

2015

CARACTERIZACIÓN DE CONGLOMERADOS ECONÓMICOS EN COLOMBIA

PROYECTO DE GRADO PARA OPTAR PARA EL
TÍTULO DE ECONOMISTA

Universidad del Valle
Facultad de Ciencias Sociales y Económicas
Departamento de Economía



CARACTERIZACIÓN DE CONGLOMERADOS ECONÓMICOS EN COLOMBIA

HAROLD TIMARÁN RENGIFO

UNIVERSIDAD DEL VALLE
FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES Y ECONÓMICAS
ECONOMÍA
2015

CARACTERIZACIÓN DE CONGLOMERADOS ECONÓMICOS EN COLOMBIA

HAROLD TIMARÁN RENGIFO

CÓDIGO 0930918

Trabajo de grado para optar por el título de Economista

DIRECTOR:

JORGE MARIO URIBE

Profesor del departamento de economía

Universidad del Valle

UNIVERSIDAD DEL VALLE

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES Y ECONÓMICAS

ECONOMÍA

2015

AGRADECIMIENTOS

A mi esposa Sandra Milena Silva Rozo por su amor, comprensión y apoyo incondicional durante todo el proceso para llegar hasta este punto.

A mis tres amados hijos: Harold Andrés Timarán Silva, Nicole Andrea Timarán Silva, y Michelle Timarán Silva por todo su amor, comprensión y motivación para lograr el sueño de ser economista.

A toda mi familia y la familia por parte de mi esposa que nunca dudaron en que lo podía lograr, siempre vigilantes y exigentes en el proceso.

A todos los profesores de los cuales aprendí muchas cosas, tanto académicas, como para mi desarrollo personal. Además de la motivación para seguir adelante y nunca desfallecer a pesar de las muchas adversidades que se presentaron en el camino.

A todos mis compañeros que hicieron del camino un sendero de alegría y estudio, haciendo de todo este tiempo la mejor época de mi vida, a pesar de ser el atípico de mí cohorte.

Gracias a todos.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	2
1. REVISIÓN DE LITERATURA.....	8
2. MARCO TEÓRICO	13
2.1. Teoría de la Agencia.....	13
2.2. Enfoque Too Big To Fail (TBTF).....	15
3. DATOS Y METODOLOGÍA.....	17
3.1. Datos	17
3.2. Metodología: obtención de la matriz final de participaciones.....	19
4. RESULTADOS.....	26
4.1. Caracterización por participación accionaria	26
4.2. Caracterización por miembros traslapados de juntas directivas	37
5. CONCLUSIONES	42
BIBLIOGRAFÍA.....	45

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Análisis por percentiles resumido en los 6 quintiles más altos.	27
Tabla 2 Número de miembros de juntas directivas y número de empresas en las que se traslapan.	37
Tabla 3 nombre de los miembros que se traslapan en más de 2 empresas.....	38

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Relación de participaciones accionarias por percentiles.....	26
Ilustración 2 Análisis de conglomerados. Submatriz del 70 percentil. Conglomerado #1..	29
Ilustración 3 Análisis de conglomeración. Submatriz 70 percentil. Conglomerado #2.....	33
Ilustración 4 análisis de conglomeración. Submatriz 70 percentil. Conglomerado #3.....	34
Ilustración 5 análisis de conglomeración. Submatriz 70 percentil. conglomerado #4.....	36

CARACTERIZACIÓN DE CONGLOMERADOS ECONÓMICOS EN COLOMBIA

Harold Timarán Rengifo*

RESUMEN

El estudio de las crisis sistémicas y sus causas es preponderante en la investigación económica, debido a las implicaciones en términos de bienestar para las sociedades que estas conllevan. El carácter sistémico está intrínseco en los fuertes vínculos entre los agentes. Este documento evidencia de manera empírica conglomerados económicos en Colombia. La caracterización de éstos se realiza teniendo en cuenta la participación accionaria final que tienen las principales firmas entre ellas y el solapamiento de los miembros de sus juntas directivas. Se encuentran vínculos de conglomeración diferentes y análogos en ambas metodologías. Estos conglomerados, de acuerdo a su importancia en la estructura económica implicarían cierta captura del Estado por la teoría Too Big To Fail (TBTF) o una situación de potencial riesgo sistémico. Por lo tanto, se propone que debe existir un marco regulatorio más estricto para conglomerados económicos en Colombia.

Códigos JEL: G34, G34, L22,

Palabras Clave: conglomerados, participación accionaria, directivos.

*Estudiante de último semestre de economía de la Universidad del Valle. Agradezco los comentarios y recomendaciones del profesor Jorge Mario Uribe Gil. Tanto las opiniones expresadas en este documento como los errores, son responsabilidad del autor y no comprometen la Universidad del Valle.

INTRODUCCIÓN

A partir de la crisis del 2008, catalogada como la más profunda después de la depresión de los años treinta, la ciencia económica ha puesto gran énfasis en el estudio de la macroeconomía, más exactamente de los círculos viciosos que se pueden generar en la interacción del sector real y los mercados financieros, con las implicaciones en términos de bienestar de las recesiones de carácter sistémico. Existe abundante evidencia sobre los impactos que puede tener una profunda crisis de los mercados financieros en el sector real, y ha quedado demostrado que los sistemas regulatorios no son lo suficientemente flexibles, ni van al compás de la evolución de la industria financiera, ni de las crecientes integraciones verticales y horizontales en la actualidad, lo que generó en el sector privado la consolidación de grupos de empresas con estructuras de propiedad común, originando los denominados “conglomerados económicos”.

La idea de la propiedad común y la conglomeración, es aprovechar por el lado de los costos las economías de alcance y escala, en busca de maximizar servicios y beneficios, al emplear el mínimo de canales posibles para comercializar distintos productos, ya sea en el sector real o de carácter financiero como fondos de inversión, seguros, diferentes carteras de créditos, entre otros. Esta tendencia de integración industrial es evidente desde la liberación de los mercados en Colombia a partir de la ley 45 de 1990, que modificó la ley 45 de 1923.¹

Lo anterior ha llevado a la consolidación de grupos de empresas, reduciendo los participantes, limitando la competencia e incrementando la concentración. En consecuencia, se presentan varios problemas dentro de los cuales se destacan dos:

¹ Ley 45 de 1990 (Regula temas de derecho público de seguros y hace referencia al contrato de seguro) por medio de la cual se liberalizó el sector asegurador, tanto en productos como en tarifas, volviéndolo altamente competitivo.

1. Los beneficios de esta situación no se trasladan a los usuarios (consumidores finales), como resultado se obtiene una producción subóptima, presentándose aquí una falla de mercado que debería ser corregida.
2. El alto riesgo sistémico que se puede generar en la economía colombiana, debido a las interconexiones entre las empresas financieras y las no financieras en el interior de los grupos económicos, e incluso entre ellos. De esta forma, la existencia de Holdings fuera del alcance de los reguladores, tendrá consecuencias pertinentes para la economía en su conjunto en el momento que se genere una crisis de carácter sistémico, tanto si ésta es originada en el sector financiero, como si encuentra sus orígenes por fuera de él.

En cuanto a las crisis financieras Colombia no es la excepción. En las décadas de los 80s y 90s, se vivieron dos crisis financieras profundas. Según Fogafín (2009.Pág.6) en la crisis de los 80s, “la reversión del ciclo económico ocurrió en un momento en que el sistema financiero colombiano se caracterizaba por bajos niveles de capitalización y de provisiones, y por un marco de regulación y supervisión que posibilitaba que algunas entidades financieras eludieran ciertos controles legales”. Lo que implica falta de regulación eficiente. Tal puede ser el caso actual, debido a las interrelaciones entre las firmas con filiales que están fuera de cualquier marco regulatorio, con empresas que pueden ser no reguladas, o que carecen de un marco regulatorio apropiado, pero que ejercen el control del grupo económico, incrementando así la cuota del riesgo sistémico al conjunto de empresas; situación corregible si hay una regulación por conglomerados.

Conocer el funcionamiento de los mercados es determinante para una regulación adecuada. Cabrera, Melo & Parra (2014) estiman los efectos de choques de origen financiero y real sobre 111 variables de la economía

colombiana, entre 2003 y 2013, y muestran que los estrechos vínculos entre los dos sectores propagan los choques en ambas direcciones mostrando el carácter sistémico.

Recientes estudios han mostrado que el mercado de valores colombiano es propenso a eventos de naturaleza sistémica, es decir, el hecho de que la regulación no contemple la existencia de conglomerados en la economía colombiana, no implica que el mercado deje de descontarlos como tales. Uribe y Fernández (2013) por ejemplo, encuentran altas dependencias asintóticas entre los retornos de acciones de empresas pertenecientes a los mismos conglomerados.

Por lo tanto, la minimización de probabilidad de riesgo sistémico, es viable si existe la regulación adecuada, que permita supervisar los distintos mercados, incluyendo el sistema bancario en la sombra. Esta regulación sólo es posible si se tiene pleno conocimiento de cómo operan estos mercados y sus interrelaciones con los grupos económicos. Al respecto, Isabel Prieto, perteneciente al Grupo Legal para Riesgos de Conglomerados y Gobierno Corporativo de la Superintendencia Financiera de Colombia, responde a una pregunta sobre la regulación de conglomerados financieros: “Sobre el particular, es necesario indicar que el sistema financiero está integrado tanto por conglomerados financieros como por entidades individuales que no forman parte de ellos. Ahora bien nuestra legislación no regula los conglomerados financieros como tales” (Prieto, 2013).

Existen diversas formas de analizar o caracterizar conglomerados económicos, como también estos tienen distintas maneras de conglomerarse, entre las cuales se distinguen dos principalmente; los conglomerados que están conectados a través de las participaciones accionarias entre las empresas, y aquellos que se conectan a través de los miembros de juntas directivas

Es necesario Introducir el análisis a través de interconexiones entre miembros de las juntas directivas, ya que éstos no necesariamente tomarán las mejores decisiones para las empresas que representan. Sus decisiones estarán influenciadas por las necesidades del conglomerado, donde se puede incurrir en riesgos que serían significativos para los accionistas minoritarios, pero que éstos no deberían asumir y pueden trascender al resto de la economía.

Un ejemplo de lo anterior, es la situación en la cual los dirigentes de las entidades financieras que captan ahorros de sus clientes normales, pueden incurrir en diversos problemas de riesgo moral, asimetría informacional y problemas de agente-principal, ya que los dirigentes de las entidades no necesariamente obrarán en pro de la entidad individual, ni de los ahorradores. En su lugar, pueden ser propensos a tomar decisiones que favorezcan al conglomerado, sin las debidas exigencias ni garantías de pagos. Lo anterior colocaría en riesgo los ahorros de sus clientes, los cuales podrían incurrir en pánico bancario, con la posibilidad de contagio, afectando el sistema de pagos de la economía, y generando así una crisis de carácter sistémico.

Por tanto, resulta insuficiente regular las entidades de manera independiente cuando se percibe que existe un alto nivel de dependencia e interconexión entre ellas; dicha interconexión puede existir a través de los miembros directivos traslapados en diferentes firmas o por alguna relación de propiedad o de subordinación ejercida por el holding. Así pues, es fundamental que la regulación de las firmas se realice de manera independiente, incluyendo también un análisis para una regulación global, donde se entiendan y se interpreten las interconexiones y las incidencias de dichas relaciones, las cuales pueden afectar las decisiones de cada entidad para establecerlas en función de los beneficios para el conglomerado.

