



**Butelmann Consultores**

INFORME EN RELACIÓN AL ERN PRESENTADO POR  
CONADECUS RESPECTO A GRUPOS ECONÓMICOS

Marzo 2025



## Índice

<b>1. Introducción</b>	<b>3</b>
<b>2. Descripción de grupos económicos - sector financiero y real</b>	<b>4</b>
<b>3. Fuentes de financiamiento de las empresas en Chile</b>	<b>10</b>
3.1. Financiamiento bursátil o mediante emisión de acciones . . . . .	13
3.2. Financiamiento mediante deuda . . . . .	16
3.3. Aspectos relevantes del financiamiento de capital por inversionistas institucionales .	18
<b>4. Métricas de concentración del sector financiero y comparación internacional</b>	<b>21</b>
<b>5. Evolución de concentración de mercados financieros y relación con conglomerados: Chile</b>	<b>25</b>
5.1. Mercado crediticio . . . . .	25
5.1.1. Entrantes al mercado crediticio . . . . .	27
5.1.2. Regulación financiera mercado crediticio bancario . . . . .	28
5.2. Mercado de seguros . . . . .	29
5.2.1. Regulación financiera de aseguradoras . . . . .	32
5.3. Mercado de administración de fondos: fondos de inversión y fondos mutuos . . . . .	33
5.3.1. Fondos de inversión . . . . .	33
5.3.1.1. Regulación financiera de AGF . . . . .	34
5.3.2. Fondos mutuos . . . . .	34
5.3.2.1. Entrantes . . . . .	35
5.3.2.2. Regulación financiera de AGF . . . . .	35
5.3.3. Administradoras de fondos de pensiones: AFP . . . . .	36
5.3.3.1. Entrantes . . . . .	37
5.3.3.2. Regulación financiera de las AFP . . . . .	38
<b>6. Regulación financiera y limitaciones a la concentración en Chile</b>	<b>38</b>
6.1. Bancos . . . . .	38
6.2. Compañías de seguros . . . . .	39
6.3. Fondos mutuos . . . . .	40
6.4. AFP . . . . .	40
<b>7. Condiciones de entrada y desafíos futuros</b>	<b>40</b>
7.1. BigTech . . . . .	43
<b>8. Otros tópicos levantados por la consulta y su relación con la libre competencia</b>	<b>46</b>
8.1. Contacto multimercado y grupos empresariales: riesgos de coordinación o colusión .	46
8.2. Ventajas de <i>deep pockets</i> en la conformación de los mercados: estructuras piramidales y <i>stand alone</i> . . . . .	47
8.2.1. Potenciales efectos anticompetitivos de la estructura de capas en conglomerados	49



<b>9. Herramientas existentes en el DL 211</b>	<b>52</b>
9.1. Respecto de los riesgos de los conglomerados . . . . .	52
9.2. Respecto de los riesgos provenientes de la asignación de concesiones o derechos por parte del Estado . . . . .	55
<b>10. Capas y gobernanza: ¿Problema anticompetitivo?</b>	<b>56</b>
10.1. Introducción: agente-principal e ineficiencias . . . . .	56
10.2. Comparación de Chile e Israel . . . . .	59
10.2.1. Diferencias en la concentración del sector financiero . . . . .	59
10.2.2. Síntesis contexto regulatorio en Israel . . . . .	60
10.2.3. La crisis en el mercado de los bonos . . . . .	61
10.2.4. Evolución de la regulación financiera . . . . .	64
10.2.5. Diferencias en la estructura corporativa . . . . .	67
10.2.6. Diferencias normativas en materia de gobierno corporativo . . . . .	69
10.2.7. Estructura de los conglomerados . . . . .	70
10.2.7.1. Mecanismos para aumentar control . . . . .	70
10.2.7.2. Poder de los minoritarios . . . . .	71
10.2.8. Operaciones con partes relacionadas . . . . .	74
10.2.9. Inversionistas Institucionales (II) . . . . .	76
<b>11. Recomendaciones</b>	<b>79</b>
<b>12. Anexo</b>	<b>84</b>
12.1. Distribución de capital de financiamiento . . . . .	87
12.2. Mercado crediticio . . . . .	87
12.3. Mercado de seguros . . . . .	93



## 1. Introducción

En su solicitud de inicio de Expediente de Recomendación Normativa, Conadecus solicita que el TDLC proponga la presentación al Congreso de *“un proyecto de “Ley de Reducción de la Concentración Económica Agregada” que limite el poder de mercado de los grupos empresariales significativos que tengan una estructura de propiedad piramidal o participación en Entidades Financieras Importantes y en Empresas de Tamaño Relevante en la actividad económica del sector real a la vez, con el objeto de regular de manera especial el ejercicio de las actividades económicas de dichos grupos, en prevención a que ellas se presten en condiciones competitivas”*<sup>1</sup>.

En particular, Conadecus solicita que dicha propuesta de ley regule, al menos, los siguientes aspectos:

- a) Reducción de las estructuras de sujeción piramidal: Conadecus propone que se establezca que los grupos empresariales significativos con estructuras piramidales no tengan más de dos capas.
- b) Separación de las Entidades Financieras Importantes de un grupo empresarial significativo de aquellas empresas de tamaño relevante en la actividad económica del sector real: Conadecus propone que: (i) se prohíba que accionistas mayoritarios de una Empresa de Tamaño Relevante<sup>2</sup> en la actividad económica de un sector real sea a la vez titular de una Entidad Financiera Importante (es decir, una entidad financiera cuyos activos superen límites que la propia ley determine); (ii) una Entidad Financiera Importante no podrá tener, por ejemplo, más del 10 % de una Empresa de Tamaño Relevante en la actividad económica del sector real; o que (iii) el titular de un 5 % o más de la propiedad de Empresas de Tamaño Relevante en la actividad económica de un sector real no podrá controlar una Entidad Financiera Importante.
- c) Obligación de tener en cuenta los niveles de Concentración Económica Agregada y la dominancia de los grupos empresariales significativos en industrias específicas en forma previa a asignar concesiones y derechos en general por parte del Estado.
- d) Establecimiento de un Registro Público de Concentración de Grupos Empresariales Significativos, Entidades Financieras Importantes y Empresas de Tamaño Relevante en la actividad económica de cada sector real, para efectos de hacer los análisis permanentes de cumplimiento de los objetivos consagrados en la ley propuesta.

Conadecus define *“Concentración Económica Agregada”* como *“un pequeño grupo de agentes económicos que controlan una gran parte de la actividad económica a través de participaciones en muchos mercados”*, lo que se traduciría en *“Grupos empresariales significativos”*, que ejercen *“una gran dominancia de conglomerado en la casi totalidad de la economía nacional”*<sup>3</sup>. Conadecus no define los conceptos *“Grupos Empresariales Significativos”*, *“Entidades Financieras Importantes”* ni *“Empresas de Tamaño Relevante”*; en la nota al pie número 2 de su solicitud, señala que estos términos *“han de ser determinados en base a parámetros contenidos en la Ley que se propone”*. Conadecus señala que la estructura de concentración que ella observa *“dificulta la entrada de nuevos competidores por la existencia o imposición de barreras artificiales, coartan la innovación o definitivamente eliminan o arrinconan a sus competidores”*<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>Página 1 solicitud Conadecus.

<sup>2</sup>Ver nota al pie 2 de la Solicitud de Conadecus.

<sup>3</sup>Página 3 solicitud Conadecus.

<sup>4</sup>Página 4 solicitud Conadecus.



La consultante argumenta que esta concentración traería aparejada una serie de desventajas en los mercados, a saber: (i) efectos en el acceso a los mercados financieros, (ii) desplazamiento de las PYMES y los empresarios, (iii) riesgos de coordinación colusiva; (iv) riesgos de aplicación de precios predatorios, (v) disuasión a la entrada; (vi) efectos generales en el bienestar económico (desempeño económico subóptimo), y (vii) efectos de economía política. Sin embargo, la consultante no identifica ninguno de estos efectos -reales ni potenciales- en ningún sector o mercado en Chile.

Este informe se estructura de la siguiente manera. La primera sección describe la consulta de Conadecus. En la sección 2, se realiza una descripción de los grupos económicos en Chile y una cuantificación del traslape y relevancia de los grupos por actividad económica. La sección 3 describe y cuantifica las fuentes de financiamiento de las empresas nacionales. En la sección 4, se analizan los principales índices de concentración del sector financiero local, junto con una comparación internacional de los mismos. En la sección 5, se profundiza el análisis de concentración de los mercados en el sector financiero y sus respectivas regulaciones. En la sección 6 se describen las regulaciones financieras y las restricciones existentes, en relación a la concentración económica en Chile. La sección 7 describe los últimos cambios regulatorios en el país, sus efectos sobre las barreras a la entrada y los desafíos futuros debido a los cambios tecnológicos. La sección 8 describe otros tópicos de la consulta de Conadecus, y su relación con la libre competencia. La sección 9 describe las herramientas existentes en la ley de competencia chilena, la cual se ocupa en gran parte de los riesgos señalados por la consultante. En la sección 10, se analizan y discuten los riesgos que plantean las capas desde un punto de vista de agente-principal, y se presenta una comparación de los contrapesos legales en Chile e Israel. Finalmente, la sección 11 concluye con recomendaciones.

## 2. Descripción de grupos económicos - sector financiero y real

En esta sección se realizará una descripción de los conglomerados existentes en Chile, en base a la información disponible, de tal manera de caracterizar la cantidad de conglomerados -ya sea en el sector financiero, el sector real o ambos-. Ello, con el objeto de identificar los sectores en que estos conglomerados se traslapan, lo que permite analizar los riesgos esbozados por Conadecus en su Consulta, así como relevar información relevante respecto a las estructuras de los conglomerados.

Para realizar una caracterización de los conglomerados existentes en Chile, en primer lugar es necesario tener claro que la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores (artículo 96) define el concepto de “grupo empresarial” como *“el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten”*<sup>5</sup>. En febrero de 2024, la Comisión para el Mercado Financiero (en

<sup>5</sup>Forman parte de un mismo grupo empresarial: a) una sociedad y su controlador; b) todas las sociedades que tienen un controlador común, y este último, y c) toda entidad que determine la Comisión considerando la concurrencia de una o más de las siguientes circunstancias: 1. Que un porcentaje significativo del activo de la sociedad está comprometido en el grupo empresarial, ya sea en la forma de inversión en valores, derechos en sociedades, acreencias o garantías; 2. Que la sociedad tiene un significativo nivel de endeudamiento y que el grupo empresarial tiene importante participación como acreedor o garante de dicha deuda; 3. Que la sociedad sea miembro de un controlador de algunas de las entidades mencionadas en las letras a) o b), cuando este controlador corresponda a un grupo de personas y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial; y 4. Que la sociedad sea controlada por uno o más miembros del controlador de alguna de las entidades del grupo empresarial, si dicho controlador está compuesto por más de una persona, y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero



adelante “CMF”) ajustó las Circulares N° 1.246 de 1995<sup>6</sup> y N° 1.664 de 2003<sup>7</sup>, dictando la Norma de Carácter General N° 505<sup>8</sup>, con el objetivo de que diversas sociedades, sean o no fiscalizadas por ella, remitan información del grupo empresarial al que pertenecen o, en caso que corresponda, crear el grupo empresarial informando a la CMF las matrices o controladoras<sup>9</sup>.

Por otra parte, en Chile no existe una normativa que defina el concepto de “conglomerado financiero”. No obstante lo anterior, el 1 de agosto de 2023, la CMF publicó el documento “*Lineamientos para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile*”, donde se propone una definición del concepto<sup>10</sup>.

La propuesta de la CMF propone avanzar en una Ley de Conglomerados Financieros (en adelante “LCF”) que considera la siguiente definición: “*El conglomerado financiero correspondería al conjunto de empresas que pertenezcan a un grupo empresarial de acuerdo con lo definido en el artículo N° 96 de la Ley del Mercado de Valores que, entre las entidades que lo conforman cuenten con al menos una entidad financiera regulada prudencialmente<sup>11</sup> (...), y con cualquier otra entidad que ejerza actividades de índole financiera<sup>12</sup> (reguladas o no reguladas), incluyendo actividades en el exterior de empresas pertenecientes a conglomerados locales*”<sup>13</sup>.

Todos los conglomerados financieros que operen en Chile pasarían a ser entidades sujetas a regulación y supervisión de la CMF, excepto por aquellos que la CMF excluya por considerarlos no materiales desde la perspectiva de su impacto en las entidades financieras supervisadas prudencialmente, o desde el punto de vista del normal funcionamiento del sistema financiero.

Según la definición de grupo empresarial antes mencionada, la CMF cuantifica que, a junio de 2023, existiría un total de 116 grupos empresariales<sup>14</sup>. De la totalidad de los grupos empresariales identificados, 55 de ellos son parte de la economía financiera<sup>15</sup>, 77 participan en la economía real, y solamente 16 de ellos tienen participación simultánea en la economía real y financiera<sup>16</sup>. Es im-

para incluirla en el grupo empresarial.

<sup>6</sup>[https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_archivo.php?archivo=/web/compendio/cir/cir\\_1246\\_1995.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/cir/cir_1246_1995.pdf).

<sup>7</sup>[https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_archivo.php?archivo=/web/compendio/cir/cir\\_1664\\_2003.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/cir/cir_1664_2003.pdf).

<sup>8</sup>[https://www.cmfchile.cl/normativa/ngc\\_505\\_2024.pdf](https://www.cmfchile.cl/normativa/ngc_505_2024.pdf).

<sup>9</sup>Las entidades obligadas por esta nueva normativa son las siguientes: las entidades emisoras de valores inscritos en el Registro de Valores, AGFs, Administradoras inscritas en el Registro de Administradoras de Carteras, AFPs que tengan valores inscritos en el Registro de Valores, Compañías de seguros, Corredores de bolsa, Agentes de valores, Corredores de bolsas de productos, Bancos y Agentes administradores de mutuos hipotecarios endosables.

<sup>10</sup>[https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-72010\\_doc\\_pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-72010_doc_pdf).

<sup>11</sup>Compañías de seguros; bancos; emisores de tarjetas de crédito, de provisión de fondos u operadores; intermediarios de valores; Administradoras Generales de Fondos de Terceros; y Administradoras de Fondos de Pensiones o Administradora del Fondo de Cesantía.

<sup>12</sup>Concepto a ser definido en la LCF.

<sup>13</sup>“Lineamientos para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile”, página 25, [20].

<sup>14</sup>[https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-43596.html#especial\\_documentos](https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-43596.html#especial_documentos).

<sup>15</sup>En la misma línea, en el documento “Technical Note - Competition In The Financial Sector” [26] realizado por el Banco Mundial para Chile en octubre del año 2021, se definen 22 grupos empresariales activos en al menos dos actividades financieras (considerando banca, seguros y administración de fondos de pensiones). Documento disponible en <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099455107152234012/pdf/P1720200f6787109b0844b0d58d805d14e5.pdf>.

<sup>16</sup>Para cada uno de los 116 grupos empresariales listados por la CMF, se revisó si las empresas que constituyen a cada uno de ellos pertenecen a la economía real o financiera. En el caso que existieran solamente empresas del grupo que se desarrollaran en la economía financiera, se contabilizó al grupo como financiero. En caso opuesto, se definió como grupo real. Por último, en el caso que en un mismo grupo empresarial se identificaran empresas que participaran de la economía financiera, y otras empresas en la economía real, se definió al grupo como participante



portante mencionar que la economía financiera tiene diversos mercados, y no es posible referirse a él como si fuera un único mercado de productos homogéneos. En efecto, existen grupos empresariales financieros que participan, a la vez o no, de los mercados bancarios, de seguros, administración de fondos generales o inversión, administración de fondos de pensiones, corredores de bolsa, entre otros<sup>17</sup>. En el caso de los 55 grupos empresariales que poseen empresas en el rubro financiero identificados por la CMF, 22 de ellos participan como corredores de bolsa, 4 de ellos en administración de fondos de pensiones, 14 con bancos, 36 en el mercado de seguros y 32 en administración de fondos generales o de inversión. Esto último ejemplifica la diversificación entre los grupos empresariales dentro del sector financiero<sup>18</sup>.

Por su parte, para efectos de esta Consulta, la Fiscalía Nacional Económica (en adelante “FNE”) en su aporte de antecedentes (en adelante “Aporta Antecedentes”), elaboró una metodología complementaria para cuantificar los conglomerados existentes en Chile, con el objetivo de caracterizar de manera más completa a las empresas vinculadas a estos grupos. En simple, es una metodología basada en información de la CMF y el Servicio de Impuestos Internos (en adelante “SII”), donde se toma como base la información de la CMF<sup>19</sup>, la que es complementada con la base de datos de participaciones societarias del SII, estimando finalmente la cantidad total de empresas y personas naturales relacionadas y/o con vínculos de propiedad a cada conglomerado. El número de conglomerados empresariales identificados por la FNE fue de 241.

Es importante mencionar que la FNE caracteriza a los principales grupos empresariales según los sectores económicos donde participan. Del total de 241 conglomerados que identifica, considera para su análisis a los 30 principales según su total de ventas. Tal como se aprecia en la Tabla N° 7 del Aporta Antecedentes de la FNE, en la mayoría de estos grupos empresariales el sector de Actividades Financieras y de Seguros es el más relevante en términos de venta.

Respecto al traslape de mercados en que competirían los diferentes conglomerados a nivel nacional, y utilizando el análisis aportado por la FNE, es posible tener una *proxy* de los niveles de traslape de los 30 conglomerados a nivel de sectores. En primer lugar, se define un límite para el porcentaje que el sector representa dentro de las ventas del conglomerado, para determinar si dicho sector es relevante para el grupo. Para ello, se consideran cuatro diferentes límites: si el sector tiene ventas que representan un porcentaje mayor o igual a un (i) veinte, (ii) quince, (iii) diez y (iv) cinco por ciento de las ventas del conglomerado, se considerará que ese sector tiene una incidencia significativa dentro del grupo. Por ejemplo, si para un grupo económico las actividades inmobiliarias representan el 2% de las ventas totales del grupo, se considerará que este sector no tiene incidencia significativa dentro del grupo. Luego, cuantificamos por sector económico la cantidad de conglomerados que satisfacen dicha condición para cada límite. Lo anterior, permite identificar el traslape de los grupos económicos en los distintos sectores de la actividad económica.

Tal como se puede apreciar en el Cuadro 1, y como primer resultado, el sector de “Actividades de ambas economías.

<sup>17</sup>Factoring, securitizadoras, administradoras de mutuos hipotecarios y leasing.

<sup>18</sup>En el documento de la CMF “*Lineamientos para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile*” de julio de 2023, se identificaron 33 conglomerados financieros utilizando datos al cierre del año 2021; 11 tienen bancos, 21 tienen presencia en seguros de vida, generales, de garantía o crédito, 19 son parte de administración de fondos generales, 15 son corredores de bolsa y 4 administran fondos de pensiones. [20].

<sup>19</sup>La información específica utilizada de la CMF fue: i) operaciones de los bancos con entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial (documento denominado “D60”), ii) listado de personas –naturales y jurídicas– relacionadas a los bancos (documento denominado “I13”), y iii) nómina de entidades que conforman los grupos empresariales a partir de la Circular N° 1664.



financieras y de seguros” es uno de los sectores donde las ventas poseen mayor relevancia en los distintos conglomerados que analiza la FNE. Si consideramos que el límite es de un 15 % de las ventas totales, existen 26 grupos que participan de dicho sector; al disminuir el límite a un 10 %, se incluye a los 30 grupos en dicho rubro.

A medida que se considera un límite más bajo, el número de conglomerados que participan en cada sector aumenta. En el caso del límite de ventas de un 15 %, los sectores donde existe mayor participación -de forma adicional al de “Actividades financieras y de seguros”- son el de “Comercio al por mayor y al por menor” con 11 grupos (37 % de participación), seguido de “Industria manufacturera” con 8 grupos (27 % de participación). Al utilizar el límite del 10 % de ventas, se agrega el sector de “Actividades inmobiliarias” con 9 grupos (30 % de participación), mientras que con el límite del 5 % toma mayor relevancia el sector de “Actividades de servicios administrativos y de apoyo” con 21 grupos (70 % de participación).

Cuadro 1: Porcentajes de conglomerados por tipo de actividad económica.

Rubro económico	Porcentaje de ventas sobre 20 %	Porcentaje de ventas sobre 15 %	Porcentaje de ventas sobre 10 %	Porcentaje de ventas sobre 5 %
Actividades financieras y de seguros	87 %	93 %	100 %	100 %
Comercio al por mayor y al por menor	7 %	37 %	63 %	90 %
Industria manufacturera	7 %	27 %	43 %	80 %
Actividades inmobiliarias	0 %	3 %	30 %	80 %
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	3 %	7 %	10 %	53 %
Transporte y almacenamiento	3 %	3 %	10 %	37 %
Construcción	0 %	0 %	10 %	50 %
Actividades de servicios administrativos y de apoyo	0 %	0 %	3 %	70 %
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	7 %	7 %	10 %	17 %
Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	0 %	3 %	3 %	17 %
Actividades profesionales, científicas y técnicas	0 %	0 %	0 %	3 %
Información y comunicaciones	0 %	0 %	0 %	13 %
Explotación de minas y canteras	0 %	0 %	0 %	7 %
Enseñanza	0 %	0 %	0 %	10 %
Suministro de agua; evacuación de aguas residuales	3 %	3 %	3 %	3 %
Actividades de alojamiento y de servicio de comidas	0 %	0 %	0 %	3 %
Otras actividades de servicios	0 %	0 %	0 %	0 %
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas	0 %	0 %	0 %	0 %
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	0 %	0 %	0 %	0 %

Fuente: elaboración propia según información de la FNE en su Aporte de Antecedentes al ERN 32 2023, fojas 111.

De esta manera, es posible concluir que, en la mayoría de los rubros económicos definidos, no existe traslape significativo entre los conglomerados.

Dado que una de las preocupaciones de Conadecus tiene relación con el contacto multimercado de los conglomerados, analizamos algún indicio de traslape entre estos conglomerados a través de los distintos sectores definidos por el SII. De esta manera, y tal como se señaló anteriormente, si consideramos el límite de ventas relevantes de un 15 % para cada rubro, existen 28 conglomerados de los 30 seleccionados por la FNE (93 %) que participan simultáneamente en “Actividades financieras y de seguros”. De esos 28 conglomerados, solo 10 participan en el rubro “Comercio al por mayor y por menor”, seguido con 7 en “Industria manufacturera”, mientras que solo uno de ellos participó en el rubro “Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado”.



El hecho que exista un alto traslape entre los principales conglomerados en el sector financiero, no es evidencia de una alta participación de estos conglomerados en el sector. Para cuantificar la importancia de las empresas pertenecientes a estos conglomerados en cada rubro económico, dimensionamos la participación de mercado que tienen los 30 conglomerados identificados por la FNE sobre las ventas nacionales por rubro económico.

Utilizando datos del SII sobre ventas nacionales por rubro económico para el año 2022, y los datos provistos en la Tabla N° 7 del Aporta Antecedentes de la FNE<sup>20</sup>, es posible mencionar que en 17 de los 19 rubros económicos, los principales conglomerados no superaron el 10% de las ventas nacionales de cada sector. En particular, en el rubro “Actividades financieras y de seguros” (donde existe el mayor traslape), los principales conglomerados solamente representan el 4% de las ventas nacionales. Es posible observar lo anterior en el Cuadro 2.

Adicionalmente, aunque encontráramos porcentajes relevantes por rubro económico, esto no implica falta de competencia ya que: i) los sectores comprenden muchos mercados relevantes en términos de competencia, y ii) se requiere un análisis de las barreras de entrada existentes en cada sector, entre otros.

---

<sup>20</sup>El total de ventas de cada uno de los 30 conglomerados por rubro económico es el resultado del producto entre i) el porcentaje de ventas que cada uno de los conglomerados tiene por rubro económico, y ii) el total de las ventas que tiene el conglomerado a través de todos los rubros económicos. En simple, del total de las ventas de cada conglomerado a través de todos los rubros económicos, se asignan montos de ventas en miles de millones de pesos según el porcentaje de ventas que tiene cada rubro económico en cada conglomerado. Luego, para obtener las ventas totales de los 30 conglomerados por rubro económico, sumamos las ventas antes descritas por cada rubro económico.



Cuadro 2: Porcentajes de participación de 30 conglomerados sobre ventas totales del rubro económico, según ventas nacionales para el año 2022.

Rubro económico	Porcentaje
Actividades financieras y de seguros	4 %
Comercio al por mayor y al por menor	2 %
Industria manufacturera	2 %
Actividades inmobiliarias	15 %
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	4 %
Transporte y almacenamiento	5 %
Construcción	5 %
Actividades de servicios administrativos y de apoyo	8 %
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	5 %
Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	9 %
Actividades profesionales, científicas y técnicas	2 %
Información y comunicaciones	5 %
Explotación de minas y canteras	0,5 %
Enseñanza	5 %
Suministro de agua; evac. de aguas residuales	5 %
Actividades de alojamiento y de servicio de comidas	3 %
Otras actividades de servicios	6 %
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas	5 %
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria (*)	136 %

Fuente: elaboración propia según información de la FNE en su Aporte de Antecedentes al ERN 32 2023, fojas 111, y datos del SII.

Nota (\*): En la Tabla N° 17 del Aporta Antecedentes de la FNE, específicamente en el caso de los grupos 2 y 8, tienen ventas que exceden lo registrado por el SII para el mismo rubro. Lo anterior podría deberse a redondeo de las participaciones presentadas por la FNE, dado que el rubro “Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria” representa un 0,003 % de las ventas de la totalidad de los rubros económicos considerados en el cuadro.

Otra variable relevante de caracterizar es la estructura de propiedad de los conglomerados. Entre mayor sea el porcentaje que posee el controlador, menores serán los incentivos de agente principal de abusar de los minoritarios. Según un informe de la OECD (2011), el conglomerado promedio en Chile está compuesto por 2,5 capas de empresas que cotizan en bolsa. La OECD estima que *“el 18 % del capital total sería suficiente para controlar el 50 % de los derechos de voto en todas las empresas del grupo de la pirámide, mientras que el 36 % es suficiente para controlar dos tercios de los derechos de voto, suficiente para determinadas decisiones que requieren una mayoría calificada”*<sup>21</sup>. Para el año 2023, y considerando los conglomerados que controlan empresas listadas en bolsa, con un representación del 75 % de la cotización bursátil para el mismo año, dichos grupos tenían en promedio 2,9 capas<sup>22</sup>. A pesar de la existencia de tales estructuras piramidales, los controladores en

<sup>21</sup>OECD (2011), Corporate Governance in Chile, Corporate Governance, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264095953-en>. [39].

<sup>22</sup>En detalle, el grupo Luksic representó un 14 % de la cotización bursátil con las acciones CCU, CHILE, QUINENCO, SMSAAM, VAPORES y VSPT. En el caso del grupo Ponce Lerou tenía un 13 % con las acciones CALICHERAA, CALICHERAB, NITRATOS, NORTEGRAN, ORO BLANCO, POTASIOS-A, POTASIOS-B, SOQUICOM, SQM-A y SQM-B. En el caso del grupo Enel, tenía un 12 % con las acciones ENELAM, ENELCHILE, ENELDXCH, ENELGXCH y PEHUENCHE. En el caso del grupo Angelini, tenía un 8 % con las acciones ANTARCHILE, COPEC, NUTRAVALOR y SIEMEL. En el caso del grupo Matte, tenía un 8 % con las acciones ALMENDRAL, BICECORP, CMPC, COLBUN, ENTEL, MINERA, PASUR y VOLCAN. En el caso del grupo Santander, tenía un 5 % con la acción BSANTANDER. En el caso del grupo Solari, tenía un 5 % con las acciones BETLAN DOS, FALABELLA y



Chile suelen poseer mucho más capital del mínimo necesario para un control efectivo.

Otra manera de cuantificar y actualizar para el año 2023 la relevancia en la propiedad del accionista mayoritario, encontramos que, de las empresas listadas en bolsa, el 26 % tiene al menos un accionista con un 70 % o más acciones de la empresa; un 47 % de ellas tiene un accionista con un 50 % o más acciones de la empresa, mientras que un 74 % tiene un controlador con un 30 % o más acciones de la misma. Para una comparación internacional, referirse a la Figura 25.

Ahora, condicionando la muestra a solo aquellas empresas que sean parte de un grupo empresarial, el 78 % de ellas tiene un accionista con un 30 % o más de acciones de la empresa. Por último, el 73 % de las empresas transadas pertenecientes a grupos empresariales nacionales tiene un controlador con un 30 % o más de acciones de la empresa, porcentaje que aumenta al 100 % en el caso de los grupos empresariales internacionales. Esto último revela la concentración y control que existe en las empresas a nivel nacional.

### 3. Fuentes de financiamiento de las empresas en Chile

Parte central de los argumentos señalados por Conadecus guarda relación con que los conglomerados empresariales que poseen firmas en el sector real y financiero limitarían la entrada a potenciales competidores a través de negar el acceso al financiamiento crediticio. Para hacer un análisis de competencia al respecto -de forma de evaluar si dicha afirmación de Conadecus tiene sustento-, es relevante dimensionar cómo se financian las empresas en Chile.

Una de las funciones primordiales de un sistema financiero es la de proveer financiamiento y liquidez a empresas para el desarrollo de sus actividades productivas. Un sistema financiero competitivo facilita el flujo de capital hacia aquellas actividades con mayor potencial productivo, contribuyendo de este modo a una asignación eficiente de recursos y, en último término, al crecimiento económico. En el caso de Chile, y como se concluirá en esta sección, existen distintas fuentes de financiamiento para las empresas, descartándose que la única manera de financiar la entrada de potenciales competidores al mercado local sea poseer acceso a créditos bancarios. Afirmar lo contrario no toma en consideración la existencia de fuentes alternativas de financiamiento muy relevantes en nuestro país, tales como: inversión extranjera directa, inversiones de capital y emisión bonos de empresas<sup>23</sup>, inversiones de administradoras de fondos de pensiones (en adelante “AFP”) en capital y bonos, préstamos extranjeros, entre otros.

Según la Encuesta Longitudinal de Empresas 2019 (en adelante “ELE”), un 84,2 % de las empresas chilenas utilizó alguna fuente de financiamiento<sup>24</sup>. Las fuentes de financiamiento más frecuentemente utilizadas fueron (i) recursos propios o aumentos de capital, y (ii) deuda. En el caso de recursos propios, un 45,5 % de las empresas recurrieron a este mecanismo de financiamiento, con poca variación según el tamaño de la empresa.

En cuanto al nivel de acceso a financiamiento que poseen las firmas en Chile, el Fondo Monetario

---

MALLPLAZA. En el caso del grupo Paulmann, tenía un 5 % con las acciones CENCOSUD y CENCOSHOPP. En el caso del grupo Yarur, tenía un 3 % con la acción BCI. Finalmente, en el caso del grupo Bank of Nova Scotia, tenía un 2 % con la acción SCOTIABKCL.

<sup>23</sup>Los “bonos o debentures” son títulos de deuda emitidos con el objetivo de obtener recursos directamente de los mercados de valores, prescindiendo del sistema bancario, generalmente, para financiar proyectos de inversión de largo plazo o para cumplir compromisos financieros del emisor, como por ejemplo refinanciamiento de pasivos.

<sup>24</sup>Según tamaño de empresa, el porcentaje de empresas que no accedió a financiamiento fue de un 1,4 % para grandes empresas, 2,8 % para medianas empresas, 13,4 % para pequeñas empresas y 21,3 % para microempresas.



Internacional (en adelante “FMI”) mide el nivel de acceso al mercado financiero para firmas distintas a las de mayor tamaño en el mercado de capitales. El FMI recopila datos sobre dos variables:

- (i) Capitalización bursátil sin contar las 10 mayores empresas, como indicador de acceso a financiamiento bursátil<sup>25</sup>.
- (ii) Número total de emisores de deuda (nacional y externa, sociedades financieras y no financieras) por cada 100.000 adultos, como indicador de acceso al financiamiento a través de bonos<sup>26</sup>.

Cada una de estas dos variables es normalizada bajo la metodología de [min-max], con el objeto de dar un denominador común a las diferentes unidades de medidas de los respectivos países. Luego de normalizadas las variables, estas se agregan o suman utilizando ponderadores<sup>27</sup>.

Tal como se puede apreciar en la Figura 1, Chile posee indicadores de acceso más cercanos a economías desarrolladas que a mercados emergentes<sup>28</sup>.

<sup>25</sup>Un mayor grado de concentración en la bolsa debiera reflejar mayores dificultades para las empresas más pequeñas a este tipo de financiamiento, por lo que un mayor valor de este indicador refleja un mayor acceso a esta fuente de financiamiento.

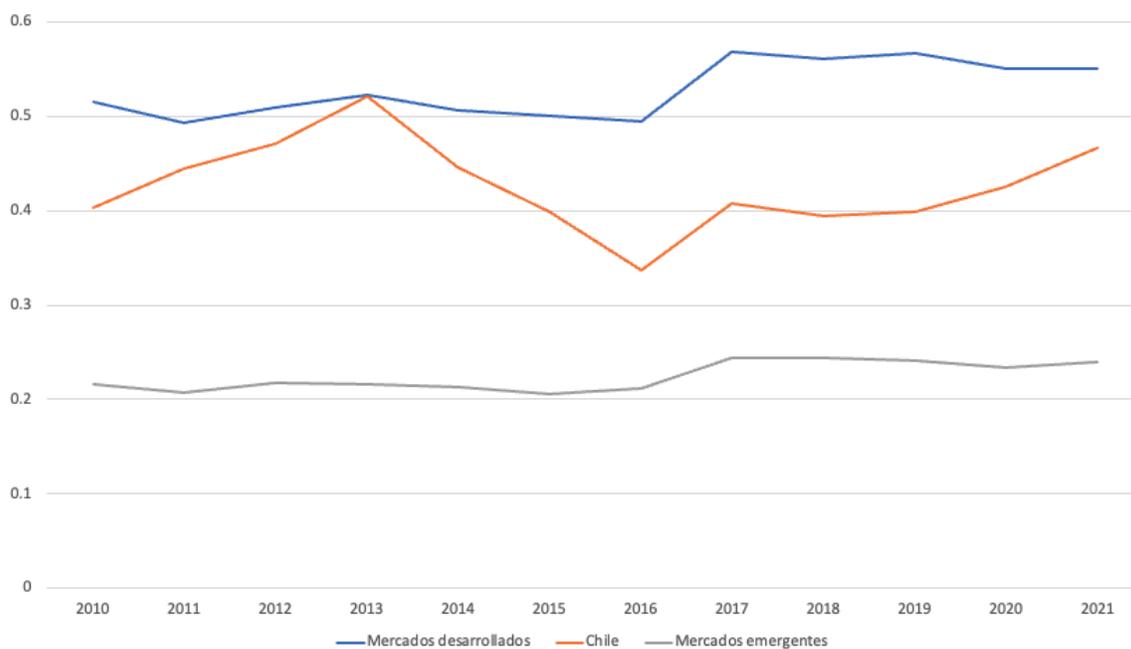
<sup>26</sup>Esta variable refleja el número de emisores de deuda distintos disponibles en cada país-año (si una misma empresa emite deuda más de una vez en un año, sólo se cuenta una vez). El FMI escala este indicador por el tamaño de la población como una *proxy*, indicando que sería preferible escalar esta variable por el conjunto total de emisores potenciales, pero los autores se enfrentan a limitaciones de datos. Los datos de los indicadores de desarrollo mundial del Banco Mundial sobre el número de empresas nacionales listadas sólo cubren las empresas que emiten deuda en la bolsa nacional, y estos datos cubren aproximadamente el 60 por ciento de la muestra de país-año del FMI. Sin embargo, la correlación entre este indicador y el tamaño de la población es del 60 por ciento, lo que, de acuerdo con el FMI, indica que el tamaño de la población es una *proxy* relativamente buena, por lo que utiliza esta variable. El FMI también señala que escala este indicador por la población para alinearlos con sus medidas de acceso a instituciones financieras.

