-vende-su-negocio-de-envases-flexibles-alusa-a-amcor-en-us-435>

Eaton Vance Tax-Managed Global Diversified Equity Income Fund. (2023, 30 de enero). <https://funds.eatonvance.com/media/2895.pdf>

Enex. (2019). Nuestra Historia. <https://www.enex.cl/nuestra-empresa/nuestra-historia/>

Estudios Security. (2007). Informe de Valorización: Holdings. Recuperado de: https://www.bancosecurity.cl/personas/homes/invsec/cont/cont_buscap2.asp?id=56DAA1FD3FFA166BB61AE16DE18BF556CA86421EBA27F60B

Falabella S.A. (2012). Memoria Anual 2011. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/2011-Memoria-SVS.pdf

Falabella S.A. (2013). Memoria Anual 2012. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/2012-Memoria-SVS.pdf

Falabella S.A. (2014). Memoria Anual 2013. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/2013-Memoria-SVS.pdf

Falabella S.A. (2015). Memoria Anual 2014. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/MemoriaEnviadaSVS_20140424.pdf

Falabella S.A. (2016). Memoria Anual 2015. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/MemoriaFalabellaSVS.pdf

Falabella S.A. (2017). Memoria Anual 2016. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/MemoriaSVS-2016.pdf

Falabella S.A. (2018). Memoria Anual 2017. [https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/MemoriaFalabella2017_SVS_\(finalwebIR\)-\(1\).pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/MemoriaFalabella2017_SVS_(finalwebIR)-(1).pdf)

Falabella S.A. (2019). Memoria Anual 2018. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Memoria_Falabella_SVS_2018_vf.pdf

Falabella S.A. (2020). Memoria Anual 2019. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/2019-Memoria-falabella.pdf

Falabella S.A. (2021). Memoria Anual 2020. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Falabella-Memoria-Anual-2020.pdf

Falabella S.A. (2022). Memoria Anual 2021. https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/annual_spanish/Memoria-Anual-Falabella-2021.pdf

González, R. (2021). Three Essays on Business Groups Discount in Chile. Theory and Empirical Study. Universitat de Barcelona. Recuperado de: <https://www.tdx.cat/handle/10803/673284#page=1>

Hall, M. (2022, 13 de julio). What Exactly Is a Company's Float? *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/ask/answers/what-is-companys-float/>

Hapag-Lloyd AG. (2022). Annual Report 2021. https://www.hapag-lloyd.com/content/dam/website/downloads/ir/HLAG_Annual_Report_FY2021.pdf

Hapag-Lloyd AG. (2023). Investor Presentation FY 2022 Results. <https://www.hapag-lloyd.com/en/company/ir/publications/presentations.html#tabnav>

Hayes, A. (2021, 30 de abril). Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp#:~:text=The%20Q%20ratio,%20also%20known,market%20valuation%20and%20intrinsic%20value>

Hayes, A. (2023). Dividend Payout Ratio Definition, Formula, and Calculation. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendpayoutratio.asp>

Investing.com (2023). USD/CLP – Dólar Peso Chileno. <https://es.investing.com/currencies/usd-clp-historical-data>

Investing.com (2023). EUR/USD – Euro US Dollar. <https://www.investing.com/currencies/eur-usd-historical-data>

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90 (2): 22-27. doi: 10.1257/aer.90.2.22

Lee, C., Shleifer, A., & Thaler, R. (1991). Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle. *The Journal of Finance*, 46(1), 75–109. doi: 10.2307/2328690

Lefort, F. (2006). Ownership structure and market valuation of family groups in Chile. *Corporate Ownership & Control*, 3(2), 90-105. doi: 10.22495/cocv3i2p10

Mercado Abierto Electrónico. (2019). Guía para la Negociación en el MAE Fondos Comunes de Inversión Cerrados. https://www.mae.com.ar/sites/default/files/2020-04/GUIA_08_Fondos_Comunes_de_Inversion_Cerrados_27112019.pdf

Ministerio de Economía Fomento y Turismo. (2017, agosto). Informe de resultados: Empresas en Chile. <https://www.economia.gob.cl/wp-content/uploads/2017/03/Boletín-empresas-en-Chile-ELE4.pdf>

Morales, M., Meléndez, M & Ramírez, V. (2013). Determinants of ownership concentration in the Chilean stock market. *CEPAL*. Recuperado de: https://www.cepal.org/sites/default/files/publication/files/36989/RV1110Moralesetal_en.pdf

Nexans S.A. (2020). Nexans Full Year 2020. <https://www.nexans.com/en/finance/Financial-results.html>

Nexans S.A. (2022). Memoria Anual 2021. https://invexans.cl/content/uploads/2022/04/2022_joa_05_memoria_anual_2021.pdf