Para entrar a establecer la regulación apropiada, observando el sistema como un todo, con participantes que realizan una fuerte injerencia en la economía de un país, debido al tamaño e importancia que adquieren cuando operan como grupos económicos, primero es necesario determinar empíricamente lo que se manifiesta a voz popular o en los diferentes medios. Se requiere determinar si la estructura económica de Colombia opera en forma de conglomerados.

Además de los diferentes argumentos expresados con anterioridad, que justifican la realización del presente trabajo, en la literatura colombiana no hay registro de ninguna caracterización de conglomerados de manera empírica, ni por las interconexiones en las empresas por participación accionaria, ni por las interconexiones de estas mismas a través de sus miembros de juntas directivas. Por lo tanto no existe un marco regulatorio adecuado para los conglomerados, que sería una cuestión muy importante para la economía colombiana, debido a las implicaciones económicas que podría acarrear una crisis de carácter sistémica, la cual se puede generar por la ausencia de una regulación adecuada, pero antes de ofrecer tal regulación para conglomerados económicos, es necesario realizar una caracterización de éstos de manera empírica, con el fin de verificar o negar su existencia. Por lo cual, este trabajo pretende caracterizar empíricamente conglomerados económicos en Colombia, para responder a la pregunta de investigación; ¿opera la economía colombiana en forma de conglomerados, teniendo en cuenta dos formas diferentes de interconexiones entre las principales empresas, tanto financieras como del sector real; ya sea que estén conectadas por la propiedad a través de la participación accionaria o por el solapamiento de miembros directivos?

Por lo tanto el objetivo general de este documento es: evidenciar la existencia de conglomerados económicos en Colombia y caracterizarlos de manera empírica.

Los objetivos específicos son:

Conformar una base de datos robusta de participaciones accionarias y miembros de juntas directivas de las firmas con mayor valoración de activos en Colombia.

Realizar una matriz de participaciones accionarias directas con los datos de las firmas.

Caracterizar conglomerados económicos de acuerdo a las participaciones accionarias, a través de las iteraciones de la matriz de participaciones directas, para obtener la matriz final que concatena las participaciones directas, indirectas o cruzadas cuando el sistema se estabilice.

Por último, realizar una caracterización de conglomerados a través de los miembros traslapados de juntas directivas en las diferentes firmas.

Este documento se divide en cinco secciones: primero el estado del arte, en el cual se realiza una revisión de literatura sobre control y propiedad de las firmas, como también del solapamiento de juntas directivas e investigaciones sobre la teoría Too Big To Fail (TBTF). Segundo, se presenta el marco teórico sobre la tensión agente-principal y las instituciones que son muy grandes para que el estado las permita quebrar teoría (TBTF). Tercero, los datos, la metodología descripción y análisis de variables. Cuarto, los resultados. Y por último conclusiones y recomendaciones.

1. REVISIÓN DE LITERATURA

Sobre la caracterización de conglomerados económicos, que constituye el objetivo central de este trabajo, la literatura es escasa. No obstante, existen estudios sobre control y propiedad de las firmas, que se ajustan a la metodología que se usará en este documento para describir la estructura de los conglomerados en Colombia.

Uno de los trabajos más representativos sobre el control y la propiedad de las firmas es el de La Porta, et al. (1999) el cual caracteriza la estructura de la propiedad de las compañías más grandes de 27 economías ricas, y encuentra que en las sociedades donde hay menor protección a los accionistas, la propiedad se encuentra más concentrada, y que el control de la propiedad por instituciones financieras no es la regla.

Claessens, et al. (2000) realizan un estudio para 2980 corporaciones en Asia oriental, donde predominan los derechos de voto debido a estructuras piramidales y participaciones cruzadas, y la gran parte de la propiedad está concentrada en unas pocas familias.

Grant & Kirchmaier (2004) realizan un estudio para 100 firmas de 5 economías distintas, muestran que hay 3 diferentes estructuras de propiedad en Europa y que no son consistentes con la creación de valor, los accionistas dominantes son destructores de valor, y que hay relación directa entre las estructuras de propiedad amplia o diversificada y un buen desempeño económico.

Gutiérrez, et al. (2006) Realizaron un estudio para Colombia, sobre la separación de la propiedad y el control para 140 empresas solo del sector real que cotizan en bolsa, categorizadas por su estado y actividad económica entre 1996 y 2002. La construcción de la propiedad y el control, se basa en una metodología de

operaciones de matrices, obteniendo como resultado final la verdadera proporción de la propiedad de las firmas, ya que esta metodología tiene en cuenta la propiedad directa y la indirecta. El estudio arrojó que en promedio el accionista más grande de cada firma tenía el 35% de la propiedad, y el bloque de los cuatro accionistas más grandes tenían en promedio el 65% de la propiedad. Mientras el bloque de los cuatro accionistas con mayor participación en cuanto a votos, ejercen el control con un promedio del 90 al 100%. Este estudio solo pretendía mostrar la separación entre el control y la propiedad de las firmas, pero la metodología que usaron también sirve para realizar una caracterización de conglomerados económicos de manera empírica de acuerdo a la participación accionaria de las firmas más importantes teniendo en cuenta la valoración de activos, que es una de las dos formas de caracterización que se realizan en el presente trabajo y es un aporte valioso para la literatura colombiana.

Los estudios del control y la propiedad de las firmas tienen dos enfoques básicos y complementarios para determinar quién ejerce el control final de las firmas. Estos enfoques han evolucionado con el pasar del tiempo. El primero de ellos sigue la metodología de La porta, et al. (1999), el cual bajo la regla de una acción un voto, propone que se debe tener en cuenta en la cadena de la propiedad, la propiedad indirecta, donde el controlador final serán los accionistas que superen el umbral del 20%, criterio que se tendrá en cuenta para la caracterización en el presente trabajo. El otro enfoque corresponde a la inversión directa de la compañía que usa una metodología insumo-producto de propiedad de participación integrada como la suma de la propiedad directa y la indirecta (Gutiérrez et al. 2006).

Otra forma en la que se pueden observar relaciones de conglomeración donde las empresas toman decisiones correlacionadas es a través de las juntas directivas con miembros comunes, sobre lo cual se encuentran diversos estudios. Shrophire (2010) Investiga las características organizacionales de juntas directivas

de miembros que se entrelazan, y la forma como las diferentes juntas reciben y asimilan la información y los conocimientos de estos. Bouwman (2011) Prueba que juntas directivas con miembros traslapados, tienen gobernanzas más similares que las gobernanzas en instituciones donde sus juntas directivas no tienen miembros en común. También prueba que juntas con directivos comunes ejercen efectos de familiaridad e influencia transfiriendo lo que aprenden en las diferentes juntas. Bouwman (2011a) Explica las cuatro razones más importantes por la que se traslapan directivos; 1) supresión de la competencia, 2) dependencia entre las firmas y facilidad de monitoreo, 3) señalización de legitimidad, 4) conjunto limitado de individuos altamente talentosos y calificados. La principal consecuencia del solapamiento de directivos es la convergencia de las prácticas de gobierno corporativo entre las diferentes firmas.

En cuanto a estudios de gobierno corporativo y solapamiento de miembros de juntas respecto al caso colombiano, Pombo & Gutiérrez (2010) encuentran una relación positiva entre la razón de miembros externos, los miembros comunes y el ROA. Estudio en cuya muestra se encuentran los siete grupos de negocios no financieros mas grandes del país. También miden cuatro tipo de indicadores en cuanto a miembros directivos comunes; 1) tamaño de la junta y miembros solapados, 2) miembros comunes muy ocupados, 3) miembros directivos en unas juntas que pertenecen al CEO de otras compañías, y el último indicador captura relaciones de familiaridad entre los miembros de las juntas.

Con respecto a las crisis de carácter sistémico, Basilea III (2010, Pag.1) Argumenta que:

“una de las razones por las que la crisis económica y financiera que estalló en 2007 fue tan severa, es que los sectores bancarios de numerosos países habían acumulado un apalancamiento excesivo dentro y fuera de balance. A esto se unió la gradual erosión del nivel y de la calidad de su base de capital. Al mismo tiempo, numerosos bancos mantenían niveles de liquidez insuficientes. Por todo ello, el sistema bancario no fue capaz de absorber las pérdidas sistémicas sufridas en las carteras de negociación y de crédito, ni pudo aguantar la reintermediación de las enormes exposiciones fuera de balance, que se habían ido acumulando en sus áreas más opacas o menos reguladas (el sistema bancario en la sombra). La crisis se vio agravada por un proceso de desapalancamiento procíclico y por las interconexiones entre instituciones sistémicas a través de

complejas operaciones. Por lo tanto en el punto álgido de la crisis, el mercado dejó de confiar en la solvencia y liquidez de numerosas instituciones bancarias”.

Antes de la crisis del 2008 se venían realizando numerosas investigaciones sobre las instituciones muy grandes para caer (TBTF), como se evidencia en los estudios de: Mishkin, Stern, & Feldman (2006), Adams & Brock (1987), Cunningham (2006), Furfine (2006), Soussa (2000). En términos generales, estos estudios investigan el tamaño de las instituciones TBTF, el papel de éstas en la economía, los rescates que se han hecho en el pasado, las implicaciones de las garantías estatales, el riesgo moral a que estas instituciones conllevan, entre otras.

A partir de la crisis del 2008, los economistas y reguladores centraron la atención y el debate sobre las instituciones sistémicamente importantes o su regulación, tal como se puede ver en; Stiglitz (2009), Bernanke (2010), Reinganum (2009), Hart & Singales (2011), los cuales argumentan y concluyen de manera general que: si una institución es demasiado grande para quebrar, tal vez, es demasiado grande, y por lo tanto el regulador no debería permitir su existencia, y en caso tal, éste debe supervisar los principales requerimientos de capital, liquidez, solvencia, valor de sus activos; tanto los que están en libros como los que no, además de las innovaciones financieras. Como resultado, el congreso de los Estados Unidos aprobó la ley “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” del 2010, propuesta por el representante a la cámara Barney Frank y el senador Chris Dodd, con las respectivas reformas hasta la fecha, con el fin de tener una estabilidad financiera para los Estados Unidos, a través de la transparencia y finalizar con el problema Too Big To Fail, para proteger a los contribuyentes de sus rescates, y proteger a los consumidores de los abusos financieros.

La literatura con respecto a las instituciones TBTF está aún en auge, incluso la ley anteriormente mencionada y sus respectivas reformas ya tienen reparos.

Acharya (2013) critica la forma como quedaron reglamentadas las instituciones patrocinadas por el gobierno, las cuales son el mas claro ejemplo de instituciones sistémicamente importantes, y cuyas decisiones riesgosas exigieron el acceso a las garantías gubernamentales, quedando éstas convertidas en Too Big To Fail, y al final, a la autoridad liquidadora de estas instituciones no le sería tan clara su forma de proceder de acuerdo al modelo.