<sup>27</sup>En este caso en particular, los ponderadores son 0,5 para cada una de ellas. Para mayores detalles de la construcción de este índice, revisar <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf>.

<sup>28</sup>El listado de países que componen los grupos de economías desarrolladas y emergentes se detalla en el siguiente link: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/groups-and-aggregates>.



Figura 1: Evolución de índices de acceso de mercados financieros para Chile, mercados emergentes y mercados desarrollados, periodo 2010-2021.



Fuente: elaboración propia según información del Fondo Monetario Internacional.

Respecto a la relevancia de los distintos tipos de financiamiento que utilizan las firmas en Chile, y como detallaremos en las secciones siguientes, el Cuadro 3 muestra las distintas fuentes de financiamiento a los cuales acceden las empresas a nivel nacional, segmentando entre capital y deuda, como porcentaje del Producto Interno Bruto (en adelante “PIB”).



Cuadro 3: Relevancia de mecanismos de financiamiento a empresas como porcentaje del PIB, periodo 2022.

Tipo	% PIB
<b>Capital (*)</b>	
Bolsa de valores – Acciones (Capitalización bursátil)	60 %
Inversión extranjera directa	74 %
Fondos de Inversión (Privados, públicos y fondos mutuos de capitalización)	11 %
<b>Deuda</b>	<b>114 %</b>
Deuda bancaria local	45 %
Bonos externos	19 %
Inversión extranjera directa	16 %
Bonos locales	14 %
Préstamos externos	10 %
Factoring y leasing	7 %
Créditos importaciones	3 %

Fuente: elaboración propia según información de Acafi, CMF y Banco Central.

(\*) Debido a posibles duplicaciones de montos, no se suman directamente los valores asociados a acciones, inversión extranjera directa y fondos de inversión.

La información resumida en el cuadro anterior permite descartar que la única manera de financiar la entrada de potenciales competidores al mercado local sea a través del acceso a financiamiento bancario; afirmar lo anterior no considera fuentes alternativas de financiamiento que son muy relevantes en nuestro país, tales como: inversión extranjera directa (90 % del PIB), fondo de inversiones de capital (11 % del PIB), emisión de bonos nacionales (14 % del PIB) y préstamos extranjeros (10 % del PIB). Las subsecciones siguientes describen las distintas fuentes de financiamiento en detalle.

### 3.1. Financiamiento bursátil o mediante emisión de acciones

El financiamiento bursátil es una de las múltiples formas de financiamiento con que cuentan las empresas del país. Según la consulta de Conadecus, la participación de los conglomerados en la capitalización bursátil chilena sería significativa, lo que sería una *proxy* de concentración en los mercados. Para efectos de cuantificar la importancia de las firmas pertenecientes a los conglomerados identificados por la CMF en la Bolsa de Valores de Chile, partiendo de su definición e información, se identificaron las empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial (incluyendo relaciones de parentesco), y se adjudicó la participación accionaria de cada grupo en las empresas listadas en bolsa en las que participan, en base a lo señalado en sus respectivas memorias para el año 2023. Se consideraron aquellas empresas en que el grupo tuviera una participación accionaria mayor a 10 %<sup>29-30</sup>.

La capitalización bursátil de grupos empresariales chilenos corresponde a un 33 % del total a diciembre de 2023, mientras que el valor de las acciones de grupos empresariales extranjeros corresponde a un 21 % del total. Entonces, el 54 % de la capitalización bursátil a diciembre de 2023

<sup>29</sup>Se considera este número dado que es el utilizado como referencia para la definición de accionistas mayoritarios en la Ley N° 18.046.

<sup>30</sup>Se generan diferencias relevantes entre la definición de “grupos empresariales” de la CMF y el criterio presentado en el presente informe. Por ejemplo, de acuerdo con la CMF, el grupo empresarial 16 corresponde a Consorcio y sus empresas relacionadas (en que el grupo Hurtado tiene el 43,95 % de la propiedad); el grupo 27 corresponde a Entel y Almendral (en que el grupo controlador es un pacto formado por 6 grupos, entre ellos el grupo Hurtado), y el grupo 106 incluye a Invernova (en que el 63,97 % de las acciones están en manos de Inversiones Lota Green, del grupo Hurtado). Bajo la definición del presente informe, la participación accionaria del grupo Hurtado en todas las empresas mencionadas anteriormente se contabilizan en el grupo Hurtado.



corresponde a capital de grupos empresariales. Este resultado indica que cerca de la mitad de la capitalización bursátil corresponde a firmas que no son parte de un conglomerado, reflejando que no solo los conglomerados financian empresas a través de esta fuente de financiamiento en Chile.

En la mayoría de los informes presentados en esta causa<sup>31</sup>, se dimensiona el tamaño de los conglomerados en función de su relevancia respecto a la capitalización bursátil. Sin embargo, este indicador solo representa una parte de las fuentes de financiamiento de los activos que tienen las empresas en Chile; y en particular, de aquellas que deciden abrirse en bolsa. Por lo tanto, esta proporción no representa en ningún caso un indicador de poder de mercado, ya que firmas de gran tamaño y relevancia en diversos mercados, pueden ser financiadas por capital propio, a través de inversión extranjera directa, inversiones de fondos privados o a través de deuda, y no abrirse a bolsa. Dicho indicador sería un buen *proxy* de la importancia de los conglomerados para países en que la mayoría de las firmas financian su capital por esta vía, lo que no sería el caso de Chile.

Junto a lo anterior, es importante mencionar que este análisis solamente identifica a las empresas que cotizan en bolsa y aquellas firmas que pertenecen a los conglomerados que fueron identificados por la CMF, lo cual sesgaría cualquier tipo de medición de poder de mercado. En particular, no es posible dimensionar el tamaño -por rubro ni por mercado- de las empresas que no son fiscalizadas por la CMF. Más aún, incluso “conglomerados” identificados en la CMF pueden tener empresas en rubros no identificables. Esto último, sin duda, sesga el análisis conglomeral y puede inducir a errores de sobreestimación de la relevancia de un conglomerado por sector.

En efecto, y para el caso chileno, otra fuente de financiamiento de capital relevante en las empresas locales -distinta de la capitalización bursátil- corresponde a la inversión extranjera directa pasiva, que incluye patrimonio e instrumentos de deuda<sup>32</sup>. De acuerdo con información del Banco Central al año 2022, el stock de esta inversión ascendió a 268.394 millones de dólares, representando un 90 % del PIB (distribuido en capitalización (74 %) y deuda (16 %)); y 1,5 veces la capitalización bursátil del año 2022. Esto permite reflejar el hecho que considerar el mercado bursátil como referencia de la concentración económica que poseen las firmas locales es errado.

Otro indicador que tiene relación con la menor relevancia del financiamiento del capital a través de capitalización bursátil en los últimos años, es la reducción del número de firmas que cotizan en la bolsa. Si la capitalización bursátil fuera una forma de financiamiento preponderante en el mercado de capitales chileno, la cantidad de empresas que veríamos participando en el mercado accionario,

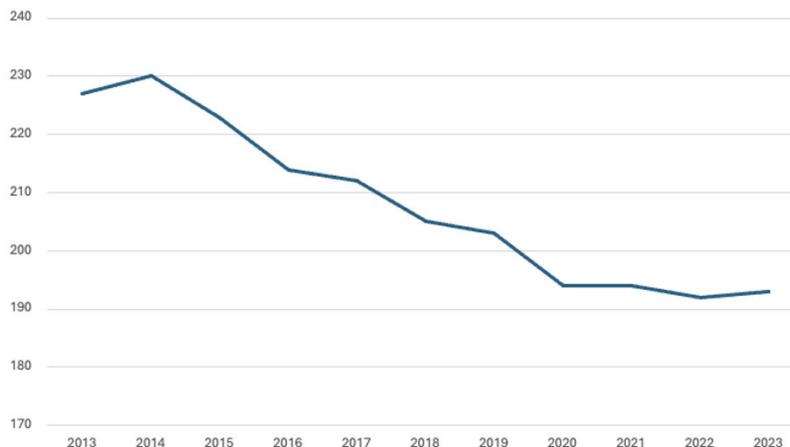
<sup>31</sup>En el caso del Aporta Antecedentes de la FNE, se menciona: “En marzo de 2024, el valor total del patrimonio bursátil de las acciones listadas en la Bolsa de Santiago se aproximaba a los 160 billones de pesos chilenos, mientras que el Producto Interno Bruto (PIB) en 2023, a precios corrientes, fue de aproximadamente 280 billones de pesos chilenos. Por lo tanto, Chile tiene actualmente una ratio de capitalización del mercado bursátil respecto al Producto Interno Bruto entre el 55 % y el 60 %. Es importante mencionar que entre 2017 y 2022, la capitalización bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago ha experimentado una disminución de alrededor del 34 %, mientras que el PIB a precios corrientes ha aumentado aproximadamente un 47 %. Este cambio ha llevado a que la ratio de capitalización del mercado bursátil respecto al PIB disminuya significativamente, pasando de un 124 % en 2017 a un 56 % en 2022.” En el caso de Zingales (2023), se señala (traducción libre): “En este sentido, la situación en Chile no es inusual. En 1999, los grupos empresariales dominaban el sector empresarial. Los 50 grupos principales controlaban más del 73 % de las empresas que cotizaban en bolsa y más del 90 % de sus activos (Lefort y Walker, 2000). En 2019, la situación no fue muy diferente. Los 25 principales grupos empresariales por capitalización bursátil controlaban el 20 % de las empresas que cotizan en bolsa con más de \$100M de capitalización bursátil y el 63 % de su valor por capitalización bursátil. Si excluimos las empresas de control extranjero, los grupos empresariales representan el 84 % de la capitalización bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago”. “Improving the competitiveness of the financial sector in Chile RG-T3555, RG-T33091 Draft 1/07/2023” [51].

<sup>32</sup>La inversión directa pasiva considera las inversiones de entidades no residentes (matriz u otras empresas no relacionadas con ella) en entidades receptoras residentes en Chile.



debería ser al menos constante o creciente. Como es posible ver en la Figura 2, se observa lo contrario; en los últimos 11 años, existió una reducción de un 15 % en la cantidad de firmas que cotizaban en bolsa, pasando de 227 en el año 2013 a un total de 193 en el año 2023.

Figura 2: Número de firmas en Bolsa de Santiago, periodo 2013-2023.



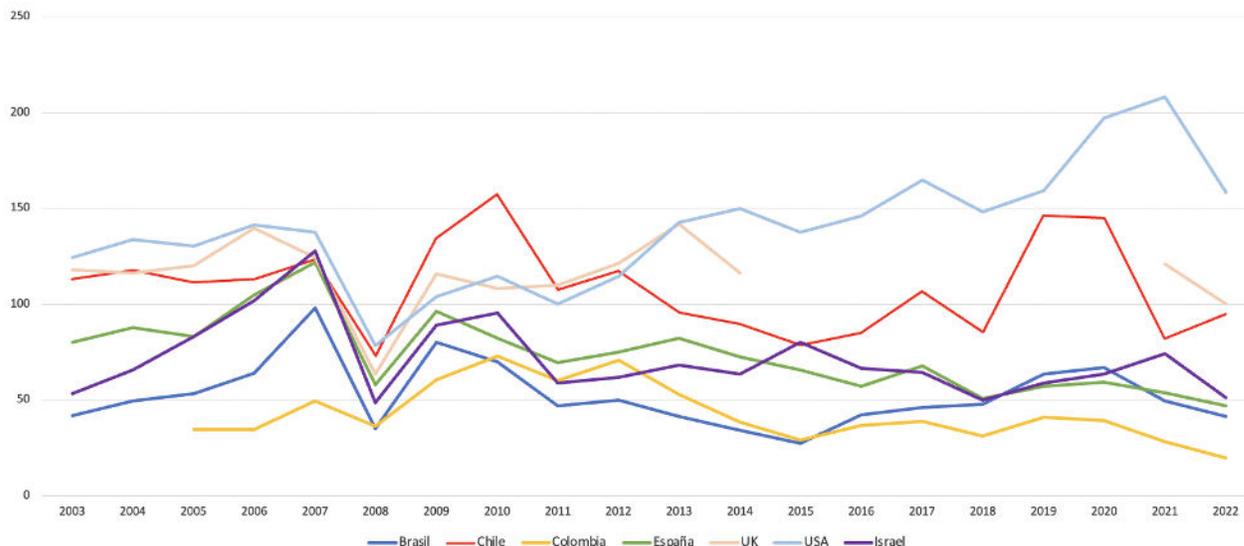
Fuente: elaboración propia según información de Bolsa de Santiago.

Otra manera de dimensionar la relevancia de la capitalización bursátil en el financiamiento de las firmas en Chile, es cuantificarla como proporción del PIB en comparación con otros países. Tal como se puede apreciar en la Figura 3, en el año 2023, la capitalización representó cerca del 60 % del PIB, proporción que ha disminuido significativamente desde el año 2010 donde representaba un 161 % del PIB. La misma tendencia, pero en menor magnitud, se ha visto en España con un valor cercano al 82 % en el año 2023. En el caso de Estados Unidos, es posible observar aumentos significativos entre los años 2008 a 2021, pasando de un 78 % a un 208 %, disminuyendo en el año 2022 a un 158 %. Por último, economías latinoamericanas como Brasil y Colombia se encuentran consistentemente bajo el porcentaje de Chile, señalizando valores bursátiles menores respecto a su PIB. En efecto, y para el año 2022, este porcentaje fue de un 42 % en Brasil y de un 20 % en Colombia.

Lo anterior se refleja en los indicadores del FMI, donde la relevancia del mercado bursátil en Chile es inferior que la de países como Estados Unidos y Reino Unido.



Figura 3: Capitalización bursátil sobre PIB, periodo 2003-2022.



Fuente: FMI. En el caso de Colombia no se cuenta con información previa al año 2005, mientras que para el Reino Unido no existen datos entre los años 2015 y 2020.

Nota: “La capitalización de mercado (también conocida como valor de mercado) es el precio de las acciones multiplicado por el número de acciones en circulación (incluidas sus distintas clases) para las empresas nacionales que cotizan en bolsa. Quedan excluidos los fondos de inversión, los “unit trusts” y las empresas cuyo único objetivo empresarial sea poseer acciones de otras empresas cotizadas. Los datos son valores de fin de año”.

## 3.2. Financiamiento mediante deuda

En el caso del financiamiento a través de deuda, la deuda de empresas no bancarias a nivel nacional tiene diferentes fuentes, las que han variado en proporción a través del tiempo, como es posible ver en la Figura 4. Según describe el Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2023 del Banco Central<sup>33</sup>, a fines del año 2023, la principal fuente de endeudamiento para empresas no bancarias era la deuda con la banca local<sup>34</sup> con un valor cercano al 45 % del PIB, seguido de los bonos externos<sup>35</sup>, con un 19 % del PIB, finalizando con la Inversión Extranjera Directa<sup>36</sup>, con un

<sup>33</sup> Disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-segundo-semestre-2023>, [6].

<sup>34</sup> Incluye créditos contingentes, personas y comex. No incluye deuda comercial universitaria. Descripción extraída de “Gráficos en Excel – Capítulo II Usuarios de Crédito” del Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2023, disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2023>.

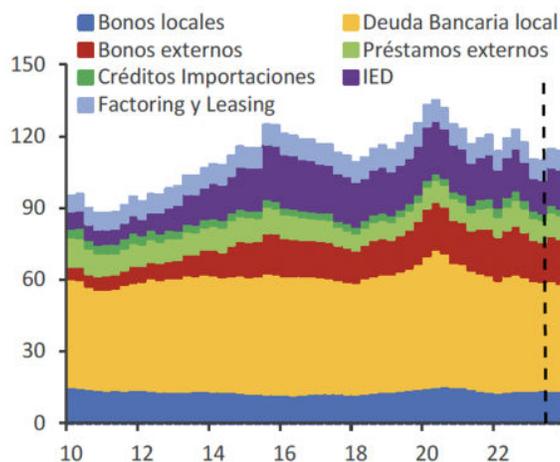
<sup>35</sup> Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del último mes de cada trimestre. Descripción extraída de “Gráficos en Excel – Capítulo II Usuarios de Crédito” del Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2023, disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2023>.

<sup>36</sup> Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del último mes de cada trimestre. Descripción extraída de “Gráficos en Excel – Capítulo II Usuarios de Crédito” del Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2023, disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2023>.



16% del PIB. En una menor proporción siguen los bonos locales<sup>37</sup> y préstamos externos<sup>38</sup>, con un 14% y un 10% respectivamente.

Figura 4: Distribución de deuda de empresas no bancarias como porcentaje del PIB, periodo 2010-2023.



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

En relación al financiamiento bancario -a través de deuda- es importante destacar que, según la encuesta ELE, los bancos fueron la fuente más utilizada para las empresas. En efecto, el 61,3% de las grandes empresas utilizaron este mecanismo, mientras que el 64,2% de las empresas medianas hicieron uso de él. Este uso disminuye entre empresas pequeñas (45,6%) y microempresas (32,9%). Algo similar ocurre con el financiamiento de proveedores, utilizado por algo más de la mitad de las grandes y medianas empresas (52,5% y 51,3%, respectivamente), pero solo por un 37,3% y 27,5% de las pequeñas y microempresas.

Consistente con lo anterior, en el Cuadro 4 se puede apreciar que las Megaempresas son las que poseen una mayor proporción de la deuda comercial total en Chile, pasando de un 77% en el año 2019 a un 85% en el año 2023. Las Micro y Pequeñas empresas tiene una proporción menor, pasando de un 2% en el año 2019 a un 1% en el año 2023. Junto a lo anterior, la deuda comercial promedio también tiene diferencias sustanciales por tamaño de firma. En efecto, las Microempresas pasaron de tener una deuda promedio de 81 UF en el año 2019 a 92 UF en el año 2023, mientras que las

<sup>37</sup>Bonos corporativos, bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio. Descripción extraída de “Gráficos en Excel – Capítulo II Usuarios de Crédito” del Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2023, disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2023>.

<sup>38</sup>Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del último mes de cada trimestre e incluye a organismos multilaterales. Descripción extraída de “Gráficos en Excel – Capítulo II Usuarios de Crédito” del Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2023, disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2023>.



Mega empresas pasaron de un 32.188 UF a 32.680 UF en los mismos años respectivamente<sup>39-40-41</sup>.

Cuadro 4: Deuda comercial bancaria (UF) según tamaño de la empresa, periodo 2019 a 2023.

Tamaño empresa	2019		2020		2021		2022		2023	
	Monto UF	%								
Micro	959.227	0.33 %	1.014.269	0.58 %	1.344.338	0.65 %	1.017.922	0.36 %	342.988	0.14 %
Pequeña	6.149.838	2.14 %	4.648.307	2.64 %	5.149.976	2.51 %	4.297.562	1.53 %	2.611.348	1.03 %
Mediana	12.958.378	4.50 %	7.368.612	4.19 %	6.736.730	3.28 %	6.008.816	2.13 %	5.265.520	2.09 %
Grande	46.645.057	16.21 %	33.505.239	19.06 %	32.560.513	15.86 %	36.172.437	12.84 %	285.475.867	11.31 %
Mega	221.102.702	76.82 %	129.205.762	73.52 %	159.535.619	77.70 %	234.263.695	83.14 %	215.622.216	85.45 %
<b>Total</b>	<b>287.815.202</b>		<b>175.742.190</b>		<b>205.327.177</b>		<b>281.760.431</b>		<b>252.389.659</b>	

Fuente: elaboración propia según información de la CMF.

### 3.3. Aspectos relevantes del financiamiento de capital por inversionistas institucionales

Los inversionistas institucionales en Chile como administradores de activos han ido cobrando cada vez más importancia en el sistema financiero chileno, tal como se muestra en la Figura 5. Lo anterior es relevante, debido a que la toma de decisiones que ocurra al interior de una empresa, en materia de gobiernos corporativos y potenciales discrepancias entre accionistas mayoritarios y minoritarios, difiere significativamente en caso de existir inversores institucionales que representen a sus aportantes y que poseen las facultades, obligaciones, los recursos profesionales y los incentivos para ello, tal como se detallará en la sección 10<sup>42</sup>.

<sup>39</sup>Según información de la CMF, y relativo a la deuda de la banca comercial, la data disponible no permite segregar la cartera conforme al criterio convencional de ingresos por venta. No obstante, como forma de aproximarse al tamaño de los prestatarios, se utilizan cortes de deuda obtenidos de proyectar la clasificación habitual de tamaño de empresa según ingresos por venta a los volúmenes de deuda comercial, informados a través del Sistema de Deudores de la SBIF.

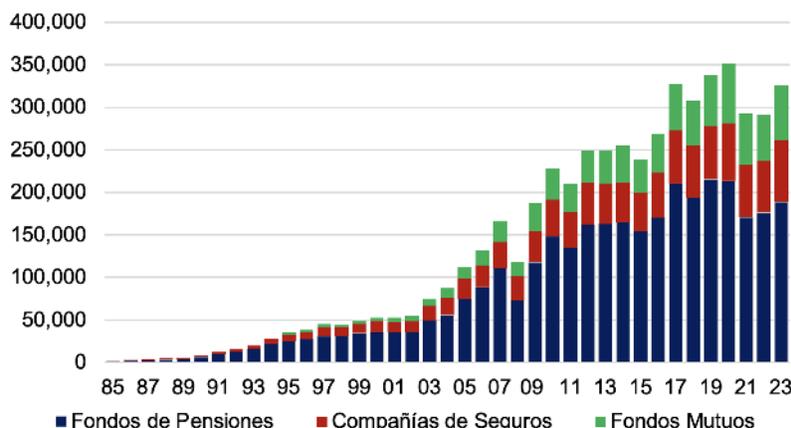
<sup>40</sup>Se obtuvieron proyectando una clasificación de venta propuesta por CORFO, a los volúmenes de deuda comercial informados a través del Sistema de Deudores SBIF: (a) Microdeudores: deuda menor a 500 U.F.; (b) Deudores pequeños: deuda desde 500 UF hasta 4.000 UF; (c) Deudores medianos: deuda desde 4.000 UF hasta 18.000 UF; (d) Deudores grandes: deuda desde 18.000 UF a 200 mil UF; y (e) Mega deudores: deuda superior a 200 mil UF.

<sup>41</sup>Para esta tabla se utilizan datos de la CMF, donde se define deuda comercial de la siguiente forma “El ejercicio está circunscrito a: créditos comerciales. Los créditos comerciales consignados en el ejercicio son aquellos que las instituciones financieras deben informar en el archivo D32. Se excluyen las operaciones de factoring y pacto. Sólo se consigna información asociada a créditos originales destinado a empresas y las reprogramaciones destinadas a empresas.”. [www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-29507.html](http://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-29507.html).

<sup>42</sup>Sección 3.7 OECD Corporate Governance Factbook 2023, [42].



Figura 5: Evolución activos administrados por inversionistas institucionales (millones de dólares).



Fuente: Marcel, Mario y Berstein, Soledad *“Sistema Financiero en Chile: Lecciones de la Historia Reciente”*, Documentos de Política Económica 67, octubre 2019, Banco Central de Chile, gráfico 2.2(a), actualizado con información de CMF y Superintendencia de Pensiones.

Relativo a los fondos en el mercado de capitales<sup>43</sup>, existen los fondos de inversión públicos<sup>44</sup>, privados<sup>45</sup> y fondos mutuos<sup>46</sup>. Para el año 2022, se manejaba, de manera conjunta en estos tres tipos de fondos, un total de 32.847 millones de dólares<sup>47</sup>, representando un 11 % del PIB. En términos de relevancia, los fondos públicos de inversión representaban el 71,1 % del total (7,8 % del PIB), los fondos privados un 20,6 % (2,2 % del PIB) y los fondos mutuos de capitalización un 8,3 % (0,9 % del PIB).

Respecto a los fondos de inversión, tal como se puede apreciar en la Figura 6, el crecimiento de los montos se debe principalmente a los aportes de inversionistas institucionales<sup>48</sup>. En el año 2022,

<sup>43</sup>Los fondos se caracterizan por ser un patrimonio aportado por personas naturales y jurídicas, denominadas partícipes o aportantes, para su inversión en valores y bienes que le permita la Ley Única de Fondos (Ley N° 20.712).

<sup>44</sup>Los fondos de inversión públicos son aquellos cuyas cuotas son valores de oferta pública y tienen más de 50 partícipes o al menos un inversionista institucional. Los fondos de inversión se pueden categorizar entre fondos rescatables y no rescatables. Los Fondos de Inversión Rescatables son aquellos que permiten el rescate total y permanente de cuotas y su pago es entre 11 y 179 días. Los Fondos de Inversión No Rescatables son aquellos que no permiten a los aportantes el rescate total y permanente de sus cuotas, o que, si lo permiten, pagan a sus aportantes las cuotas rescatadas en un plazo igual o superior a 180 días.

<sup>45</sup>Los fondos de inversión privada son aquellos que no hacen oferta pública de sus valores y están integrados con un número límite de 49 aportantes (que no sean integrantes de una misma familia, de acuerdo con lo definido en la misma ley).

<sup>46</sup>Los fondos mutuos son aquellos fondos que permiten el rescate total y permanente de las cuotas, y que paguen dichos rescates en un plazo inferior o igual a 10 días. Es importante destacar que existen montos de capitalización invertidos en otros fondos mutuos, por ejemplo, fondos mutuos mixtos. En el caso de los fondos mutuos de libre inversión, estructurados y dirigidos a inversionistas calificados, no existe claridad si parte de ellos también se destina a capitalización. De esta manera, el monto indicado es una subestimación de la totalidad de los montos invertidos en fondos mutuos para capitalización.

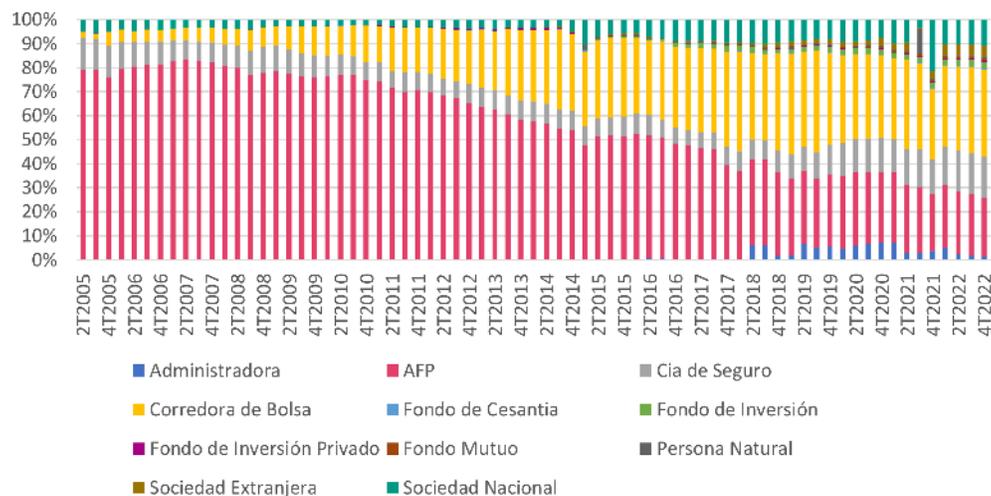
<sup>47</sup>No se consideran los fondos alternativos de deuda privada ni mobiliarios de deuda. Para mayores detalles ver Cuadro 14 en Anexo. <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2023/04/Resultados-Industria.pdf>.

<sup>48</sup>Se define como inversionista institucional a aquellas organizaciones que operan grandes volúmenes de activos: bancos, sociedades financieras, compañías de seguro, AFP, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley. <https://www.cmfcile.cl/educa/621/w3-propertyvalue-709.html#:text=Organizaciones%20operan%20grandes%20vol%20de%20fondos%20autorizados%20por%20ley>.



cerca del 80% de los aportes a los fondos de inversión provenían de AFP (25%), compañías de seguros (20%) y corredoras de bolsa (35%), siendo prácticamente marginales los aportes directos de personas naturales, sociedades extranjeras, etc.

Figura 6: Evolución de aportantes en industria de fondos de inversión en Chile, periodo 2005-2022.



Fuente: Documento de trabajo N° 125 (junio 2023), “Efectos de la industria de fondos de inversión en la economía chilena”, Clapes UC (Hermann González y Felipe Larraín), [27]. Se modificaron los colores originales del gráfico para mayor claridad.

En el caso de los fondos mutuos, que son administrados por las Administradoras de Fondos Generales (en adelante “AGF”) -que también son considerados inversionistas institucionales- sumaban inversiones en el país por 72.538 millones de dólares a fines del año 2023<sup>49</sup>.

Ahora, respecto a las AFP como inversionistas institucionales, es importante destacar que sus inversiones nacionales al año 2023, a través de diversos instrumentos, alcanzaron un valor total de 100.436 millones de dólares, equivalente a un 33% del PIB<sup>50</sup>. Dichas inversiones pueden segmentarse en inversiones de renta variable (13,7%) y renta fija (85,2%)<sup>51</sup>.

Dentro de las inversiones nacionales en renta variable de las AFP, destacan las inversiones en acciones, representando un 12,7% de las inversiones totales en su conjunto. En el caso de las inversiones nacionales en renta fija, las inversiones en instrumentos de tesorería, bonos bancarios y bonos de empresas y efectos de comercios representaron un 40,9%, 26,1% y 15,4% respectivamente. Las AFP también poseen inversiones en activos alternativos, que corresponden a nuevos instrumentos de inversión permitidos en la cartera de las AFP desde el año 2017, lo que permite ampliar el número

<sup>49</sup>Cabe destacar que parte de las inversiones de los fondos mutuos también se realizan en el extranjero, montos no considerados en esta tabla. En detalle, y para diciembre de 2023, existían 5.978 millones de dólares de inversión en el exterior. Para mayores detalles, revisar Cuadro 10 en Anexo.

<sup>50</sup>A diciembre del año 2023, las AFP también tenían inversiones extranjeras por 88.158 millones de dólares, correspondiente a un 46,7% del total de fondos de pensiones en la misma fecha. [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15901\\_recurso\\_1.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15901_recurso_1.pdf).

<sup>51</sup>Para mayores detalles, revisar Cuadro 11 en Anexo.



de firmas que pueden buscar financiamiento de capital o deuda a través de los fondos de pensiones permitidos por la Ley de Productividad (Ley N° 20.956)<sup>52</sup>.

En el caso específico de las inversiones de las AFP en renta variable (acciones, fondos de inversión y activos alternativos), ellas representaron un 7,6 % de la capitalización bursátil (178.907 millones de dólares)<sup>53</sup>.

Por último, las compañías de seguros también son inversionistas institucionales. La legislación distingue entre compañías de seguros de vida y compañías de seguros generales. Según la CMF, las inversiones de las aseguradoras en su conjunto, a diciembre del 2023, ascendieron a 72.536 millones de dólares (24 % del PIB), distribuidos en 2.709 millones de dólares por las compañías de seguros generales (1 % del PIB) y 69.827 millones de dólares por las compañías de seguros de vida (23 % del PIB)<sup>54</sup>.

En relación con los instrumentos de inversión utilizados por las aseguradoras -tanto de seguros de vida como seguros generales- en diciembre de 2023, las compañías de seguros de vida distribuían sus inversiones de la siguiente forma: 26,5 % en bonos y debentures, 17,3 % en inversión exterior, 16,3 % en inversiones inmobiliarias, 10,9 % en mutuos hipotecarios y 10,2 % en bonos bancarios. En el caso de las inversiones de las compañías de seguros generales, el 35,5 % correspondió a bonos bancarios, 16,6 % a bonos y debentures, 16,1 % a instrumentos del estado, 13,4 % a cuentas corrientes y 5,7 % a depósitos a plazo. Los montos de las inversiones por tipo de instrumento se resumen en el Cuadro 12 en Anexo.

En conclusión, luego de analizar las distintas fuentes de financiamiento existentes en Chile, es posible descartar que la única manera de financiar la entrada de potenciales competidores al mercado local sea poseer acceso a financiamiento bancario. Ello, ya que dicha afirmación no considera distintas fuentes de financiamiento muy relevantes en nuestro país, tales como: inversión extranjera directa, inversiones de capital y bonos de empresas, inversiones de AFP en capital y bonos, préstamos extranjeros, entre otros que se describieron en esta sección.

## 4. Métricas de concentración del sector financiero y comparación internacional

En la presente sección, se analiza la concentración de la banca chilena, ya que los activos asociados a este sector representan un 75 % de los activos del sector financiero en el país<sup>55</sup>. Se realiza un análisis comparado del nivel de concentración del sector bancario en Chile respecto de otros países, utilizando como aproximaciones de poder de mercado la concentración de los activos y márgenes sobre intereses.

Las Figuras 7 y 8 muestran dos medidas de concentración bancaria respecto al PIB per cápita

<sup>52</sup>En la misma línea de facilitar la inversión en firmas de menor tamaño por parte de los fondos de pensiones, el 15 de abril de 2024, el Banco Central fijó nuevos límites de inversión en activos alternativos para fondos de pensiones, aumentándolos gradualmente entre los años 2024 a 2027 en distintos porcentajes según el tipo de fondo. Por ejemplo, actualmente el límite de inversión en activos alternativos del fondo A es de un 13 %, el cual pasará a un 20 % en el año 2027. En el caso del fondo E, este pasará de un 5 % en 2024 a un 6 % en 2027. <https://www.bcentral.cl/documentos/33528/133214/rcc-08052024.pdf/9b803c91-7d58-af3a-5663-72a6b53f6d6f?t=1715186603330>.

<sup>53</sup>Considerando el tipo de cambio con fecha 29 de diciembre del año 2023 y una cotización bursátil de 158.259.418 millones de pesos.

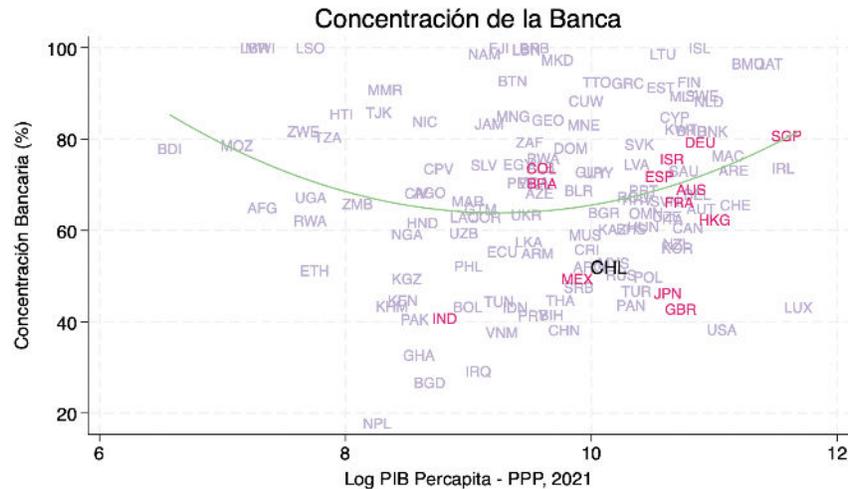
<sup>54</sup>Para mayores detalles, revisar el Cuadro 12 en Anexo.

<sup>55</sup>Ver Lineamientos para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile, [20].



de distintos países, en base a información del Banco Mundial al año 2021. La primera medida corresponde a los activos de los tres principales bancos comerciales (CR3) como proporción del total de activos de la banca<sup>56</sup>. La segunda medida (CR5) muestra la concentración de los activos bancarios de los cinco principales bancos de cada país, como proporción de los activos bancarios totales. Como se puede observar, la banca chilena no parece estar particularmente concentrada en comparación con países de similar PIB per cápita en el resto del mundo; y en particular, en comparación con otros países de Latinoamérica, y también Israel, caso paradigmático según la peticionaria.

Figura 7: Concentración de la banca en activos (CR3), año 2021.