Nexans S.A. (2022). Financial Statemenets Nexans 2021. <https://www.nexans.com/en/finance/Financial-results.html>

O'Shee, D., Montalván, S., Nash, M. & Franco, J. (2008). Estructura Propietaria y Rendimientos Bursátiles en Suramérica. 2023, *Universidad Técnica Federico Santa María*. Recuperado de: <http://www.scielo.org.co/pdf/cadm/v21n35/v21n35a02.pdf>

PwC. (2021, octubre). Informe de Fusiones & Adquisiciones. https://www.pwc.com/ar/es/assets/document/informe-fusiones-adquisiciones-10-2021.pdf?_cldee=eWFtaWxhLmxhdXJhLmNhcmFtQHB3Yy5jb20=&recipientid=lead-0be0bd17192feb1180ff000d3a270121-9d059dfb12d34675a673f3e36e48c511&esid=d73d2625-3c3b-ec11-8118-000d3a270121

Quiñenco S. A. (2011). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2011]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2012). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2012]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2012, 27 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2011 y 2010. https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/EF_Quinenco_31_dic_11.pdf

Quiñenco S. A. (2013). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2013]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2013, 26 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2012 y 2011. https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/EF_Quinenco_31_dic_12.pdf

Quiñenco S. A. (2014, 26 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2013 y 2012. https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/EF_Quinenco_dic_2013.pdf

Quiñenco S. A. (2015). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2014]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2015, 30 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2014 y 2013. https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/EF_Quinenco_dic_2014.pdf

Quiñenco S. A. (2016). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2015]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2016, 29 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2015 y 2014. <https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/EF-Quinenco-diciembre-2015.pdf>

Quiñenco S. A. (2017). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2016]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2017, 30 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y 2015. <https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/EF-Quinenco-diciembre-2016.pdf>

Quiñenco S. A. (2018). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2017]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2018, 26 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2017 y 2016. <https://quinenco.cl/content/uploads/2018/04/EF-Quinenco-diciembre-2017.pdf>

Quiñenco S. A. (2019). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2018]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2019, 26 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2018 y 2017. <https://quinenco.cl/content/uploads/2019/04/EF-Quinenco-diciembre-2018.pdf>

Quiñenco S. A. (2020). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2019]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2020, 26 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2019 y 2018. <https://quinenco.cl/content/uploads/2020/04/2019-EEFF-Qui%C3%B1enco-S.A.-al-31.12.pdf>

Quiñenco S. A. (2021). 4Q [NAV estimado al 30 de diciembre de 2020]. <https://quinenco.cl/inversionistas/nav/nav-historico>

Quiñenco S. A. (2021, 30 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2020 y 2019. <https://quinenco.cl/content/uploads/2021/04/EE.FF.-Consolidados-diciembre-2020-Qui%C3%B1enco-S.A..pdf>

Quiñenco S. A. (2022, 30 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2021 y 2020. https://quinenco.cl/content/uploads/2022/03/EF_Quinenco_diciembre_2021.pdf

Quiñenco S.A. (2017). Memoria Anual 2016. https://quinenco.cl/content/uploads/2017/07/Memoria_Quinenco_2016-1.pdf

Quiñenco S.A. (2018). Memoria Anual 2017. <https://quinenco.cl/content/uploads/2018/04/Memoria-Quinenco-2017.pdf>

Quiñenco S.A. (2019). Memoria Anual 2018. <https://quinenco.cl/content/uploads/2019/04/Memoria-Anual-Qui%C3%B1enco-2018.pdf>

Quiñenco S.A. (2020). Memoria Anual 2019. <https://quinenco.cl/content/uploads/2020/04/MEMORIA-QUIN%CC%83ENCO-2019-alta.pdf>

Quiñenco S.A. (2021). Memoria Anual 2020. <https://quinenco.cl/content/uploads/2021/04/Memoria-Anual-2020-Qui%C3%B1enco.pdf>

Quiñenco S.A. (2022). Full Year and 4Q 2021 Earnings Presentation. <https://quinenco.cl/inversionistas/resultados-trimestrales/>

Quiñenco S.A. (2022). Memoria Anual 2021. <https://quinenco.cl/content/uploads/2022/04/Memoria-Anual-Quin%CC%83enco-2021-1.pdf>