Acharya & Yorulmazer (2007) resalta la importancia que tiene la regulación del sistema financiero, el enfoque “too many to fail”, muestra como cierto número de bancos, sin necesidad de que sean grandes, pueden ocasionar una crisis sistémica. Acharya (2009 Pag. 1) Muestra que:

“el riesgo sistémico se debe modelar como la correlación endógenamente escogida de los rendimientos de los activos en poder de los bancos. La responsabilidad limitada de los bancos y la presencia de una externalidad negativa del fracaso de un banco en la salud de otros bancos desde el enfoque “too big to fail”, dan lugar a un riesgo sistémico en el que los bancos realizan operaciones correlacionadas, lo que aumenta el riesgo en la economía global”.

Por lo tanto las regulaciones tradicionales no son las más convenientes. La formación de conglomerados económicos debido a sus interconexiones, son pieza clave en el riesgo sistémico, y la coyuntura de los últimos años ameritan involucrar estos enfoques en el presente trabajo.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Teoría de la Agencia

Debido a la integración económica tanto vertical como horizontal que se ha generado en la economía colombiana desde principios del siglo pasado hasta la actualidad, las empresas del sector financiero son clave en la conformación de grupos empresariales para las cuestiones de financiamiento. Como también son agentes activos en el mercado de valores. Estas instituciones son propensas a padecer problemas de agente-principal o de agencia. Los ahorradores serán los principales y los captadores se convierten en los agentes. Estos últimos no tendrán los mismos lineamientos de los ahorradores, que deberán acogerse a las directrices de los holdings o empresas matrices, que realizarán operaciones en pro de la maximización de los beneficios del grupo empresarial, ya sea a través del control en la participación accionaria o por el solapamiento de los miembros directivos entre las empresas.

Jensen & Meckling (1976) definen la relación de agencia como un contrato donde una persona denominada el principal contrata a otra persona que será el agente para delegar funciones o tomar decisiones en su nombre. Esta teoría supone que: tanto el principal como el agente son racionales y, por lo tanto, son maximizadores de utilidad, lo que lleva a un conflicto de intereses en el momento de toma de decisiones que no sean Pareto-eficientes, y debido a la información asimétrica que se presenta entre el principal y el agente, este último no siempre tomará las mejores decisiones para el principal.

Jensen & Meckling (1976) estipulan ciertos costos de agencia, los primeros son los costos de incentivos o monitoreo, que pueden ser recursos monetarios o no, en los que incurre el principal, en busca de que los agentes tomen decisiones

que aumenten el valor de mercado de las empresas o inversiones. Y, por ende, los beneficios de los inversionistas. Por otro lado, los costos de fianza o garantías realizados por el agente, que son señales que éste emite con el fin de que el principal confíe en que él realizará las funciones debida y honestamente, alineadas con los propósitos del contrato.

La información asimétrica y el riesgo moral son conceptos importantes en la teoría de la agencia. Por ejemplo, Akerlof (1970) los explica a través del mercado de los limones (vehículos usados de mala calidad). Nicholson (2006) a través del mercado de seguros, presenta la asimetría entre compradores y vendedores de seguros y de la información que tienen sobre el acontecimiento contra el que se están asegurando, ya que el tomador del seguro sabe con mayor precisión su estado, o las distintas actividades que realiza. Por tanto, sabrá la verdadera probabilidad del uso del seguro, y podría incurrir en riesgo moral. En general los oferentes de bienes o servicios tienen mayor conocimiento sobre la calidad y la procedencia de los productos que los demandantes.

Nicholson (2006, pág. 232) define el riesgo moral como: “el efecto de una cobertura de un seguro sobre las decisiones del individuo que hace que las actividades que realiza puedan alterar la probabilidad de incurrir en pérdidas”, en otras palabras, los individuos no tendrán los mismos cuidados cuando están o no asegurados. Para el caso de esta investigación, por ejemplo, el costo de monitoreo por parte del principal, es un costo que no tendrán en cuenta los ahorradores de instituciones TBTF, al igual que el costo por parte del agente, debido a las implicaciones de pertenecer a este tipo de instituciones que se explicarán más adelante.

También se genera el problema de la agencia según Stiglitz (2009), con los directivos de instituciones sistémicamente importantes, donde los intereses de los agentes no están alineados con los de los accionistas, los cuales, por ejemplo,

antes de la reciente crisis tomaron decisiones excesivamente riesgosas, solo pensando en los perversos sistemas de incentivos del momento, sin tener en cuenta las consecuencias para la empresa, para el resto de la economía, y algunos, sólo confiándose de su situación como directivos de empresas muy grandes que el estado no permitiría entrar en quiebra.

2.2. Enfoque Too Big To Fail (TBTF)

Históricamente los Estados Unidos han rescatado empresas de gran peso en su economía, como son los casos de Chrysler Corporation al final de los 70s (Cunningham, 2006), el rescate de Long-Term Capital Managment (LTCM) realizado por la FED al final de los 90s, y los recientes rescates en la crisis del 2008, quedando en evidencia que los países pueden tener instituciones suficientemente grandes y suficientemente interconectadas, con tanto peso en sus economías que el ente regulador no les permitirá quebrar. La quiebra de una institución como éstas podría generar una crisis de carácter sistémico, con consecuencias desastrosas, por lo tanto, la teoría (TBTF) muestra que cuando hay instituciones de este tipo, donde los costos económicos y sociales son mayores permitiendo su quiebra, en comparación con los gastos que implica su rescate, así sea a costa de los contribuyentes, el regulador debe salvarlas. (O'Hara & Shaw, 1990).

El término Too Big To Fail, fue acuñado por los encargados de la política monetaria en Estados Unidos, en 1984 durante la crisis del Banco Nacional de Illinois para describir los once bancos más grandes del país (Soussa, 2000). Este autor considera teóricamente las implicaciones de riesgo moral, derivadas del conocimiento de estas instituciones, de que son lo suficientemente grandes como para contar con garantías gubernamentales. Esto genera incentivos perversos de

toma de riesgos excesivos por parte de las instituciones TBTF, ya que incurrir en mayores riesgos es poco costoso en comparación con los beneficios esperados.

Otra crítica de esta garantía por parte del Estado, es que las instituciones TBTF, tienen ventajas injustas sobre sus competidores, debido a que el mercado asimila la posibilidad de tener posiciones más riesgosas, con el fin de tener mayores rendimientos, y esto a su vez se ve reflejado en el precio de los activos tal como lo muestran Brewer & Jagtiani (2013), quienes identifican las reacciones del mercado, en el momento en que se anuncian y realizan fusiones entre entidades que no eran TBTF, pero después de la fusión se convierten en ellas.

3. DATOS Y METODOLOGÍA

La base de datos, tal como se requiere para este trabajo, no está consolidada, ésta se construye con la información que suministra la Bolsa de Valores de Colombia, la Superintendencia de Sociedades, y la base de datos Benchmark que registra la información relevante de los últimos 5 años para más de 35000 firmas que operan en Colombia. El estudio es un análisis estático teniendo en cuenta los datos al finalizar el año 2012 los cuales cambian con el paso del tiempo, por lo cual para el año 2013 no serían los mismos datos.

3.1. Datos

Para caracterizar la existencia de conglomerados y su operación se toma una muestra representativa de firmas en Colombia que incluye todas las que cotizan en bolsa, y otras que no, pero que tienen relevancia en la estructura económica colombiana de acuerdo a sus activos. Se escogen todas las firmas que cotizan en bolsa debido a las implicaciones económicas y relaciones entre el mercado de valores y el sector real. Se usa un criterio por valoración de activos, para escoger el resto de la muestra con las firmas que no cotizan en bolsa y que tienen una valoración representativa en la base de datos.

En primera instancia se escogen las trescientas empresas más grandes de la base de datos de Benchmark que contienen el 61,7% de activos de todas las empresas del sector real, y se toman 100 empresas del sector financiero que tienen un peso del 95% de valoración de activos de todas las empresas del sector financiero que se encuentran en la misma base de datos. Luego de filtrar que estas empresas tengan la información requerida, la muestra final queda reducida a 108 empresas con información de participación accionaria y 170 empresas con información de miembros de juntas directivas.

La información que se extrae de las bases de datos solo muestra las participaciones accionarias de los dueños de las empresas, más no, las inversiones de cada una de ellas. Pero recogiendo la primera información se obtiene los datos de las inversiones y por último una matriz cuadrada con 108 firmas en las primeras filas y las mismas 108 firmas en las primeras columnas con las participaciones directas que tienen unas empresas en las otras.

Las categorías y clases de importancia para este trabajo son:

1. Las firmas, que serán determinantes para observar la estructura económica, que además son la fuente principal de información sobre las demás variables.

2. La participación accionaria de las firmas, la cual es determinante para la caracterización de los conglomerados, teniendo en cuenta la participación accionaria directa, indirecta o cruzada.

3. Los miembros de las juntas directivas, los cuales, en caso tal de pertenecer a distintas firmas simultáneamente, podrían generar vínculos que permitan relaciones de conglomeración.

Para identificar los directivos traslapados en las diferentes firmas, se colocan los nombres de todos los directivos de cada una de las firmas en una base de datos. Se realiza una matriz cuadrada con las distintas firmas en la primera fila y en la primera columna, se establece un código, que identifica cuales son los nombres que se encuentran en común en las diferentes firmas, y a la vez los intersecta en dicha matriz.

3.2. Metodología: obtención de la matriz final de participaciones

Para calcular la participación accionaria se sigue la metodología propuesta por Gutiérrez, et. al (2006) en la cual se plantea una matriz con la participación accionaria directa que tiene cada firma sobre las demás, y se realizan potencias iterativas, de tal manera que al final se puede obtener la participación total de cada una de las firmas sobre las demás, ya que la operación anterior concatena las participaciones directas, indirectas y cruzadas, convergiendo a lo que podría considerarse como la matriz final del sistema una vez éste se ha estabilizado.

Siguiendo la metodología, se define la matriz cuadrada ($N \times N$) compuesta por las firmas seleccionadas. La matriz de participación accionaria directa $A = [a_{ij}]$, denota el porcentaje de acciones que la firma i tiene sobre la firma j . La cual se caracteriza por tres propiedades:

$$0 \leq a_{ij} \leq 1 \quad (1)$$

La firma i puede ser propietaria de la firma j con porcentajes que van desde 0% hasta el 100%.

$$a_{ij} = 0 \quad \text{Si} \quad i = j \quad (2)$$

Cada firma tiene un porcentaje de propiedad del 0% sobre si misma.

$$i = 1, \dots, N; \text{ y } j = 1, \dots, N \quad \text{y} \quad \sum_{i=1}^N a_{ij} \leq 1 \quad (3)$$

Donde $N=108$ firmas para este trabajo, y la suma de las participaciones accionarias que recae sobre cada una de las empresas será máximo del 100%.

Este modelo determina la propiedad integrada para las firmas que pertenecen al mismo grupo de negocios a través de la matriz $Y = y_{ij}$, teniendo en cuenta la propiedad directa e indirecta.

$$y_{ij} = a_{ij} + \sum_{j \neq i, j=1}^N y_{ij} a_{ij}$$

El primer término corresponde a la participación directa y el segundo término a la participación indirecta. Y La solución en forma matricial será:

$$Y = A + YA \quad ;$$

Donde Y, en esta ecuación, será la suma de las participaciones directas matriz (A), más las participaciones indirectas matriz (YA).