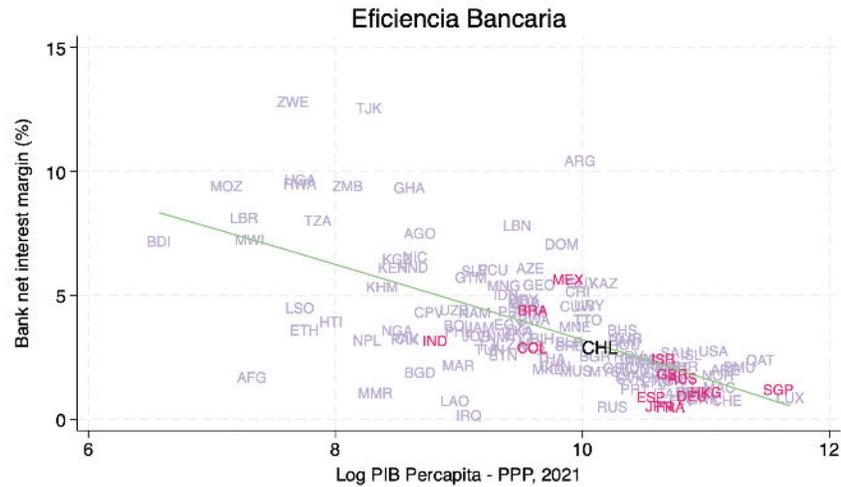


<sup>56</sup>Los activos totales incluyen activos productivos totales, efectivo y deudas bancarias, bienes inmuebles adjudicados, activos fijos, crédito mercantil, otros intangibles, activos por impuestos corrientes, activos por impuestos diferidos, operaciones descontinuadas y otros activos. <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/global-financial-development/series/GFDD.OI.01>.





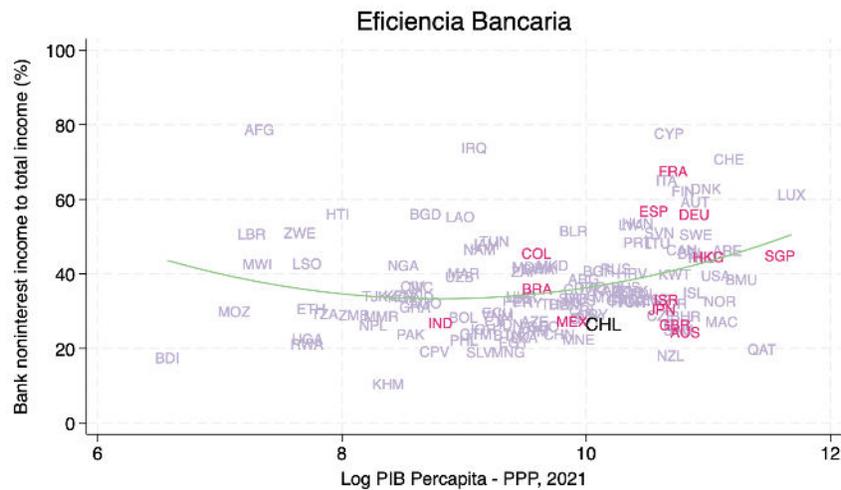
Figura 9: Margen neto sobre intereses, año 2021.



Fuente: elaboración propia, en base a datos del Banco Mundial.

En este mismo sentido, la Figura 10 compara la proporción de ingresos no asociados a interés bancario como proporción del ingreso total de la banca para un conjunto de países. Como se observa en este indicador, Chile se encuentra bajo la media.

Figura 10: Proporción de ingresos distintos de intereses sobre el total, año 2021.



Fuente: elaboración propia, en base a datos del Banco Mundial.

De esta manera, en la banca chilena, los ingresos directos por las tasas de interés netas, como también los ingresos que no tienen relación con los intereses bancarios, se encuentra en rangos



promedios o inferiores a otros países, demostrando en algún grado los bajos niveles de concentración y la relativa competitividad existente en la banca nacional.

## 5. Evolución de concentración de mercados financieros y relación con conglomerados: Chile

Dentro de los potenciales riesgos planteados por Conadecus en su consulta, estaría el potencial traspaso de poder de mercado desde los productos provistos por los conglomerados financieros a sus empresas relacionadas en los conglomerados reales. Para poder analizar dicha suposición, en esta sección se analizará la evolución del nivel de concentración de cada mercado financiero en que participan los conglomerados financieros (provisión de créditos comerciales, inversión de los montos administrados por las administradoras de fondos y primas invertidas por las compañías de seguros relacionadas), para luego analizar las regulaciones relevantes para cada uno de los mercados y la entrada, tanto reciente como potencial.

### 5.1. Mercado crediticio

El mercado crediticio nacional, desde el punto de vista de financiamiento de pequeñas y medianas empresas, está compuesto por créditos comerciales bancarios, créditos de consumo y tarjetas de crédito. Se incluyen los mercados de deuda de consumo bancaria, ya que es habitual que las PYMES soliciten créditos como personas naturales<sup>57</sup>. En la misma línea, se incluyen los montos transados en tarjetas de crédito, dado que las PYMES también utilizan dichas líneas para el desarrollo de su negocio.

Se puede destacar que en el mercado crediticio en Chile existen 6 principales emisores bancarios que proveen créditos comerciales, créditos de consumo y líneas de tarjetas de crédito: Banco de Chile, Banco Santander, Banco de Crédito e Inversiones (BCI)<sup>58</sup>, Banco Estado, Scotiabank y Banco Itaú. Tres de ellos son parte de conglomerados económicos privados con propiedad en el sector real en el país -considerando a Banco Estado como un banco público-, mientras que ni Banco Santander, ni Banco Itaú ni Scotiabank<sup>59</sup> tienen relación con economía real. La Figura 11 muestra la evolución de las participaciones de mercado de los principales emisores bancarios en el mercado crediticio nacional para el período 2010-2023, donde es relevante apreciar que la participación de mercado agregada de los tres principales oferentes ha ido disminuyendo significativamente en el tiempo. La Figura 12 muestra que el indicador (CR3) disminuyó de un 54% en el año 2008 a un 49% al año 2023. Lo anterior también se ve reflejado en el índice de Herfindahl-Hirschmann (HHI) que está en torno a 1.200, reflejando un mercado de baja concentración<sup>60</sup>.

<sup>57</sup>A modo de ejemplo en el caso del crédito COVID-19 FOGAPE, tanto personas naturales como jurídicas podían solicitar el crédito. En efecto, cerca del 40% de las solicitudes pertenecían a personas naturales. [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-46781\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-46781_doc_pdf.pdf), [19].

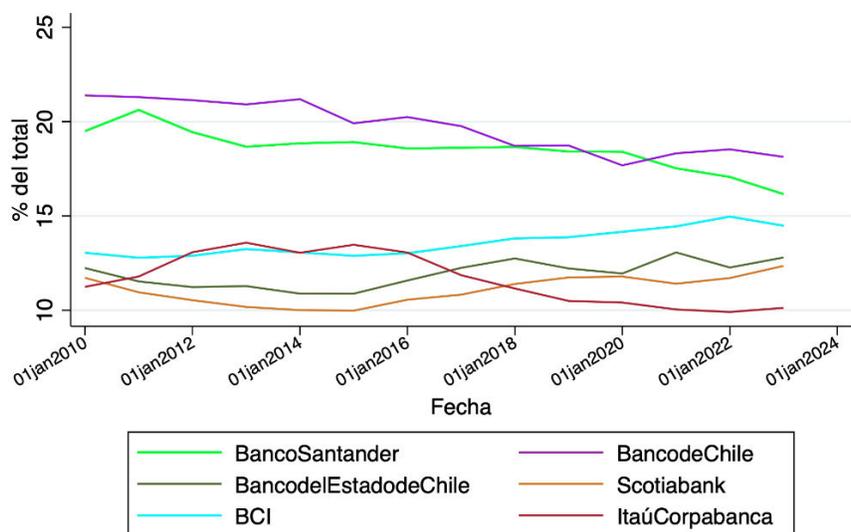
<sup>58</sup>En el caso de BCI, y como será descrito posteriormente en este informe, existe una separación entre las empresas que participan en la economía financiera y en la economía real. El objeto social de Empresas Juan Yarur SpA son inversiones, actividades financieras y seguros, mientras que Empresas JY S.A. mantiene todos los activos asociados a actividades comerciales, industriales, de servicios, etc.

<sup>59</sup>Se debe tener presente que si bien Bank of Nova Scotia tiene el 99,98% de las acciones de Scotiabank Chile, Salvador Said (Grupo Said) es el presidente del directorio de este banco.

<sup>60</sup>Estos resultados no cambian sustancialmente si se analizan por separado los mercados de créditos comerciales, créditos de consumo y tarjetas de crédito. Esto se puede revisar en detalle en Anexo, específicamente en las Figuras 28 y 29 para el mercado de cartera comercial bancaria, en las Figuras 30 y 31 para el mercado de consumo bancario, y en las Figuras 32 y 33 para el mercado de las tarjetas de crédito.

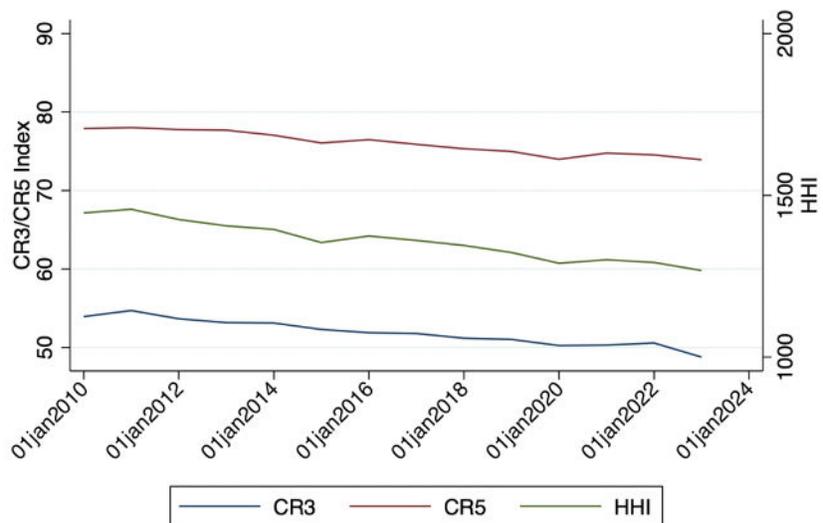


Figura 11: Participaciones de mercado – cartera de consumo y comercial bancaria, y tarjetas de crédito –, periodo 2010 a 2023.



Fuente: elaboración propia con datos de CMF.

Figura 12: Concentración de mercado en cartera de consumo y comercial bancaria, y tarjetas de crédito, periodo 2010 a 2023.



Fuente: elaboración propia con datos de CMF.

Dados los bajos niveles de concentración observados en el mercado crediticio -considerando los créditos comerciales, de consumo y tarjetas de crédito-, se puede descartar la hipótesis de existencia



de alta concentración. También se puede descartar el potencial riesgo para la libre competencia señalado por Conadecus, en cuanto a que los bancos de un conglomerado podrían negar el acceso al crédito a empresas que compitan con empresas pertenecientes al conglomerado. Lo anterior no sería una estrategia racional ni efectiva para un banco perteneciente a un conglomerado, ya que las firmas que solicitan financiamiento disponen de otros potenciales oferentes en el mercado que no pertenecen a un conglomerado en la economía real, como son Banco Itaú, Scotiabank y Banco Santander. Por lo tanto, la hipótesis planteada por la Conadecus sería aún menos viable. En efecto, para el año 2023, los bancos sin relación con firmas en el sector real concentraron en torno a un 38 % de participación en créditos comerciales y un 44 % en créditos de consumo, mientras que en tarjetas de crédito concentraron un 34 %. Estos valores se incrementan si se considera a Banco Estado como un oferente estatal, obteniendo una participación conjunta de un 51 % en créditos comerciales, un 55 % en créditos de consumo y un 37 % en montos transados en tarjetas de crédito. Adicionalmente, como se cuantificó en la sección 2, no todos los conglomerados están en todos los sectores reales, por lo tanto sus bancos carecerían de incentivos a negar financiamiento a un gran número de firmas del sector real.

La conclusión anterior se mantiene si analizamos el potencial riesgo en base a la heterogeneidad por tamaño de las firmas. Tal como se señaló en la Sección 3.1, las firmas de gran tamaño no solo se financian a través de deuda bancaria local, sino que poseen sustitutos para el financiamiento de sus activos: pueden acceder a endeudamiento a nivel internacional, emitir acciones, emitir bonos o pueden contar con financiamiento propio.

En cuanto a las firmas de menor tamaño, es relevante señalar que, tal como se mencionó en la Sección 3.2, el financiamiento a través de deuda comercial no es el más relevante para las PYMES. Adicionalmente, tanto la existencia de bancos que no son parte de un conglomerado, como la existencia de un banco estatal -como Banco Estado que posee una política dirigida a las PYMES- mitigan cualquier potencial riesgo.

Respecto a la política de Banco Estado de financiamiento a las PYMES, de acuerdo con su *“Informe Financiero – Comentarios de la Gerencia”* de diciembre de 2023, sus colocaciones comerciales alcanzaron un stock de \$16.663.675 millones; de éstas, un 31,3 % correspondieron a empresas de menor tamaño (es decir, microempresa, pequeña empresa y mediana empresa). Es importante mencionar que este 31,3 % de las colocaciones de Banco Estado en empresas de menor tamaño, es sustancialmente mayor a las colocaciones que hace la banca nacional en su conjunto en estas mismas firmas (la que asciende a un 3,26 % del total de colocaciones). Al cierre de 2023, las colocaciones en los segmentos microempresa y pequeña empresa de BancoEstado aumentaron en 105,2 % y 32,1 % respectivamente respecto del año anterior, lo que fue impulsado por el programa FOGAPE Chile Apoya, que representó el 70,7 % de las colocaciones de microempresa y el 45,5 % de pequeña empresa.

Otra manera de representar la importancia de las colocaciones comerciales focalizadas en PYMES por parte Banco Estado, es a través de la relevancia que posee en la entrega créditos FOGAPE Chile Apoya el año 2023, donde el 31 % del del monto de operaciones fue ejecutado bajo este programa<sup>61</sup>.

#### 5.1.1. Entrantes al mercado crediticio

Otro aspecto relevante para el análisis de competencia son los entrantes al mercado de provisión crediticia, que buscan ofrecer soluciones de crédito comerciales y así competir con el sector financiero tradicional. Si bien no se cuenta con información desagregada por oferente para dimensionar su

<sup>61</sup>Para mayores detalles, ver Cuadro 13 en Anexo.



relevancia en el mercado, según el reporte Fintech Radar Chile al año 2023, el sector Fintech chileno está creciendo rápidamente. En efecto, ya existen 300 empresas Fintech chilenas<sup>62</sup>, lo que representa un aumento significativo respecto de las 179 empresas existentes en el año 2021. En cuanto al segmento de préstamos, este representa un 14 % de la totalidad de firmas -equivalente a 43 proveedoras de créditos-, con un incremento de 80 % entre los años 2021 y 2023. Es importante destacar que más de un 60 % de las empresas Fintech apuntan a empresas bancarizadas y menos de un 5 % están focalizadas en PYMES no bancarizadas; así, el potencial competitivo que estas empresas poseen en el mercado crediticio, donde compiten con los emisores bancarios y no bancarios tradicionales, sería relevante. Tal como menciona el reporte, lo anterior se debería a la alta madurez del mercado chileno en cuanto a bancarización digital: Chile es uno de los referentes de la región a este respecto, lo que se ve reflejado en los servicios que prosperan en el mercado.

En cuanto a los montos, las plataformas de financiamiento Fintech en Chile registraron un crecimiento anual de un 64 %, variando de 489,1 millones de dólares al año 2019 a 803,6 millones al año 2020. El mercado chileno es el segundo más grande en Latinoamérica, después de Brasil. Del total del financiamiento en 2020, un 98 % correspondió a facturas (*invoice trading*). Si bien este mercado posee una tendencia creciente, en Chile su penetración es aún marginal, ya que representó sólo un 0,4 % respecto al mercado crediticio bancario al año 2020<sup>63</sup>.

### 5.1.2. Regulación financiera mercado crediticio bancario

Otro factor estructural del mercado del crédito chileno, que es esencial para este análisis de competencia, tiene relación con la regulación financiera existente. Si bien esta regulación tiene objetivos prudenciales -para evitar riesgo de contagio entre el sector financiero y el sector real-, las restricciones legales de la Ley General de Bancos (en adelante “LGB”), en el artículo 84 inciso número 2 y 4, establecen límites a los préstamos entre relacionados, los cuales reducen el riesgo de que el financiamiento de una entidad financiera sea dirigido a las empresas del mismo grupo<sup>64</sup>. En resumen, los artículos antes citados mencionan:

- Los bancos no pueden conceder créditos a personas naturales o jurídicas vinculadas directa o indirectamente a la propiedad o gestión del banco en términos más favorables en cuanto a plazos, tasas de interés o garantías que los concedidos a terceros en operaciones similares. Incurren en el delito previsto en el art. 141 de la LGB los directores, gerentes u otras personas que hayan participado a cualquier título en la dirección o administración del banco que celebren contratos u otro tipo de convenciones en perjuicio del patrimonio de un banco, con las personas naturales o jurídicas a que se refiere esta norma.
- Los bancos no pueden conceder créditos que excedan el 5 % de su patrimonio efectivo a personas naturales o jurídicas vinculadas directa o indirectamente a la propiedad o gestión del banco. Este límite se incrementará hasta un 25 % de su patrimonio efectivo, si lo que excede del 5 % corresponde a créditos caucionados.
- Los bancos no pueden conceder, directa o indirectamente, créditos a un director, o a cualquiera persona que se desempeñe en ella como apoderado general. Tampoco podrán conceder créditos

<sup>62</sup>Adicionalmente existen otras 78 firmas internacionales en el país. Sin embargo, el reporte no desagrega por tipo de producto financiero que proveen en el mercado local.

<sup>63</sup>Reporte Fintech del Centre for Alternative Finance, de la Universidad de Cambridge <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>, [50].

<sup>64</sup><https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=83135&idParte=8703398&idVersion=>



al cónyuge o a su conviviente civil ni a los hijos menores bajo patria potestad de tales personas, ni a las sociedades en que cualquiera de ellas forme parte o tenga participación.

Luego, resulta bastante claro que la regulación vigente antes indicada prohíbe y sanciona duramente que los bancos puedan favorecer a empresas o personas relacionadas, sea invirtiendo en ellas o concediéndoles créditos en condiciones más ventajosas. A ello se suma la regulación aplicable a operaciones con partes relacionadas prevista en la Ley 18.046. Los bancos tampoco pueden dejar de conceder créditos a empresas no relacionadas, si dichos créditos son ventajosos para el banco; ni pueden discriminar a empresas no relacionadas respecto de las condiciones de otorgamiento de esos créditos, en caso que ello atente contra los intereses del banco. Dichos actos están prohibidos por reglas legales de gobierno corporativo, e incluso podrían configurar el delito de administración desleal.

El bajo grado de concentración del financiamiento bancario en conglomerados con propiedad en sector real, junto con la regulación financiera existente, permiten descartar el riesgo teórico planteado por Conadecus, en cuanto a que grupos del sector real que poseen un conglomerado financiero puedan impedir el ingreso de competidores no integrados al sector real, por la vía de limitar el acceso a crédito bancario.

Finalmente, la hipótesis que plantea Conadecus, de que un banco perteneciente a un conglomerado favorezca con una menor tasa a una empresa afiliada a otro conglomerado para que después esta última le “devuelva el favor”, supondría que cada banco subsidie a una empresa relacionada del otro conglomerado. Dicho accionar acarrearía un claro perjuicio al patrimonio de ambos bancos. Por consiguiente, ello también está prohibido por las reglas legales de gobierno corporativo y también podría configurar el delito de administración desleal. Se debe tener presente que lo anterior, junto con la restricción de otorgar préstamos a cualquier grupo empresarial hasta cierto límite (que se describe en la sección 6), impide la aplicación de este tipo de prácticas.

## 5.2. Mercado de seguros

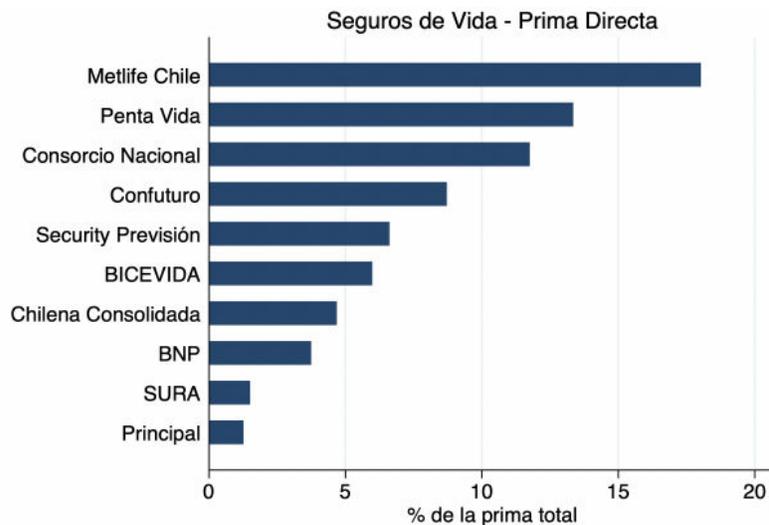
Otro de los mercados relevantes en que participan algunos oferentes pertenecientes a conglomerados financieros es el mercado de seguros. Según lo establecido en el artículo 21 del DFL N° 251 (en adelante “DFL 251”), el patrimonio de riesgo y la reserva técnica que administran las compañías de seguros son invertidos en diversos tipos de activos permitidos por ley.

Las principales aseguradoras del país, según su participación de mercado en el año 2022, revelan diferentes niveles de concentración, dependiendo si pertenecen al mercado de seguros de vida o seguros generales. En el caso de seguros de vida, el índice CR3 y el CR5 fue de un 43% y un 58% respectivamente en el año 2022, cifras que aumentaron de un 32% y un 47% en el año 2014. Respecto al índice HHI, este ha fluctuado en torno a los 700 puntos, ubicándose en el año 2022 en los 900 puntos. Relativo a los seguros generales, los índices CR3 y CR5 concentraron un 35% y un 50% respectivamente, disminuyendo desde 42% y un 61% en el año 2014. Finalmente, el índice HHI ha disminuido de un valor de 950 puntos en el año 2014 a los 700 puntos en 2023. En ambos casos, según las definiciones de la FNE, estaríamos en presencia de mercados no concentrados. Cabe destacar que las empresas que participan de algún conglomerado que sean parte de la economía real y financiera, tienen una participación de mercado de un 46% en seguros de vida, mientras que en



seguros generales, es BCI quien participa de un conglomerado<sup>65-66</sup>, con una participación menor al 15%. Todo lo anterior se puede apreciar en las Figuras 13, 14, 15 y 16<sup>67</sup>.

Figura 13: Participaciones de mercado de aseguradoras: Seguros de Vida, año 2022.



Fuente: elaboración propia con datos de CMF.

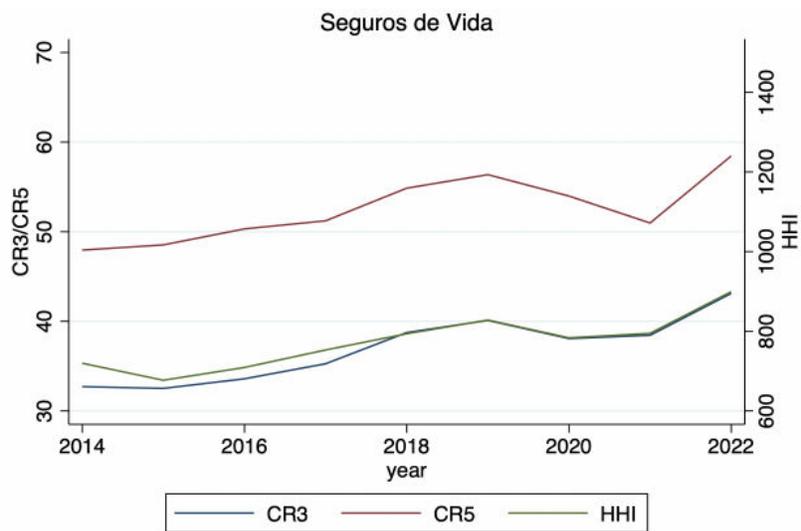
<sup>65</sup>En el caso de BCI, y su grupo controlador, existe una separación entre las empresas que participan en la economía financiera y en la economía real. El objeto social de Empresas Juan Yarur SpA son inversiones actividades financieras y seguros, mientras que Empresas JY S.A. mantiene todos los activos asociados a actividades comerciales, industriales, de servicios, etc.

<sup>66</sup>Se agrega en estadísticas de seguros de vida a Consorcio Nacional, ya que, si bien la CMF lo considera como un grupo enfocado en la economía financiera, el grupo Hurtado Vicuña tiene una participación cercana al 40% en Consorcio Financiero S.A., y a la vez mantiene, por ejemplo, una participación en torno el 70% en Cemento Polpaico S.A..

<sup>67</sup>Para mayores detalles sobre la participación de mercado entre seguros generales y seguros de vida, según prima directa, ver Figuras 34, 35 y 36.

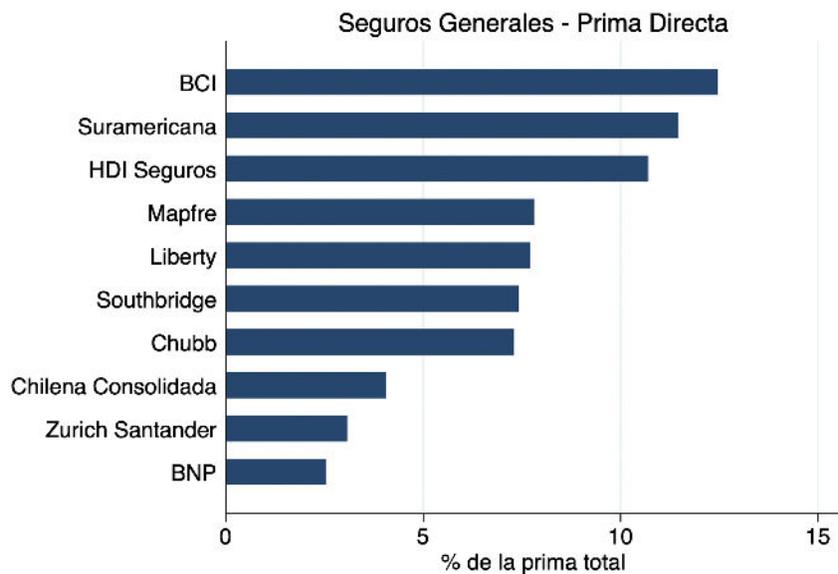


Figura 14: Índices de concentración mercado asegurador: Seguros de Vida, periodo 2014 a 2022.



Fuente: elaboración propia con datos de CMF.

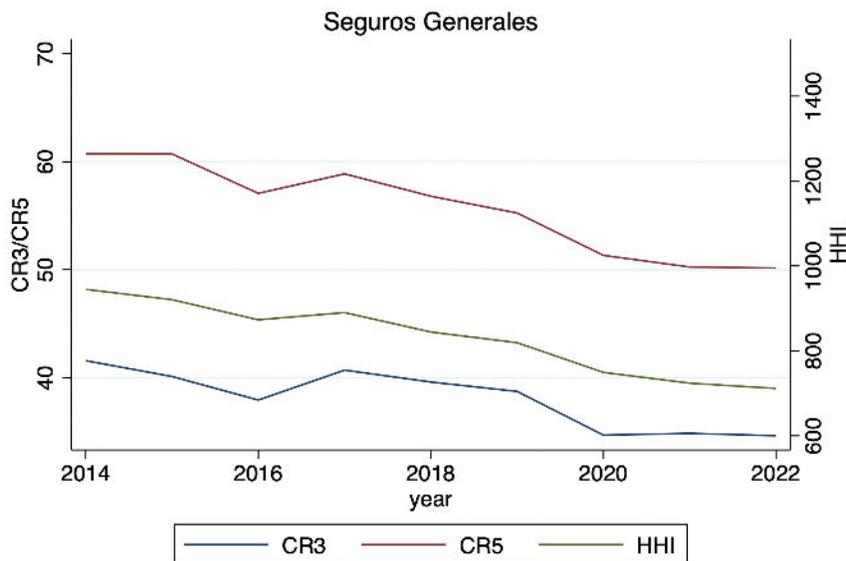
Figura 15: Participaciones de mercado de aseguradoras: Seguros Generales, año 2022.



Fuente: elaboración propia con datos de CMF.



Figura 16: Índices de concentración mercado asegurador: Seguros Generales, periodo 2014 a 2022.



### 5.2.1. Regulación financiera de aseguradoras

Otro factor estructural del mercado de seguros que es esencial para este análisis de riesgo de conglomerado tiene relación con la regulación financiera existente respecto a las inversiones que las compañías de seguro están autorizadas a hacer. El DFL 251 establece restricciones legales, donde se establecen resguardos explícitos en los artículos 11, 21 y 23, que definen límites máximos a las inversiones de las primas en empresas relacionadas a las compañías de seguro.

En particular, el artículo 11 establece prohibiciones a las aseguradoras de crédito respecto de otorgar seguros de crédito<sup>68</sup>, ni aceptar su reaseguro, cuando el asegurado o el deudor de éste sea una persona relacionada con la compañía aseguradora o reaseguradora. Esto limita las operaciones entre partes relacionadas.

Por su parte, el artículo 21 determina los instrumentos en los que pueden invertir las compañías de seguro para respaldar sus reservas técnicas y el patrimonio de riesgo de las entidades aseguradoras y reaseguradoras. Dentro de los resguardos que contempla la ley y la norma correspondiente, no permite respaldar inversiones efectuadas en los siguientes instrumentos y activos:

- La inversión en acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público emitidas por personas relacionadas a la compañía de seguro.
- Tampoco es posible respaldar con créditos otorgados a empresas relacionadas.
- Se establece un límite máximo por instrumento del 5% en bienes raíces no habitacionales sujetos a contratos de arrendamiento suscritos con personas relacionadas.

<sup>68</sup>Seguro de crédito es aquel que cubre los riesgos de pérdidas o deterioro en el patrimonio del asegurado, producto del no pago de una obligación en dinero o de crédito de dinero.



- Se establece un límite conjunto del 5 % del total, para la suma de la inversión en los siguientes instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la compañía de seguros: (i) títulos de deuda o crédito, emitidos por bancos e instituciones financieras; (ii) bonos, pagarés y otros títulos de deuda emitidos por empresas públicas o privadas; (iii) convenios de crédito; y (iv) acciones de sociedades anónimas abiertas y acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público.
- Se establece un límite del 40 % del patrimonio neto de la compañía en inversiones a personas relacionadas.
- Se establece un límite conjunto del 2,5 % para la suma de cuotas de fondos mutuos y de inversión constituidos fuera o dentro del país emitidos por personas relacionadas a la compañía de seguros cuyos activos sean extranjeros.

En cuanto a la participación en sociedades filiales, las compañías de seguro sólo pueden constituir administradoras de fondos de pensiones, que se sujetarán en todo a las normas establecidas en el DL N° 3.500 (en adelante “DL 3.500”). Además, las compañías de seguros de vida pueden constituir filiales AGFs, a las que se refiere el Título XXVII de la ley N° 18.045, sujetándose a las normas generales que establezca la CMF.

Por consiguiente, atendidos los límites antes indicados, las compañías de seguros no pueden participar en la actividad económica real, y solo pueden invertir proporciones restringidas de sus reservas y del patrimonio de riesgo en instrumentos emitidos o garantizados por empresas relacionadas.

En conclusión, el análisis de concentración de firmas que participan en mercado de seguros en conglomerados con propiedad en sector real, así como la regulación financiera que limita las inversiones por parte de las compañías de seguro en empresas relacionadas, permiten descartar el riesgo teórico planteado por Conadecus.

### **5.3. Mercado de administración de fondos: fondos de inversión y fondos mutuos**

Según se caracterizó en las secciones anteriores, el patrimonio total administrado por fondos mutuos en Chile ascendió a casi 57.400 millones de dólares, mientras que en fondos de inversión existieron cerca de 36.000 millones de dólares en el 2023<sup>69</sup>.

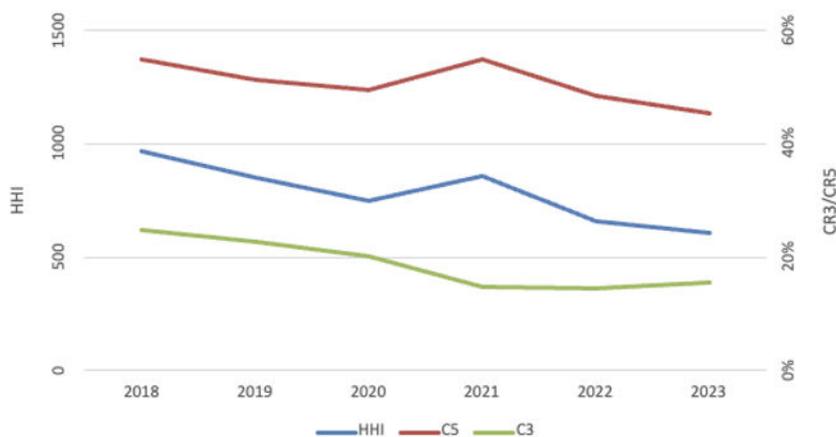
#### **5.3.1. Fondos de inversión**

En el caso de los fondos de inversión, existieron 51 AGF que administraban estos capitales a septiembre del año 2023, de las cuales el 45 % pertenece a un conglomerado financiero, según lo define la CMF. Cabe destacar que solamente un 10 % de las AGF son parte de conglomerados que tienen empresas en la economía financiera y la economía real. Los valores de concentración de las AGF han ido disminuyendo desde el año 2018 a la actualidad. En efecto, el índice CR3 pasó de un 24,8 % en 2018 a un 15,5 % a septiembre del 2023, mientras que el CR5 pasó de 54,9 % a un 45,4 % en las mismas fechas. Junto a lo anterior, el índice HHI también ha experimentado una disminución, con valores actuales en torno a los 600 puntos, indicando niveles de concentración bajos. Esto se puede apreciar en la Figura 17 a continuación.

<sup>69</sup>Según respuesta de CMF a Oficio Ordinario N° 29.317 por transparencia con fecha 4 de marzo de 2024, se indicaron montos en fondos de inversión equivalentes a 36.307 millones de dólares a septiembre del año 2023.



Figura 17: Evolución HHI, CR3 y CR5 según montos administrados en fondos de inversión, periodo enero de 2018 a septiembre de 2023.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

### 5.3.1.1 Regulación financiera de AGF

Según el artículo 58 de la Ley Única de Fondos (en adelante “LUF”), las AGF no pueden invertir los fondos administrados en empresas relacionadas a su AGF. Lo anterior, a menos que se cumplan los requisitos que establece la misma ley en los artículos 61 y 62, que relaja estas restricciones sólo en caso de fondos constituidos por aportes de inversionistas calificados<sup>70</sup>.

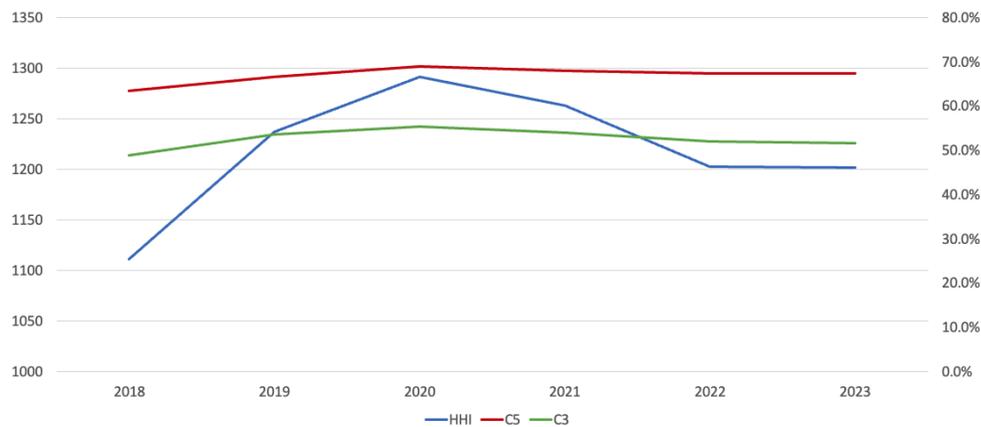
### 5.3.2. Fondos mutuos

En cuanto a las inversiones de AGF en fondos mutuos, y según registros de la CMF, el número de aportantes de estos fue cercano a los 3,1 millones. En el mercado chileno existieron 26 AGF de fondos mutuos durante el año 2023, y la Figura 18 muestra la evolución de la participación de mercado de las principales AGF según los montos administrados. Entre los años 2018 y 2023, los niveles de concentración CR3 y CR5 no han variado sustancialmente, con un valor promedio de 52,6% y un 67% respectivamente. Por su parte, el índice HHI actual es de 1.200, reflejando niveles relativamente bajos de concentración en la administración de fondos mutuos. Esto se puede apreciar en la Figura 18 a continuación.