- Quiñenco S.A. (2022, 30 de marzo). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2021 y 2020. https://quinenco.cl/content/uploads/2022/03/EF_Quinenco_diciembre_2021.pdf
- Quiñenco S.A. (s.f.). <https://quinenco.cl/>
- Quiñenco S.A. (s.f.). Directorio y Gerencia. <https://quinenco.cl/grupo-quinenco/directorio-y-gerencia/>
- Quiñenco S.A. (s.f.). Energía [Enex]. <https://quinenco.cl/negocios/energia/>
- Quiñenco S.A. (s.f.). Historia. <https://quinenco.cl/grupo-quinenco/historia/>
- Rajan, D., Servaes, H. & Zingales, L. (1998). The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. *National Bureau of Economic Research*. <https://www.nber.org/papers/w6368>
- Real Academia Española. Holding. (2023). <https://dle.rae.es/holding>
- Rommens, A. (2004). Why Do Holding Companies Trade at a Discount? A Clinical Study. *University of Antwerp*. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493942
- Ryanto, Y. & Toolsema, L. (2008). Tunneling and propping: A justification for pyramidal ownership. *Journal of Banking & Finance*, 32 (2008) 2178–2187. doi: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.044
- Santander. (2022, 6 de agosto). ¿Qué es el holding empresarial? Funciones y beneficios. <https://www.becas-santander.com/es/blog/que-es-holding.html>
- Scharfstein, D. (1998). The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates. *National Bureau of Economic Research*. <https://www.nber.org/papers/w6352>
- Sociedad Matriz SAAM S.A. (2022). Presentación Corporativa. <https://www.saam.com/wp-content/uploads/2022/06/Presentacio%CC%81n-Corporativa-062022-vf.pdf>
- Sociedad Matriz SAAM S.A. (2022). SAAM Acuerda Venta a Hapag-Lloyd de sus Terminales Portuarios y Operaciones Logísticas Asociadas. <https://www.saam.com/logistica/saam-acuerda-venta-a-hapag-lloyd-de-sus-terminales-portuarios-y-operaciones-logisticas-asociadas/>
- Sociedad Matriz SAAM S.A. (s.f.). Nuestra Historia. <https://www.saam.com/nuestra-historia/>
- Sociedad Matriz SAAM. (2019). Memoria Anual 2018. https://www.saam.com/wp-content/uploads/2019/06/MEMORIA_ANUAL_2018_navegable_2.pdf
- Sociedad Matriz SAAM. (2020). Memoria Anual 2019. https://www.saam.com/wp-content/uploads/2020/03/SAAM_2019_navegable_b.pdf
- Sociedad Matriz SAAM. (2021). Memoria Anual 2020. https://www.saam.com/wp-content/uploads/2021/03/SAAM_Memoria_Anual_Integrada_2020-1.pdf
- Sociedad Matriz SAAM. (2022). Memoria Anual 2021. https://www.saam.com/wp-content/uploads/2022/04/SAAM-2021completa_web.pdf
- Tabares, C. & Ramírez, C. (2016). Estimación del Descuento de Holding en Colombia: Grupo Argos y Grupo Sura 2007-2015. 2023, EAFIT. Recuperado de: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11527/CarlosEduardo_GonzalezTabares_Catalina_RamirezRendon_2016.pdf;jsessionid=DE59299F03DABC7E34027CD01FDF8316?sequence=2
- Techpack SA. (s.f.). Historia. <https://www.techpack.com/empresa/historia/>

Urzúa, F. (2014). Essays on ownership and control. *Center for Economic Research*. Recuperado de: <https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/essays-on-ownership-and-control>

Yahoo Finance (2023). Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU). <https://finance.yahoo.com/quote/CCU?p=CCU&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023). Banco de Chile (BCH). <https://finance.yahoo.com/quote/BCH?p=BCH&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023). Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (VAPORES.SN). <https://finance.yahoo.com/quote/VAPORES.SN?p=VAPORES.SN&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023). Sociedad Matriz SAAM S.A. (SMSAAM.SN). <https://finance.yahoo.com/quote/SMSAAM.SN?p=SMSAAM.SN&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023a). Eaton Vance Tax-Managed Global Diversified Equity Income Fund (EXG). <https://finance.yahoo.com/quote/EXG/history?period1=1515974400&period2=1673740800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

Yahoo Finance. (2023b). Eaton Vance Tax-Managed Global Diversified Equity Income Fund (XEXGX). <https://finance.yahoo.com/quote/XEXGX/history?period1=1515974400&period2=1673740800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

Yahoo Finance. (s.f.). Cencosud S.A. (CENCOSUD.SN). <https://finance.yahoo.com/quote/CENCOSUD.SN?p=CENCOSUD.SN&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (s.f.). Falabella S.A. (FALABELLA.SN). <https://finance.yahoo.com/quote/FALABELLA.SN?p=FALABELLA.SN&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (s.f.). Nexans S.A. (NEX.PA). <https://finance.yahoo.com/quote/NEX.PA?p=NEX.PA>

Yahoo Finance. (s.f.). Quiñenco S.A. (QUINENCO.SN). <https://finance.yahoo.com/quote/QUINENCO.SN>