Despejando y factorizando se obtiene:

$$Y - YA = A \quad ; \quad Y(I - A) = A$$

$$Y(I - A)(I - A)^{-1} = A(I - A)^{-1} \quad ; \quad Y = A(I - A)^{-1}$$

De esta manera queda despejada Y, que es la matriz de propiedad integrada, y se tiene en cuenta en las operaciones, las condiciones para su cálculo, ya que las matrices que se invierten deben ser de rango n, su determinante distinto de cero y además cumplir con la siguiente condición:

$$A^{-1} = \frac{1}{\det(A)} \text{adj}(A).$$

Para calcular la propiedad integrada en grupos de negocios jerárquicos se sigue la metodología de Baldone et al. (1997) citado por Gutiérrez et al. (2006) teniendo en cuenta la participación directa, indirecta y recíproca o participación cruzada de la propiedad, expresada de manera matricial de la siguiente forma:

$$Y = A + YA - D(Y)A \quad A = \text{propiedad directa}; \quad YA = \text{propiedad indirecta};$$

$$D(Y)A = \text{propiedad de participación cruzada.}$$

La solución para Y en notación matricial con respecto a la propiedad integrada es:

$$Y = A + YA - D(Y)A \quad (1)$$

Factorizando

$$Y - YA = A - D(Y)A$$

$$Y(I - A) = (I - D(Y))A$$

$$Y(I - A) = (I - D(Y))^{-1}(I - D(Y))A$$

$$(I - D(Y))^{-1}Y(I - A)(I - A)^{-1} =$$

$$(I - D(Y))^{-1}Y = A(I - A)^{-1} \quad (2)$$

Ahora se necesita una expresión para $D(Y)$. Usando (1)

$$Y = (I + Y - D(Y))A$$

$$D(Y) = D((I + Y - D(Y))A)$$

$$D(Y) = D(I + Y - D(Y))D(A)$$

Aplicando propiedad distributiva tenemos:

$$D(Y) = (D(I) + D(Y) - DD(Y))D(A)$$

Ya que: $D(Y) = DD(Y)$ entonces:

$$D(Y) = D(I)D(A)$$

$$D(Y) = D(A) \quad (3)$$

Lo que significa que la diagonal de la matriz de participación integrada será igual a la diagonal de la matriz de participación directa. Por lo tanto, como se observa a continuación, se puede obtener la matriz final, a partir de la matriz de participaciones directas, o sea de la matriz (A).

Reemplazando (3) en (2) tenemos:

$$(I - D(A))^{-1}Y = A(I - A)^{-1}$$

$$D(I - A)^{-1}Y = A(I - A)^{-1}$$

$$(D(I - A)^{-1})^{-1}D(I - A)^{-1}Y = (D(I - A)^{-1})^{-1}A(I - A)^{-1}$$

$$Y = (D(I - A)^{-1})^{-1}A(I - A)^{-1}$$

Obteniendo de esta manera la matriz final de participaciones. (Gutierrez, Pombo, & Taborda, 2006).

$$A = [a_{ij}],$$

$$A = \begin{bmatrix} a_{1,1} & \cdots & a_{1,N} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{N,1} & \cdots & a_{N,N} \end{bmatrix}_{N \times N}$$

Dónde a_{ij} es el porcentaje de acciones que la firma i tiene sobre la firma j .

Para este trabajo la matriz A esta compuesta por las mismas 108 empresas en las filas y en las columnas, bosquejadas de la siguiente manera.

$$A = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdots & \cdots & \cdots & a_{1\ 108} \\ a_{21} & a_{22} & \cdots & \cdots & \cdots & a_{2\ 108} \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ \cdots & \cdots & \cdots & a_{ij} & \cdots & \cdots \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ a_{108\ 1} & \cdots & \cdots & \cdots & \cdots & a_{108\ 108} \end{bmatrix}_{108 \times 108}$$

A=	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	...
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	...
	0.87%	0.15%	0%	0%	0%	0%	0.36%	9.20%	6.23%	4.44%	9.73%	7.04%	1.02%	...
	1.76%	11.04%	0%	0%	0%	0%	0%	6.79%	4.24%	5.02%	3.16%	6.23%	1.09%	...
	0%	0.02%	0%	0%	0%	0%	0.15%	3.95%	3.12%	1.93%	3.60%	3.57%	0.58%	...
	0.40%	0.63%	0%	0%	0%	0%	0.16%	3.13%	2.16%	2.01%	2.77%	2.73%	0.47%	...
	0%	0%	0%	20.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	...
	0%	0%	32.85%	0%	0%	0%	0.02%	0%	0%	34.95%	29.27%	26.40%	0%	...
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4.89%	0%	0%	0%	2.19%	0%	...
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10.32%	0%	0%	10.15%	0%	0%	...
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25.34%	51.34%	8.31%	0%	1.49%	0%	...
	0%	0%	20.57%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	...
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	...
	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

108x1

Con $i, j = 1, \dots, 108$

Dónde:

1: CEMEX LATAM HOLDINGS S.A, 2: GAS NATURAL S.A. E.S.P.,3: ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIA PROTECCION,4: SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS PORVENIR S.A.,5: BBVA HORIZONTE SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS S.A.,6: COLFONDOS S.A. PENSIONES Y CESANTÍAS,7: GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.,8: GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.,9: CEMENTOS ARGOS S.A.,10: GRUPO NUTRESA S.A.,11: GRUPO ARGOS S.A.,12: BANCOLOMBIA S.A.,13: ECOPETROL S.A.,14: SOSACOL S.A.,15: INVERSIONES DE GASES DE COLOMBIA S.A.,16: LEASING BANCOLEX S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO,17: BANCA DE INVERSION BANCOLOMBIA S.A. CORPORACION FINANCIERA,18: SODIMAC COLOMBIA S.A.,19: EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.,20: COMPAÑIA NACIONAL

DE CHOCOLATES S.A.S.,21: VALOREM S.A.,22: BANCO DE BOGOTA S. A.,23: BANCO POPULAR S.A.,24: BANCO DAVIVIENDA S.A.,25: LEASING BANCOLOMBIA S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO,26: BANCO DE OCCIDENTE S.A.,27: CARTON DE COLOMBIA S.A.,28: CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.,29: CERVECERIA UNION S.A.,30: ALMACENES EXITO S.A.,31: CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.,32: FACTORING BANCOLOMBIA S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO,33: EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.,34: AVIANCATACA HOLDING S.A.,35: TABLEMAC S.A.,36: BIOFILM S.A.,37: FONDO PARA EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR AGROPECUARIO,38: FIDUCIARIA BANCOLOMBIA S.A.,39: ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.,40: OLEODUCTO CENTRAL S.A.,41: ISAGEN S.A. E.S.P.,42: RENTING COLOMBIA S.A.,43: VALORES SIMESA S.A.,44: FOGANSA S.A.,45: COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES S.A.,46: ALIMENTOS DERIVADOS DE LA CANA S.A.,47: RCN TELEVISION S.A.,48: BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.,49: COLOMBIA MÓVIL S.A. E.S.P.,50: META PETROLEUM CORP SUCURSAL COLOMBIA,51: EQUION ENERGIA LIMITED,52: CEMEX COLOMBIA S.A.,53: COMPAÑIA COLOMBIANA DE CERAMICA S.A. COLCERAMICA S.A.,54: PIZANO S.A. EN REESTRUCTURACION,55: HELM BANK S.A.,56: INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.,57: ALPOPULAR ALMACEN GENERAL DE DEPOSITO S.A.,58: COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO TUYA S.A.,59: BANCO COLPATRIA MULTIBANCA COLPATRIA S.A.,60: BANCO COMERCIAL AV VILLAS S.A.,61: LEASING BOLIVAR S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL,62: CONCRETOS ARGOS S.A.,63: PROMIGAS S.A. E.S.P.,64: GAS NATURAL DEL ORIENTE S.A.,65: CARVAJAL PULPA Y PAPEL S.A.,66: REFORESTADORA ANDINA S.A.,67: CARVAJAL EMPAQUES S.A.,68: CINE COLOMBIA S. A.,69: COMPAÑIA GLOBAL DE PINTURAS S.A.,70: PRODUCTOS FAMILIA S.A.,71: CONSTRUCTORA CONCONCRETO S.A., 72: ENKA DE COLOMBIA S.A.,73: EDATEL S.A.E.S.P.,74: MINEROS S.A.,75: COMPANIA DE ELECTRICIDAD DE

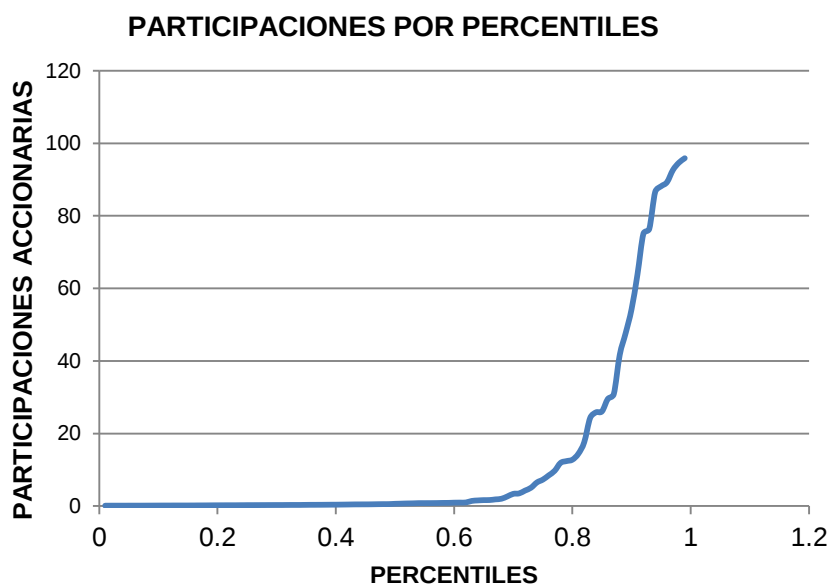
TULUA S.A. E.S.P.,76: ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO
ALMAGRARIO S.A.,77: BANCO FALABELLA S.A.,78: MAKRO SUPER
MAYORISTA S.A.,79: RIOPAILA CASTILLA S.A.,80: CERVECERIA DEL VALLE,
S. A.,81: CANACOL ENERGY INC.(SUCURSAL EN COLOMBIA),82: CENIT
TRANSPORTE Y LOGISTICA DE HIDROCARBUROS S.A.S.,83:
COMUNICACION CELULAR S.A.,84: CASTILLA AGRICOLA S.A.,85: BAVARIA
S.A.,86: BANCO DE COMERCIO EXTERIOR DE COLOMBIA S.A.,87: VALORES
INDUSTRIALES S.A.,88: INDUSTRIA DE ALIMENTOS ZENU S.A.S.,89:
SOCIEDADES BOLIVAR S.A.,90: MERCANTIL COLPATRIA S.A.,91:
CORPORACION DE FERIAS Y EXPOSICIONES S.A.,92: ORGANIZACION
CORONA S.A.,93: BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A.,94:
INVERSIONES MUNDIAL S.A.,95: SCOTIABANK COLOMBIA S.A.,96:
FINANCIERA INTERNACIONAL S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO
COMERCIAL,97: CARVAJAL S.A.,98: MAYAGUEZ S.A.,99: FABRICATO
S.A.,100: BANCO CORPBANCA COLOMBIA S.A. (ANTES BANCO SANTANDER
COLOMBIA S.A.),101: GASEOSAS POSADA TOBON S.A.,102:
COLTEFINANCIERA S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO,103: FERRASA
S.A.S.,104: INGENIO LA CABAÑA S.A.,105: AMOV COLOMBIA S.A.,106: UNE
EPM TELECOMUNICACIONES S.A.,107: PACIFIC RUBIALES ENERGY
CORP,108: COLOMBINA S.A.