<sup>70</sup>Según la normativa, se define como inversionista calificado a todos los inversionistas institucionales; los intermediarios de valores y productos; las personas naturales o jurídicas que, al momento de efectuar la inversión, cuenten con inversiones financieras no inferiores a 10.000 UF; y, las personas naturales o jurídicas que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones financieras no inferiores a 2.000 UF y que adicionalmente cumplan con alguno de los siguientes requisitos: contar con activos iguales o superiores a 100.000 UF, haber realizado transacciones en el mercado de valores por un monto igual o superior a 1.000 UF y con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales, durante los últimos 4 trimestres, o contar con el conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva invertir en el mercado de valores. <https://www.cmfchile.cl/educa/621/w3-propertyvalue-710.html>.



Figura 18: Evolución HHI, CR3 y CR5 según patrimonio de AGF en fondos mutuos, periodo enero de 2018 a diciembre de 2023.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

Al año 2023, un 54 % del patrimonio lo administraban empresas que no pertenecen a un conglomerado. En el caso que se considere a Banco Estado -una entidad estatal- dentro de este grupo, el total del patrimonio de fondos mutuos manejados por empresas que no pertenecen a un conglomerado asciende a un 64 %. Por último, Banco Santander, Banco Itaú y Scotiabank<sup>71</sup>, tuvieron una participación de un 28 %; estos bancos no están asociados a empresas en la economía real.

### 5.3.2.1 Entrantes

En cuanto a otros oferentes de administración de fondos, es relevante mencionar a las empresas Fintech, que buscan competir en el sector financiero tradicional. Lamentablemente no se cuenta con información desagregada por oferente para dimensionar su relevancia en el mercado. Sin embargo, según Fintech Radar Chile al año 2023, las empresas en este sector representan un 10 % de la totalidad de firmas Fintech chilenas, lo que equivale a 31 proveedoras en el sector de administración de activos<sup>72</sup>, con un incremento de 90 % entre los años 2021 y 2023. Dentro de las AGF fiscalizadas por la CMF, hay dos Fintech registradas: SoyFocus y Fintual, las que representan un 1,4 % de los montos administrados. Ninguna de estas empresas está relacionada al sector real.

### 5.3.2.2 Regulación financiera de AGF

Otro aspecto relevante por analizar es la regulación de las AGF; en particular, respecto a si la ley les permite invertir sus montos administrados en personas relacionadas. La LUF, en su artículo 58, prohíbe realizar inversiones en personas relacionadas, a excepción de lo mencionado en el artículo

<sup>71</sup>Se debe tener presente que si bien Bank of Nova Scotia tiene el 99,98 % de las acciones de Scotiabank Chile, Salvador Said (Grupo Said) es el presidente del directorio de este banco.

<sup>72</sup>En este segmento se incluye a las Fintech de Gestión Patrimonial Digital, Asesores Robotizados, soluciones para el mercado de divisas, soluciones para el mercado de valores y exchanges de criptomonedas.



62, el cual permite que se invierta en fondos que estén dirigidos a inversionistas calificados<sup>73</sup>. Dentro de ellos están los bancos que, como ya se describió, cuentan con limitaciones adicionales para invertir activos en sus filiales, fijando porcentajes máximos de patrimonio según los N°s. 1, 2 y 4 del artículo 84 de la LGB. Lo anterior, protege de cualquier potencial abuso que se podría generar por parte de una administradora relacionada con el sector real para inversionistas no calificados, que son aquellos que por falta de conocimiento del mercado, podrían verse afectados al no conocer los riesgos al que se están enfrentando. Junto a lo anterior, las sociedades filiales de bancos también tienen limitaciones para adquirir acciones o tomar participación en otras sociedades, según lo menciona el artículo 71 de la LGB<sup>74</sup>.

En conclusión, del análisis de concentración de los fondos administrados por las AGF en firmas relacionadas con el sector real y la regulación financiera existente, es posible descartar el riesgo que una AGF pueda dirigir sus inversiones hacia empresas relacionadas, distorsionando la competencia en la economía real respecto a empresas no pertenecientes a grupos empresariales.

### 5.3.3. Administradoras de fondos de pensiones: AFP

Las AFP son sociedades anónimas que tienen por objetivo administrar un fondo de pensiones, y otorgar a sus afiliados las prestaciones que establece el DL 3.500, del 13 de noviembre de 1980. A nivel de participantes, a fines del año 2023, Habitat tenía un 28 % del total de activos, seguida de Provida con un 22 %, Capital con un 20 %, Cuprum con un 18 %, Modelo con un 6 %, PlanVital con un 5 %, finalizando con AFP Uno, quien tiene un 1 % del total de activos. La manera en que cada AFP distribuye sus activos a través de diferentes instrumentos financieros es relativamente similar, caracterizado por inversiones extranjeras con un 47,78 % promedio y 20,78 % en instituciones estatales.

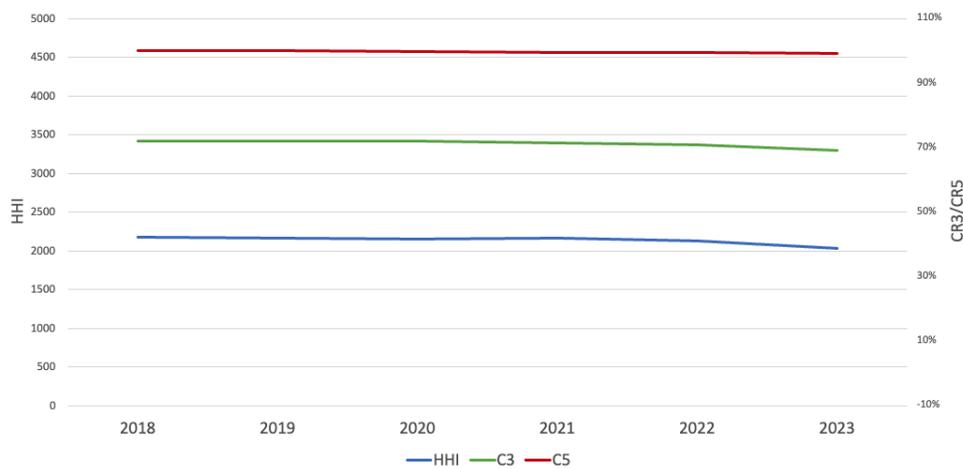
En términos de concentración, el índice HHI para el año 2023 fue de 2.037, reflejando niveles moderadamente concentrados en la administración de fondos de pensiones. Estos niveles de HHI se han mantenido prácticamente iguales entre los años 2018 y 2023, pasando de 2.179 a 2.037. Asimismo los índices CR3 y CR5 no han sufrido mayores variaciones, manteniéndose en torno al 71 % y 99 % respectivamente. Esto se puede apreciar en la Figura 19 a continuación.

<sup>73</sup>“Inversionista calificado” se refiere a inversionistas institucionales e intermediarios de valores en operaciones de cuenta propia, como también aquellas personas naturales o jurídicas que realicen habitualmente operaciones con valores por montos significativos; o bien que por su profesión, actividad o patrimonio se considera que poseen un conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva invertir en el mercado de valores.

<sup>74</sup>Específicamente se menciona: “Las sociedades filiales no podrán adquirir acciones ni tomar participación en otras sociedades, salvo que la Comisión estime que la inversión sea imprescindible para el desarrollo de su giro y siempre que no exceda en momento alguno del 5 % del capital pagado de la sociedad en que se efectúe dicha inversión.” [https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=83135&idParte=8703398&idVersion=.](https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=83135&idParte=8703398&idVersion=)



Figura 19: Evolución HHI, CR3 y CR5 según montos administrados en fondos de pensiones, periodo 2018 a 2023.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

A nivel de análisis conglomeral, es importante señalar que solamente dos grupos que controlan AFP participan simultáneamente en el sector financiero y en el sector real. En efecto, Habitat es controlada por la Cámara Chilena de la Construcción en un 38,48 %, mientras que Modelo pertenece al grupo Navarro en un 96,40 %<sup>75</sup>. De esta manera, solamente el 34 % de los activos de las AFP pertenecerían a conglomerados que participan del mercado financiero y real a la vez. El resto de las AFP se encuentran controladas por conglomerados que participan solamente del sector financiero: i) AFP Capital pertenece al grupo Sura en un 99,71 %, ii) AFP Cuprum es parte del grupo Principal en un 97,97 %, y iii) AFP Provida es del grupo Metlife en un 95,68 %<sup>76</sup>.

### 5.3.3.1 Entrantes

El 6 de febrero del año 2007, mediante Resolución N° E-188-2007<sup>77</sup>, se autorizó la existencia de AFP Modelo. Por su parte, el 8 de marzo de 2019, mediante Resolución N° E-237-2019<sup>78</sup>, se autorizó la existencia de AFP Uno. Estas dos AFP han hecho ingreso al mercado de administración de fondos

<sup>75</sup>A través de Inversiones Atlántico S.A.

<sup>76</sup>Según las memorias del año 2023, AFP PlanVital pertenece en un 86,11 % a Asesorías e Inversiones Los Olmos S.A., mientras que AFP Uno está bajo el control de un grupo controlador compuesto por Tanza SpA, Inversiones Delfín Cuatro SpA, José Manuel Álvarez Avendaño QEPD y Juan Antonio Álvarez Avendaño QEPD, a quienes la ley les presume que tienen un acuerdo de actuación conjunta. Tanza SpA tiene como accionista controlador a Mario Ignacio Álvarez Avendaño, RUT 8.660.145-1, con un 99,99 % de la propiedad. Mario Ignacio Álvarez Avendaño además posee en forma directa 1.800.176 acciones de AFP Uno, equivalentes a un 0,11 % de la propiedad. Inversiones Delfín Cuatro SpA tiene como accionista controlador a Isabel Margarita Said Somavía, RUT 6.379.627-1, con un 100 % de la propiedad. Isabel Margarita Said Somavía, es cónyuge de Mario Ignacio Álvarez Avendaño. José Manuel Álvarez Avendaño, QEPD, RUT 8.660.144-3 posee en forma directa 8.452.434 acciones de AFP Uno, equivalentes a un 0,51 % de la propiedad. Además, posee un 1 % de la propiedad de Asesorías e Inversiones Los Coigües SpA y un 0,00002 % de la propiedad de Tanza SpA. Juan Antonio Álvarez Avendaño, QEPD, RUT 7.033.770-3 posee un 0,00002 % de la propiedad de Tanza SpA.

<sup>77</sup><https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-propertyvalue-10242.html#resoluciones>.

<sup>78</sup><https://www.uno.cl/sobre-uno/politicas-antecedentes>.



de pensiones por la vía de licitaciones de cartera de nuevos afiliados que realiza la Superintendencia de Pensiones. Cada dos años, la Superintendencia de Pensiones realiza una licitación de la cartera de nuevos afiliados, la cual se adjudica a la AFP con la comisión más baja. En ella pueden participar en el proceso de licitación todas las AFP existentes, así como también aquellas que estén en formación y cuenten con un certificado provisional de autorización. La última licitación de nuevos afiliados se adjudicó a AFP Uno, con fecha 1 de abril de 2023, considerando como cartera a todo nuevo trabajador cotizante que se integre al sistema entre el 1 de octubre del 2023 y el 30 de septiembre del 2025. Es importante destacar que las participaciones de mercado de AFP Modelo y Uno para el año 2023 fueron de un 6 % y un 1 % respectivamente, lo que refleja la baja movilidad de quienes ya se encuentran afiliados a una AFP, dejando el mecanismo de licitación como el único instrumento disponible para tomar parte del mercado.

### 5.3.3.2 Regulación financiera de las AFP

La regulación de las AFP en el artículo 47 bis del DL 3.500 prohíbe que los recursos de los Fondos de Pensiones puedan ser invertidos directa o indirectamente en títulos emitidos o garantizados por la administradora del fondo respectivo, ni tampoco en instrumentos que sean emitidos o garantizados por personas relacionadas a esa administradora. Las AFP solo pueden constituir filiales que complementen o apoyen su giro conforme al artículo 23, inciso duodécimo.

Por lo anterior, no tiene sentido realizar un análisis de financiamiento discriminatorio por parte de las inversiones de una AFP respecto a un conglomerado real relacionado, ya que ello no está permitido.

## 6. Regulación financiera y limitaciones a la concentración en Chile

Además de los límites a invertir en sus empresas relacionadas descritos en la sección 5, la regulación financiera también impone límites que obligan a la diversificación de las inversiones incluso en empresas y grupos empresariales no relacionados, limitando la concentración.

En efecto, las inversiones y colocaciones crediticias que pueden realizar los bancos, compañías de seguro, AFPs y AGFs en empresas del sector real están limitadas por regulaciones que apuntan a la diversificación de las inversiones y están motivadas por la estabilidad financiera, la prevención de riesgos de insolvencia derivados del contagio entre entidades que forman parte del mismo grupo empresarial, de una insuficiente diversificación de las inversiones que realizan dichas entidades y, en definitiva, la protección de los intereses de los depositantes, asegurados o afiliados a ellas. A continuación se detallan tales límites.

### 6.1. Bancos

Los bancos no pueden adquirir empresas chilenas del sector real. Adicionalmente, en el sector financiero, los bancos solo pueden participar en sociedades filiales<sup>79</sup> que desarrollen negocios com-

<sup>79</sup>La Ley N° 18.046 define como sociedad filial de una sociedad anónima aquella en la que ésta controla directamente o a través de otra persona natural o jurídica, más del 50 por ciento del capital con derecho a voto, o simplemente del



plementarios<sup>80</sup> y en sociedades de apoyo al giro<sup>81</sup>.

Es importante enfatizar que un banco no puede adquirir acciones de otro banco a menos que sea dentro de un proceso de operación de concentración entre ambas instituciones, y siempre que se cumplan los requisitos que la ley establece para dicha fusión.

Junto a lo anterior, otras regulaciones que limitan la concentración del financiamiento por parte de las empresas y grupos empresariales en Chile están establecidas en el artículo 84 inciso primero de la LGB, que apuntan a este objetivo. En cuanto a la limitación de un banco para conceder créditos, directa o indirectamente a una misma persona natural o jurídica, estos no puede exceder del 10 % de su patrimonio efectivo. Este límite se incrementará hasta 15 % tratándose de contratos de concesión de obra pública garantizados con prenda especial, y hasta 30 % en el caso de créditos caucionados con garantías suficientes. En cuanto al límite a un grupo empresarial, un banco no pueden otorgar créditos que excedan el 30 % de su patrimonio efectivo a personas que formen parte de un mismo grupo.

## 6.2. Compañías de seguros

El artículo 21 del DFL 251 de 1931 determina los instrumentos en los que pueden invertir las compañías de seguro para respaldar sus reservas técnicas e invertir el patrimonio de riesgo conformado por las primas recaudadas. Dentro de los resguardos que contempla la regulación:

- (i) Se establece un límite conjunto del 10 % del total, para la suma de la inversión en los siguientes instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad, o sus respectivas filiales: (i) títulos de deuda o crédito emitidos por bancos e instituciones financieras; (ii) bonos, pagarés y otros títulos de deuda emitidos por empresas públicas o privadas; (iii) convenios de crédito; y (iv) acciones de sociedades anónimas abiertas y acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público.
- (ii) Se establece un límite conjunto del 5 % para la suma de cuotas de fondos mutuos y cuotas de fondos de inversión emitidos o garantizados por una misma entidad.
- (iii) Se establece un límite conjunto del 1 % para la suma de la inversión en los siguientes instrumentos emitidos por una misma entidad o sus respectivas filiales, y que presenten una clasificación de riesgo menor que la definida por la CMF: (i) bonos, pagarés y otros títulos de deuda emitidos por empresas públicas o privadas; (ii) acciones de sociedades anónimas abiertas y acciones

capital si se tratare de una sociedad no constituida por acciones, o bien, si puede elegir o designar o hacer elegir o designar a la mayoría de sus directores o administradores.

<sup>80</sup>Los siguientes negocios o giros complementarios: intermediadoras de valores, administradoras de fondos mutuos, administradoras de fondos de inversión, administradoras de fondos de capital extranjero, sociedades securitizadoras de títulos, corredoras de seguros, administradoras generales de fondos, compañías de leasing, compañías de factoraje, empresas de asesorías financieras, empresas de custodia y transporte de valores, empresas de cobranza de créditos, operadoras de tarjetas de pago, sociedades de leasing inmobiliario, administradoras de fondos de vivienda, empresas de asesoría previsional, sociedades administradoras de carteras de recursos previsionales, y otras que presten servicios financieros con el giro específico que determine la CMF.

<sup>81</sup>Son aquellas sociedades que prestan servicios destinados a facilitar el cumplimiento de los fines de los bancos, como asimismo aquellas en que, por su intermedio, los bancos pueden efectuar determinadas operaciones de su giro. Estas sociedades, solo de manera excepcional, si se demuestra que ello será ventajoso para los bancos que participen, pueden tener como socios a entidades que no sean bancos o filiales de bancos. Además, las sociedades de apoyo al giro solo pueden prestar servicios a bancos o filiales de bancos, salvo las sociedades que realicen actividades relacionadas con los medios de pago. Las sociedades de apoyo al giro no pueden tener entre sus activos acciones o derechos en otras sociedades, salvo que ello sea imprescindible para el desarrollo de su giro.



de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público; (iii) Cuotas de fondos mutuos cuyos activos se encuentren invertidos en valores o activos nacionales.

- (iv) Se establece un límite conjunto del 2% para la suma de la inversión en acciones de empresas concesionarias de obras de infraestructura de uso público, emitidas por una misma entidad o sus respectivas filiales.

Por consiguiente, atendidos los límites antes indicados, las compañías de seguros están obligadas a diversificar sus inversiones, limitando la concentración.

### 6.3. Fondos mutuos

Otro resguardo regulatorio relevante en materia de concentración de inversiones tiene relación con el artículo 59 letra d) de la LUF, donde se establecen los límites en las inversiones de fondos mutuos que no están dirigidos a inversionistas calificados. En dicho artículo se establece, entre otras restricciones, que no se podrá invertir más de 30% de sus activos en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a cualquier grupo empresarial.

### 6.4. AFP

La regulación de las AFP limita los porcentajes de sus inversiones que pueden estar asociadas a acciones de una sociedad, ya sea en forma directa o indirecta, a un máximo de 5% del total de acciones de un mismo fondo. Sin embargo, este es un tope máximo, ya que el límite es más restrictivo dependiendo de la estructura de propiedad del emisor; a mayor concentración de propiedad en una empresa, menor es el porcentaje que puede invertir el fondo de pensiones<sup>82</sup>.

Asimismo, las inversiones de cada fondo de pensiones no pueden corresponder a más de un 7% del total de las acciones suscritas en cada sociedad.

En esta misma línea, y con el objeto de diversificar las inversiones por parte de AFP en bonos y efectos de comercio, cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos y activos alternativos, también existen límites respecto al porcentaje que pueden representar dentro del fondo, y límites de participación en la empresa emisora, en caso que corresponda.

Respecto a un mismo grupo empresarial, el artículo 47 del DL 3.500 establece un límite de un 15% de cada fondo a las inversiones que las AFPs pueden realizar en acciones, bonos y efectos de comercio emitidos o garantizados por empresas que pertenezcan a un mismo grupo empresarial<sup>83</sup>.

## 7. Condiciones de entrada y desafíos futuros

En esta sección, se describen los últimos cambios regulatorios aplicados en el país, junto con sus efectos sobre las barreras a la entrada en el sector financiero, partiendo por la Ley Fintec.

<sup>82</sup>Para mayor detalle de porcentajes permitidos por regulación, ver Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones Cuadro C en el siguiente link: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-16038\\_recurso\\_1.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-16038_recurso_1.pdf).

<sup>83</sup>En el caso de Fondos de Pensiones administrados por sociedades que sean personas relacionadas entre sí, se entenderá que los límites señalados en el artículo 47 rigen para la suma de las inversiones de todos los fondos del mismo tipo administrados por sociedades que sean personas relacionadas, así como para la suma de todos los tipos de fondos administrados por estas sociedades, cuando el límite definido en el artículo 47 se aplique en forma conjunta a todos los tipos de fondos.



En 2023, se aprobó en Chile la Ley Fintec, regulación que tiene como objetivo promover la competencia en el sector a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros. La nueva ley regula a los oferentes que no estaban en el perímetro fiscalizador de la CMF, generando una mayor confianza por parte de los inversionistas y consumidores en los nuevos entes fiscalizados, y por ende reduciendo la principal barrera a la entrada, consistente en desconfianza en oferentes existentes<sup>84</sup>. Para lo anterior, se introduce un enfoque de proporcionalidad en las exigencias que el regulador establece según tamaño de las firmas que se regularán, así como para algunos oferentes ya regulados.

Entre los modelos de negocios que regula la Ley Fintec, que son relevantes de destacar como competidores en el giro tradicional de las instituciones financieras, y que amplían el acceso a financiamiento a empresas de menor tamaño, se encuentran:

- (i) Las plataformas de financiamiento colectivo (productos sustitutos en el *mercado crediticio y mercado de capitales accionario*), son entidades que proveen las instalaciones y sistemas electrónicos a través de los cuales se pone en contacto a quienes disponen de recursos y quienes los necesitan, ya sea a través de la modalidad de préstamos o de compras de acciones. Lo que diferencia a este modelo respecto del mercado de valores tradicional, es que en las plataformas de financiamiento colectivo se exponen proyectos o necesidades de financiamiento, en vez de valores; además, no participa un intermediario, por lo tanto, la plataforma provee un contacto directo entre quienes tienen los recursos y quienes los necesitan.
- (ii) Instrumentos de deuda de inscripción automática (*minibonds*), que permitirán a las PYMES acceder al mercado de capitales. Con el objetivo de permitir que nuevos emisores puedan levantar capital a través del mercado financiero, el proyecto introdujo un nuevo tipo de título de deuda con menor carga regulatoria y que podrá ser ofrecido a inversionistas retail, de acuerdo con las características o condiciones que deberá establecer la Comisión. La información que estará obligado a entregar el emisor del bono estará determinada por una normativa especial que deberá emitir la CMF.
- (iii) Regulación de sistemas alternativos de transacción, que permitirá contar con mercados secundarios que den liquidez a nuevos instrumentos financieros (*mercado crediticio y accionario*). Estos sistemas se entienden como el lugar físico o virtual que permite a sus participantes cotizar, ofrecer o transar instrumentos financieros o valores de oferta pública, y que no está autorizado para actuar como bolsa de valores de la Ley N°18.045 ni como bolsa de productos de la Ley N°19.220.
- (iv) Reducción de las exigencias de patrimonio mínimo a las AGF (*mercado administración general de fondos*). Para efectos de garantizar la simetría regulatoria e incorporar neutralidad tecnológica, se realizan modificaciones a las normas que rigen a las administradoras generales

<sup>84</sup>Según se menciona en informe “Lineamientos para el Desarrollo de un Marco de Finanzas Abiertas en Chile, con Foco en Competencia e Inclusión Financiera”, agosto 2021, [37]: “En primer lugar, se identifica como barrera estructural la ausencia de reputación de marca por parte de actores entrantes. La carencia de un marco regulatorio específico aplicable a algunas actividades o servicios prestados por Fintech inhibe el desarrollo de esos modelos de negocios. En tal sentido, al recoger en el marco de finanzas abiertas las figuras de terceros proveedores autorizados para acceder a información para el diseño de productos y la figura de proveedores de servicios de iniciación de pagos quedando incorporados al perímetro regulatorio, se podría abordar esta barrera de entrada.”



de fondos y administradoras de carteras, de tal forma que los agentes económicos puedan competir de manera justa y eficiente. En particular, para que las entidades ya fiscalizadas por la Comisión cuenten con una carga regulatoria equivalente a aquella que regirá a otros prestadores de servicios homólogos abordados en la nueva legislación. Previamente se exigía mantener permanentemente un patrimonio no inferior al equivalente a 10.000 unidades de fomento; con la nueva Ley, se establece que deberán contar con un patrimonio contable calculado en la forma que determina la Comisión por norma de carácter general, el que debe ser superior al mayor entre: 1) 5.000 unidades de fomento, y 2) el 3% de los activos ponderados por riesgos financieros y operacionales de la entidad, calculado conforme al método que, al efecto, establezca la Comisión mediante normas de carácter general. Tratándose de entidades que presenten deficiencias en su gestión de riesgos, dicho porcentaje podrá ser incrementado hasta el 6% por la Comisión, en atención a la evaluación de la calidad de gestión de riesgos que ésta realice.

Otra modificación relevante tiene relación con el acceso a cuentas bancarias por parte de instituciones financieras fiscalizadas por la CMF, que lo requieren para la provisión de servicios financieros a sus clientes, modificación que está en línea con la experiencia internacional, como PSD2 en Europa. En esta regulación se establece que los proveedores financieros que ofrezcan servicios de cuenta corriente deberán establecer condiciones públicas, objetivas y no discriminatorias, bajo las cuales ofrecerán y darán acceso a dichos servicios a los prestadores de servicios financieros regulados por la ley Fintec, para evitar que el acceso a cuentas corrientes se transforme en una barrera de entrada que pueda dar lugar a prácticas anticompetitivas.

Por último, otro de los cambios significativos que establece la Ley Fintec es la regulación de un marco de finanzas abiertas que permitirá a los consumidores (empresas y personas naturales) compartir su información e historial financiero (crediticio, inversiones, seguros y patrones de gasto) con nuevos proveedores. Estos últimos, al acceder en forma ágil y segura a información más completa, podrán desarrollar innovaciones en calificación crediticia o *scoring* y formularle ofertas de financiamiento, ahorro, inversiones, seguros o herramientas de gestión financiera más acordes a sus necesidades, y soluciona en parte los problemas de asimetría de información existentes entre incumbentes en el mercado financiero y potenciales entrantes<sup>85</sup>.

Lo anterior es complementario a la Ley 21.680 que crea un Registro de Deuda Consolidada, lo que permite hacer una evaluación más completa de la condición crediticia y comportamiento de pago de las personas, ya que dicho registro no requiere consentimiento, sino que reemplaza el sistema anterior. Durante décadas, se consideró necesario este instrumento para disminuir las asimetrías de información entre emisores bancarios y otros oferentes de créditos

Las modificaciones antes mencionadas son muy relevantes, ya que esta regulación facilita la entrada de nuevos competidores en los distintos mercados en el sector financiero. A su vez, facilita el acceso a financiamiento a distintas empresas. Luego, los análisis de concentración y entrada presentados en la sección 5, deben complementarse con la potencial entrada de nuevos competidores, que harán que el mercado financiero sea aún más dinámico, reduciendo las asimetrías de información existentes, y situando a Chile dentro de los países con legislaciones más desarrolladas en estas materias<sup>86</sup>.

<sup>85</sup><https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1204681>.

<sup>86</sup><https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2024/042/article-A003-en.xml>, [29].



## 7.1. BigTech

El aspecto más relevante y desafiante para la libre competencia en cuanto al análisis conglomeral –y el potencial traspaso de poder de mercado entre el sector financiero y la economía real– se levanta en la implementación de la Ley Fintec<sup>87</sup>. El riesgo de conglomerado se identifica por parte de empresas que participan en el sector real y que podrían hacer uso de la información de los consumidores del sector financiero; en particular, las grandes empresas tecnológicas (BigTech). Tal como se destaca en: (i) el informe de finanzas abiertas del Ministerio de Hacienda de Chile “Lineamientos para el Desarrollo de un Marco de Finanzas Abiertas en Chile, con Foco en Competencia e Inclusión Financiera”, (ii) informes de autoridades financieras como el BIS<sup>88</sup> y (iii) la literatura económica de organización industrial<sup>89</sup>, las BigTech tendrían tan alta escala de clientes, que podrían llegar a monopolizar el origen y la distribución de créditos de consumo o a empresas. Ello, justificado en que estas empresas tienen tal nivel de información sobre sus clientes que, combinada con otras fuentes de información del mercado financiero, podrían traspasar poder de mercado entre sus distintos negocios. Recientemente, de manera empírica para bancos islámicos, Volker (2023) encuentra que las actividades de las BigTech son selectivas y están dirigidas a apoyar sus negocios principales en comercio, tecnología, publicidad y redes sociales, en lugar de competir con la banca retail<sup>90</sup>.

*“En tal sentido, cabe tener presente que las Bigtech ya tienen una ventaja en materia de datos, accediendo a información sumamente detallada acerca de las preferencias, los hábitos y la conducta de los consumidores, por lo que se plantearían potenciales riesgos de concentración en la medida que pudieran acceder asimismo a la información de clientes en poder de instituciones financieras.*

*Así, por un lado, la entrada de Bigtech al mercado financiero puede beneficiar a los consumidores al aumentar la competencia en los distintos rubros del sector financiero tales como los medios de pago, acceso a crédito, seguros, entre otros. Sin embargo, dado que estas firmas poseen una escala de clientes relevantes también podrán beneficiarse, pudiendo incluso llegar potencialmente a monopolizar la originación y distribución de créditos de consumo o a empresas. Lo anterior, debido a que las empresas digitales de gran tamaño poseen un volumen relevante de información sobre los clientes al cual solo ellas tienen acceso, la cual combinada con múltiples fuentes de datos del servicio financiero, podría dar lugar a riesgos de aplicación de prácticas anticompetitivas, traspasando poder de mercado entre sus distintos negocios. Ello podría limitar la competencia y favorecer la cautividad*

<sup>87</sup>La Ley Fintec deja establecidos algunos principios para el funcionamiento del sistema de finanzas abiertas con el fin de evitar prácticas anticompetitivas en su implementación, tales como los cobros por el uso de la información, la existencia de un sistema de back up para acceder a la información requerida, contar con un registro de usuarios del sistema para evitar discrecionalidad en cuanto a quién puede acceder a dicho servicio, y garantizar la interoperabilidad y trato no discriminatorio entre instituciones participantes.

<sup>88</sup>Traducción libre: “...las secciones anteriores han demostrado que la entrada de las grandes tecnologías en las finanzas puede generar ganancias de eficiencia y una mayor inclusión financiera. Sin embargo, debido a la naturaleza de su modelo de negocio, las grandes tecnológicas pueden alcanzar rápidamente una posición dominante en el mercado. Una vez que las grandes tecnológicas han establecido una base de consumidores cautivos, pueden abusar de su posición dominante en el mercado para impedir la entrada de competidores, aumentar los costos de cambio, agrupar productos y promocionar sus propios productos a expensas de terceros vendedores.”. Sección 3.3 BIS (2023). “Big techs in Finance” by Sebastian Doerr, Jon Frost, Leonardo Gambacorta, Vatsala Shreeti, [22].

<sup>89</sup>En efecto, Padilla y De la Mano (2018) mencionan que ello podría limitar la competencia y favorecer la cautividad de sus clientes, reduciendo el bienestar de consumidores e incluso eventualmente podrían generarse riesgos de inestabilidad financiera. Padilla, Jorge and de la Mano, Miguel, Big Tech Banking (December 4, 2018). Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/oup/jcomle/v14y2018i4p494-526..html>, [21]. En el caso de Padilla (2020), se profundizan las conclusiones de Padilla y De la Mano (2018) desde un punto de vista de políticas públicas. Padilla, Jorge, Big Tech ‘Banks’, Financial Stability and Regulation (April 20, 2020). Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/bde/revisl/y2020i5n1.html>, [47].

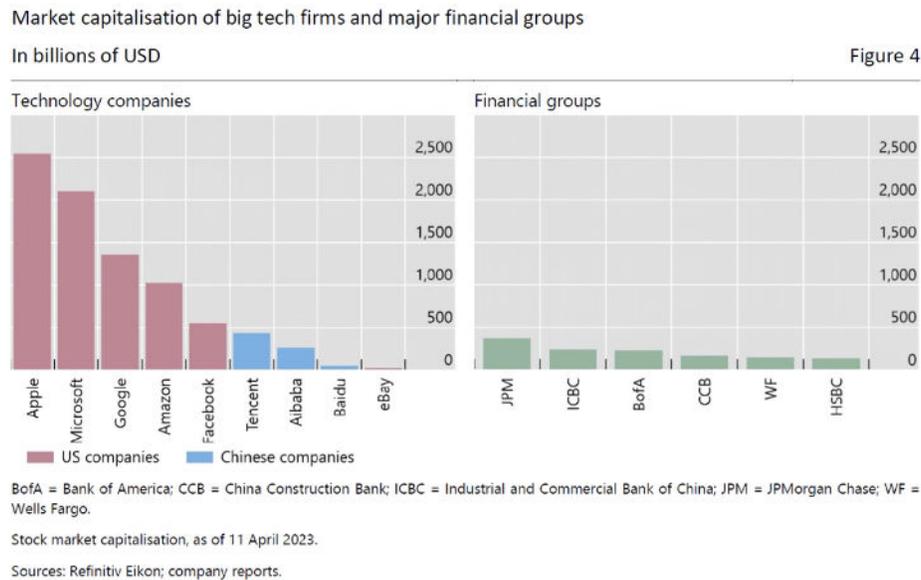
<sup>90</sup>Nienhaus, Volker and Mohammed Muslehuddin Musab. “Financial Services by BigTech: Impacts and Opportunities for Islamic Banks.” 2023, [49].



de sus clientes, lo que podría afectar la competencia, reducir el bienestar de consumidores e incluso eventualmente generar riesgo de inestabilidad financiera.”<sup>91</sup>.

La preocupación existente se puede dimensionar, como lo plantea el BIS (2023) en la Figura 20, en las diferencias entre el tamaño de la capitalización bursátil de las empresas tecnológicas (BigTech) y la de grupos financieros. La diferencia es de tal magnitud, que la preocupación respecto al traspaso de poder de mercado desde el sector financiero a la economía real debería estar puesta en este foco<sup>92</sup>.

Figura 20



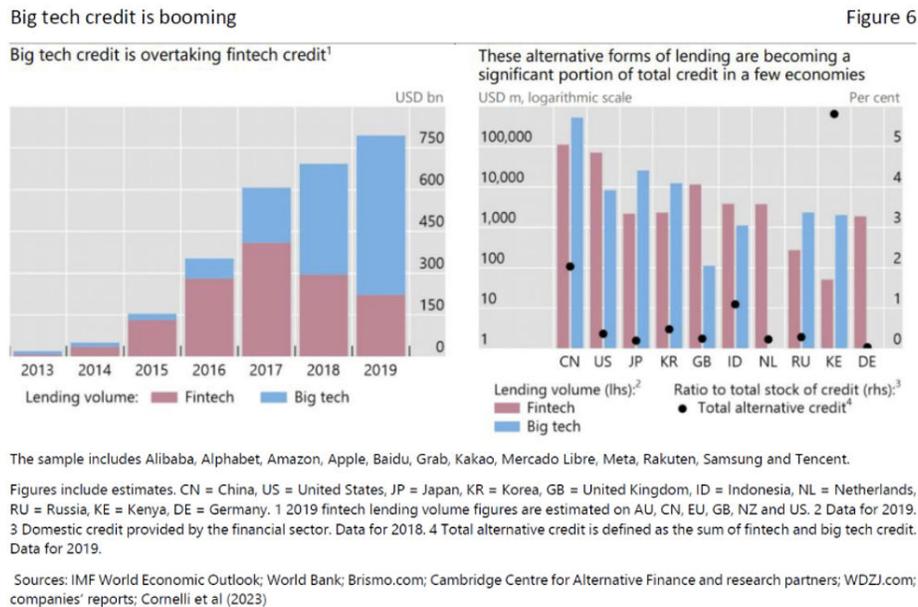
Fuente: BIS (2023). “Big techs in Finance” by Sebastian Doerr et al.

<sup>91</sup>Montoya, A. M. y R. Celedón. 2021. “Desarrollo de un marco de finanzas abiertas en Chile, con foco en competencia e inclusión financiera”. Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda. Disponible en <https://biblioteca.digital.gob.cl/items/30fc9ff6-1535-403e-a10d-962ca10ab949/full>, [37].

<sup>92</sup>Traducción libre: “Aunque los grandes bancos tienen muchos clientes y también ofrecen una amplia gama de servicios (por ejemplo, distribución de gestión patrimonial o productos de seguros, hipotecas), hasta ahora no han sido tan eficaces como las grandes tecnologías a la hora de aprovechar el circuito de retroalimentación del ADN (BIS, 2019). Aparte de los pagos, los bancos no han explotado actividades con fuertes externalidades de red. Una razón es la necesaria separación entre la banca y el comercio en la mayoría de las jurisdicciones. Como resultado, los bancos tienen acceso principalmente a los datos de las transacciones de las cuentas. Además, los sistemas de TI heredados no se vinculan fácilmente con otros servicios a través, por ejemplo, de interfaces de programación de aplicaciones (API). Al combinar su tecnología avanzada con datos más completos y un mayor enfoque en el cliente, las Big Techs han sido expertas en desarrollar y comercializar nuevos productos y servicios”. BIS (2023). “Big techs in Finance” by Sebastian Doerr et al, [22].



Figura 21



Fuente: BIS (2023). "Big techs in Finance" by Sebastian Doerr et al.

Respecto a esta preocupación en el mercado chileno, es relevante tener presente que la Ley Fintec establece que la FNE deberá pronunciarse respecto de las características del sistema de finanzas abiertas previo a su funcionamiento y a las definiciones que la CMF debe proponer<sup>93</sup>. Por lo tanto, habrá espacio para que las autoridades de competencia aborden los riesgos de uso de la información por parte de las BigTech, así como el potencial riesgo de traspaso de poder de mercado entre la economía financiera y real. Para lo anterior, se debiera tener en consideración la experiencia de otros países más avanzados en estas materias. La regulación en Europa (Digital Act, 2022)<sup>94</sup>, impone diversas restricciones, entre las cuales prohíbe la combinación de información recopilada dentro de una plataforma y las que las BigTech hayan recopilado por el uso que empresas y usuarios finales hacen de sus servicios, salvo que se le haya presentado al usuario final esa opción específica y este haya dado su consentimiento. Esta regulación es esencial, al igual que la coordinación entre autoridades financieras y de competencia -tal como lo establece también el FSAP 2021 en su evaluación del mercado financiero chileno<sup>95</sup>-, para obtener una regulación del sistema de finanzas abiertas robusto y que pueda ir adaptándose a las realidades del mercado local.

En conclusión, si bien en la sección anterior se descartan los riesgos teóricos para la libre competencia existentes entre el traspaso de poder de mercado de los mercados financieros y la economía real dentro de un conglomerado en Chile, es importante destacar que ello no implica que no existan

<sup>93</sup> Artículo 27 de la Ley Fintec, "Para efectos de la dictación de la normativa que regule el Sistema de Finanzas Abiertas, se deberán llevar a cabo los trámites de consulta pública y evaluación de impacto regulatorio contemplados en el artículo 20 número 3 del decreto ley N° 3.538, de 1980 y se deberá requerir un informe de la Fiscalía Nacional Económica conforme a lo dispuesto en el artículo 37 bis de la ley N° 19.880."

<sup>94</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R2065>.

<sup>95</sup> Traducción libre: "La defensa y aplicación de la competencia en el sector financiero podrían fortalecerse aún más mediante una cooperación interinstitucional más profunda", [18].



desafíos relevantes en materia de libre competencia en la actualidad.

## 8. Otros tópicos levantados por la consulta y su relación con la libre competencia

### 8.1. Contacto multimercado y grupos empresariales: riesgos de coordinación o colusión

Conadecus señala en su consulta que: *“la participación de los grupos empresariales en distintos mercados de la economía nacional permitiría aumentar las instancias de coordinación colusivas, especialmente en industrias (mercados) que exhiben altos niveles de concentración”*. En base a la información reportada por la FNE en su Aporta Antecedentes, del análisis de los principales conglomerados existentes en Chile en tamaño y los sectores en los que estos participan -tal como se describe en la sección 2 del presente documento-, es necesario destacar lo siguiente.

En primer lugar, los principales conglomerados en Chile (según tamaño) no traslapan sus ventas en los mismos sectores; por lo tanto, la aseveración de que *“en Chile sería la existencia del conglomerado la que lleva a un mayor contacto multimercado y por ende aumentarían los riesgos colusivos”*, no tiene asidero empírico. Más bien, los elementos facilitadores de la colusión que históricamente han sido documentados por la literatura económica se mantienen, y son aquellos que la FNE considera para detectar carteles, tales como: i) concentración de mercado, ii) existencia de productos homogéneos, iii) barreras significativas de entrada al mercado, iv) volatilidad de la demanda, v) simetría de las firmas, vi) exceso de capacidad productiva, vii) transparencia en precio e información para monitorear el cartel<sup>96</sup>.

Adicionalmente, es importante relevar que la aseveración de Conadecus respecto al riesgo de contacto multimercado, no aplicaría en ningún caso en diversos sectores en que participan empresas reguladas (al ser monopolios naturales), tales como sanitarias, empresas de transmisión y distribución eléctrica. En otros mercados, el riesgo está mitigado ya que las tarifas se fijan en la competencia exante por el mercado (tales como concesionarias de carreteras, inversión en transmisión eléctrica y concesiones portuarias). Por último, existen diversas firmas que están disciplinadas por el comercio internacional. Ninguno de estos aspectos han sido analizados por Conadecus a nivel de sector y por conglomerado.

En materia de colusión, existen dos aspectos donde hay espacio de mejora en la regulación con el fin de reducir los riesgos de prácticas colusorias. En primer lugar, la opacidad que podría enfrentar la FNE para determinar quiénes son los beneficiarios finales en la economía real, no le permitiría identificar a los propietarios de empresas competidoras y sus controladores, en caso que estos últimos sean entidades no fiscalizadas por la CMF, como por ejemplo, los fondos de inversión privados. Lo anterior limitaría la eficacia del análisis de interlocking horizontal o fiscalización respecto a grupos que posean participaciones minoritarias en empresas competidoras. En segundo lugar, dado que el interlocking prohibido en nuestra legislación se refiere a la participación de un director en el directorio de una empresa competidora -tanto de manera directa como indirecta-, esto último no mitiga el riesgo de poseer directores cruzados en la matriz de conglomerados que no necesariamente compiten, pero que podrían acordar no entrar en sectores donde está presente el otro grupo.

<sup>96</sup>Motta, Massimo, *Competition Policy: Theory and Practice*, Cambridge: Cambridge University Press, 2004, [38].



## 8.2. Ventajas de *deep pockets* en la conformación de los mercados: estructuras piramidales y *stand alone*

La literatura de gobiernos corporativos considera que las decisiones de inversión en conglomerados con estructuras piramidales podrían ser ineficientes, debido a los potenciales incentivos para que el controlador actúe de manera oportunista, incluso llegando a expropiar a los accionistas minoritarios<sup>97–98</sup>. En este sentido, algunos comportamientos oportunistas podrían traducirse en reducciones significativas en la liquidez de la empresa, limitando las inversiones rentables (sub-invirtiéndose), o bien, el controlador podría utilizar los fondos internos con la finalidad de sobre-invertirlos en proyectos que no maximizan los beneficios de la firma. Para evitar esto, se regula el gobierno corporativo de las empresas incrementando relativamente el poder a los minoritarios, como se verá en la sección 10; además de las restricciones a invertir en el mismo grupo que tienen las entidades financieras, como se analizó en la sección 5.

Por otro lado, también existe un potencial efecto eficiente de las estructuras piramidales. En particular, cuando existen restricciones de flujos externos, o bien problemas de información asimétrica con respecto al mercado de financiamiento externo (que restringen el acceso a éste), las empresas sub-invierten porque el costo de dichas inversiones puede ser significativo, o no disponible para inversiones riesgosas. Lo anterior generaría una mayor dependencia de flujos internos, así como mayor sensibilidad a flujos de caja, lo que genera efectos de sub-inversión (Fazzari et al 1988)<sup>99</sup>. Los conglomerados empresariales con estructuras piramidales pueden implicar beneficios para las firmas que son parte del conglomerado, al permitirles alivianar las restricciones que enfrentan en el mercado de capitales externo. Ello permite que se efectúen inversiones eficientes que no se materializarían si la empresa no fuera parte del conglomerado, lo que contrapesa los efectos de eficiencia de la potencial expropiación de los mayoritarios señalados en el párrafo anterior (Almeida y Wolfenzon (2006)<sup>100</sup>; Edwards y Weichenrieder (2009)<sup>101</sup>; Villalonga y Amit (2009)<sup>102</sup>; Aluncha y Kuszewski (2021)<sup>103</sup>).

<sup>97</sup>Oman, Charles P.; OECD Development Center, “Corporate Governance and National Development”, Working Paper Número 180 (antes Paper Técnico Número 80), pág 16, 2001, [46].

<sup>98</sup>Utilizando modelos de datos de panel no lineales con efectos fijos para empresas listadas en bolsa de Brasil (Novo Mercado), se concluye que es menos probable que las empresas que cotizan sean parte de una estructura piramidal, resultado que parece ser consistente con la visión de expropiación. Aldrighi, D. M., Postali, F. A. S., & Diaz, M. D. M. (2018). Corporate governance and pyramidal ownership: The role of Novo Mercado. *Brazilian Review of Finance*, 16(1), 5-38, [35].

<sup>99</sup>Steven Fazzari, R. Hubbard y Bruce Petersen. “Financing Constraints and Corporate Investment”, [25].

<sup>100</sup>Utilizando un modelo teórico plantean una justificación para la propiedad piramidal en los grupos empresariales familiares [1].

<sup>101</sup>Encuentran evidencia empírica para un panel de 207 empresas alemanas (1991 a 1993) utilizando métricas de control por parte de propietarios de las firmas, considerando los derechos a voto, donde el valor de las firmas depende negativamente de la diferencia entre el control del mayoritario y el flujo de caja, todo en el caso de empresas en que la propiedad no se ejerce a través de una pirámide [24].

<sup>102</sup>Utilizando un modelo teórico y estadísticas descriptivas para una muestra de empresas norteamericanas, en las grandes corporaciones estadounidenses, las familias son los únicos accionistas cuyos derechos de control superan en promedio sus derechos de flujo de caja, donde se analiza cómo logran esta brecha y a qué costo. Los datos utilizados fueron un panel de 62.431 observaciones de accionistas-empresas-año, agregadas en 3006 observaciones de empresas-año de 515 empresas de Fortune 500 durante el período 1994-2000. La muestra incluye todas las empresas que estuvieron en Fortune 500 en cualquiera de esos años [48].

<sup>103</sup>Utilizando una muestra de 162 empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Valores de Varsovia durante el período 2010-2014, se verifica la relación entre la adopción de una estructura piramidal y el valor de la empresa. Los resultados indican que el uso de pirámides está asociado con un valor más alto medido por la Q de Tobin, lo que respaldaría la hipótesis del monitoreo eficiente. Aluchna, Maria, and Tomasz Kuszewski. “Pyramidal Ownership and Company Value: Evidence from Polish Listed Companies”. (2021): 479-498, [2].



Si analizamos la evidencia empírica existente para Chile, Jara et al. (2021)<sup>104</sup>, Carbone (2016)<sup>105</sup> y Buchuk et al. (2014)<sup>106</sup>, a través de estimaciones econométricas, demuestran que las estructuras piramidales tenderían a ser eficientes, hasta un determinado grado de separación entre la matriz y la coligada, donde el efecto se tornaría negativo. Este resultado se explicaría porque la pertenencia a un conglomerado permite reducir las restricciones financieras de las filiales, debido a la existencia de mercados de capitales internos dentro del conglomerado. Otro efecto que genera eficiencia en la estructura de conglomerados, es la posibilidad de diversificar geográficamente y atenuar los efectos de shocks locales particularmente en países pequeños como Chile (Espinoza-Mendez, et al. 2020)<sup>107</sup>.

Existen otros tres aspectos relevantes a destacar del funcionamiento del mercado de valores en Chile, que explicarían también los efectos positivos que se generan al interior de un conglomerado empresarial que utiliza estructuras piramidales. En primer lugar, en Chile, los inversionistas institucionales -como las AFP, compañías de seguros, AGF, tal como se señaló en la sección 3- son muy relevantes; estos inversionistas participan (y deben participar) activamente en el gobierno corporativo de las empresas, resguardando los intereses de los minoritarios y ejerciendo un rol que permite minimizar los riesgos de agente-principal por parte de los controladores (Jara et al. (2021), Lefort, F., y González, R. (2008)<sup>108</sup>). En segundo lugar, las estructuras piramidales en Chile son relativamente simples respecto a las existentes en otros países emergentes, cuestión que permite suponer un mayor grado de transparencia, y con ello, menores incentivos a expropiar por parte de los controladores (OECD, (2010) y Lefort, F. y González, R. (2008)). En tercer lugar, los controladores de estas estructuras en Chile poseen, en promedio, una mayor participación en la propiedad que la requerida para controlar, lo que sería positivo, ya que los intereses del controlador estarían alineados con los de sus filiales o coligadas<sup>109</sup>. Esto último es consistente con la evidencia empírica presentada por Dyck, A y Zingales, L. (2004)<sup>110</sup>, donde muestran que el premio promedio recibido en 39 países de la venta de acciones que otorgan control asciende a 14 %, encontrándose Chile con un 18 %, a diferencia de Israel con un 27 %, Argentina y Colombia con un 27 %, México 34 % y Brasil 65 %.

Estos resultados son de suma relevancia, ya que, como se describió en la sección 5, existen limitaciones legales al acceso a financiamiento de los grupos empresariales<sup>111</sup>. Por lo tanto, los conglomerados proveen una vía para que las empresas que pertenecen a uno de ellos accedan a capitales

<sup>104</sup>Utilizan una muestra de 99 firmas controladas por familias, participantes de la Bolsa de Santiago, con 1099 observaciones entre los años 2001 a 2014. La variable dependiente es un *proxy* de valor de la empresa utilizando la Q de Tobin: el valor bursátil de la empresa menos la deuda de la misma. Las variables independientes utilizadas son: i) los flujos de caja del último accionista, ii) *dummy* de afiliación a un grupo empresarial según la legislación chilena, iii) *dummy* si el grupo empresarial es controlado por una familia, y iv) el logaritmo natural de la distancia entre la empresa de la pirámide y el accionista final [31].

<sup>105</sup>La variable dependiente es la inversión, definida como los gastos de capital (CAPEX) realizados por las empresas, escalados por el total de activos al inicio del período. La principal variable independiente es el flujo de caja, la que representa la capacidad de la empresa de generar recursos internos, y se estima como la suma de la utilidad neta, depreciación y amortización para un período, escalado por el total de activos a inicios de período [15].

<sup>106</sup>Se ejecuta una regresión probit multivariable, donde la variable dependiente es la probabilidad de que una empresa sea proveedora (receptora) en un año específico. Las principales variables independientes son los derechos de flujos de caja, capital-intensidad de la firma (que es el ratio entre PPE [propiedad, planta y equipos] y los activos), el tamaño de la firma medido como los activos de la misma, y los flujos de caja (el ratio entre EBIT y los activos de la empresa) [14].

<sup>107</sup>Xavier Mendoza, Christian Espinosa-Méndez y Luis Araya-Castillo. “When geography matters: International diversification and firm performance of Spanish multinationals”. En: BRQ Business Research Quarterly (2019), [36].

<sup>108</sup>Fernando Lefort y Rodrigo González. “Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile”. En: Abante 11.1 (2008), págs. 19-45, [33].

<sup>109</sup>Ver página 8, Sección 2.

<sup>110</sup>Alexander Dyck y Luigi Zingales. “Private Benefits of Control: An International Comparison”, [23].

<sup>111</sup>La LGB impone restricciones de acceso a crédito, restricciones a inversiones de fondos de pensiones, restricciones incluidas en la ley única de fondos y en la ley de seguros.



internos, lo que les permite realizar inversiones, que de lo contrario, no se materializarían dadas las restricciones de acceso al mercado crediticio, específicamente para proyectos de inversión más riesgosos y con mayor dificultad de acceso a financiamiento. Por lo anterior, y considerando adecuados resguardos de gobierno corporativo para accionistas minoritarios, tal como existen en Chile (ver sección 5), la evidencia demuestra que las estructuras piramidales mitigarían las restricciones de acceso al financiamiento y permitirían a su vez reducir la concentración de la propiedad.

En cuanto a la evidencia empírica internacional, Masulis et al. (2011)<sup>112</sup> analiza la racionalidad de la existencia de conglomerados familiares y su configuración de propiedad interna en capas en 45 países, incluyendo 28.635 firmas, encontrando que la existencia de conglomerados familiares tiene una relación inversa en cuanto a la mayor disponibilidad existente de financiamiento en el país (considerando como variables la relevancia de la inversión en capital de los inversionistas institucionales respecto del total de la capitalización bursátil, total de ahorro respecto al PIB y estabilidad política). Los resultados obtenidos a nivel país para conglomerados familiares se mantienen cuando se estiman los determinantes del número de capas promedio en cada país, o la prevalencia de estructuras piramidales en el país; además, pasando a ser positivo y significativo en su determinación el nivel de protección a inversionistas minoritarios. Lo anterior, demuestra que la existencia de capas en conglomerados familiares aliviana la restricción de financiamiento existente en el país.

A nivel de firma, el principal resultado es que las firmas que están en las capas inferiores de la pirámide son más intensivas en capital, llevan menos años en el mercado y son más riesgosas. Asimismo, las firmas dentro de un grupo que financian su capital con flujos internos en mayor proporción, tienen mayor valor, siendo una proxy de inversiones más rentables, lo que se condice con el mayor porcentaje de propiedad que posee el controlador en las capas inferiores respecto a las superiores, reduciendo los riesgos de agente-principal antes mencionados.

Los aspectos económicos descritos recientemente tienen relación con la eficiencia del uso de los recursos al interior de un conglomerado, y revelan evidencia respecto a sus decisiones de inversión, considerando los potenciales conflictos entre controladores y minoritarios en estructuras de capas. Sin embargo, no tienen relación con la hipótesis sobre si el acceso a flujos dentro del holding por parte de las firmas pertenecientes al conglomerado podría ser una fuente de poder de mercado que facilite prácticas anticompetitivas.

### 8.2.1. Potenciales efectos anticompetitivos de la estructura de capas en conglomerados

A este respecto, Cestone y Fumagalli (2005)<sup>113</sup> es el primer paper que analiza teóricamente si, dentro de un conglomerado con estructura piramidal, el mercado de capitales internos puede ser fuente de poder de mercado y facilitar prácticas predatorias a través de la entrega de subsidios cruzados a empresas dentro del holding, los que no estarían disponibles para empresas que no son parte del conglomerado. Uno de los principales resultados que obtienen es que los conglomerados con mayores flujos de caja proveen liquidez a filiales que poseen mayores costos de financiamiento externo, otorgándoles una ventaja competitiva. Sin embargo, concluyen que se debe tener cuidado con asociar efectos anticompetitivos con la presencia de grupos empresariales, ya que en ciertas condiciones, el ser parte de un grupo empresarial, esto permite la entrada a mercados donde actores

<sup>112</sup>Masulis, Ronald & Pham, Peter & Zein, Jason. (2011). Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices. *Review of Financial Studies*. 24. 3556-3600. 10.2139/ssrn.1363878. [34].

<sup>113</sup>Cestone, Giacinta & Fumagalli, Chiara, *The Strategic Impact of Resource Flexibility in Business Groups*, RAND Journal of Economics, 2005, vol. 36, issue 1, 193-214. [17].



tradicionales poseen estrategias de disuasión, y, por lo tanto, dicha entrada reduce la concentración de la industria. No obstante, una vez que el grupo empresarial entre a dicho mercado, podría aplicar prácticas anticompetitivas. Las autoras señalan que no es claro cuál efecto predomina.

Posteriormente, los autores Boutin et al. (2013)<sup>114</sup> analizan empíricamente -con datos de los balances financieros y de la estructura de propiedad de 70.000 empresas francesas- el efecto del acceso a mercado de capitales internos del conglomerado sobre la entrada que se genera en distintas industrias<sup>115</sup>. De los resultados econométricos, se desprende que la entrada está inversamente relacionada con la liquidez que poseen los grupos empresariales, y positivamente relacionada con el flujo que poseen los entrantes. Estos resultados son consistentes con los resultados teóricos de Cestone y Fumagalli (2005), en que un grupo empresarial con mayor flujo de caja traspasa recursos a filiales en industrias donde existe una mayor restricción de acceso al financiamiento externo. Los autores concluyen que, en situaciones específicas, el acceso al mercado de capitales internos puede favorecer la predación; esto se daría cuando el acceso a financiamiento externo sea muy costoso. En este caso, las firmas de un grupo empresarial con exceso de flujo de caja podrían ser un riesgo para empresas incumbentes no afiliadas a un grupo. Sin embargo, los autores también concluyen que la pertenencia a un grupo empresarial puede ser considerada competitiva, en la medida que el acceso al financiamiento en industrias de mayor riesgo sea escaso, en cuyo caso los grupos empresariales con acceso a mercados de capitales internos son quienes ejercen un efecto favorable y aumentan la competencia.

De la revisión de la literatura, se concluye que el potencial riesgo de subsidios cruzados existente dentro de un conglomerado con estructura piramidal debe analizarse caso a caso. Sin embargo, en ningún caso se sustenta la hipótesis que las estructuras de capas sean *per se* anticompetitivas, como para sugerir su reducción o eliminación. Por el contrario, también se observan efectos positivos; en particular, en cuanto a incentivos a la inversión en sectores más riesgosos y en la competencia en los mercados<sup>116</sup>.

En conclusión, el eventual riesgo de una potencial predación o ventaja basada en *deep pockets* asociado a firmas que forman parte de un estructura piramidal no difiere de los riesgos que pueden ser identificados a partir del análisis tradicional que realizan las autoridades de competencia para i) descartar la existencia de prácticas predatorias, ii) analizar firmas integradas verticalmente, o iii)

<sup>114</sup>Boutin, Xavier; Cestone, Giacinta; Fumagalli, Chiara & Pica, Giovanni, *The Deep-Pocket Effect of Internal Capital Markets*, Journal of Financial Economics 109(1); 122-145, July 2013, [13].

<sup>115</sup>Específicamente, la data inicial corresponde a información tributaria del fisco francés, donde se registra información contable y del sector económico de cada empresa. A estos datos, es posible unir datos laborales de una encuesta anual del Ministerio de Industria, además de la identificación de estructuras de grupos económicos en otra encuesta anual denominada LIFI (Enquete Liasons Financieres). Es importante destacar que la encuesta LIFI define control directo si una empresa tiene un accionista o grupo controlador con al menos un 50% de los derechos de voto, y en la base de datos se excluyen los sectores financieros y regulados. En términos metodológicos, la variable dependiente es la tasa de entrada de empresas a un mercado específico en un tiempo determinado, mientras que las variables independientes son los flujos de caja de empresas incumbentes en el mercado específico y los flujos de caja de las empresas subsidiarias que operan en mercados diferentes. Adicionalmente, se utilizan variables de control como tamaños de cada mercado (tasas y niveles), intensidad de capital, retorno sobre los activos (ROA) y niveles de concentración de cada mercado según HHI.

<sup>116</sup>Boutin et al. (2013) mencionan (traducción libre): “Nuestros hallazgos no respaldan la opinión de que la pertenencia a un grupo es en sí misma anticompetitiva. En primer lugar, en la medida en que los grupos establecidos dependen de sus abundantes bolsillos para subsidiar la entrada a gran escala en industrias jóvenes y de alto crecimiento, los grupos ricos en efectivo bien podrían ejercer un efecto procompetitivo. En segundo lugar, no proporcionamos evidencia de que la actividad del mercado interno de capitales facilite el comportamiento predatorio al canalizar recursos de subsidiarias ricas en efectivo que disfrutan de una posición dominante en un mercado hacia unidades que enfrentan una competencia más intensa.”



analizar empresas que no se encuentran integradas verticalmente y tienen distintos segmentos de clientes, donde existe la posibilidad de realizar subsidios cruzados con el fin de excluir competidores en uno de esos segmentos (ver recuadro siguiente).

### Conductas exclusorias: precios predatorios y estrangulamiento de márgenes

En esta sección nos preguntamos si una estructura de capas puede crear mayores incentivos a perpetrar conductas exclusorias por parte de un conglomerado estructurado con capas descendentes.

En primer lugar, analizaremos los incentivos a cometer estas conductas sin considerar todas las regulaciones que limitan las operaciones entre empresas relacionadas que tiene Chile -y que sigue desarrollando para proteger a los accionistas minoritarios-, ni toda la legislación e institucionalidad de libre competencia que desincentiva estos comportamientos. Luego, consideraremos tales normas y su influencia.

*Precios predatorios:* que una empresa pueda ejercer precios predatorios en forma exitosa no depende tanto de si es conglomerado o no, sino que depende de su acceso a capital o crédito para poder sobrevivir al período predatorio y, sobre todo, de la posibilidad de excluir al competidor sin que éste u otro vuelva pronto a entrar al mercado. La solicitud de Conadecus indica que un conglomerado tiene mayores posibilidades de fijar precios predatorios, porque puede echar mano de fondos de su matriz u otras empresas en el conglomerado y tiene más incentivos que una empresa *stand alone*, ya que así su reputación de competidor duro se ramifica a los otros mercados en los que participa.

La pregunta es si un conglomerado con capas podría tener más incentivos a usar prácticas predatorias al reducirse el costo para el controlador de un comportamiento exclusivo aguas abajo, puesto que comparte el costo con los minoritarios -que son sus socios en la empresa que predar-. Supongamos que el controlador es A, que tiene 50%+1 de las acciones de la empresa aguas abajo B. Si el controlador decide preda con los precios de B, tendrá menores costos de la predación, pero también tendrá menores beneficios en comparación con el caso de que B fuera 100% suyo. Así, a menos que el controlador sea averso al riesgo, este tendrá el mismo incentivo a preda, ya sea que tenga el 100% de la empresa B o que tenga el 50% de ésta. La probabilidad de ser averso al riesgo es menor para un controlador de un conglomerado diversificado que para un controlador absoluto de una empresa *stand alone*.

Ahora, considerando la restricciones a las operaciones entre partes relacionadas, el supuesto de que una empresa de un conglomerado tendría más fondos para financiar el período de predación es falso.

Todavía, se podría insistir en el argumento de que un controlador de un conglomerado obtiene mayores beneficios de preda, puesto que así obtiene una reputación de competidor peligroso en todos los mercados en los que participa. Sin embargo, también a un controlador de un conglomerado le importa más su reputación como transgresor de las normas de libre competencia, puesto que el regulador y los políticos verán a todas las empresas del grupo con más sospechas una vez que una de ellas ha sido descubierta en un comportamiento ilegal.

Así, es menos probable que un conglomerado con estructura de capas descendentes tuviera una mayor tendencia a preda. Para asignar la probabilidad de predación, es mucho más



determinante analizar las barreras de entrada en cada mercado, las que no se correlacionan con la presencia de un conglomerado, no importando cuántas capas éste tenga.

*Estrangulamiento de márgenes:*

*La matriz produce el insumo:* Analizando un conglomerado en que exista integración vertical y cuya matriz A produzca un insumo que enfrenta baja competencia y que se usa en la producción en su filial B aguas abajo -en la que sólo tiene 50%+1 de la propiedad-, está la posibilidad de excluir al competidor de B, vendiéndole el insumo a un precio tal que no pueda seguir compitiendo en el mercado o dejándole un porcentaje limitado en el mercado.

Una vez más, el conglomerado está haciendo un sacrificio al no poder vender su insumo A al competidor de B, pero gana la posibilidad de subir el precio de B en el futuro, cuando el competidor ya haya quebrado. Pero esta vez A hace el 100% del sacrificio, puesto que deja de vender el insumo al competidor de B; y el beneficio lo recibirá B, cuando pueda subir su precio ante la quiebra del competidor. Así, el controlador recibirá sólo un 50% del beneficio y enfrentará un 100% de los costos.

Dadas las restricciones de operaciones entre partes relacionadas, habrá limitaciones para que el beneficio de B sea traspasado a A y, por tanto, los incentivos a realizar el estrangulamiento de margen es menor que en el caso de que el controlador tenga el 100% de ambas empresas. Así, las capas descendentes reducirían el incentivo a estrangular márgenes.

Una vez más, se debe enfatizar que esta conducta debiera ser castigada por la autoridad que vela por la libre competencia, lo que debería ser más costoso para un conglomerado, no sólo por el efecto reputacional sino que porque la multa puede ser mayor.

¿Qué pasa si es la filial la que produce el insumo y la matriz elabora el producto final? Este caso presenta los incentivos contrarios, puesto que es la matriz la que recibe el 100% de los beneficios de un estrangulamiento de márgenes y exclusión de su competidor, y es la empresa B -en la que el controlador solo tiene 50%+1 de las acciones- la que asume los costos (ya sea que disminuya precios a la matriz o aumente precios del insumo a la competidora de la matriz). En tal caso, un conglomerado con integración vertical y producción del insumo en una filial podría tener más incentivos a preñar.

Sin embargo, para concretar esta conducta es necesario que la empresa B discrimine favorablemente a su empresa matriz, lo que no está permitido en Chile para proteger a los minoritarios y, además, sería sancionable por la institucionalidad que vela por la libre competencia en los mercados.

## 9. Herramientas existentes en el DL 211

### 9.1. Respecto de los riesgos de los conglomerados

El derecho de la libre competencia, y particularmente el DL 211, constituye el marco normativo vigente que se ocupa de prevenir, corregir y sancionar los atentados a la libre competencia en los mercados, dotando a instituciones especializadas e independientes, como son el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (en adelante “TDLC”) y la FNE, de atribuciones para llevar a cabo dicha



misión.

Bajo la regulación existente, las estructuras corporativas conglomerales -grupos empresariales que participan en distintos sectores de la economía- no son, por sí mismas, anticompetitivas. En caso de existir hechos, actos o contratos que se puedan considerar anticompetitivos, ellos se analizan caso a caso, por medio de las distintas herramientas o atribuciones de las que están dotadas la FNE y el TDLC. En efecto, y bajo las normas vigentes en la materia, es posible: (i) prevenir riesgos para la libre competencia derivados de estructuras de conglomerado; (ii) corregir esas estructuras; y (iii) sancionar los atentados a la libre competencia que puedan derivar de ellas.

En cuanto a la prevención, la FNE lleva a cabo el control de operaciones de concentración, esto es, de *“todo hecho, acto o convención, o conjunto de ellos, que tenga por efecto que dos o más agentes económicos que no formen parte de un mismo grupo empresarial y que sean previamente independientes entre sí, cesen en su independencia en cualquier ámbito de sus actividades [...]”* (Art. 47 del DL 211). Bajo esta herramienta, en forma previa a su perfeccionamiento, las operaciones de concentración que produzcan riesgos para la libre competencia pueden ser sometidas a medidas que mitiguen esos riesgos; en caso de que no sea posible mitigar tales riesgos, pueden ser prohibidas. Cabe agregar que todas las operaciones de concentración, sean horizontales, verticales o de conglomerado, deben ser notificadas obligatoriamente a la FNE cuando se superan determinados umbrales de venta de las empresas y grupos empresariales que participan de ella. Incluso en caso de que tales umbrales no sean superados y las operaciones en cuestión no sean notificadas voluntariamente, la FNE puede investigarlas dentro del plazo de un año contado desde su perfeccionamiento.

Adicionalmente a ello, conforme a lo dispuesto en el artículo 18º Nro 2 del DL 211, la FNE o cualquier legítimo interesado puede consultar al TDLC los hechos, actos o contratos distintos de operaciones de concentración, que pongan en riesgo la libre competencia, sea que se trate de actos existentes o por celebrarse. Así, y aunque a nuestro juicio dicha herramienta no está orientada a corregir estructuras de mercado consolidadas o existentes susceptibles de poner en riesgo la libre competencia, esta herramienta se ha usado para ello en diversas ocasiones.

Así, en el Caso Gasmar, iniciado mediante una consulta de Conadecus, el TDLC ordenó a Gasco y Abastible desprenderse de su participación en el terminal marítimo Gasmar; la Excma. Corte Suprema confirmó la decisión del TDLC. Por su parte, en el Caso Plantas de Almacenamiento, iniciado mediante consulta de la FNE, ésta solicitó al TDLC implementar medidas estructurales para garantizar el acceso de terceros a capacidades de almacenamiento o de carga de combustibles, *“que podrían ir desde una (i) participación pasiva de los comuneros en la infraestructura de almacenamiento y su administración, hasta una (ii) desinversión de los activos, o aquellas que estime pertinentes según la naturaleza y magnitud de los riesgos que verifique [...]”*.

Los riesgos para la libre competencia derivados de estructuras de conglomerados, al igual que los riesgos derivados de estructuras de integración vertical, no solo pueden ser prevenidos por la vía del control preventivo de operaciones de concentración, sino que también podrían ser corregidos expost en virtud del procedimiento de consulta previsto en el artículo 18º Nro 2 del DL 211. Ello según la interpretación de dicho artículo sostenida consistentemente por la Excma. Corte Suprema, conforme con la cual pueden ser consultados, y por consiguiente sometidos a condiciones, los hechos, actos o contratos existentes, y no sólo los que aún no se han celebrado o ejecutado.

Otras normas existentes en materia de libre competencia y que previenen los riesgos existentes entre empresas competidoras son, la prohibición del interlocking, es decir, el vínculo que se produce entre firmas cuando están relacionadas directamente, ya sea que una persona natural ejerza



simultáneamente cargos ejecutivos relevantes o que pertenezca a sus directorios. Lo anterior se encuentra prohibido por el artículo 3 inciso segundo letra d) del DL 211, cumpliendo dos requisitos: i) que el grupo empresarial al que pertenece cada empresa tenga ingresos anuales superiores a UF 100 mil en el último año calendario, y ii) que la participación simultánea en los cargos se mantenga transcurridos 90 días del año calendario en que se superó el umbral señalado. Lo anterior, sin perjuicio de que formas indirectas de interlocking, o casos en que no se superen dichos umbrales, puedan ser objeto de revisión de la FNE respecto de sus riesgos o efectos en la libre competencia, en virtud del artículo 3 inciso 1° de la misma norma.

Adicionalmente, el artículo 4 bis del DL 211 establece la obligatoriedad de notificar a la FNE la adquisición por parte de una empresa de una participación, directa o indirecta, en más del 10% del capital de una empresa competidora. Esta obligación es para las compañías que tienen, cada una por separado, ingresos superiores a 100 mil UF en el último año calendario, y debe informarse en un plazo máximo de 60 días después de su ejecución<sup>117</sup>. En casos en que potencialmente se infrinja la obligación de informar a la FNE, esta ha instruido investigaciones, y cuando considera la existencia de un incumplimiento, ha presentado requerimientos ante el TDLC. Lo anterior, para que este último aplique las medidas pertinentes del artículo 26 del DL 211, ya sean correctivas o prohibitivas, además de las sanciones que resulten necesarias<sup>118</sup>.