4. RESULTADOS

4.1. Caracterización por participación accionaria

Luego de realizar las iteraciones con la matriz inicial de participaciones accionarias, se obtiene la matriz final de éstas, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas o cruzadas de las diferentes empresas de la muestra. A partir de la matriz final se realiza un análisis de participación accionaria por percentiles, con el fin de determinar un criterio de participación adecuado para dictaminar el control de la propiedad de acuerdo a la teoría; por lo tanto, se toma el percentil 70 donde la media de las participaciones en esa submatriz corresponden a porcentajes mayores al 20%, que según La Porta, et al. (1999) es suficiente para ejercer el control de las empresas y fue el criterio para caracterizar los conglomerados en esta investigación obteniendo los siguientes resultados:

Ilustración 1 Relación de participaciones accionarias por percentiles



Fuente: Elaboración propia con los resultados obtenidos de la matriz final de participaciones, a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

En la gráfica se observa que las relaciones de participación accionaria se disparan a partir del percentil 70.

Tabla 1 Análisis por percentiles resumido en los 6 quintiles más altos.

Análisis por percentiles de la matriz final de participaciones				
Percentil	Valor percentil (%)	Medias (%)	Propietarias (cantidad)	Subsidiarias (cantidad)
70	3.37	24.90	33	51
75	7.29	35.73	29	45
80	12.78	48.23	23	38
85	26.10	64.87	20	28
90	54.23	83.67	13	19
95	88.15	93.88	5	9

Fuente: Elaboración propia con los resultados obtenidos de la matriz final de participaciones, a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

La tabla 1 resume los resultados del análisis por percentiles de la matriz final de participaciones desde el quintil más alto (percentil 95), hasta el percentil 70, el cual tiene una media de participaciones del 24,9%, con un valor mínimo de 3,37% y máximo del 100%, con 33 empresas que tienen propiedad directa, indirecta o cruzada en 51 empresas subsidiarias.

Se observa un primer conglomerado mayoritariamente financiero, cuyo holding es el Grupo Aval con participaciones en promedio mayores al 51% en 5 empresas; Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir s.a. 7,33%, Banco de Bogotá 44,3%, Banco Popular 88,2%, Banco de Occidente 52,5%, Banco Comercial AV Villas 63,8%. A su vez el Banco de Bogotá es dueño del 3,4% de Pizano s.a. en Reestructuración. A su vez el Banco Popular posee el 28,88% de Al Popular Almacén General de Deposito s.a. EL Banco de Occidente también posee el 5,33% de las acciones de Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. Figura 5.2

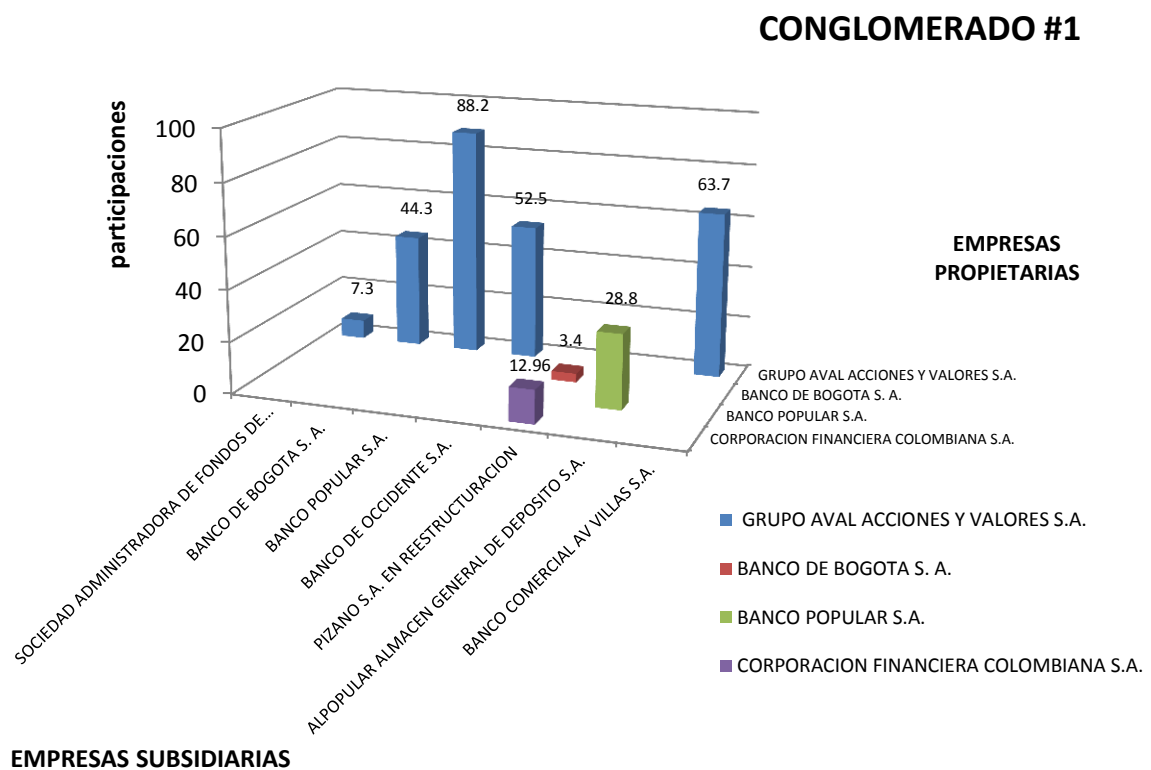
El Grupo Aval Acciones y Valores tiene sus orígenes en el año 1971 con el Banco AV Villas y el Banco de Occidente. En 1981 adquiere el Banco de Bogotá. En 1991-94 ingresa al negocio de las (AFP) con la compra de Fondos y Pensiones Porvenir. En 1997-99 adquiere al Banco Popular y Corficolombiana. En 1998 se consolida como el Grupo Aval con la primera oferta de emisiones en la BVC. Entre el 2000 y el 2007 adquiere Megabanco, Banco Aliadas, Banco Unión Colombiano y se realiza la fusión de Ahorramás y Las Villas. En el 2010 realiza su registro ante la Securities and Exchange Commission de EE.UU. y emite acciones preferenciales por COP\$ 2,08 billones, en este mismo año adquiere a BAC Credomatic. En el 2013 cierra la adquisición de BBVA Horizonte para posteriormente fusionarla con Porvenir. (Grupo AVAL, N.D.)

El Grupo Aval es un conglomerado colombiano dedicado principalmente a las actividades financieras. Este holding es manejado por Luis Carlos Sarmiento Angulo, y es el conglomerado financiero más grande de Colombia, y uno de los más rentables en Centroamérica. Es considerado como el líder en el negocio de banca tradicional a través de sus cuatro bancos: Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular y Banco AV Villas; como el líder en el negocio de banca de inversión a través de Corficolombiana; y líder en el negocio de administración privada de pensiones y cesantías a través de Porvenir. También, maneja una de las plataformas regionales más grandes de Centroamérica con la operación de BAC Credomatic (El Tiempo, 2015)

Por otro lado, Luis Carlos Sarmiento Angulo compró en abril de 2012 uno de los periódicos más grandes de Colombia, El Tiempo, Casa Editorial, que además de editar este diario, es propietaria de un conglomerado de periódicos impresos, revistas, portales digitales y canales de televisión. En este mismo año, el grupo creció 22%, con una utilidad neta acumulada de 1,5 billones de pesos. En el segundo semestre de ese año, alcanzó ganancias por 802.398 millones de pesos,

y tenía presencia en 11 países. En el año 2014, el Grupo Aval se estrenó en la bolsa de Nueva York con una emisión de ADR por valor de 1.265 millones de dólares como parte de un proceso de internacionalización que empezó en 2010. El 30 de junio de ese mismo año, el Grupo Aval Acciones y Valores S.A. registró activos consolidados de 86.000 millones de dólares, un patrimonio total de 10.200 millones de dólares y una utilidad atribuible de 436 millones de dólares, según la compañía (García, 2015).

Ilustración 2 Análisis de conglomerados. Submatriz del 70 percentil. Conglomerado #1.



Fuente: Elaboración propia con los resultados obtenidos de la matriz final de participaciones, a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

El segundo conglomerado está liderado por el holding Grupo de Inversiones Suramericana, el cual, aparte de tener propiedad en numerosas empresas, cuenta con participaciones importantes en las tres empresas que lideran sus principales

negocios en los sectores (alimentos, financiero y cemento), lo que en los medios se conoce como Grupo Empresarial Antioqueño. Estas participaciones se describen de la siguiente manera: Grupo de Inversiones Suramericana tiene el 15,7% de las acciones de la AFP Protección, 3,8% de Enka de Colombia s.a., 3,4% de Makro Supermayorista s.a. Del Grupo Nutresa s.a. tiene el 17%, el cual, tiene una participación del 82,9% en la Compañía Nacional de Chocolates s.a. (sector alimentos). El Grupo de Inversiones Suramericana es propietario del Grupo Argos en el 13,3% de sus acciones, el cual, a su vez tiene una participación del 9% en el Grupo de Inversiones Suramericana evidenciando participación cruzada.

Continuando con las participaciones del Grupo Argos, este cuenta con una participación del 29,8% en Compañía Colombiana de Inversiones s.a. y del 3,5% en Cementos argos s.a., el cual, es propietario de Concretos Argos en el 87,7%. Por último, en el sector financiero, el Grupo Sura tiene el 9,8% de propiedad en Bancolombia, este último tiene las siguientes inversiones de participación accionaria: en la Administradora de Fondos de pensiones y Cesantías Protección del 4,6%, en Leasing Bancolombia s.a. Compañía de Financiamiento del 94,3% (la cual, a su vez es dueña de Renting Bancolombia s.a. en un 89,3%), en Factoring Bancolombia s.a. Compañía de Financiamiento del 95,4%, en Fiduciaria Bancolombia s.a. del 95,7%, en Compañía de Financiamiento Tuya s.a. del 97%, en Banca de Inversión Bancolombia s.a. Corporación Financiera del 92,3%, la cual, a su vez posee el 47,2% de las acciones de Valores Simesa s.a. Por lo anterior, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas y cruzadas se caracteriza este conglomerado como el más grande en este trabajo. (Ver Ilustración 2).

El GEA es un conglomerado formado por varias firmas del sector industrial como del sector financiero, con empresas que se encuentran listadas en bolsa y otras que no. Su estructura es el resultado de diversas alianzas y una red de firmas que conforman una participación cruzada pura, su nombre se debe a que

sus empresas más importantes se encuentran alrededor de la ciudad de Medellín. Algunas de sus compañías fueron fundadas hace más de 80 años como por ejemplo: Industrias alimenticias Noel, Nacional de Chocolates, Fabricato S.A. y Compañía de Cementos Argos (Gutierrez et al. 2006).