Finalmente, están las atribuciones sancionatorias de infracciones a la libre competencia, por medio de las cuales, a solicitud de parte o de la FNE, el TDLC puede sancionar conductas que impidan, restrinjan o entorpezcan la libre competencia, o que tiendan a producir tales efectos. En particular, ello permite sancionar conductas unilaterales de abuso de posición dominante, así como prácticas concertadas, una vez establecidos los hechos que las configuran. En estos casos, el TDLC puede: (i) modificar o poner término a los actos, contratos, sistemas o acuerdos que sean contrarios al DL 211; (ii) ordenar la modificación o disolución de sociedades, corporaciones y demás personas jurídicas de derecho privado que hubieren intervenido en ellos; y, (iii) imponer multas a beneficio fiscal de hasta 60.000 UTA, en el caso que no sea posible determinar las ventas ni el beneficio económico obtenido por el infractor. Tratándose de acuerdos o prácticas concertadas, además, el TDLC puede: (iv) prohibir a los responsables contratar con entidades públicas o adjudicarse concesiones estatales hasta por 5 años; y, tras el subsecuente proceso penal es posible, (v) imponer penas privativas de libertad.

A todo lo anterior, se suma el deber de quienes infringen la libre competencia de indemnizar los perjuicios derivados de las infracciones que sean establecidas, una vez finalizada la acción de indemnización de perjuicios que establece el artículo 30 del DL 211.

De esta forma, es posible sostener que Chile cuenta con un sistema de libre competencia fuerte,

<sup>117</sup>El inciso primero del artículo cuarto transitorio de la Ley 20.945, que perfecciona el Sistema de Defensa de la Libre Competencia, establece que *“Las participaciones de una empresa o de alguna entidad integrante de su grupo empresarial en el capital de empresas competidoras a que alude el artículo 4° bis, existentes en el momento de la entrada en vigencia de esta ley, deberán ser informadas a la Fiscalía Nacional Económica dentro del plazo de ciento ochenta días, contado desde la publicación de la presente ley en el Diario Oficial.”*

<sup>118</sup>Requerimiento FNE contra Banmédica, controladora de la Clínica Ciudad del Mar junto a otros centros médicos y algunas Isapres, por infracción del deber de informar a la FNE su participación en más del 10% (28,63%) del capital de Servisalud S.A. y Servisalud Inmobiliaria S.A. (operadoras de Clínica Los Carreras). Requerimiento FNE contra Los Orientales por incumplimiento de su deber de notificar su participación en más del 10% (15,98%) en la propiedad de Plásticos Eroflex S.A. (Eroflex). En ambos casos, las partes llegaron a un acuerdo conciliatorio con la FNE, realizando cada uno un pago a beneficio fiscal de \$200 y \$100 millones de pesos respectivamente. Junto a lo anterior, se tomaron medidas de publicidad de las respectivas conciliaciones. Para mayores detalles revisar link 1 y link 2 respectivamente.



que es capaz de prevenir, corregir y sancionar los hechos, actos y convenciones que impidan, restrinjan o entorpezcan la libre competencia, o que tiendan a producir tales efectos. Por lo anterior, una Ley de Concentración Económica Agregada como la que propone Conadecus es redundante e innecesaria, y en el marco de ella no sería posible distinguir estructuras conglomerales pro-competitivas de aquellas que, excepcionalmente, no lo sean.

## 9.2. Respetto de los riesgos provenientes de la asignación de concesiones o derechos por parte del Estado

Conadecus solicita que se recomiende que la Ley de Concentración Económica Agregada que propone, considere la obligación de tener en cuenta los niveles de Concentración Económica Agregada y la dominancia de conglomerado en industrias específicas de los grupos empresariales significativos, al momento de asignar concesiones o derechos por parte del Estado.

Al respecto, es necesario tener presente que eventuales riesgos de competencia en la asignación de concesiones o derechos por parte del Estado también son controlados en sede de competencia, tanto por la vía del ejercicio de las atribuciones preventivas del TDLC, que se ejercen en el marco del denominado proceso no contencioso, como en el contexto de procedimientos infraccionales.

Existe abundante jurisprudencia relativa a casos en los que el Estado realiza un proceso de licitación por medio del cual se asigna al ganador un mercado o el derecho exclusivo de proveer ciertos bienes o servicios; es decir, se asigna un monopolio o derechos sobre insumos esenciales para proveer servicios en un mercado<sup>119</sup>. En estos casos, la entidad pública licitante debe velar por que las condiciones de competencia ex ante aseguren que, aún en la ausencia de rivalidad *ex post*, las condiciones de prestación del servicio en términos de precio, cantidad y calidad ofrecidas sean las más eficientes y, dentro de lo posible, emulen las que existirían en un mercado competitivo<sup>120</sup>.

En el ámbito de las atribuciones preventivas del TDLC, además de la consulta voluntaria que puede ser iniciada por el licitante, por la FNE o por cualquier legítimo interesado al tenor de lo dispuesto en el artículo 18º del DL 211, existen diversos casos en los que la ley impone la obligación de contar con una resolución o informe previo del TDLC (e.g. concesiones portuarias estatales conforme a los artículos 14 y 23 de la Ley 19.542, sistemas colectivos de gestión de residuos conforme a la Ley 20.920, empresas concesionarias de servicios públicos). Adicionalmente, el artículo 65 del DFL 382 de 1989 prohíbe a determinadas empresas concesionarias de servicios públicos que sean monopolios naturales de distribución eléctrica, de telefonía o de suministro de gas de red, participar en concesiones de servicio público sanitario.

Adicionalmente, existen casos en los que existe obligación de consultar previamente al TDLC o de obtener un informe favorable, en virtud de obligaciones o recomendaciones impuestas establecidas previamente por las propias autoridades de competencia (e.g. derechos de agua de Endesa y Colbún).

Por consiguiente, el derecho de la competencia vigente se ocupa en gran parte de los riesgos señalados por Conadecus, y no es efectivo que no existan mecanismos aptos para prevenir riesgos

<sup>119</sup> Como ejemplos de casos en los que se asignan monopolios o insumos esenciales para proveer servicios por parte del ganador de una licitación, pueden mencionarse las licitaciones para el establecimiento de plantas de revisión técnica, para la asignación de frecuencias aéreas, derechos de aprovechamiento de aguas, derechos de uso de bloques de espectro radioeléctrico, concesiones portuarias de frentes de atraque estatales, rodoviaros, etc. En todos estos casos, el ganador de la licitación se adjudica un mercado, parte de un mercado o un insumo esencial, que le permite posteriormente, y normalmente por períodos prolongados de tiempo, proveer servicios a usuarios distintos del licitante.

<sup>120</sup> Sentencia N° 138/2014, consideración 14a. Resolución N° 52/2018, consideración 40a.



asociados a la participación de conglomerados en distintas industrias.

## 10. Capas y gobernanza: ¿Problema anticompetitivo?

### 10.1. Introducción: agente-principal e ineficiencias

En la solicitud de Conadecus, una de las recomendaciones que se le pide formular al TDLC es que los conglomerados no puedan tener más de dos capas de propiedad. En la literatura económica -tal como se ha desarrollado en sección 8.2- hay consenso en lo básico: las capas, en las mallas societarias de los conglomerados, permiten al dueño de la empresa matriz tener más poder a través de sus votos que lo que tendría si no existieran filiales o coligadas, y tuviera que desarrollar sus inversiones del mismo monto en forma horizontal y no vertical o en forma piramidal. Con este poder de voto, que es mayor a sus derechos sobre los dividendos, se pueden dar distintos comportamientos liderados por el controlador en su propio interés, y potencialmente dañinos para los intereses de los minoritarios, junto con llevar a decisiones ineficientes en comparación con una empresa de total propiedad de un solo dueño.

Estos son casos particulares de una rama de la teoría económica llamada problema del agente-principal. Este problema se da cuando el principal o dueño del capital tiene información asimétrica sobre el comportamiento del agente y, así, la remuneración no se puede dar en relación directa con el esfuerzo de su agente sino con lo que éste produce, producción que depende de muchos factores y no sólo del esfuerzo del agente. Si bien hay maneras de optimizar este problema a través de formas de remuneración que incentiven el esfuerzo, éstas se hacen muy caras para el principal cuando la producción depende de muchos factores que el agente no controla y si, además, el agente tiene una mayor aversión al riesgo que el principal<sup>121</sup>. Por ello, se llega a soluciones intermedias, de segundo mejor, en que el esfuerzo no se ve incentivado lo suficiente como para alcanzar el óptimo asignativo.

Así definido, se puede apreciar que esta clase de problema de asimetría de información, que lleva a ineficiencias, se puede dar en distintos esquemas de propiedad y no es en absoluto exclusivo a la estructura de capas societarias en que el controlador de cada una controla sin tener el 100 % de la propiedad. De hecho, más allá de la estructura de propiedad, en toda empresa existirá información asimétrica sobre los esfuerzos productivos o de minimización de costos de parte de sus ejecutivos o trabajadores. Esta información asimétrica reduce la eficiencia e impone la necesidad de dar incentivos que podrían ser rechazados por los trabajadores al aumentarles la incertidumbre sobre sus ingresos.

Así, si negamos la posibilidad de que existan capas de propiedad que permiten que haya un controlador en cada empresa y lográsemos alcanzar el otro extremo, i.e., imponer un esquema de propiedad totalmente atomizado -como es el caso en EE.UU. e Inglaterra-, las asimetrías de información y los problemas de agente-principal y su ineficiencia serían preocupantes también. En efecto, en una empresa sin controlador, el monitoreo sobre los esfuerzos de la gerencia en minimizar costos u optimizar producción es más débil, puesto que ningún accionista tiene incentivos a invertir recursos

<sup>121</sup>Un ejemplo tradicional de esta literatura lo encontramos en el libro *Economic Theory* de Gary S. Becker, en que se analiza por qué normalmente el contrato entre un propietario de tierra y alguien que la trabaja suele ser una división del producto por la mitad para cada uno, siendo que los incentivos correctos se dan mejor con un arriendo fijo y dejando todo el excedente para el que trabaja la tierra que, así, tendría los incentivos a esforzarse hasta que el costo del esfuerzo sea igual a la productividad marginal de éste; en cambio, al dividirse el producto, el esfuerzo será menor ya que recibirá sólo la mitad de la productividad marginal. Lo que se concluye es que si el trabajador es averso al riesgo y el producto es muy dependiente de factores aleatorios, va a ser muy difícil para el dueño de la tierra convencerlo para que pague un arriendo y, además, enfrente todo el riesgo. Es más eficiente compartir el riesgo, aunque eso lleve a una menor producción.



en controlarlo al ser bajos los beneficios individuales de hacerlo. Así, el administrador puede favorecer sus intereses por sobre los de los dueños, se reduce el esfuerzo productivo y de minimización de costos, y se producen ineficiencias.

Entonces, en el caso de las capas societarias, las ineficiencias provienen de los incentivos perversos de los controladores en desmedro de los intereses de los accionistas minoritarios; y, en el caso de dispersión de propiedad, las ineficiencias provienen de la falta de controlador sobre la administración. Citando los “Principios De Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023” (OCDE 2024)<sup>122</sup>: *“En muchas sociedades anónimas cotizadas existe un gran accionista mayoritario. Aunque su presencia pueda reducir el problema de agencia gracias a una supervisión más estrecha de los directivos, un marco legal y reglamentario laxo puede llevar a abusos contra los demás accionistas de la empresa. Las operaciones de autocontratación y de carácter abusivo tienen lugar cuando quienes mantienen relaciones próximas con la empresa, incluidos los accionistas mayoritarios, se aprovechan de ellas en perjuicio de la empresa y de sus inversores.”*

También existen otras estructuras de propiedad que, además de sus problemas de eficiencia o incentivos, pueden amenazar en mayor grado la libre competencia. En efecto, en cuanto a temas propios de competencia, hay evidencia en EE.UU. de que los inversionistas institucionales pueden distorsionarla aún sin tener control individual de ninguna empresa. En EE.UU., país en que no existen grandes conglomerados, se ha demostrado que en algunas industrias con empresas supuestamente competidoras confluyen como propietarios minoritarios, en cada una de las firmas, los mismos fondos de inversión, los que influyen en la administración de cada una de las empresas de la industria, las que terminan comportándose como carteles por los intereses de estos propietarios comunes.

En particular, Azar, Schmaltz & Tecu (2018) analizan la relación entre propiedad común de unos pocos inversionistas institucionales y precios en la industria aeronáutica de Estados Unidos<sup>123</sup>, mostrando que las empresas tienen menores incentivos a competir debido a la existencia de propiedad común. En esta misma línea, Azar & Schmaltz (2017)<sup>124</sup> indican que el fenómeno se repite en la industria bancaria, en la que se ha observado que aumentos en el grado de propiedad común en los distintos bancos de un condado, muestran una correlación positiva con las tarifas de diversos productos bancarios, junto con una correlación negativa con las tasas de interés pagada a los depósitos en dichos bancos. En cualquier caso, los autores indican que esta área de estudio no se encuentra muy desarrollada, por lo que la discusión está lejos de estar zanjada.

En este sentido, Azar & Vives (2021) afirman que estudios anteriores en esta materia obvian el hecho que el reciente surgimiento de la propiedad común no es un fenómeno a nivel de industria, sino que se ha observado a nivel de economías completas de países. Su trabajo teórico de 2021<sup>125</sup> muestra que, en un modelo de oligopolio de equilibrio general, la propiedad común -en igual porcentaje- en todos los sectores de la economía, podría producir márgenes menores o mayores de cara a los consumidores. Ello, ya que -en equilibrio general- cuando una industria se expande, genera externalidades pecuniarias positivas para firmas en otras industrias<sup>126</sup>; por lo tanto, la propiedad común inter-industria podría llevar a aumentos o disminuciones en la competencia en cada industria de-

<sup>122</sup>Principios De Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023, [16].

<sup>123</sup>Azar, José and Schmalz, Martin C. and Tecu, Isabel, Anticompetitive Effects of Common Ownership (May 10, 2018), [4].

<sup>124</sup>Azar, José and Schmalz, Martin C., Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns (2017), [3].

<sup>125</sup>Azar, José and Vives, Xavier, General Equilibrium Oligopoly and Ownership Structure, *Econometrica*, 2021-05, Vol.89 (3), p.999-1048, [5].

<sup>126</sup>Como ejemplo, si se expande la producción de un insumo, la empresa del bien final se ve beneficiada y podrá reducir precios.



pendiendo de las elasticidades de oferta de trabajo, elasticidad de sustitución de las demandas y las formas de la función de producción.

Más recientemente, la OCDE ha investigado el impacto de la propiedad común de varios inversionistas institucionales en las empresas. Efectivamente hay un aumento de la propiedad de inversionistas institucionales y de la propiedad común en la OCDE en las últimas décadas. Este análisis sugiere que el aumento de los inversionistas institucionales no es una preocupación importante desde el punto de vista de la productividad; las empresas que muestran una mayor propiedad institucional tienden a tener niveles de productividad y tasas de crecimiento más altos en comparación con sus pares, aunque la relación positiva depende del horizonte temporal de los inversores institucionales. Sin embargo, la correlación de la productividad y el crecimiento con la propiedad común dentro de una misma industria parece negativa, aunque no siempre significativa, posiblemente debido a una menor competencia<sup>127</sup>.

Así como las capas o estructuras piramidales tienen la posibilidad de generar ineficiencias por temas de agencia, también otras formas de propiedad o de poder de intervención en las decisiones conllevan problemas de agencia y deberían ser materia de regulación en las distintas jurisdicciones: inversionistas institucionales, asesores de inversiones, empresas evaluadoras de crédito, etc.

De hecho, el numeral III.D de los “Principios de Gobierno Corporativo de G/20 y OCDE”, establece: *“El marco de gobierno corporativo exigirá que las entidades y los profesionales que proporcionan análisis o asesoramiento pertinente para las decisiones de los inversores, como los asesores de voto, analistas, agentes financieros, proveedores de datos y calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), agencias de calificación crediticia y proveedores de índices, cuando estén regulados, divulguen y minimicen los conflictos de intereses que puedan comprometer la integridad de sus análisis o su asesoramiento. Las metodologías utilizadas por los proveedores de datos y calificaciones ASG, las agencias de calificación crediticia, los proveedores de índices y los asesores de voto deben ser transparentes y de acceso público.”*<sup>128</sup>.

Por tanto, la sugerencia de reducir a dos capas las pirámides de propiedad o de prohibir la propiedad de empresas financieras junto con empresas del sector real no eliminará los problemas de agencia, o los trasladará a otra parte en la cadena de mando.

Todos los riesgos que surgen de la diferencia entre derechos de votos y derechos económicos del controlador, analizados en la literatura, se refieren solo a potenciales incentivos y no a conductas efectivas, y la literatura empírica demuestra que los efectos negativos de las estructuras piramidales se concentran en países con menor protección a los accionistas minoritarios, como se vio en la sección 8.2.

En resumen, las autoridades de libre competencia deben centrarse en la competencia y no las ineficiencias propias de las asimetrías de información. En ningún caso sería una preocupación de las autoridades de libre competencia, que deben vigilar los comportamientos de las empresas en cada mercado, y no ocuparse de las fuentes de ineficiencia que no provienen de comportamiento anticompetitivo. Por ejemplo, puede haber ineficiencias que surgen de un mal diseño de la política medioambiental y el TDLC no intervendrá, también pueden haber mercados sumamente competitivos cuyo producto hace mal a la salud -como el alcohol o las bebidas azucaradas-, lo que puede ser una ineficiencia, pero no una preocupación del TDLC.

<sup>127</sup>Bas, M. et al. (2023), “Institutional shareholding, common ownership and productivity: A cross-country analysis”, OECD Economics Department Working Papers, [9].

<sup>128</sup>Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 (2024), [16].



Así como estas fuentes de ineficiencia no son tareas del TDLC, afortunadamente nuestra regulación creó instituciones para minimizar cada una de estas ineficiencias. En el caso de la adopción de mejores prácticas en los gobiernos corporativos de las empresas y la protección de los derechos de los minoritarios, la institución encargada es la CMF, sucesora de la Superintendencia de Valores y Seguros.

En lo que sigue, se hará una revisión de la trayectoria de la regulación en Israel comparándola con la chilena, de la concentración en ambos mercados financieros, de las principales características de sus estructuras societarias y, por último, de las leyes de gobierno corporativo.

## 10.2. Comparación de Chile e Israel

Conadecus plantea al TDLC que proponga una ley que elimine la posibilidad de que un grupo económico tenga más de dos capas societarias, tal como lo habría hecho Israel en 2013. No plantea la proponente las razones de competencia que fundamentarían la propuesta, sino que se concentra en razones de eficiencia económica. Tal ineficiencia se debe a temas de agencia que se presentan entre el controlador y los accionistas minoritarios, tal como fueron descritos en la sección anterior.

Llama muchísimo la atención que se recomiende una política sólo porque se ha implementado en otro país, y sólo en uno, sin analizar las realidades de ambos países -tanto económicas como políticas-, ni comparar las regulaciones que pueden limitar las prácticas indeseadas o su evolución en el tiempo.

### 10.2.1. Diferencias en la concentración del sector financiero

Tal como se puede apreciar en los siguientes cuadros, la concentración en el sector financiero era mucho más alta en Israel en la primera década de este siglo, periodo en el cual se enmarca la discusión sobre concentración y relación del sector financiero y real, que es lo que está ocurriendo actualmente en Chile.

Cuadro 5: Bancos.

Unidad	Israel 2009			Chile 2023		
	Nivel de concentración	% banco extranjero en C3 o C5	% banco no relacionado con grupo privado en C3 o C5	Nivel de concentración	% banco extranjero en C3 o C5	% banco no relacionado con grupo privado en C3 o C5
C3	74,3 %	0	23,0 %	47,3 %	31,8 %	31,8 %
C5	94,3 %	9,9 %	28,0 %	73,4 %	37,9 %	56,0 %
HHI	2.147	-	-	1.255	-	-

Fuente: elaboración propia.

Cuadro 6: Administradoras de fondos.

Unidad	Israel 2007	Chile 2023		
		Fondos de Inversión	Fondos Mutuos	AFP
C3	71,9 %	15,5 %	55 %	77 %
C5	97,3 %	45,4 %	67 %	99 %
No pertenece a grupo	-	-	54 %	-
Sin congl. privado	-	-	64 %	-
HHI	2.200	600	1.200	2.037

Fuente: elaboración propia.



Cuadro 7: Administradoras de seguros.

Unidad	Israel 2007		Chile 2022	
	Seguros de vida	Seguros generales	Seguros de vida	Seguros generales
C5	92.7 %	65 %	58 %	50 %
No pertenece a grupo	-	-	54 %	75 %

Fuente: elaboración propia con datos reportados por el FMI en su informe “*Israel: Detailed Assessment of Observance of International Association of Insurance Supervisors Insurance Core Principles*”, [30].

La solicitante cita un informe que intentó medir las consecuencias de las medidas anticoncentración en Israel, realizado el año 2000 por el Centro de Investigación e Información del Congreso de Israel y llamado Informe Botosh. El mismo informe señala que no ha pasado suficiente tiempo para evaluar la política, que no puede, por tanto, aislar o controlar por otras variables y no tiene información para evaluar los cambios en eficiencia en la asignación de recursos en la economía; sin embargo, se evidencia una menor concentración, lo que era de esperarse con tales intervenciones estructurales.

### 10.2.2. Síntesis contexto regulatorio en Israel

Es importante recordar que la economía israelí partió siendo una economía dominada por largo tiempo por empresas estatales y sindicales. Hasta mediados de los años ochenta, el sector financiero estuvo intervenido y controlado por el Estado, el que definía la política crediticia al sector privado, y el capital extranjero estaba restringido. Los bancos controlaban la mayoría de los activos financieros e invirtieron en múltiples otros rubros. La crisis en los años ochenta condujo a una caída en el valor de las acciones de los bancos y a la nacionalización en 1983. Recién a mediados de los años noventa hubo una importante ola de privatizaciones, tanto en el sector real como en el bancario. Dado que los bancos eran propietarios de muchas empresas en el sector real, se temía que la privatización de los bancos resultara en un aumento de la concentración económica, de lo que se debió ocupar el Comité Brodet de 1995. Sus recomendaciones fueron traducidas a leyes que imponían límites de aplicación muy gradual para la desinversión de los bancos en las empresas reales. Este proceso de desinversión debía alcanzar su objetivo final recién en 2001 y, aún así, no se llegaba a la prohibición total<sup>129</sup>. Los bancos israelíes tenían propiedad en la mayor parte de los conglomerados israelíes.

La privatización también llegó al sistema de pensiones, que pasó a ser administrado por inversionistas institucionales privados (incluyendo, en un principio a los bancos) y, dada, la desregulación de las inversiones de fondos de ahorro de largo plazo, hubo libertad para que los inversionistas institucionales decidieran en qué invertir sus cada vez más abultados fondos<sup>130</sup>. Existían riesgos de conflictos de interés, debido a que los inversionistas institucionales con inversiones de largo plazo seguían perteneciendo a conglomerados, y los límites de inversión en grupos empresariales eran muy laxos.

En efecto, todo lo anterior produjo una explosión en la emisión de bonos corporativos (la mayoría de los cuáles ofrecían pocas garantías) que derivó en reestructuraciones de la deuda de empresas. No había un procedimiento claro para ellos, puesto que los créditos no eran sindicados.

<sup>129</sup>FMI, Staff Country Reports N°97/2, Israel 1997, <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/1997/002/002.1997.issue-002-en.xml>.

<sup>130</sup>OECD Economic Surveys: Israel 2011, OECD Publishing Ch. 2. [43].



En noviembre de 2014, un comité de expertos (el Comité Andorn) recomendó mejorar los procedimientos de liquidación de deudas y otro comité (el Comité Goldschmidt) investigó el canal de préstamos directos -sin emisión de bonos- de las compañías de seguros. En abril de 2014, recomendó establecer criterios para la revisión y el control del crédito, mejorar la información sobre los prestatarios y fortalecer la presentación de informes al regulador de seguros.

Así, los cambios en la regulación financiera en Israel, aunque bien encaminados, no pudieron mostrar sus frutos en términos de desconcentración. Lo anterior, debido a que paralelamente a su dictación, ya estaba instalada la Comisión de Desconcentración, la cual recomendó medidas inéditas en el mundo, tal como separar la propiedad de los conglomerados reales y financieros, incluso antes -por ejemplo- de que surtieran efectos las restricciones a los préstamos o inversiones en empresas relacionadas que se implementaron recién el 2012.

La fuerte interferencia estatal y sindical en la economía, a pesar de sucesivos planes de privatización y liberalización de los mercados, también se notó en los indicadores de su regulación en el sector real. Tal como se lee en el Cuadro 8, en el 2013 -año en que se comienzan a adoptar las recomendaciones del Comité de Desconcentración-, Israel mostraba un índice de “Regulación de mercados de producto” más deficiente que el promedio de la OECD y que Chile, con un mayor índice de “Control Estatal”, de “Barreras al emprendimiento” y de “Barreras al comercio e Inversión”.

Cuadro 8: Indicadores de Regulación de Mercados de Productos.

	Regulación de mercados de producto	Control Estatal	Barreras al emprendimiento	Barreras al comercio e inversión
Israel 2013	2,15	2,92	2,5	1,03
Chile 2013	1,51	2,1	2,02	0,43
OCDE promedio	1,65	2,38	1,86	0,71

Fuente: OECD, Product Market Regulations Indicators. Los indicadores van del cero al seis, siendo el cero lo óptimo.

### 10.2.3. La crisis en el mercado de los bonos

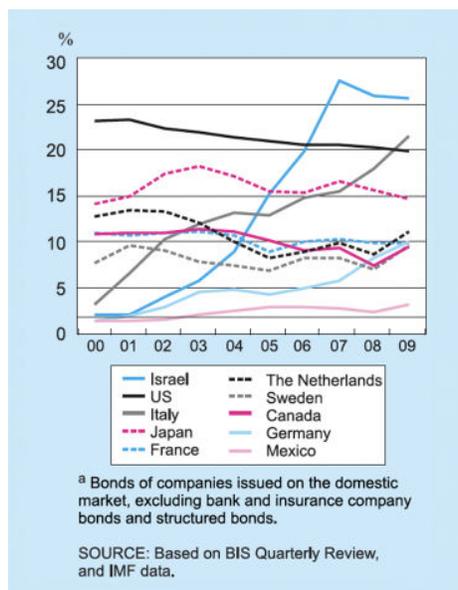
Un aspecto crucial para comprender las diferencias entre Chile e Israel, tiene relación con la laxa regulación de la deuda no bancaria y su riesgo de contagio y concentración en el sector bancario, como se señaló previamente.

El mercado de la deuda no bancaria en Israel tuvo una rápida expansión, especialmente después del año 2004, principalmente producto de la reforma estructural en el mercado de pensiones, que creó un sistema privado de administración de pensiones con cotización individual. Esto generó un aumento de recursos disponibles, facilitando el flujo de crédito al sector privado y la imposibilidad por parte del sector real de incrementar su deuda bancaria debido a los límites legales de endeudamiento<sup>131</sup>. Lo anterior se puede ver en la Figura 22, donde se observa que la emisión de bonos pasó de un 5% del PIB en el año 2000 a un valor cercano al 25% en el año 2009.

<sup>131</sup>Kosenko, Konstantin & Michelson, Noam, 2022. “It takes more than two to tango: Multiple bank lending, asset commonality and risk,” *Journal of Financial Stability*, Elsevier, vol. 61(C), [32].



Figura 22: Relación entre bonos corporativos y PIB, periodo 2000 a 2009.



Fuente: Bank of Israel Annual Report - 2009, Chapter 4, The Financial System and Its Stability, [7].

Específicamente para el caso de Israel, la deuda no bancaria de empresas del sector real tuvo un importante crecimiento entre 2006 y 2007, años de mayor crecimiento de esta deuda, llegando a un 43%. Por otro lado, la tasa de crecimiento de la deuda bancaria y deuda extranjera para las mismas empresas fue de un 5% y un -2% respectivamente entre los mismos años. Esto se puede apreciar en el Cuadro 9 a continuación.

Cuadro 9: Tasa de cambio anual de instrumentos de deuda en Israel, para empresas no financieras, 2007 a 2011.

	Bonos corporativos y créditos no bancarios	Créditos bancarios	Créditos extranjeros
2006	38 %	-1 %	10 %
2007	43 %	6 %	-2 %
2008	-2 %	8 %	4 %
2009	7 %	-6 %	2 %
2010	4 %	6 %	-2 %
2011	5 %	-2 %	6 %

Fuente: elaboración propia según información de "Bank of Israel Annual Report - 2009 y 2011, Chapter 4, The Financial System and Its Stability", [7]-[8].

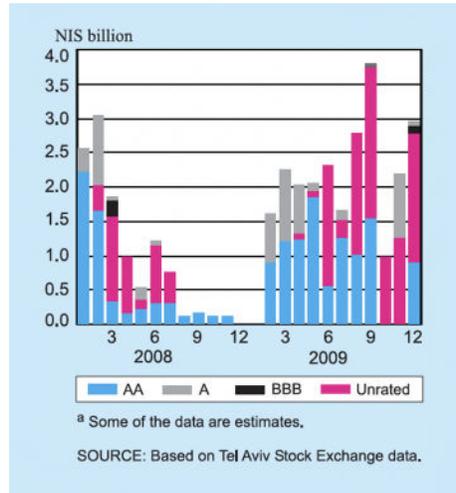
Cabe destacar que este fuerte incremento de la deuda no bancaria se dio en un contexto de escasa regulación de la emisión de bonos<sup>132</sup>, con la posibilidad de adquirir bonos de empresas relacionadas por parte de inversionistas institucionales y, a su vez, de otorgar préstamos directos sin garantías.

<sup>132</sup>En Israel, la emisión de bonos no bancarios presentaba una serie de debilidades. Como señala el Banco de Israel en su informe anual de 2009 (traducción libre), "La práctica generalizada en el mercado de capitales local de emitir



Así, los grandes grupos económicos que ya habían alcanzado sus límites de préstamos bancarios, aprovecharon este boom de deuda, lo que se tradujo en un efecto de contagio desde el sector financiero no bancario al bancario por la concentración del financiamiento en unos pocos grupos económicos<sup>133</sup>. Esto último se puede ver en la Figura 23 siguiente.

Figura 23: Emisión de bonos por el sector no bancario, periodo 2008 y 2009.



Fuente: Bank of Israel Annual Report - 2009, Chapter 4, The Financial System and Its Stability, [7].

La existencia de créditos directos por parte de inversionistas institucionales hacía poco transparente este tipo de deuda. A finales de 2011, estos créditos representaban el 9% total del crédito empresarial no bancario<sup>134</sup>.

Al contrastar con Chile, nos encontramos con que la regulación financiera es bastante más exigente en nuestro país. Por un lado, para la emisión de bonos no bancarios se exige clasificación de riesgo por una clasificadora registrada y fiscalizada por la CMF, requisitos que se extienden para los activos de los inversionistas institucionales; por otro, la entrega directa de créditos por parte de inversionistas institucionales a empresas en Chile no está permitida. En el caso de los fondos de pensiones, el DL 3.500, Artículo 45, no menciona como instrumento válido de inversión los créditos directos a empresas. Respecto a las compañías de seguros, las que se encuentran reguladas principalmente por la Ley de Seguros (DFL 251) y son supervisadas por la CMF, tampoco pueden entregar créditos

*deuda sin garantías y sin condiciones contractuales que exijan al emisor cumplir determinados estándares financieros siguió siendo común incluso después de la crisis [de 2008], y el 82 por ciento de las emisiones en 2009 se realizaron sin garantías ni condiciones contractuales. La deuda emitida siguió siendo de corta duración, y la duración de la deuda emitida del sector inmobiliario fue incluso considerablemente menor que la anterior a la crisis. Esto fue producto de las exigencias de los inversores, a pesar de que la mayoría de las emisiones en el sector están destinadas a financiar inversiones a largo plazo. Finalmente, el mercado volvió a ver a grupos empresariales que aumentaron su nivel de apalancamiento mediante amplias captaciones de capital, tanto directamente como a través de empresas bajo su control, generalmente sin garantías, incluso cuando una parte de los bonos de esos grupos cotizaban en el mercado a altas tasas, que indicaban un alto nivel de riesgo y una considerable probabilidad de no pago.”* Bank of Israel, Annual Report 2009, páginas 185-186.

<sup>133</sup>“Annual Report, Chapter 4, 2011”, Bank of Israel, [8].

<sup>134</sup>“Annual Report, Chapter 4, 2011”, Bank of Israel, pág 187, [8].

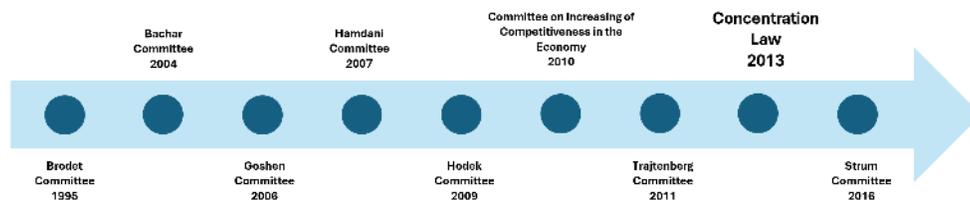


en forma directa. Por último, las AGFs tampoco pueden ejecutar préstamos directos a personas o empresas, dado que entre sus facultades se encuentran, según la Ley N° 18.045, la administración de fondos de inversión, gestión de cartera y asesoramiento financiero.

#### 10.2.4. Evolución de la regulación financiera

Las historias de regulación financiera y gobierno corporativo -entre otros aspectos- de Chile e Israel son muy distintas. En el informe Botosh (2020) del Parlamento Israelí encontramos una línea de tiempo de las comisiones que se han conformado para reformar el sistema financiero y reducir la concentración económica; esta línea se ha complementado en este informe con otras fuentes (Figura 24). El análisis de ese proceso nos revela que Chile lleva la delantera en su desarrollo regulatorio con respecto a Israel, por varias décadas. Así, deja de sorprender que Israel se haya visto obligado a adoptar medidas tan estrictas y de manera simultánea, y únicas en el mundo, como las descritas en la solicitud de recomendación normativa. Ello, dado que la falta de regulación generó distorsiones en los incentivos de los conglomerados, aumentó su poder e injerencia en lo político y despertó un enorme malestar ciudadano.

Figura 24: Línea de tiempo, comisiones para reformar sistema financiero en Israel.



Fuente: elaboración propia a partir de: “A Description and Analysis of the Implementation of the Concentration Law and Its Economic Impact on the Israeli Economy”, Botosh (2020) [12], OECD Economic Surveys: Israel 2011 [43], y Corporate Governance in Israel 2011, [40].

El primer hito que muestra esta línea temporal se refiere al Comité Brodet en 1995. Es sorprendente que la principal recomendación sea prohibir a los bancos ser controladores de empresas no financieras y restringir sus propiedad en ellas. Tal como se describió previamente, en Chile, un banco no puede tener empresas del sector real desde 1925; sin embargo los bancos incurrieron “*underwriting de acciones*”<sup>135</sup>, posibilidad que se suprime después de la crisis financiera de los años ochenta<sup>136</sup>.

Siguiendo la línea de tiempo, nos encontramos con el Comité Bachar (2004) formado con el fin de reformar el mercado de capitales para aumentar la competencia. Su principal recomendación fue que los bancos no pudieran administrar fondos de pensiones ni fondos fiduciarios, es decir, el grueso de los ahorros de las personas; sin embargo, la concentración no se redujo mucho, ya que las compañías de seguros -que ya ofrecían seguros con ahorros- capturaron este giro<sup>137</sup>. En todo caso, se les prohibió a los captadores de ahorro de largo plazo a asesorar a los inversionistas y ese rol siguió en manos

<sup>135</sup>“Underwriting” de acciones se refiere al préstamo bancario garantizado por acciones de la empresa deudora.

<sup>136</sup>Bernstein, S. Y M. Marcel (2019), “Sistema Financiero en Chile: Lecciones de la Historia Reciente”, Banco Central de Chile, [11].

<sup>137</sup>OECD (2011), Economic Surveys: Israel Ch.2, [43].



de los bancos. Adicionalmente, se exigió que los asesores de inversión y colocadores de productos financieros tuvieran la correspondiente licencia.

Sus recomendaciones se tradujeron en leyes en el año 2005. Otra vez vemos un enorme retraso con respecto a Chile, donde los bancos nunca han podido administrar los ahorros previsionales obligatorios.

En el año 2006, se forma el Comité Goshen para reforzar el gobierno corporativo de las empresas, otorgar mayor poder a los accionistas minoritarios y a los directores independientes. Entre sus recomendaciones se incluyen la obligación de que los directores independientes (y externos) constituyan la mayoría del comité de auditoría de la empresa y que un director externo lo presida (ver sección 10.2.7.2, más adelante sobre cómo se eligen). También se recomiendan nuevas reglas sobre los deberes y procedimientos del comité de auditoría para que haga recomendaciones tras el análisis de los estados financieros de la empresa, y el Directorio está obligado a discutirlos. En lo que se refiere a transacciones con partes relacionadas, para aprobarlas se recomienda una mayoría de accionistas que no son partes interesadas en la transacción (anteriormente se requería un voto de solo un tercio). Es importante destacar que la implementación de las recomendaciones de este comité se hizo recién en el año 2011.

En el año 2007 se forma el Comité Hamdani para analizar instrumentos para aumentar el involucramiento de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales. En 2008 presentó sus recomendaciones, que incluyen la exigencia a todos los inversores institucionales a que presenten una explicación de las decisiones de voto cuando la votación pueda suscitar sospechas de conflicto de intereses. Otras recomendaciones del Comité se refieren a la votación en asambleas de las compañías en las que invierte y fomentan que los inversionistas institucionales contraten profesionales con la experiencia requerida para fundamentar sus votaciones. Estas recomendaciones se hicieron efectivas recién el año 2011.

En el año 2009 se forma el Comité Hodek para hacer recomendaciones para aumentar la transparencia y la confiabilidad de los bonos emitidos por empresas, y mayormente adquiridos por inversionistas institucionales. En Israel, hay dos clases de bonos corporativos: bonos transables (es decir, los bonos que se ofrecen al público en virtud de un prospecto y que se transan en la bolsa de valores) y las emisiones de bonos no transables (que se ofrecen únicamente a determinadas entidades, normalmente inversionistas institucionales). Por lo tanto, los bonos no negociables emitidos por empresas privadas (a los que se hace referencia en la documentación israelí como “bonos emitidos por una empresa no informante”) no están cubiertos por la Ley de Valores y no estaban sujetos a ninguna directriz o regulación. Luego de la crisis entre los años 2008 y 2009, el regulador había aumentado los controles y obligado a los inversionistas institucionales a contratar un experto en evaluación de riesgo crediticio. El Comité Hodek hizo recomendaciones a aplicar estos controles tanto a los inversionistas institucionales como a los emisores de los bonos no transables. A los primeros, desarrollar un análisis preparatorio antes de hacer adquisiciones en el mercado primario con información específica que debe entregar el emisor y obtener el permiso del comité de inversiones de la institución. Además, se recomienda que haya una repartición para registrar los bonos no transables, éstos deben venir acompañados de un documento similar a los prospectos de los bonos transables, el emisor debe contraer compromisos (“covenants”) mínimos. Y, por último, se obliga a los emisores a entregar más información y de manera periódica.

El Comité Trajtenberg (2011) recomendó medidas relacionadas a impuestos, oferta de vivienda y aumento de competencia en algunos mercados de bienes de consumo, temas -desgraciadamente-



no relacionados con la petición de recomendación normativa que nos convoca<sup>138</sup>.

En el 2013 se hicieron las recomendaciones del Comité de Concentración Económica, que tanto se han comentado en este proceso. La implementación legal de estas recomendaciones determinó que los conglomerados de empresas listadas no podrían tener más de 2 capas a diciembre del año 2019, a pesar de que el Comité había recomendado hasta 3 capas para los conglomerados ya existentes -lo que la ley permitió sólo hasta 2017<sup>139</sup>-. En cuanto a la separación de conglomerados financieros y no financieros, la lista y clasificación de grupos fue publicada en diciembre del año 2014 y la separación de conglomerados que fuesen significativos según distintos criterios, tuvo como límite el año 2019. Es importante destacar que los legisladores, más allá del monto transado por cada conglomerado -como recomendó el Comité de Aumento de la Competitividad-, adoptaron criterios adicionales para definir que un grupo es concentrado: si tiene influencia en medios de difusión o en prensa escrita; si controla más de la mitad de un mercado en que controla infraestructura esencial o si posee derechos en al menos 4 sectores de infraestructura esencial a través de, al menos, 10 concesiones. El comité de Concentración, de carácter permanente, quedó encargado de recomendar la forma de desconcentración de las entidades concentradas, en las que se ha notado algún grado de arbitrariedad o la consideración de objetivos políticos al momento de asignar derechos.

Por último, la misma ley obliga al regulador sectorial a evaluar la competencia sectorial antes de asignar derechos de explotación para una lista de sectores mandatada en la misma ley, para lo cual deberá consultar con la autoridad de Competencia.

Mientras se desarrollaba la implementación de la ley anticoncentración a partir del 2013, el Comité Strum (2016), propuso tres reformas para aumentar la competencia en el sector bancario, en el que no había entrado un nuevo actor en 50 años. Las medidas propuestas fueron: una ley de seguro de depósitos, que garantizaría que el gobierno respaldará los depósitos incluso en bancos con menos del 5% de participación de mercado; permitir a entidades no bancarias dar crédito a los consumidores; y separar la propiedad de las compañías de tarjetas de crédito de la de los bancos. El Ministerio de Finanzas estableció que las propuestas tienen como objetivo frenar el abrumador control del sector que disfrutaban las dos principales instituciones financieras: los bancos Hapoalim y Leumi<sup>140</sup>. En realidad, las llamadas tarjetas de crédito se parecían más a tarjetas de débito ya que el banco emisor retira directamente de la cuenta corriente los cargos a la tarjeta de crédito<sup>141</sup>.

En Chile, por otra parte, nunca se ha discriminado a los bancos de menor participación del seguro de depósitos, ni se ha prohibido el crédito de consumo a entidades no bancarias y, si bien ha habido disputas en el sector de las tarjetas de crédito, no hay una estructura de propiedad en que un solo banco haga la adquirencia de una marca y los demás deban ser autorizados por él para emitir tarjetas de esa marca, que era lo que sucedía en Israel.

En cuanto a los límites de concentración en los montos de inversión o crédito de entidades financieras, los legisladores no lograron acordar tales límites y, finalmente, la materia fue tomada por los reguladores sectoriales:

- Bancos: La suma de la deuda de un acreedor no puede superar el 15% de capital del banco

<sup>138</sup>Las medidas reforzarán las facultades de la autoridad de defensa de la competencia, someterán a supervisión los mercados de gasóleo y gas doméstico, aumentarán la competencia en el mercado del cemento, abrirán los puertos israelíes a la competencia, con la apertura de terminales privados, y reforzarán la competencia en la comercialización de huevos, queso y leche.

<sup>139</sup>La recomendación se complementaba con reglas de gobierno corporativo más estrictas para la tercera capa.

<sup>140</sup><https://www.timesofisrael.com/finance-ministry-reaches-deal-to-break-banking-cartel/>.

<sup>141</sup><https://voleh.org/banking-in-israel/>.



(Chile, 10%). Al mismo tiempo, la deuda de un “grupo de deudores” no puede superar el 25%<sup>142</sup> del capital del banco (Chile, 30%). Y, lo más importante, se fijan límites a préstamos a entidades relacionadas cuyo total no deberá superar el 10% del capital del banco (Chile 5%, 25% si el resto es caucionado). Estas obligaciones se fueron haciendo más estrictas al adoptar como denominador el “*core capital*” o “*Tier 1*”. La definición de “grupo de deudores” no existía y se fue convergiendo a un grupo de deudores que mantienen “conexiones significativas”. Otra restricción global se refiere a los grandes deudores (con deuda de más de 10% del capital del banco), cuya deuda agregada no podrá superar el 120% del capital del banco. Previo al año 2011, sólo se consideraba a los seis mayores deudores y el límite era de 135% y en el año 2015 se tomó como base para el cálculo el “*core capital*”. Adicionalmente, se impusieron restricciones al porcentaje de financiamiento que se puede otorgar para transacciones de compras de propiedad en empresas.

- Inversionistas Institucionales (II): Estas instituciones, según enmiendas del año 2012, no pueden prestar, comprar acciones o realizar depósitos por más de un 5% de sus propios activos en una misma empresa. Asimismo, la suma de los activos invertidos en las 5 mayores empresas no puede superar el 20% de los activos del II<sup>143</sup>. El límite para “grupo de empresas de un mismo grupo” quedó restringido a un máximo de 10% de los activos propios del II -antes del año 2012 el límite era de 15%<sup>144</sup>-, con un tope global para los 5 grupos más grandes de 40%. En el año 2015, además se impusieron algunas restricciones para el otorgamiento de créditos directos.

Ya con este breve repaso, queda de manifiesto que había diferencias sustanciales entre el marco regulatorio de Israel en la primera década de este siglo y de Chile en la actualidad, y también con el Chile de décadas atrás. Así, recomendar la misma política, que solo Israel ha implementado en el mundo, en un país totalmente distinto parece irresponsable. Pero la distancia no se agota en estas significativas diferencias, como veremos a continuación.

En lo que sigue, se destacarán algunas diferencias estructurales claves entre Chile y Israel al momento de adoptar las políticas que propone Conadecus. Luego se analizará la regulación chilena en materia de protección a los derechos de los minoritarios y aquellas que regía en Israel al momento de tomar la decisión de prohibir la existencia de más de dos capas o estructuras piramidales.

### 10.2.5. Diferencias en la estructura corporativa

Para comenzar esta sección, acudimos a algunas citas en la literatura (traducción libre):

- Lucian Bebchuk<sup>145</sup> de Israel (2011) y uno de los más convencidos de eliminar las estructuras piramidales; de hecho, estuvo en contra de la decisión del Comité de permitir hasta tres capas en aquellas pirámides ya existentes:  
*“...el uso de pirámides en la economía israelí es mucho más extenso y elaborado que lo que es común en otras economías avanzadas”.*
- OECD (2012):  
*“Las pirámides corporativas israelíes tienden a ser bastante complejas y diversificadas, abarcan-*

<sup>142</sup>[12].

<sup>143</sup>[https://www.nevo.co.il/law\\_html/law01/500\\_710.htm#Seif10](https://www.nevo.co.il/law_html/law01/500_710.htm#Seif10).

<sup>144</sup>“Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies: A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy”, Marzo 2012, [10].

<sup>145</sup>[10].



do una amplia gama de industrias, y varios de los grandes grupos incluyen empresas financieras como bancos y compañías de seguros en sus niveles inferiores.”<sup>146</sup>.

- Bank of Israel, Annual report 2009, ch. 4:

*“El grupo mantiene relaciones internas ramificadas, que se reflejan en la copropiedad o en múltiples cargos directivos entrelazados. Esto plantea a la economía israelí cuestiones económicas complejas, por ejemplo, la calidad de la información accesible a los inversores y la transparencia de la actividad de los grupos empresariales.”*<sup>147</sup>.

Esta caracterización que destaca a Israel con respecto al uso de estructuras piramidales y la profundidad de éstas se ve completamente corroborada por comparaciones internacionales hechas por la academia. El mejor ejemplo es el trabajo de Masulis et al. (2011) que, afortunadamente incluye a Chile en su muestra de 45 países (28.635 firmas) y es contemporáneo a la discusión y adopción de políticas de concentración en Israel. Este trabajo econométrico ya citado en la sección 8.2, muestra en su estadística descriptiva el promedio del número de empresas listadas que separan una firma de su controlador o beneficiario final en los grupos de empresas familiares. El país que ostenta el más alto indicador es Colombia (1,205 capas) seguido precisamente por Israel (0,856 capas). Chile, en cambio, mostraba un promedio de la mitad de las capas existentes en Israel (0,422 capas). Con respecto a la prevalencia de grupos familiares, partiendo de los 116 grupos que identifica la CMF, 42 pertenecerían a familias, es decir, un 36,2%. Masulis et.al. (2011), con datos más antiguos pero cercanos a la discusión sobre conglomerados que se dio en Israel, permite comparar Chile e Israel, para los que la participación del número de grupos familiares en el total de conglomerados es de 68% y 90% respectivamente.

Tal como fue mencionado en la sección 2 de este informe, el conglomerado promedio en Chile en el año 2011 estaba compuesto por 2,5 capas de empresas que cotizan en bolsa, sean estas familiares o no. Con datos actualizados al 2023, y según el registro de conglomerados participantes en la economía real y financiera de la CMF, el número de capas promedio fue de 1,7 por conglomerado, independiente si presentan o no una estructura piramidal<sup>148</sup>, lo que indica que en la última década la prevalencia de estructuras piramidales ha disminuido en Chile.

En la misma línea, el OECD Corporate Governance Factbook 2023<sup>149</sup> indica el porcentaje de firmas en que el principal accionista tiene más de 50% del capital de la empresa en cada país (Figura 25). Este porcentaje es importante, ya que en caso de que el objetivo de cada controlador sea maximizar sus beneficios privados extrayendo rentas de sus socios minoritarios, tendería a tener el mínimo de capital necesario para controlar, lo que los expertos en el área estiman está entre el 10% y 20%. Sin embargo, en Chile el 62% de las empresas tiene un controlador con más de 50% de las acciones, mientras que en Israel este porcentaje es de sólo 35% en el año 2022. La figura de la OECD incluye sólo a las compañías de más de 50 millones de capitalización bursátil; si repetimos este ejercicio para todas las empresas chilenas listadas, el porcentaje en que el controlador tiene más de 50% de las acciones es de 47%, tal como se indicó en la sección 2.

<sup>146</sup>OECD (2012), Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, OECD Publishing, [45].

<sup>147</sup>[7].

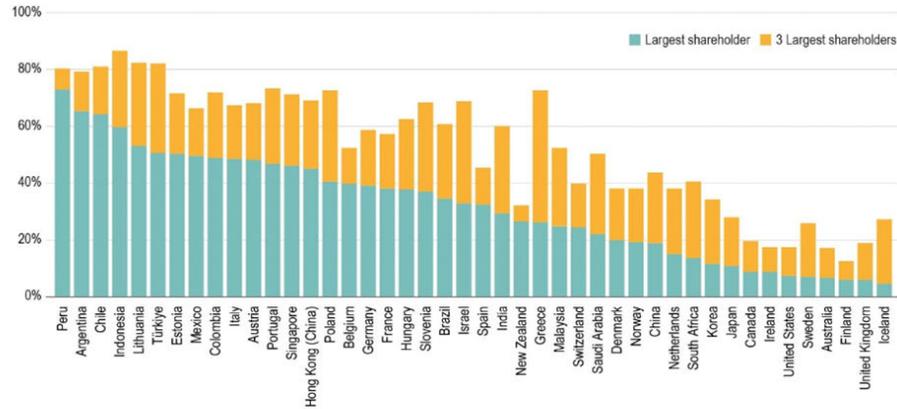
<sup>148</sup>Según el registro de grupos económicos listado por la CMF, que participan en la economía real y financiera simultáneamente, y luego de verificar que distintos grupos identificados por la CMF pertenecían al mismo grupo económico, se contabilizaron aquellos conglomerados que contaban con una estructura piramidal y se contó el número de capas hasta llegar a la base de su pirámide. Para aquellos conglomerados que no cuentan con una estructura piramidal, se contabilizaron como si no tuvieran ninguna capa. Lo anterior, podría generar una subestimación del número de capas promedio con las que cuentan aquellos conglomerados que participan simultáneamente en la economía real y financiera en Chile.

<sup>149</sup>[42].



Figura 25

Figure 1.6. Ownership concentration by market, end 2022



Note: The figure presents the share of companies where the largest and three largest shareholder(s) hold more than 50% of the equity as share of the total number of listed companies in each market across 44 out of the 49 Factbook jurisdictions. Factbook jurisdictions with less than ten companies with ownership information are excluded from the figure: Costa Rica, the Czech Republic, Latvia, Luxembourg and the Slovak Republic. See the Methodology for Ownership data in Annex 1.A for more detailed information.

Source: OECD Capital Market Series dataset, FactSet, Refinitiv, Bloomberg.

Fuente: OECD Corporate Governance Factbook 2023. Incluye sólo empresas con más de US\$ 50 millones de capitalización bursátil, [42].

Cabe subrayar que, como lo muestra la Figura 25, Chile aparece tercero después de otros dos países latinoamericanos: Perú y Argentina; lo que refleja -una vez más- que en países menos desarrollados las estructuras piramidales no se adoptan para explotar a los minoritarios, sino que para enfrentar mercados de financiamiento, u otros, poco profundos. Esta hipótesis es la de Masulis et al. (2011), cuyos resultados econométricos se presentaron en la sección 8.2.

### 10.2.6. Diferencias normativas en materia de gobierno corporativo

Sin pretender hacer un acabado análisis comparativo sobre el contexto legal en que se desempeñan las empresas en cada una de estas jurisdicciones, en esta sección contrastaremos algunas de las características del marco legal que regía a las empresas israelíes, antes de adoptar la medida de limitar el número de capas, y las que rigen hoy en Chile.

Adicionalmente, las normas en este ámbito han ido cambiando y los cambios trascendentes en Israel se hicieron el año 2011, en los que se crearon las herramientas de la autoridad para multar a las empresas y se reforzaron los derechos de los minoritarios en la elección de directores externos y en la revisión de transacciones relacionadas<sup>150</sup>.

Estas regulaciones son claves para reducir la probabilidad de que los accionistas mayoritarios abusen de los minoritarios, por ejemplo, favoreciendo medidas que vayan en beneficio de otras compañías dentro del conglomerado en que los controladores tienen un mayor porcentaje de los dividendos, lo que se hace, en general, a través de operaciones con empresas relacionadas en condiciones distintas a las que se darían en el mercado. Un gobierno corporativo poco transparente o que no le de capacidad

<sup>150</sup>OECD (2012), Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights, OECD Publishing, [45].



de contrapeso a los minoritarios, facilitaría acciones que no van en el mejor interés de la empresa e, incluso, prácticas exclusorias para favorecer a sus empresas en las que tiene mayor porcentaje, lo que se hace más probable en casos de integración vertical (ver sección 8.2.1).

## 10.2.7. Estructura de los conglomerados

### 10.2.7.1 Mecanismos para aumentar control

Existen muchas maneras de lograr que el control de una empresa diverja de los derechos sobre el flujo de dividendos de la misma. Sin duda, uno de ellos es el mecanismo de control piramidal, pero también existen las acciones preferentes o con más derecho a voto que las regulares -o estructuras accionarias de clase dual- y el *cross-shareholding*, en que empresas del mismo grupo mantienen propiedades recíprocas, aumentando el grado de control del controlador sin aumentar su inversión.

Tal como indican los principios enunciados por G20/OCDE (IV.A.3)<sup>151</sup>: “*Estas estructuras pueden limitar la capacidad de los accionistas no mayoritarios de las empresas matrices y filiales para influir en las políticas corporativas y comprender los riesgos que conllevan, y pueden permitir a los accionistas mayoritarios obtener beneficios privados de las empresas del grupo*”.

En términos de estructuras accionarias de clase dual, éstas están prohibidas tanto en Israel (desde el año 1990) como en Chile desde el año 1981<sup>152</sup>. Sin embargo, Israel aún no prohíbe el *cross-shareholding* y Chile sí, desde 1981<sup>153</sup>.

Cuando dos filiales, en un esquema piramidal de propiedad, además mantienen propiedades recíprocas entre ellas, el poder de decisión que tiene el controlador es mayor que el porcentaje de votos que tiene en cada una de ellas. Ello puede ser no transparente para un eventual inversionista minoritario al tomar su decisión<sup>154</sup>.

Atendido que estos mecanismos pueden redistribuir la influencia de los accionistas y opacar la verdadera influencia de cada grupo, los Principios G20/OECD recomiendan que todos estos acuerdos sean de conocimiento del público de forma que todos los accionistas, acreedores e inversionistas potenciales tomen decisiones debidamente informadas. La Figura 26 muestra cuántos países siguen estas recomendaciones en cada uno de los 49 países revisados.

<sup>151</sup>OECD (2024), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023, OECD Publishing, Paris, [44].

<sup>152</sup>En el año 1989, en Israel se determinó que las nuevas emisiones no podían tener distintas clases de acciones y si bien la ley no era retroactiva, la mayoría de las empresas listadas unificaron sus acciones en una sola clase. Sin embargo, todavía se permitían -al menos hasta el 2012- acciones preferentes y acuerdos entre accionistas, que deben ser reportados a la autoridad, pero no se usaban mucho. En Chile la situación es similar, tampoco son usuales las acciones de distinto tipo, desde el año 2000 éstas no pueden durar más de 5 años. Adicionalmente, la ley sobre OPA limita el premio que se puede pagar por acciones de mayor poder de voto a un máximo de 10%, haciéndolas menos atractivas.

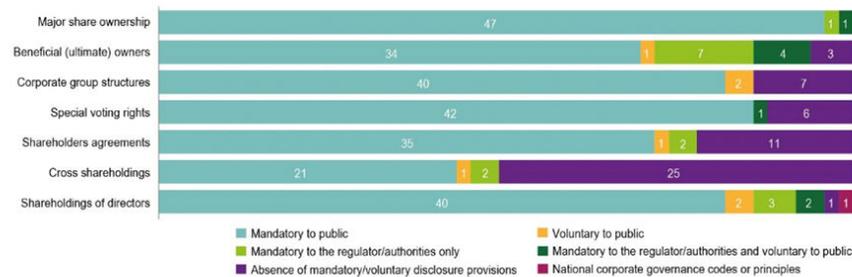
<sup>153</sup>Art. 88 (LSA): “*Las sociedades filiales y coligadas de una sociedad anónima no podrán tener participación recíproca en sus respectivos capitales, ni en el capital de la matriz o de la coligante, ni aun en forma indirecta a través de otras personas naturales o jurídicas*”.

<sup>154</sup>Ver sección 1.3, Masulis et al. (2011), [34].



Figura 26

Figure 3.17. Mandatory and/or voluntary disclosure provisions for all listed companies



Note: Based on 49 jurisdictions.

Fuente: OECD Corporate Governance Factbook 2023, [42].

En el caso de Israel y Chile, al menos al año 2022, ambos países tienen obligación de hacer públicas todas las categorías de la figura precedente, excepto que en el caso de Israel para el caso del beneficiario final, solo aplica el derecho a información para accionistas con más de 5% de las acciones<sup>155</sup>.

Así, vemos que en Israel se presentan varias figuras que complican la transparencia sobre las relaciones entre distintas empresas dentro de un grupo empresarial y hacen más difícil para un inversionista minoritario conocer los riesgos de su inversión. En primer lugar, nos encontramos con *cross-holdings* o participaciones recíprocas entre empresas de un conglomerado (OECD, 2011; OECD, 2012)<sup>156</sup>. Algunos de estos conglomerados contienen tanto bancos como inversores institucionales en capas inferiores de su pirámide; incluso, bancos que son dueños de otros bancos. En Chile, en cambio, esta figura no sería posible ya que, de facto, no es posible obtener licencia bancaria a postulantes que no sean personas naturales y el capital debe ser enterado en efectivo.

Aún más, muchos conglomerados siguen relacionados a inversores institucionales, lo que crea potenciales conflictos de interés entre su rol de representar a sus beneficiarios y el interés de otras compañías dentro del grupo<sup>157</sup>.

### 10.2.7.2 Poder de los minoritarios

Dado que, desde el punto de vista de gobernanza corporativa, el mayor riesgo de las estructuras de capas o piramidal es precisamente el problema de agente-principal entre mayoritarios y minoritarios, la evolución de las normas van en la dirección de darle más poder a los minoritarios, en especial, en aquellas decisiones que más pueden perjudicarlos, al ser accionistas minoritarios de una empresa dentro de un conglomerado.

<sup>155</sup>Traducción libre: “Sin embargo, en algunos casos como el de Israel, este requisito obligatorio se aplica sólo a las partes interesadas definidas como accionistas con una participación mínima -del 5% en el caso de Israel-”.

<sup>156</sup>El cross-holding o cross-shareholding (tenencia cruzada de acciones) se refiere a la situación en la que dos o más empresas poseen acciones entre sí. En Israel, este fenómeno ha sido particularmente notable en el pasado, especialmente antes de las reformas financieras y estructurales que se llevaron a cabo para reducir la concentración económica.

<sup>157</sup>Traducción libre: “Muchos de los grupos continúan manteniendo vínculos con inversores institucionales que crean un potencial conflicto de intereses entre su papel de representar a sus beneficiarios y los intereses de otras empresas dentro del grupo”. (OECD, 2012).



Para evitar malas prácticas, es relevante que en tales decisiones, los mayoritarios no puedan ejercer su poder, de ahí surge la importancia del Comité de Auditoría o Comité de Directores y el rol de los directores independientes en éste.

- a. Directores independientes: La obligación de tener directores independientes de los accionistas mayoritarios es un mecanismo que da garantías a los minoritarios. Tanto en Israel como en Chile es obligatorio para las empresas listadas tener directores independientes, 1 en el caso de Chile y 2 en el caso de Israel<sup>158</sup>. En Israel al año 2012, hay una recomendación -que se puede cumplir o, bien, declarar su incumplimiento- de que en una corporación con propiedad dispersa la mayoría de los directores sean independientes y, en caso de que haya accionista controlador, esta proporción sea al menos de un tercio (OECD, 2012).
- b. Definición de directores independientes: En Israel existen dos clases de directores “independientes”; se deben elegir al menos 2 directores independientes y uno de ellos, denominado externo, tiene mayores requisitos en cuanto a independencia y debe tener cualificaciones especiales ya sea en contabilidad o finanzas. En ambos casos, no pueden tener conexión económica o familiar con la empresa, su gerencia o controlador o tener alguna posición que constituya conflicto de interés, lo que incluye relación con la gerencia o accionistas principales<sup>159-160</sup>; deben tener opinión independiente y no ser parte de acuerdos de votación con otros directores. El director externo debe presidir el Comité de Auditoría. En Chile, hoy, un director independiente no debe tener (ni haber tenido en los últimos 18 meses), relación con la empresa<sup>161</sup>, ni con otra empresa del grupo o conglomerado, ni con el controlador ni con los gerentes de ninguna de tales empresas. La relación de parentesco con el controlador o con gerentes incluye hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad. Además, se deja fuera a directores y ejecutivos principales de organizaciones sin fines de lucro que hayan recibido aportes relevantes de las personas antes mencionadas; socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10 % o más del capital de la empresa o de los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad; directores o ejecutivos principales de entidades que hayan prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes, o de auditoría externa a la empresa u otras personas mencionadas. Tales restricciones representan un piso, ya que la Ley de Agentes N° 21.314 (2021), además, faculta a la CMF para ir agregando requisitos.
- c. Elección de los directores independientes: En Israel, la forma de elegir a los directores externos es de la mayoría del directorio, siempre que el 50 % de los que no son controladores o “sin interés” estén de acuerdo, o, alternativamente, que la oposición entre los minoritarios no sea

<sup>158</sup>Ley 18.046, Ley sobre sociedades anónimas, Art. 50 bis. Las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos un director independiente y el comité de directores a que se refiere este artículo, cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento y a lo menos un 12,5 % de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10 % de tales acciones.

<sup>159</sup>Se define como accionista principal aquel que tienen 10 % de las acciones en Chile y 5 % en Israel. Otra diferencia que hace más estricta la ley actual de Israel es que después de 9 años el director externo pierde esa calidad. Además, el CEO no puede ser Presidente del Directorio.

<sup>160</sup>Ninguna persona natural podrá ser designada Director Externo si -al momento del nombramiento o durante los dos años anteriores al nombramiento- él, su familiar, socio, empleador o una persona jurídica de la cual sea miembro controlador tuviera interés en el sociedad, en una persona que fuera miembro controlador de la sociedad al momento del nombramiento, o en otra persona jurídica.

<sup>161</sup>Mantuvieren cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevante, con la sociedad, las demás sociedades del grupo del que ella forma parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, o hayan sido directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o asesores de éstas.



mayor a 2 % del total de votos en la compañía; entre el año 2000 y el año 2011 estos porcentajes eran de 33 % y 1 % respectivamente<sup>162-163</sup>. Esta regla de la “mayoría de la minoría” no se aplica a los directores independientes, es decir se incluye el voto de los mayoritarios, pero deben cumplir con los requisitos señalados en la subsección previa II.b.1.

En Chile, en la elección participarán todos los postulantes a directores, identificándose claramente quiénes postulan como independientes. Resultarán electos los directores más votados. Si dentro de éstos no hay un independiente, el independiente más votado resultará electo en reemplazo del candidato con menos votos que habría sido elegido. De tal forma que en un directorio de siete miembros, el séptimo cargo será ocupado por el director independiente más votado, cualquiera que sea el lugar en que quedó en la votación.

- d. Composición del Comité de Directores o de Auditoría: En Israel, al 2011, el director externo debe presidir el Comité y la mayoría se forma con, al menos, un director independiente adicional. En Chile, el comité se integra con tres miembros, la mayoría de los cuales deberán ser independientes.
- e. Rol del Comité de Directores o de Auditoría: En Israel, tiene como responsabilidad principal la revisión de las operaciones con empresas relacionadas, antes de que las revise el directorio o la asamblea de accionistas. Recién el año 2011, se agregaron algunas obligaciones de auditoría interna, como reunirse con los auditores una vez al año para revisar potenciales irregularidades y son ellos los que definen –en forma previa y anual- qué es una “operación extraordinaria” o material. La ley en Chile tiene exigencias más amplias para el Comité y, por tanto, éste se constituye como una mayor protección para los intereses de los minoritarios. A saber:
- a) Examinar los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros y dar su opinión previo a su presentación a los accionistas para su aprobación.
  - b) Proponer nombres para auditores externos y clasificadores de riesgo al directorio para presentar a la junta de accionistas. En caso de desacuerdo, el directorio formulará su sugerencia y los accionistas decidirán.
  - c) Examinar los antecedentes relativos a las operaciones con entidades relacionadas. El informe será enviado al directorio, para la aprobación o rechazo de la operación respectiva.
  - d) Proponer al directorio una política general de manejo de conflictos de interés, y pronunciarse acerca de las políticas generales de habitualidad establecidas de conformidad a lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 14.735.
  - e) Examinar los sistemas de remuneraciones y compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad.
  - f) Preparar un informe anual de su gestión y sus recomendaciones a los accionistas.
  - g) Informar al directorio respecto de la conveniencia de contratar o no a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos, considerando si la naturaleza de tales servicios genera potencial pérdida de independencia.

<sup>162</sup>[https://www.icnl.org/wp-content/uploads/Israel\\_CompaniesLaw.pdf](https://www.icnl.org/wp-content/uploads/Israel_CompaniesLaw.pdf), Part 6, Chapter 1, Article 5. Antes de enmienda 16. A partir del año 2011, el controlador ya no puede vetar la renovación de un director independiente si éste fue elegido por la mayoría de la minoría.

<sup>163</sup>Con la enmienda del año 2011, la reelección de los directores externos no puede ser bloqueada por el controlador si la mayoría de los minoritarios o no interesados votan por él o si los oponentes minoritarios superan el 2 % del total de acciones.



### 10.2.8. Operaciones con partes relacionadas

Tanto en Israel -desde 1999- como hoy en Chile existe normativa para aislar las decisiones sobre las operaciones con partes relacionadas (en adelante “OPR”) de la simple mayoría del Directorio y dejar radicada su revisión en el Comité de Directores o de Auditoría, en que los directores independientes tienen mayoría.

En Israel, la ley define como “transacción no ordinaria (extraordinary)” como aquella que está fuera del curso normal de los negocios de la empresa, no realizada bajo condiciones de mercado o que tiene la potencialidad de afectar en forma material la rentabilidad de una compañía, su propiedad o pasivos, pero en definitiva es el Comité de Auditoría el que precisa estos criterios una vez al año.

Si la transacción extraordinaria es con un controlador o entidad en que éste tenga un interés personal, se requiere de la aprobación del Comité de Auditoría, del Directorio y de la Asamblea de Accionistas. En esta última, la transacción debe obtener la mayoría de la votación de los accionistas presentes que no tienen interés personal en la transacción o que los oponentes no sean más que el 2% del total de las acciones<sup>164</sup>. Es importante para nuestra comparación indicar que recién en el año 2011 se subió el requisito a la mayoría, requiriendo anteriormente solo un tercio de los votos no relacionados al controlador o que los oponentes no representaran más del 1% del total de las acciones<sup>165</sup>.

Con respecto a otras OPR, básicamente aquellas recurrentes, deben reportarse en forma menos detallada, e incluirse en el reporte anual, especificando todos los detalles relevantes de cada una<sup>166-167</sup>.

En Chile, las OPR deben ser aprobadas por la mayoría absoluta de los miembros del directorio, con exclusión de los directores involucrados. Se deben explicitar los fundamentos de la decisión y las razones para excluir a tales directores. Los acuerdos adoptados por el directorio para aprobar una OPR deben ser comunicados en la próxima junta de accionistas, mencionando a los directores que la aprobaron. Esta materia debe ser expresamente incluida en la citación a la junta de accionistas.

En caso que la mayoría absoluta de los miembros del directorio deba abstenerse en la votación destinada a resolver la operación, ésta sólo podrá llevarse a cabo si es aprobada por la unanimidad de los miembros no involucrados del directorio o, en su defecto, debe ser aprobada en junta extraordinaria de accionistas con el acuerdo de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

De ser necesaria una junta extraordinaria de accionistas por la operación, el directorio debe

<sup>164</sup>Traducción libre: “La propia empresa es responsable de la clasificación de los accionistas para dichas votaciones, pero las Autoridades de Valores de Israel (ISA) también verifican ex post si los accionistas han sido clasificados correctamente, particularmente en los casos en los que consideran que una clasificación incorrecta tendría el potencial de cambiar el resultado de la votación.”

<sup>165</sup>OECD Peer Review, Minority Protection: Related Party transactions, Chapter on Israel, [41].

<sup>166</sup>Traducción libre: “Las leyes proporcionan una lista detallada de las partes interesadas y los tipos de transacciones sujetas a divulgación a través de informes inmediatos o periódicos. La ley de valores estipula que se deben presentar informes inmediatos, conocidos como informes de transacciones, después de cualquier transacción de la empresa con el accionista controlador o con una persona o corporación en la que el accionista controlador tenga un interés, incluidos detalles de quién aprobó la transacción y el razonamiento detrás de su aprobación. La ley de sociedades especifica además que se deben presentar informes inmediatos en el caso de una “transacción extraordinaria” entre una empresa pública y uno de sus accionistas mayoritarios u otra parte interesada.”

<sup>167</sup>Traducción libre: “Los informes anuales de la empresa deben especificar las identidades de las partes de la transacción; sus detalles; la fecha y el organismo autorizador; y el interés personal del accionista controlador en la transacción.”



designar un evaluador independiente encargado de informar a los accionistas respecto de la operación y sus efectos. Los evaluadores independientes deberán también pronunciarse acerca de los puntos que el comité de directores haya solicitado que sean evaluados. El comité de directores de la sociedad o, si la sociedad no contare con éste, los directores no involucrados, podrán designar un evaluador independiente adicional, en caso que no estuvieren de acuerdo con la selección efectuada por el directorio<sup>168</sup>. Los directores deberán pronunciarse respecto de la conveniencia de la operación para el interés social, dentro de los 5 días hábiles siguientes desde la fecha en que se recibió el último de los informes de los evaluadores<sup>169</sup>.