El conglomerado está conformado por tres grandes matrices: Grupo de Inversiones Suramericana (Gruposura), Grupo Nacional de Chocolates (Nutresa) e Inversiones Argos (Inverargos). Dentro de estos holdings se encuentran asociadas 125 empresas, quienes tienen un peso porcentual representativo en la economía colombiana. Este grupo empresarial nació como un sindicato de empresas antioqueñas, cuyo objetivo era defender la industria en este departamento de los grandes grupos económicos del momento. Como estrategia para salvar la propiedad empresarial, conformaron el “enroque paisa”, donde se unieron las acciones de diversas compañías con gran peso en la región. Es así como el GEA conforma una de las mayores organizaciones de empresas del país, se encuentra por encima de varios de los tradicionales grupos económicos. La importancia de este grupo en la economía colombiana se puede observar en las inversiones que posee, puesto que entre las 12 compañías con mayor capitalización bursátil (valor en el mercado) están todas las del GEA (Revista Semana, 2011).

El primer tipo de negocio que conforma el conglomerado es el Gruposura (antes se llamaba Inversura); es la matriz encargada de tres tipos de negocios: seguros y seguridad social, servicios financieros y servicios complementarios. En otras palabras, esta matriz se encuentra conformada por las firmas de seguros generales y de vida, la administradora de riesgos profesionales (antes Suratep), una EPS (antes Susalud) y una IPS (antes Punto de Salud) (González, 2009). Además, el GEA tiene a su cargo a Bancolombia y al Banco Agrícola. El primero, es el banco más grande de Colombia, con 22% de los activos del sistema financiero; totaliza activos administrados por 121.000 millones de dólares, con 25

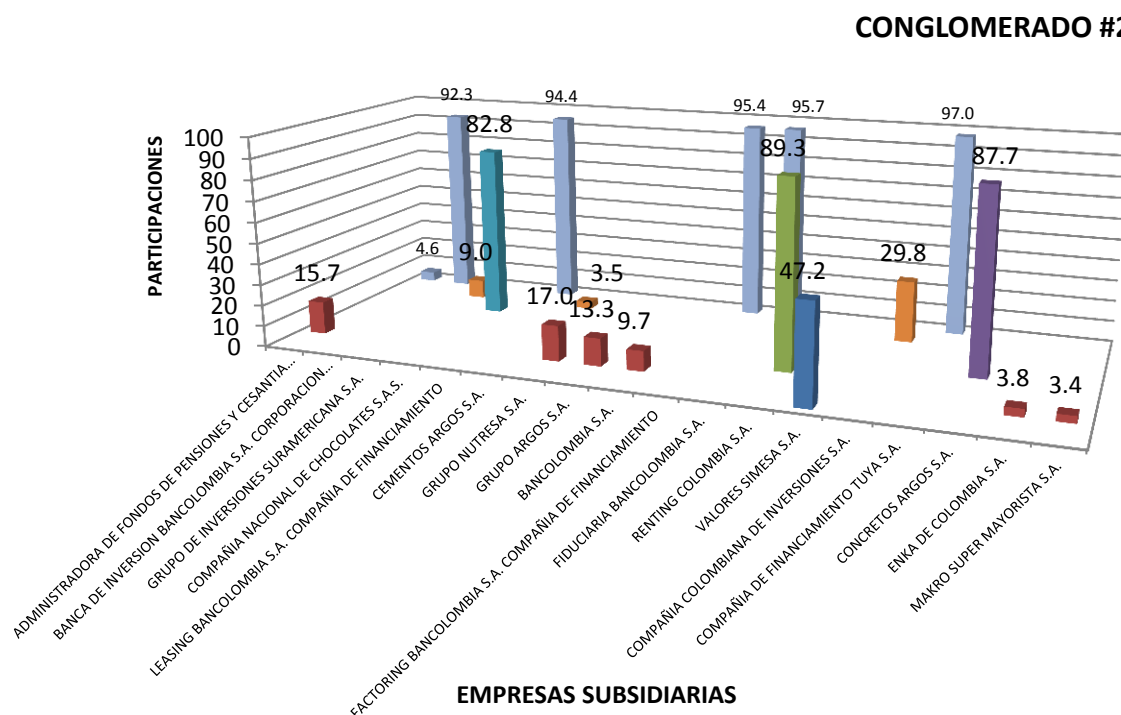
millones de clientes, 37.000 empleados y presencia en ocho países de América Latina. (Revista semana, 2011).

La segunda división del GEA es el Grupo Nacional de Chocolates: Nutresa, en él se encuentran los negocios de cárnicos (Zenú, Alimentos Cárnicos, Hermo, entre otros), galletas (Noel, Pozuelo), Chocolates (Compañía Nacional de Chocolates), Café (Colcafé y Tropical Coffee), helados (Meals) y pastas (Doria y Comarrico) (González, 2009). Este grupo se trazó como meta ser la primera 'multilatina' del país. Tiene nueve plantas en siete países: Colombia, Costa Rica, México, Panamá, Perú, Venezuela y ahora en Estados Unidos. Y cuentan con distribución propia en 11 países más (Revista semana, 2011).

El tercer grupo del GEA es Inversiones Argos, encargado del negocio cementero y de energía. Este Grupo actúa como holding, al ser accionista mayoritario de las compañías Cementos Argos y Colinversiones. Argos se ha expandido considerablemente por el Caribe, y a partir de 2005 en el sur de Estados Unidos, que con Centroamérica y el norte de Suramérica se convirtieron en un territorio importante para su organización (Revista Semana, 2011).

Londoño (2004, Pág. 61) concluye que: “el GEA jurídicamente no es un grupo empresarial, sino una alianza estratégica de empresas mediante cruces accionarios” donde su poder reside en los administradores, a diferencia de los grupos familiares en los que el poder reside en los dueños, con “un conjunto de políticas comunes a las empresas del GEA, así no estén escritas ni haya una clara conciencia del hecho, y han sido relativamente estables en el tiempo. Éstas se comunican por medio de los miembros comunes de junta a las demás empresas” (ibid).

Ilustración 3 Análisis de conglomeración. Submatriz 70 percentil. Conglomerado #2



EMPRESAS PROPIETARIAS

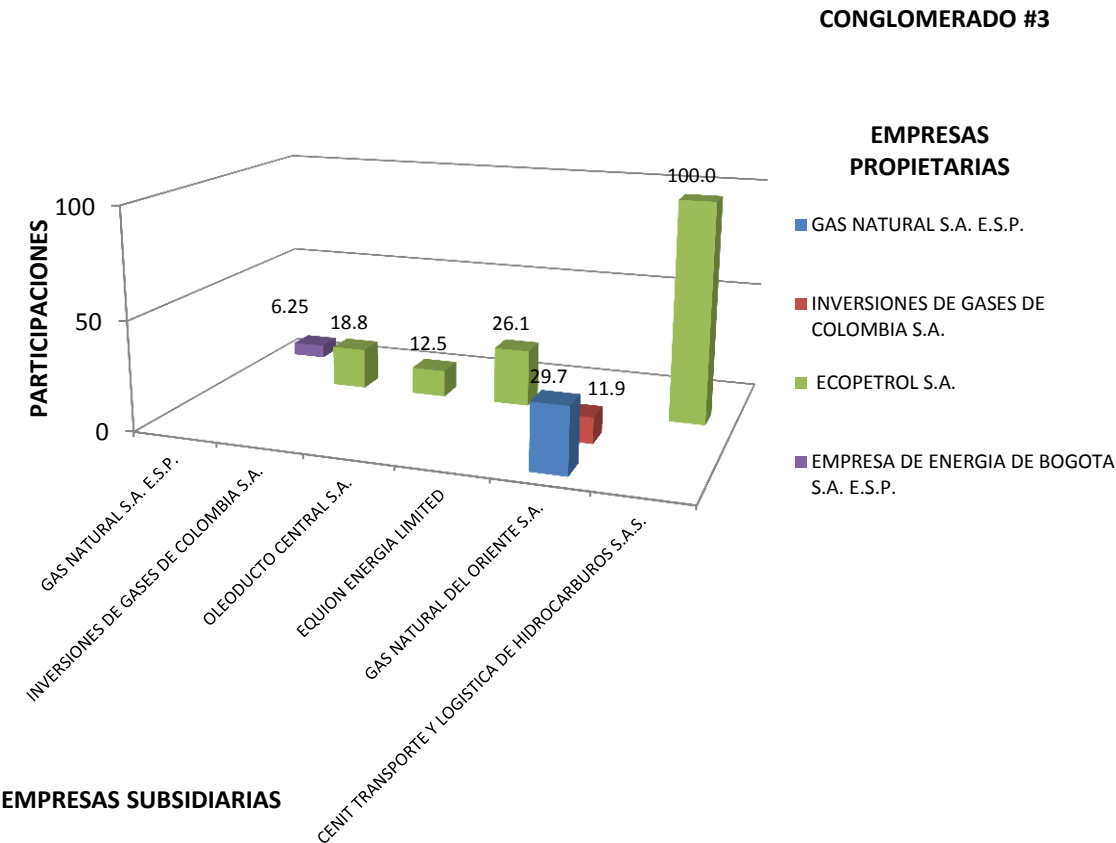
- BANCA DE INVERSION BANCOLOMBIA S.A. CORPORACION FINANCIERA
- GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
- LEASING BANCOLOMBIA S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO
- CEMENTOS ARGOS S.A.
- GRUPO NUTRESA S.A.
- GRUPO ARGOS S.A.
- BANCOLOMBIA S.A.

Fuente: Elaboración propia con los resultados obtenidos de la matriz final de participaciones, a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

Ecopetrol es un componente importante de la matriz final de participaciones con una propiedad del 18,8% en Inversiones de Gases de Colombia s.a., del 12,5% en Oleoducto Central s.a., del 26,1% en Equion Energía Limited, del 100% en Cenit Transporte y Logística de Hidrocarburos s.a.s. A su vez Inversiones Gases de Occidente s.a. Tiene propiedad en Gas Natural del Oriente s.a. del

11,9%. También cuenta con participaciones menores como del 0,47% en Empresa de Energía de Bogotá s.a. e.s.p. que a su vez es dueña del 6,25% de Gas Natural s.a. e.s.p. y ésta a su vez tiene una participación del 29,7% en Gas Natural del Oriente s.a. (ver Ilustración 4)

Ilustración 4 análisis de conglomeración. Submatriz 70 percentil. Conglomerado #3.



Fuente: Elaboración propia con los resultados obtenidos de la matriz final de participaciones, a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

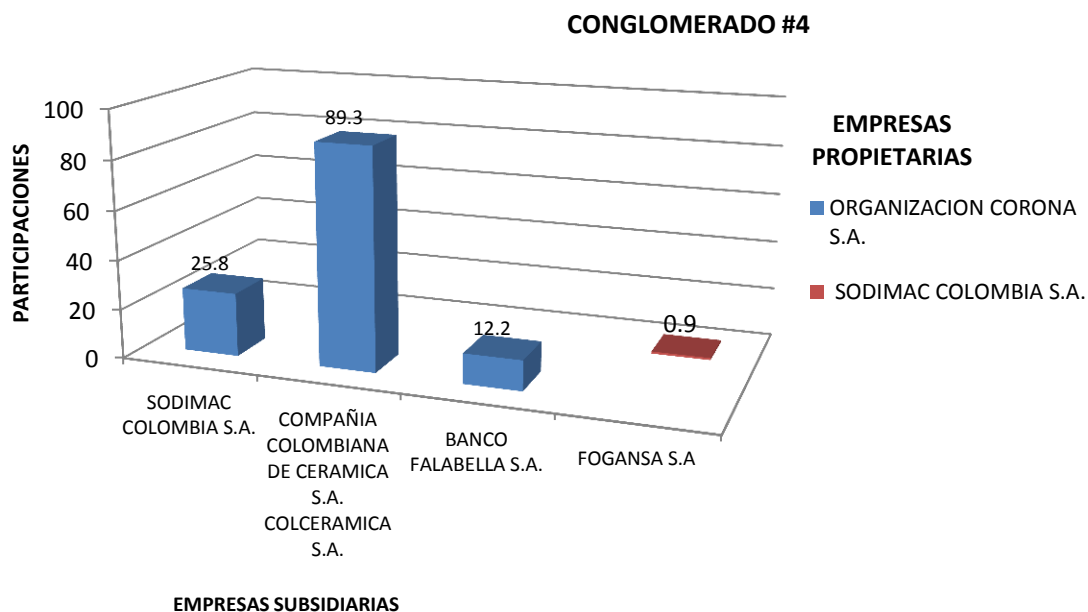
El siguiente conglomerado lo lidera la Organización Corona s.a. con una participación del 25,9% en Sodimac Colombia s.a., del 89,3% en Compañía Colombiana de Cerámica s.a. Colcerámica s.a. y una participación del 12,2% en

Banco Falabella s.a.; Sodimac Colombia s.a. tiene a su vez una participación directa en Fogansa s.a. del 0,9%. Figura 5.5.

La organización Corona, tiene sus inicios en 1881 en Antioquia con la Compañía Cerámica Antioqueña. En 1935 después de cambiar la razón social pasó a llamarse Locería Colombiana y quedó bajo la dirección de la familia Echavarría Olózaga. En 1948 con la compra de varias empresas se consolida lo que hoy es la Organización Corona. En 1960 se crea Mancesa, tres años más tarde se crean: Grifos y Válvulas Grival, la fundación Corona y la empresa Electrojaponesa Gamma S.A. En 1994 se fusionan Corona y Sodimac de Chile para desarrollar la cadena Homecenter y Constructor en Colombia. En el 2001 Se crea Lomesa, una empresa para la distribución de vajillas en México. Se adquiere el control de Mansfield LLC productora y comercializadora de sanitarios en EEUU. En el 2005 El Grupo Falabella de Chile y Corona se asocian para crear Falabella Colombia y comienza de esta manera el negocio de financiamiento comercial y de servicio con las tarjetas de crédito CMR. En el 2009 Gamma adquiere de LAPP Insulators el negocio de comercialización de aisladores de distribución para Estados Unidos y Canadá. En el 2011 Falabella se convierte en banco, Se cierra una alianza estratégica con Eternit Brasil y Se firma una alianza con Lanco, compañía americana, para desarrollar el negocio de producción y comercialización de pinturas y materiales de construcción. En el 2012 Gamma Aisladores Corona anuncia alianza con Hyundai Corea para ampliar soluciones para el sector eléctrico. (Corona, N.D.).

A diferencia de los anteriores, los resultados permiten evidenciar otros conglomerados con menor número de participantes. En el sector de las bebidas se encuentra la empresa Bavaria s.a. con una participación del 93,1% en la Cervecería del Valle s.a., y una propiedad del 64,2% en la Cervecería Unión s.a. la cual tiene el 0,26% de la Cervecería del Valle s.a.

Ilustración 5 análisis de conglomeración. Submatriz 70 percentil. conglomerado #4.



Fuente: Elaboración propia con los resultados obtenidos de la matriz final de participaciones, a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

Otro conglomerado está compuesto por las empresas del Grupo Carvajal, donde Carvajal s.a. posee el 7,28% de Carvajal Pulpa y Papel s.a. y el 38,3% de Carvajal Empaques s.a.

Por último, con respecto a la caracterización a través de la copropiedad accionaria, la Empresa UNE EPM Telecomunicaciones s.a. tiene una participación del 24,1% en Colombia Movil s.a.e.s.p. y del 31,4% Edatel s.a.e.s.p. Caracterizando de esta manera el último conglomerado de acuerdo a las participaciones que arroja la matriz final iterada de porcentajes accionarias de las empresas de la muestra, de acuerdo a las participaciones directas, indirectas o cruzadas que tienen unas empresas en otras. De esta manera se obtienen finalmente 7 relaciones de conglomeración.

4.2. Caracterización por miembros traslapados de juntas directivas

Ahora el análisis de la matriz de las juntas directivas de las distintas empresas de la muestra, permitirá caracterizar los conglomerados teniendo en cuenta la parte cualitativa de los datos en esta investigación.

Las 170 empresas de la muestra con información sobre juntas directivas tienen un total de 911 miembros directivos, de las cuales hay 716 miembros que se encuentran en tan solo una empresa, 67 miembros están en 2 empresas, 12 miembros están en 3 empresas, y 4 miembros están en 5 empresas. Hay 84 empresas con un total de 5 miembros en sus juntas directivas, siendo este valor la media, al igual que la moda y la mediana del número de miembros de las juntas directivas. Hay 23 empresas con las menores juntas directivas compuestas por 3 miembros y dos empresas con las mayores juntas que son de 13 miembros.

Tabla 2 Número de miembros de juntas directivas y número de empresas en las que se traslapan.

Número de miembros	Cantidad de empresas en las que aparece
716	1
67	2
12	3
5	4

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

Tabla 3 Nombre de los miembros que se traslapan en más de 2 empresas

Directivos	Cantidad de empresas a la que pertenece
Sergio Restrepo Isaza	4
Rodrigo Restrepo Delgado	4
Ricardo Emilio Obregón Trujillo	4
Belisario Caicedo Capurro	4
Julio Manuel Ayerbe Muñoz	4
Carlos Enrique Piedrahita Arocha	3
Carlos Arturo Londoño Gutiérrez	3
Ricardo Sierra Moreno	3
Luis Carlos Arango Vélez	3
Juan Guillermo Serna Valencia	3
David Bojanini García	3
Carlos Mario Giraldo Moreno	3
Carlos Alejandro Pérez Dávila	3
Antonio Celia Martínez Aparicio	3
Álvaro Enrique Jaramillo Buitrago	3
Alejandro Santo Domingo Dávila	3
Nicanor Restrepo Santamaría (Agosto 1941 – Marzo 2015)	3

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Bolsa de Valores de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Benchmark.

El conglomerado grupo empresarial antioqueño, ya caracterizado de acuerdo a su participación accionaria, traslapa varios de sus miembros directivos en las diferentes empresas: Sergio Restrepo Isaza se encuentra en 4 firmas (Banca de Inversión Bancolombia s.a. Corporación Financiera, Fiduciaria Bancolombia s.a., Leasing Bancolombia s.a. Compañía de Financiamiento, Bolsa de Valores de Colombia s.a.). Carlos Enrique Piedrahita Arocha es directivo en 3 firmas (Grupo de Inversiones Suramericana s.a., Bancolombia s.a., Grupo Argos s.a.). David Bojanini García en 3 firmas también (Bancolombia s.a., Grupo Argos s.a., Grupo

Nutresa s.a.). Por lo tanto, este conglomerado caracterizado como el más grande en esta investigación a través de la participación accionaria, se ratifica con el solapamiento de 3 miembros directivos entre sus firmas.

Carlos Arturo Londoño Gutiérrez es directivo en: Caracol Televisión s.a., Cine Colombia s.a., Biofilm s.a., esta última es subsidiaria de Valorem s.a. en la submatriz del percentil 70 con una participación del 25%. Ésta última empresa traslapa a Carlos Alejandro Pérez Dávila al igual que Alejandro Santo Domingo Dávila, que a su vez, también pertenecen a Caracol Televisión s.a. y Cine Colombia s.a. conformando de esta manera otro conglomerado, coincidiendo en lo que los medios se conoce como el grupo Santo Domingo.

Gutiérrez et al. (2006) designaron a este grupo empresarial como el segundo más grande del país, cuyo negocio principal está en la industria de la cerveza con Bavaria s.a., la cual fue expropiada en 1940 a un inmigrante alemán como resultado de la segunda guerra mundial y en 1967 quedó bajo control de la familia Santo Domingo. Entre 1996 y 2002 el conglomerado tuvo 17 firmas en bolsa y tenían una estructura tipo Holding para las principales compañías incluyendo las que no estaban en bolsa, con estructura piramidal aunque algunas de sus empresas tienen participación cruzada entre ellas. A partir de la apertura en Colombia el conglomerado ha realizado numerosos cambios con la compra y venta de muchas empresas y un redireccionamiento de algunos sectores económicos.

En los 80s el conglomerado estaba conformado por más de 150 empresas, en 1997 creó Valores Bavaria para enfocarse en el sector de las bebidas, e invertir en otros campos de la economía y en el 2004 pasó a llamarse Valórem. Entre los principales cambios están las ventas de: Bellsouth, Sofasa, Astilleros Vikingos, Caracol Radio, y algunas acciones de Aluminio Reynolds, Polipropileno del Caribe, Orbitel, Helicol, la cadena de comidas rápidas Presto y del 35 por ciento que tenía

en Carrefour. Aunque los dos hechos que marcaron la simplificación del portafolio del grupo fueron la venta de Avianca y la fusión de Bavaria con SAB Miller quedando con una participación del 15% en la segunda cervecería más grande del mundo. Con el fin de redireccionar algunos de sus mercados, mientras el conglomerado salía de ciertas empresas adquiría otras en sectores de medios, entretenimiento, industria y comercio como: Blu, Virgin Mobile Latin a través de Cine Colombia, Portal Linio, Decameron, Koba con su cadena de descuentos D1. “La historia del grupo Santo Domingo comenzó a reescribirse en los últimos diez años y aunque esta etapa no es tan ostentosa como en los ochenta, sí sigue siendo una importante organización empresarial que trae desarrollo al país” “las nuevas riendas del grupo Santo Domingo” (2015).

Otras relaciones de conglomeración se evidencian a través de los siguientes miembros:

- Belisario Caicedo Capurro en: Castilla Agrícola s.a., Riopaila Agrícola s.a., Mayagüez s.a., Colombina s.a.
- Julio Manuel Ayerbe Muñoz es miembro de: Mercantil Colpatria s.a., Sodimac Colombia s.a., Organización Corona s.a., Banco Colpatria Multibanca Colpatria s.a.
- Rodrigo Restrepo Delgado es directivo en: Agroguachal s.a., Compañía Agrícola San Felipe s.a., Inversiones Equipos y Servicios s.a., Inversiones Venecia s.a.
- Ricardo Emilio Obregón Trujillo en: Valorem s.a., Carvajal Pulpa y Papel s.a., Corporación Financiera Colombiana s.a., Inversiones Mundial s.a.

- Ricardo Sierra Moreno en: UNE EPM Telecomunicaciones s.a., Constructora Concreto s.a., Bancolombia s.a.
- Luis Carlos Arango Vélez en: Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Protección s.a., Financiera América s.a. Compañía de Financiamiento, Almacenes Generales de Depósito Almacén s.a.
- Juan Guillermo Serna Valencia en: Oleoducto Central s.a., Aviancata Holding s.a., Banco Falabella s.a.
- Carlos Mario Giraldo Moreno en: Solla s.a., Compañía de Financiamiento Tuya s.a., Interconexión Eléctrica s.a.e.s.p.
- Antonio Cela Martínez Aparicio en: Sociedad de inversiones en Energía s.a., Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir s.a., Grupo Nutresa s.a.
- Álvaro Enrique Jaramillo Buitrago en: Comunicación Celular s.a., Aerovías del Continente s.a. Avianca, Oleoducto central s.a.
- Nicanor Restrepo Santamaría en: almacenes éxito s.a., constructora Concreto s.a., Solla s.a.

De esta manera, a través de los miembros de juntas directivas se caracterizan 13 relaciones de conglomeración, teniendo en cuenta los miembros que se traslapan en 3 o más firmas. El conglomerado más grande en este método coincide con el más grande caracterizado a través de la matriz final de participaciones. Tanto en la caracterización por participación accionaria como por solapamientos de juntas directivas, se evidencia la estrecha relación entre las empresas del sector real y el financiero.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo se realiza una caracterización de conglomerados económicos de manera empírica, a través de la participación accionaria directa, indirecta o cruzada y a través del solapamiento de los miembros de juntas directivas de las principales firmas en Colombia. Cabe anotar que no se encontró registro en la literatura colombiana de caracterización de conglomerados económicos, salvo alguna aproximación con Gutiérrez et al. (2006) aunque su propósito era la separación entre la propiedad y el control. La información que se tiene sobre algún tipo de aglomeración o de grupos económicos es de manera informal o a través de los medios de comunicación.

Empíricamente, a través del análisis del 70 percentil de la matriz final de participaciones, se logran caracterizar 7 conglomerados económicos, de los cuales algunos coinciden con lo que en los medios se conoce como el Grupo Aval, el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) y la organización Corona. Estos 7 conglomerados tienen medias de participación accionaria final mayores al 20%.

De acuerdo al solapamiento de directivos se caracterizan 13 relaciones de conglomeración a través de miembros de juntas directivas que se encuentran en más de 2 firmas simultáneamente. El conglomerado más grande en esta metodología, corresponde también al más grande en la metodología de participación accionaria, ya mencionado como (GEA). La siguiente relación de conglomeración en tamaño, de acuerdo al número de miembros que se traslapan y al número de empresas en las que se encuentran, coincide con lo que en los medios se conoce como el Grupo Santo Domingo.

Teniendo en cuenta las relaciones de conglomeración caracterizadas en este trabajo, como también las relaciones intrínsecas entre el sector real y el financiero en los distintos conglomerados, y de acuerdo a la revisión de la literatura y el

marco teórico. Es muy probable que algunos de estos conglomerados sean lo suficientemente grandes de acuerdo a la teoría (TBTF), como para que el Estado los permita quebrar en el caso que reciban algún choque negativo. Lo cual, es un subóptimo, ya que lo óptimo sería que no existieran instituciones (TBTF), pero si existen y están a punto de quebrar, definitivamente y está comprobado, la segunda mejor opción es rescatarlas, o de lo contrario las pérdidas económicas y sociales serían muy superiores al costo del rescate.

Por lo tanto, los dirigentes de los conglomerados que tienen conocimiento de esto sacarán ventaja, basándose de la relación entre rendimiento y riesgo, ya que podrán buscar rentas mayores de las que el mercado permite sin asumir el riesgo pertinente, o sea que intentarán realizar operaciones o inversiones muy riesgosas, que si resultan favorables obtendrán grandes rendimientos, pero de lo contrario las pérdidas las asumirá la sociedad en su conjunto, a través del rescate por parte del Estado. Entonces una recomendación de política económica, sería medir cuales son los conglomerados que podrían generar una crisis de carácter sistémica en la economía colombiana. Como también plantear un marco regulatorio apropiado para estos conglomerados.

Las regulaciones que se recomiendan para las instituciones TBTF, es un tema que está en discusión, se recomienda estar al tanto de las decisiones de la (FSB) Financial Stability Board, que es la entidad que tiene a los bancos centrales del mundo como socios y vela por este tipo de regulaciones. También a nivel mundial se propone un marco internacional común, sobre la capacidad total de absorción de pérdidas, con el fin de que grandes instituciones no coloquen en peligro el sistema. Por ahora hay un consenso en que definitivamente, se deben aumentar los requerimientos de capital de este tipo de instituciones, por lo menos al doble de lo que exige Basilea III, como también tener en cuenta la calidad del capital.

Para trabajos posteriores, se recomienda hacer una investigación similar, pero desde el enfoque TMTF (Too Many To Fail) con una muestra más grande, donde podrían resultar un gran número de empresas de diferentes tamaños, que conformen conglomerados los suficientemente grandes con la posibilidad de generar riesgo sistémico.

BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V. (2009). A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation. *Journal of Financial Stability*, 244-255.
- Acharya, V. (2013). The Dodd-Frank Act and Basel III: Intentions, Unintended Consequences, and Lessons for Emerging Markets. En M. Kawai, & E. S. Prasad, *New Paradigms for Financial Regulation* (págs. 13-44). Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Acharya, V., & Yorulmazer, T. (2007). Too Many to Fail - an analysis of time - inconsistency in bank closure policies. *Journal of financial intermediation*, 1-31.
- Adams, W., & Brock, J. W. (1987). Corporate Size and the Bailout Factor. *Journal of economic Issues*, 61-85.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. . *The quarterly journal of economics*, 488-500.
- Baldon
e, s., Briochi, f., & Paleari, s. (1997). Ownership measures among firms connected by cross-shareholdings and. *Mimeo: Politecnico di Milano*.
- Basilea III. (Dic de 2010). Marco regulador global para los bancos más sólidos y sistemas bancarios . Basilea, Suiza.
- Bernanke, B. (2 de September de 2010). Causes of the Recent Financial and Economic Crisis. Washintong D.C.
- Bouwman, C. H. (2011). Corporate governance propagation through overlapping directors. *Review of Financial Studies*, hhr034.
- Bouwman, C. H. (2011a). Overlapping boards of directors: Causes and consequences for corporate governance. *Financial Contagion: The Viral Threat to the Wealth of Nations*, 343-348.
- Brewer III, E., & Jagtiani, J. (2013). How much did banks pay to become Too-Big-To-Fail and to become systemically Important? *Journal of Financial Services Research*, 1-35.
- Cabrera Rodríguez, W. A., Melo Velandia, L. F., & Parra Amado, D. (2014). Relación entre el riesgo sistémico entre el sector financiero y el sector real: un enfoque FAVAR. *Borradores de economía*.
- Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership concentration and corporate performance in the Czech republic. *Comparative Economics*, 27, 498-513.

- Corona. (N.D. Consultado el 27 de octubre de 2015). *Organización Corona*. Obtenido de <http://www.corona.co/nuestra-empresa/quienes-somos/nuestra-historia>
- Cunningham, L. A. (2006). Too Big to Fail: Moral Hazard in Auditing and the Need to Restructure the Industry before It Unravels. *Colmbia Law Review*, 1698-1748.
- Fogafin. (2009). *Crisis financiera colombiana en los años noventa: origen, resolución y lecciones institucionales*, Fondo de Garantías de Instituciones Financiera. Bogotá.
- Furfine, C. (2006). The Costs and Benefits of Moral Suasion: Evidence from the Rescue of Long-Term Capital Management. *The Journal of Business*, 593-622.
- GARCÍA, C. A. (20 de Junio de 2015). 'Solidez de banca, clave en expansión internacional': Sarmiento Angulo. *EL TIEMPO*.
- GARCÍA, C. A. (20 de junio de 2015). 'Solidez de banca, clave en expansión internacional': Sarmiento Angulo. *El Tiempo*.
- González, F. P. (1 de Junio de 2009, consultado 26 de octubre de 2015). Grupo Empresarial Antioqueño. *Portafolio*.
- Grant, J., & Thomas, K. (Abril de 2004). Corporate Ownership Structure and Performance in Europe. *Centre for Economic Performance Discusion Paper #631*.
- Grupo AVAL. (N.D. consultado 28 de octubre de 2015). Obtenido de Grupo AVAL: <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/acerca-nosotros/historia>
- Grupo, A. (N.D. Consultado, 26/10/2015.). *Grupo Aval Acciones y valores S:A.*. Obtenido de <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/acerca-nosotros/historia#horizontalTab3>
- Gutierrez, L. H., Pombo, C., & Taborda, R. (2006). Ownership and control in colombian corporation. *The Quartwrlly Review Of Economics And Finance*, 22-47.
- Hart, O., & Singales, L. (2011). A New Capital Regulation for Large Financial Institutions. *American Law and Economics Review*, 453-490.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Londoño, C. F. (2004). Grupo Empresarial Antioqueño. Evolución de Políticas y Estrategias, 1978-2002. *Revista EIA*, 48-62.

- Maureen, O., & Wayne, S. (1990). Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being "Too Big to Fail". *The Journal of Finance* , 1587-1600.
- McDonogh, W. J. (1 de October de 1998). Statement before the committee on Bankin and Financial Services. *Federal Reserve Bulletin*, págs. 1050-54.
- Mishkin, F. S., Stern, G., & Feldman, R. (2006). How Big a Problem Is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's "Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts". *Journal of Economic Literature*, Vol. 44, No. 4 (Dec., 2006), pp. 988-1004, 988-1004.
- Nicholson, W. (2006). *Teoría Microeconómica. Principios Básicos y Ampliaciones*. Madrid: Thompson.
- O'Hara, M., & Shaw, W. (Dec de 1990). Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being "Too Big to Fail". *The Journal of Finance*., 45, pp. 1587-1600.
- Pombo, C., & Gutiérrez, L. H. (2010). Outsiders directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business group. *Journal of Economics and Business*.
- Prieto, I. (2013). Conglomerados Económicos . (H. T. Rengifo, Entrevistador)
- Reinganum, M. R. (2009). Setting National Priorities: Financial Challenges Facing the Obama Administration. *financial Analysis Jjournal*, 32-35.
- Revista Semana. (30 de Julio de 2011, Consultado 24 de octubre de 2015). *Del Enroque a la Conquista*. Obtenido de <http://www.semana.com/economia/articulo/del-enroque-conquista/243907-3>
- Semana. (16 de Mayo de 2015, consultado el 28 de Octubre de 2015). Obtenido de Las nuevas riendas del grupo Santo Domingo: <http://www.semana.com/100-empresas/articulo/nuevas-riendas-del-grupo-santo-domingo/427873-3>
- Shrophire, C. (2010). The Role of the Interlocking Director and Board Receptivity in the Diffusion of Practices. *The Academy of Management Review*, pp. 246-264.
- Soussa, F. (2000). Too big to fail: moral hazard and unfair competition. Financial Stability and Central Banks, 5. *Bank of England*, 5-31.
- Stiglitz, J. (2009). Regulation and failure. *New perspectives on regulation*, 11-23.
- Uribe, J., & Fernández, J. (2013). Riesgo Sistémico en el Mercado de Acciones Colombiano: Alternativas de Diversificación Bajo Eventos Extremos. *Documento no publicado*.