Al igual que en Israel, existen OPR que no tienen tantos requisitos para ser aprobadas y sólo deben ser aprobadas por el Directorio:

- a. Operaciones que no sean de monto relevante. Se considera relevante a las que superen el 1 % del patrimonio, siempre que sean mayor a las 2.000 UF y, en todo caso, será relevante cuando sea superior a 20.000 UF<sup>170</sup>.
- b. Aquellas que, conforme a la política de operaciones habituales aprobada por el directorio, sean ordinarias en consideración al giro social. El acuerdo que establezca estas políticas o su modificación debe contar con el pronunciamiento del Comité de Directores y será informado a la CMF como hecho esencial cuando corresponda. Con todo, la política de operaciones habituales no podrá autorizar contratos que comprometan más del 10 % del activo de la sociedad.

Esto es lo que ordena la modificación hecha el año 2021 y, recientemente, la CMF dictó la norma para poder catalogar una OPR como habitual. Esta establece que las políticas de operaciones habituales de las sociedades anónimas abiertas y las sociedades anónimas especiales deberán incluir:

- Fecha de aprobación de la política por parte del directorio y fecha de la última modificación a la misma.
- Justificación de la necesidad de contar con una política de habitualidad considerando el caso particular de la sociedad.
- Características y condiciones que deberán cumplir las operaciones para ser realizadas en virtud de la política de habitualidad.
- Mecanismos de control a los que se someterán las operaciones realizadas al amparo de la política.
- Persona u órgano responsable del cumplimiento de los mecanismos de control señalados por la política.

<sup>168</sup>Los informes de los evaluadores independientes serán puestos a disposición de los accionistas al día hábil siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales y en el sitio web de la sociedad, por un plazo mínimo de 15 días hábiles desde que fuesen recibidos, debiendo comunicar tal situación mediante hecho esencial.

<sup>169</sup>Cuando los directores de la sociedad deban pronunciarse respecto de operaciones de este Título, deberán explicitar la relación que tuvieren con la contraparte de la operación o el interés que en ella tengan. Deberán también hacerse cargo de la conveniencia de la operación para el interés social, de los reparos u objeciones que hubiese expresado el comité de directores, en su caso, así como de las conclusiones de los informes de los evaluadores o peritos. Estas opiniones de los directores deberán ser puestas a disposición de los accionistas al día siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales así como en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, y dicha situación deberá ser informada por la sociedad mediante hecho esencial.

<sup>170</sup>Se presume que constituyen una sola operación todas aquellas que se perfeccionen en un periodo de 12 meses consecutivos por medio de uno o más actos similares o complementarios, en los que exista identidad de partes, incluidas las personas relacionadas, u objeto.



- Las sociedades deberán elaborar un reporte semestral de las OPR y difundirlo en su página web.
- c. Aquellas operaciones entre personas jurídicas en las cuales la sociedad posea, directa o indirectamente, al menos un 95 % de la propiedad de la contraparte.

Cabe destacar que el artículo 149 de la LSA indica que estas disposiciones aplican tanto a las sociedades anónimas abiertas como a todas sus filiales, sin importar la naturaleza jurídica de éstas<sup>171</sup>.

### 10.2.9. Inversionistas Institucionales (II)

El otorgamiento de mayores poderes a los accionistas minoritarios que se han descrito hasta ahora, como eliminar las distintas clases de acciones, el rol de los directores independientes en el Comité de Auditoría, las reglas de las OPR y el rol de los directores independientes y accionistas minoritarios en su aprobación, se complementa con el rol de los inversionistas institucionales. Estos pueden ser fondos de pensiones, compañías de seguros u otros fondos que administren las AGF.

Desde un punto de vista teórico, la sola existencia de inversionistas institucionales como accionistas en las empresas ayudaría a defender los intereses de los accionistas minoritarios, puesto que los II suelen concentrar más acciones y cuentan con profesionales capaces de tener una mejor evaluación sobre las políticas de la empresa en la que invierten que un inversionista individual. Sin embargo, para asegurar ese rol positivo en la gobernanza corporativa, los reguladores han optado por hacer obligatorias ciertas acciones por parte de los inversionistas institucionales.

En Israel, los II (fondos de pensiones y fondos mutuos) tenían la obligación general de votar en los temas que pudiesen afectar a sus aportantes y una obligación explícita de votar en las OPR que involucren ya sea controladores, directores o gerentes principales. Adicionalmente, deben revelar al público cómo votaron. Se ha notado, sin embargo (Hamdani & Yafeh (2011)<sup>172</sup>), que los fondos eran activos más que nada en las votaciones en las que expresamente obligados a participar (OPR), y se considera preocupante que no usen más a menudo su derecho a voto en las elecciones de directores independientes. Dado que muchas de las administradoras de fondos pertenecían a algún grupo empresarial, o a más de uno por cross-ownerships, su incentivo a alinearse con los intereses de otros minoritarios puede verse debilitado por conflictos de interés.

Sin embargo, algunas disposiciones relacionadas con la divulgación de las decisiones de voto de los fondos mutuos y con los casos de conflictos de intereses están vigentes o bajo consideración. El director o los miembros del directorio de la administradora del fondo no pueden votar sobre transacciones de valores emitidos por una empresa en la que el fondo es el accionista principal. En otros casos en los que una transacción puede implicar un conflicto de intereses para el fondo mutuo, los administradores de fondos mutuos deben presentar las decisiones sobre los votos de los accionistas a su directorio.

Había nuevas propuestas, no promulgadas al año 2011, que también requerirían que el administrador del fondo explique el razonamiento detrás de su voto sobre cada resolución específica sobre la que debe votar; también el regulador estaba considerando una propuesta para que los inversores institucionales realicen e informen un análisis de mercado relacionado con sus votos. Sin embargo, estas disposiciones no se aplican a los fondos de pensiones, los fondos de previsión y las compañías de seguros, que no están regulados por la ISA.

<sup>171</sup>Ley 21314, Art. 2 N° 13 D.O. 13.04.2021.

<sup>172</sup>Assaf Hamdani and Yishay Yafeh, "Institutional Investors as Minority Shareholders", October 2011, [28].



En Chile, la ley ordena desde el año 2010 (14 bis, ley 20.448, 2010, MKIII) que las administradoras deben participar y ejercer sus derechos de voz y voto en las elecciones del directorio de las sociedades anónimas abiertas en que inviertan los recursos de sus aportantes y poner a su disposición información suficiente acerca del ejercicio de tales derechos<sup>173</sup>. Para asegurar su alineamiento con los accionistas minoritarios, no podrán votar en la elección de directorio por los controladores o aquellos que tengan más del 10% de la sociedad anónima, ni por sus relacionados ni por los directores o ejecutivos de la administradora o de alguna empresa de grupo empresarial a la que pertenezca la administradora<sup>174</sup>.

En el caso de las AFPs (inciso segundo del artículo 45 bis del DL 3.500 de 1980), la ley establece la obligación de las AFPs de concurrir a las juntas de accionistas de las sociedades anónimas abiertas, a las juntas de tenedores de bonos y a las asambleas de aportantes de los fondos de inversión cuyas acciones, bonos o cuotas hayan sido adquiridas con recursos de los Fondos. En cuanto a la elección de directores por parte de las AFP, poseen las mismas exigencias que la AGF<sup>175</sup>.

Luego de realizar la comparación entre Israel al año 2009 y Chile en la actualidad, es posible concluir que Chile posee mayores niveles de resguardos a los accionistas minoritarios, por la transparencia que da la simpleza de la estructura de propiedad dentro de un conglomerado al prohibir el cross-shareholding en Chile, a diferencia de Israel. En cuanto a resguardos de los minoritarios, los inversionistas institucionales tendrán que dirigir siempre sus votos a directores independientes, ya que no pueden votar por aquellos que representan a los mayoritarios. Asimismo, están obligados a ejercer un rol activo en las juntas de accionistas y en la correspondiente elección de directores, a diferencia de Israel en que sólo están obligados en las OPR y solían no votar en otros temas por conflictos de interés. En cuanto a las operaciones entre relacionadas, que sería la transacción con un potencial riesgo para minoritarios y para la libre competencia, hay diferencias sustanciales en cuanto a que en Chile el director con conflicto de interés debe inhabilitarse para su aprobación, mientras que en Israel se requería al año 2009 votación por mayoría donde participan los directores que poseen interés en la transacción, y se exige la aprobación de sólo un tercio de los directores sin interés en ésta. Lo anterior se compara en la siguiente figura:

<sup>173</sup>Ello siempre que en conjunto posean más del uno por ciento de las acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad.

<sup>174</sup>Las administradoras podrán votar por personas que se desempeñen como directores en una sociedad del grupo empresarial al que pertenezca la sociedad en la que se elige directorio, cuando las personas cumplan con lo siguiente:

- i) Ser persona cuya única relación con el controlador del grupo empresarial provenga de su participación en el directorio de una o más sociedades del mencionado grupo, y
- ii) Que la persona no haya accedido a los directorios mencionados en la letra c) del inciso tercero con el apoyo decisivo del controlador del grupo empresarial o de sus personas relacionadas. Se entenderá que un director ha recibido apoyo decisivo del controlador, cuando al sustraer de su votación los votos provenientes de aquél o de sus personas relacionadas, no hubiese resultado electo.

<sup>175</sup>La única diferencia respecto a AGF, tiene relación con que las AFP podrán votar por personas que se desempeñen como directores en una sociedad del grupo empresarial al que pertenezca la sociedad en la que se elige directorio, cuando a su respecto concurren las siguientes circunstancias:

- a) Que la única relación con el controlador del grupo empresarial provenga de su participación en el directorio de una o más sociedades del mencionado grupo y,
- b) Que la persona no haya accedido a los directorios mencionados en la letra a) anterior con el apoyo decisivo del controlador del grupo empresarial o de sus personas relacionadas.



Figura 27: Comparación Chile (2024) e Israel (2009) relativo a mecanismos de control, resguardo de accionistas minoritarios y operaciones entre relacionadas.

		Chile (2024)	Israel (2009)
<b>Mecanismos para aumentar control</b>	Acciones de distintas clases	Prohibido	Prohibido
	Cross-shareholding	Prohibido	Permitido
<b>Resguardos minoritarios</b>	Directores independientes	Las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos dos directores independientes	Las sociedades anónimas abiertas deberán contar con dos directores independientes
	Elección directores independientes	Se elige los directores independientes con mayor votación	Requiere tener la mayoría de votos y que esta incluya al menos en un 33,3% de los votos de los minoritarios
	Comité auditoría o directores	Todas las sociedades anónimas abiertas deben tener comité de auditoría con al menos dos directores independientes según criterios internacionales (este criterio es similar al de independencia para comité de directores 50 bis)	Toda sociedad anónima abierta debe tener al menos dos directores independientes en comité de auditoría
	Funciones comité auditoría	Comprende revisión de toda la información solicitada auditores externos, manejo de política de conflictos de interés, informe anual de gestión, entre otros (sección 10.2.7.2)	Sólo revisión de OPR
	Operación partes relacionadas (OPR)	Deben ser aprobadas por al menos un 50% de los votos de los accionistas sin interés directo en la transacción y explicitar la inhabilidad de los directores. Reportar en junta de accionistas con mención a directores que aprobaron la transacción. En caso que mayoría de los miembros del directorio se abstenga, se debe aprobar por unanimidad de los no interesados, y si no se logra debe ir a junta extraordinaria, donde se requiere evaluador independiente y dos tercios de las acciones con derecho a voto en su aprobación	Deben ser aprobadas por la mayoría en junta accionista, con al menos un 33,3% de los votos de los accionistas sin interés directo en la transacción. Debe ser reportado en las juntas de accionistas y memoria
<b>Obligación II en gobierno corporativo de las empresas en que invierten</b>		En caso de las AGF y AFP, deben concurrir a las juntas de accionistas, respaldar su voto y no pueden votar en la elección de directorio por aquellos que tengan más de 10% ni sus relacionados	Obligación de votar sólo en OPR

Fuente: elaboración propia.



## 11. Recomendaciones

A continuación se presentan recomendaciones que surgen del análisis de competencia del efecto de los conglomerados en la economía:

- **Riesgos coordinados:** Ya vimos que la estructura actual de los conglomerados chilenos y su composición por mercado no parecen incrementar los riesgos de contacto multimercado descritos por la proponente. Sin embargo, tal como lo evidencia la literatura, existe el riesgo de coordinación tácita o explícita entre distintos conglomerados que comparten un director o ejecutivo relevante, que podría evitar la competencia entre estos conglomerados en algún mercado específico. Para reducir este riesgo, se propone limitar el interlocking entre distintos conglomerados.
- **Riesgos coordinados:** La opacidad de la identidad del beneficiario final y, por tanto, de sus incentivos, puede limitar el ejercicio de las autoridades de competencia, debido a la falta de transparencia en los propietarios de las empresas y a su vez facilitar coordinación de estas en la economía real. Por ejemplo, sucede con los FIP en que el beneficiario final podría ser propietario de empresas competidoras. Para lo anterior, se sugiere que independientemente de que los FIP no estén regulados por la CMF, tengan la obligatoriedad de transparentar quiénes son las personas naturales propietarias de estos.
- **Resguardos traspaso de poder de mercado:** El potencial riesgo de traspaso de poder de mercado de las BigTech desde la economía real a la financiera, debido a la ventaja que tienen por la información que poseen, podría incrementarse significativamente al utilizar la información del sistema de finanzas abiertas sin resguardos. Las autoridades de competencia deberían tener en consideración dicho riesgo y aplicar las medidas en la línea de lo que han hecho países más avanzados en estas materias.
- **Riesgos regulatorios:** Mayor coordinación entre las autoridades de libre competencia y la CMF para detectar los riesgos de la implementación del sistema de finanzas abiertas u otros cambios regulatorios que tengan como foco incrementar la competencia en el sector.
- **Derechos de explotación asignados por el Estado:** Si bien la forma de asignación de algunos derechos es supervisada por las autoridades de libre competencia de manera vinculante -ya sea por ley o por consultas-, creemos conveniente que, en general, las bases de dichos procedimientos concursales deban ser revisadas. Ejemplos: obras públicas, transporte público, etc.



## Referencias

- [1] Almeida, Heitor y Wolfenzon, Daniel. “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”. En: *The Journal of Finance* 61 (dic. de 2006), págs. 2637-2680. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.01001.x.
- [2] Aluchna, Maria y Kuszewski, Tomasz. “Pyramidal Ownership and Company Value: Evidence from Polish Listed Companies”. En: *Contemporary Economics* 15 (dic. de 2021), págs. 479-498. DOI: 10.5709/ce.1897-9254.462.
- [3] Azar, José y Schmalz, Martin. “Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns”. En: *Journal of European Competition Law Practice* 8.5 (mayo de 2017), págs. 329-332. ISSN: 2041-7764. DOI: 10.1093/jeclap/lpx032. eprint: <https://academic.oup.com/jeclap/article-pdf/8/5/329/17168673/lpx032.pdf>. URL: <https://doi.org/10.1093/jeclap/lpx032>.
- [4] Azar, José, Schmalz, Martin y Tecu, Isabel. “Anticompetitive Effects of Common Ownership”. En: *The Journal of Finance* 73.4 (2018), págs. 1513-1565. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12698>. eprint: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/jofi.12698>. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jofi.12698>.
- [5] Azar, José y Vives, Xavier. “General Equilibrium Oligopoly and Ownership Structure”. En: *Econometrica* 89.3 (2021), págs. 999-1048. DOI: <https://doi.org/10.3982/ECTA17906>. eprint: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.3982/ECTA17906>. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.3982/ECTA17906>.
- [6] Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. 2023, pág. 63. URL: <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2023>.
- [7] Bank of Israel. “The Financial System and Its Stability”. En: *Annual Report, Chapter 4* (2009). URL: [https://boi.org.il/media/ixsnau30/pe%5C\\_4.pdf](https://boi.org.il/media/ixsnau30/pe%5C_4.pdf).
- [8] Bank of Israel. “The Financial System and Its Stability”. En: *Annual Report, Chapter 4* (2011). URL: [https://www.boi.org.il/media/cyv2emf/pe\\_4.pdf](https://www.boi.org.il/media/cyv2emf/pe_4.pdf).
- [9] Bas, Maria et al. “Institutional shareholding, common ownership and productivity”. En: 1769 (2023). DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/d398e5b4-en>. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/paper/d398e5b4-en>.
- [10] Bebchuk, Lucian. “Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies.” En: *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy* 31 (2012).
- [11] Berstein, Solange y Marcel, Mario. *El Sistema Financiero en Chile: Lecciones de la Historia Reciente*. Economic Policy Papers Central Bank of Chile 67. Central Bank of Chile, oct. de 2019. URL: <https://ideas.repec.org/p/chb/bcchep/67.html>.
- [12] Botosh, Noam. “A Description and Analysis of the Implementation of the Concentration Law and Its Economic Impact on the Israeli Economy”. En: *Knesset Research and Information Center* 55 (2020).
- [13] Boutin, Xavier et al. “The deep-pocket effect of internal capital markets”. En: *Journal of Financial Economics* 109.1 (2013), págs. 122-145. ISSN: 0304-405X. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.003>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X13000469>.



- [14] Buchuk, David et al. “The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans”. En: *Journal of Financial Economics* 112.2 (2014), págs. 190-212. ISSN: 0304-405X. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.01.003>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X14000178>.
- [15] Carbone, Guillermo. “Propiedad Familiar, Estructuras Piramidales y Sensibilidad de la Inversión a los Flujos de Caja: El caso Chileno”. En: *Tesis para optar al grado de Magíster de Finanzas Full Time, Universidad de Chile* 15 (abr. de 2016). URL: <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/144039>.
- [16] Cestone, Giacinta y Fumagalli, Chiara. “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023”. En: *OECD Publishing* 36 (2024), pág. 64. DOI: <https://doi.org/10.1787/fb38c737-es>.
- [17] Cestone, Giacinta y Fumagalli, Chiara. “The Strategic Impact of Resource Flexibility in Business Groups”. En: *RAND Journal of Economics* 36 (feb. de 2005), págs. 193-214.
- [18] Cohen, Charles, Dijkman, Miquel y Masetti, Oliver. *Chile - Financial Sector Assessment Program: Technical Note - Competition in the Financial Sector (English)*. Financial Sector Assessment Program (FSAP) Washington, D.C. World Bank Group, sep. de 2021. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/54259ed6-5af0-5738-ad29-069edbcad514/full>.
- [19] Comisión del Mercado Financiero. *Créditos con garantía estatal en tiempos de pandemia: Evidencia sobre acceso al programa FOGAPE-COVID19*. Nota Técnica N°01/21, 2021, pág. 55. URL: [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-46781\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-46781_doc_pdf.pdf).
- [20] Comisión para el Mercado Financiero. *Lineamientos para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile*. 2023.
- [21] De la Mano, Miguel y Padilla, Jorge. “Big Tech Banking”. En: *Journal of Competition Law and Economics* 14.4 (2018), págs. 494-526. URL: <https://ideas.repec.org/a/oup/jcomle/v14y2018i4p494-526..html>.
- [22] Doerr, Sebastian et al. *Big techs in finance*. BIS Working Papers 1129. Bank for International Settlements, oct. de 2023. URL: <https://ideas.repec.org/p/bis/biswps/1129.html>.
- [23] Dyck, Alexander y Zingales, Luigi. “Private Benefits of Control: An International Comparison”. En: *The Journal of Finance* 59.2 (2004), págs. 537-600. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>. eprint: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>.
- [24] Edwards, Jeremy S.S. y Weichenrieder, Alfons J. “Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration”. En: *Journal of Economic Behavior & Organization* 72.1 (oct. de 2009), págs. 489-508. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jeborg/v72y2009i1p489-508.html>.
- [25] Fazzari, Steven, Hubbard, Glenn y Petersen, Bruce. “Financing Constraints and Corporate Investment”. En: *National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers* 1 (ene. de 1988).
- [26] Finance, Competitiveness, and Innovation Global Practice, WBG. *Technical Note - Competition In The Financial Sector*. The World Bank Group, 2021.



- [27] González, Hermann y Larraín, Felipe. “Efectos de la industria de fondos de inversión en la economía chilena”. En: *Documento de Trabajo N° 125, CLAPES UC* (2023), pág. 48. URL: [https://acafi.cl/wp-content/uploads/2023/08/Informe\\_Clapes\\_UC.pdf](https://acafi.cl/wp-content/uploads/2023/08/Informe_Clapes_UC.pdf).
- [28] Hamdani, Assaf y Yafeh, Yishay. “Institutional Investors as Minority Shareholders”. En: *Review of Finance* 17.2 (feb. de 2012), págs. 691-725. ISSN: 1572-3097. DOI: 10.1093/rof/rfr039. eprint: <https://academic.oup.com/rof/article-pdf/17/2/691/26305293/rfr039.pdf>. URL: <https://doi.org/10.1093/rof/rfr039>.
- [29] International Monetary Fund. *Fintech and Financial Inclusion in Chile*. 2024, pág. 7. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2024/042/article-A003-en.xml?ArticleTabs=fulltext>.
- [30] International Monetary Fund. *Israel: Detailed Assessment of Observance of International Association of Insurance Supervisors Insurance Core Principles*. 2012, pág. 80. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Israel-Detailed-Assessment-of-Observance-of-International-Association-of-Insurance-25842>.
- [31] Jara, Mauricio, López-Iturriaga, Félix y Torres, Juan Pablo. “Firm value and pyramidal structures: New evidence for family firms”. En: *Journal of Business Research* 127 (2021), págs. 399-412. ISSN: 0148-2963. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.10.063>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296319306587>.
- [32] Kosenko, Konstantin y Michelson, Noam. “It takes more than two to tango: Multiple bank lending, asset commonality and risk”. En: *Journal of Financial Stability* 61 (2022), pág. 101040. ISSN: 1572-3089. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101040>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308922000626>.
- [33] Lefort, Fernando y Gonzalez, Rodrigo. “Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile”. En: *Abante* 11.1 (2008), págs. 19-45. URL: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:pch:abante:v:11:y:2081:i:1:p:17-37>.
- [34] Masulis, Ronald, Pham, Peter y Zein, Jason. “Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices”. En: *Review of Financial Studies* 24 (abr. de 2011), págs. 3556-3600. DOI: 10.2139/ssrn.1363878.
- [35] Mendes Aldrighi, Dante, Slaibe Postali, Fernando y Montoya Diaz, Maria. “Corporate Governance and Pyramidal Ownership: The Role of Novo Mercado”. En: 34 (2018). DOI: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n1.2018.72020>. URL: <https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/view/72020>.
- [36] Mendoza, Xavier, Espinosa-Méndez, Christian y Araya-Castillo, Luis. “When geography matters: International diversification and firm performance of Spanish multinationals”. En: *BRQ Business Research Quarterly* (2019). ISSN: 2340-9436. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.10.006>. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943618304559>.
- [37] Ministerio de Hacienda. *Lineamientos para el Desarrollo de un Marco de Finanzas Abiertas en Chile, con Foco en Competencia e Inclusión Financiera*. 2021, pág. 160. URL: <https://www.hacienda.cl/noticias-y-eventos/noticias/ministerio-de-hacienda-anuncia-el-ingreso-del-proyecto-de-ley-de-innovacion>.
- [38] Motta, Massimo. *Competition Policy: Theory and Practice*. Cambridge University Press, 2004.
- [39] OECD. *Corporate Governance in Chile 2010*. 2011, pág. 72. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264095953-en>. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/publication/9789264095953-en>.



- [40] OECD. *Corporate Governance in Israel 2011*. 2011, pág. 88. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264097698-en>. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/publication/9789264097698-en>.
- [41] OECD. *Israel: Review of Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. 2012, pág. 14. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264168008-8-en>. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/component/9789264168008-8-en>.
- [42] OECD. *OECD Corporate Governance Factbook*. OECD Publishing, 2023, pág. 200. DOI: <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>. URL: [https://www.oecd.org/en/publications/oecd-corporate-governance-factbook-2023\\_6d912314-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/oecd-corporate-governance-factbook-2023_6d912314-en.html).
- [43] OECD. *OECD Economic Surveys: Israel 2011*. 2011, pág. 124. DOI: [https://doi.org/https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-isr-2011-en](https://doi.org/https://doi.org/10.1787/eco_surveys-isr-2011-en). URL: [https://www.oecd-ilibrary.org/content/publication/eco\\_surveys-isr-2011-en](https://www.oecd-ilibrary.org/content/publication/eco_surveys-isr-2011-en).
- [44] OECD. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023s*. 2024, pág. 64. DOI: <https://doi.org/10.1787/fb38c737-es..> URL: [https://www.oecd.org/es/publications/2023/09/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023\\_60836fcb.html](https://www.oecd.org/es/publications/2023/09/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_60836fcb.html).
- [45] OECD. *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. 2012, pág. 120. DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264168008-en>. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/publication/9789264168008-en>.
- [46] Oman, Charles P. “Corporate Governance and National Development”. En: *OECD Development Centre Working Papers* 180 (2001). DOI: <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/113535588267>. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/paper/113535588267>.
- [47] Padilla, Jorge. “Big Tech “banks”, financial stability and regulation”. En: *Financial Stability Review* Spring (2020). URL: <https://ideas.repec.org/a/bde/revi1/y2020i5n1.html>.
- [48] Villalonga, Belén y Amit, Raphael. “How Are U.S. Family Firms Controlled?” En: *The Review of Financial Studies* 22.8 (ago. de 2008), págs. 3047-3091. ISSN: 0893-9454. DOI: 10.1093/rfs/hhn080. eprint: <https://academic.oup.com/rfs/article-pdf/22/8/3047/24429725/hhn080.pdf>. URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn080>.
- [49] Volker, Nienhaus y Muslehuddin, Mohammed. “Financial Services by BigTech: Impacts and Opportunities for Islamic Banks”. En: *Bait Al-Mashura Journal* (abr. de 2023), págs. 251-281. DOI: 10.33001/M0104202319/113.
- [50] Ziegler, Tania et al. “The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report”. En: *SSRN Electronic Journal* (ene. de 2021). DOI: 10.2139/ssrn.3957488.
- [51] Zingales, Luigi. “Improving the competitiveness of the financial sector in Chile RG-T3555, RG-T33091”. En: *Executive Summary* 19 (jul. de 2023). DOI: Draft.



## 12. Anexo

Cuadro 10: Cartera nacional de Fondos Mutuos y composición por tipo de instrumento, diciembre 2023.

<b>Instrumentos de inversión</b>	<b>Millones de dólares</b>	<b>Porcentaje</b>
Acciones y derechos nacionales	1.307,56	1,8 %
Cuotas FI y derechos nacionales	724,21	1,0 %
Cuotas FM nacionales	4.658,06	6,4 %
Otros instrumentos de capitalización nacionales	0,00	0,0 %
Depositos, bcos. y financ. nacionales	17.730,49	24,4 %
Bonos bcos. y financiera nacionales	9.300,75	12,8 %
Letras crédito bcos. y financ. nacionales	30,07	0,0 %
Pagares empresas nacionales	484,72	0,7 %
Bonos empresas nacionales	4.016,91	5,5 %
Bonos securizados nacionales	40,98	0,1 %
Pagares estado y bco. central nacionales	18.233,16	25,1 %
Bonos estado y bco. central nacionales	2.157,74	3,0 %
Otros títulos de deuda nacionales	0,00	0,0 %
Otros inst. e inv. financieras nacionales	0,00	0,0 %
<b>Total inversiones nacionales</b>	<b>58.684,65</b>	<b>80,9 %</b>
Inv. en contratos a futuro y forwards de compra	6.562,62	9,0 %
Inv. en contratos a futuro y forwards de venta	7.170,65	9,9 %
Inv. en contratos de opciones de compra	120,15	0,2 %
Inv. en contratos de opciones de venta	0,00	0,0 %
<b>Total inversiones en futuros y opciones</b>	<b>13.853,42</b>	<b>19,1 %</b>
<b>Total inversiones AGFs</b>	<b>72.538,07</b>	<b>100,0 %</b>

Fuente: elaboración propia según información de la CMF.



Cuadro 11: Cartera nacional de Fondos de Pensiones y composición por tipo de instrumento, diciembre 2023.

Instrumento	Millones de dólares	Porcentaje inversión nacional de AFP
Acciones	12.764	12,7 %
Fondos de Inversión y Otros	846	0,8 %
Activos alternativos	110	0,1 %
<b>Subtotal Renta Variable</b>	<b>13.720</b>	<b>13,7 %</b>
Instrumentos Banco Central	262	0,3 %
Instrumentos Tesorería	41.042	40,9 %
Bonos de Reconocimiento y Minvu	162	0,2 %
Bonos de Empresa y Efectos de Comercio	15.438	15,4 %
Bonos emitidos por Fondos de Inversión	84	0,1 %
Bonos Bancarios	26.199	26,1 %
Letras Hipotecarias	95	0,1 %
Depósitos a Plazo	63	0,1 %
Fondos Mutuos y de Inversión	363	0,4 %
Activos Alternativos	1.746	1,7 %
Disponibles	67	0,1 %
<b>Subtotal Renta Fija</b>	<b>85.523</b>	<b>85,2 %</b>
<b>Subtotal Otros</b>	<b>1.193</b>	<b>1,2 %</b>
<b>Total General</b>	<b>100.436</b>	<b>100 %</b>

Fuente: Elaboración propia según información de la Superintendencia de Pensiones. Los Fondos de inversión y Otros (Renta Variable) incluye activos alternativos. Otros incluyen derivados, banco recaudaciones, bancos retiros de ahorro, banco pago de beneficios, banco pago de ahorro previsional voluntario, valores a depositar y en tránsito, cargos en cuentas bancarias y opciones de suscripción de acciones y cuotas de fondos de inversión nacionales. Link: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15849\\_recurso\\_1.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-15849_recurso_1.pdf).

Cuadro 12: Distribución de inversiones de aseguradoras por tipo de instrumento, 2023.

Instrumento	Seguros generales [millones de dólares]	Seguros de vida [millones de dólares]
Bonos o debentures	448	18.492
Inversión exterior	65	12.088
Inversión inmobiliaria	84	11.381
Bonos bancarios	961	7.157
Mutuos hipotecarios	19	7.639
Fondos mutuos	72	2.697
Fondos de inversión	53	2.614
Instrumentos del estado	438	1.965
Otros (Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados, letras hipotecarias, y avance de pólizas)	24	1.852
Créditos sindicados	-	1.371
Depósitos a plazo	155	1.385
Cuentas corrientes	364	148
Acciones de Sociedades Anónimas	26	443
Préstamos	-	597
<b>Total</b>	<b>2.709</b>	<b>69.827</b>

Fuente: elaboración propia según información de la CMF, utilizando tipo de cambio de 29 de diciembre de 2023, con valor de \$884.59. [https://www.sii.cl/valores\\_y\\_fechas/dolar/dolar2023.htm](https://www.sii.cl/valores_y_fechas/dolar/dolar2023.htm). En el caso de seguros de vida: [https://www.cmfchile.cl/institucional/estadisticas/merc\\_seguros/sv\\_inversiones/sv\\_menu.php?lang=es&group1=OPA&tiposociedad=A](https://www.cmfchile.cl/institucional/estadisticas/merc_seguros/sv_inversiones/sv_menu.php?lang=es&group1=OPA&tiposociedad=A). En el caso de seguros generales: [https://www.cmfchile.cl/institucional/estadisticas/merc\\_seguros/sg\\_inversiones/sg\\_menu.php?lang=es&tiposociedad=0](https://www.cmfchile.cl/institucional/estadisticas/merc_seguros/sg_inversiones/sg_menu.php?lang=es&tiposociedad=0).



Cuadro 13: Número de operaciones, monto total, monto promedio y número de clientes de crédito FOGAPE Chile Apoya, año 2023.

Banco	Operaciones		Monto total operaciones		Clientes	
	Número	Porcentaje	Monto (MM \$)	Porcentaje	Número	Porcentaje
Banco de Chile	19.305	11 %	750.632	19 %	16.586	10 %
Banco Internacional	1.044	1 %	113.758	3 %	786	0 %
Banco del Estado de Chile	114.111	64 %	1.217.653	31 %	106.438	66 %
Scotiabank Chile	1.87	1 %	88.653	2 %	1.316	1 %
Banco de Crédito e Inversiones	10.069	6 %	418.705	11 %	7.335	5 %
Banco Bice	639	0 %	55.546	1 %	530	0 %
Banco Santander-Chile	24.019	14 %	933.527	24 %	22.384	14 %
Banco Itaú Chile	5.962	3 %	319.149	8 %	5.162	3 %
Banco Security	307	0 %	43.27	1 %	265	0 %
Banco Consorcio	57	0 %	8.263	0 %	41	0 %
Cooperativa de Ahorro y Crédito Coopeuch	191	0 %	1.347	0 %	177	0 %
Cooperativa de Ahorro y Crédito Oriente Ltda	5	0 %	75	0 %	5	0 %
Total	177.579		3.950.579		161.025	

Fuente: elaboración propia según información pública de programa FOGAPE Chile Apoya, año 2023.



## 12.1. Distribución de capital de financiamiento

Cuadro 14: Distribución de capital de financiamiento según tipo de fondo, año 2022.

Tipo de fondo	Categoría	Subcategoría	Total	
			US\$ Millones	Nº Fondos
Público	Alternativo (a)	Inmobiliario (b)	7.397	181
		Capital Privado (c)	6.789	134
		Otros (d)	5.793	116
	Mobiliario (e)	Accionario (f)	3.219	56
		Mixtos (g)	175	14
	Privado	-	-	6.757
Fondos mutuos (capitalización)	-	-	2.717	449
Total			32.847	1.628

Fuente: elaboración propia según información de Memoria 2022 ACAFI (página 18) y CMF. No se incluyen los fondos alternativos de deuda privada, que tienen por objeto principal otorgar financiamiento complementario al mercado de capitales más tradicional al financiar a empresas de mediana capitalización y de rápido crecimiento o bien a personas en base a sus bienes (vivienda, consumo, vehículos, entre otros) y mobiliarios de deuda, los cuales tienen por objeto principal de inversión instrumentos de deuda transados en bolsa. Estos fondos tienen carácter nacional o extranjero dependiendo de si el objeto principal de estos fondos se centra en instrumentos de deuda de emisores nacionales o extranjeros, respectivamente.

Nota (a): Su política de inversiones, contenida en su reglamento interno, estipula que el objeto principal de inversión del fondo es invertir en forma directa o indirecta en instrumentos privados que no se transan en mercados públicos.

Nota (b): Tienen por objeto la inversión de al menos un 70% en activos relacionados al sector inmobiliario, sea a través de acciones y/o títulos u otros instrumentos privados de deuda de sociedades que inviertan en el sector inmobiliario nacional o extranjero.

Nota (c): Tienen por objeto principal la inversión en participaciones accionarias directamente en empresas cerradas nacionales o extranjeras.

Nota (d): En esta categoría se consideran: i) Fondo de fondos (su objeto principal es invertir en forma directa a través de otros fondos en instrumentos privados nacionales o extranjeros), ii) Forestal y Agrícola (los cuales tienen por objeto principal la adquisición, desarrollo y/o venta de activos forestales y agrícolas nacionales o extranjeros), iii) Infraestructura y Energía (el objeto principal es invertir en el desarrollo de infraestructuras tales como carreteras, portuarias, aeroportuarias, carcelarias y/o proyectos de energía, como plantas solares, eólicas, hidráulicas, etc. Puede ser a través de acciones o títulos de deuda de sociedades, nacionales o extranjeras, que realicen dichas inversiones), y iv) Otros alternativos (su política de inversiones estipula que la inversión del fondo no califica en alguna de las categorías anteriores, aunque sigue siendo una inversión directa nacional o extranjera en activos que no son de oferta pública).

Nota (e): Son aquellos fondos cuya política de inversiones, contenida en su reglamento interno, estipula que el objeto subyacente se transe en alguna bolsa nacional o internacional.

Nota (f): Tienen por objeto principal de inversión a acciones de sociedades anónimas abiertas. Estos fondos tienen carácter nacional o extranjero dependiendo de si al menos el 70% de estos fondos se centra en acciones de sociedad anónimas abiertas nacionales o extranjeras, respectivamente.

Nota (g): Se combinan inversiones en instrumentos de deuda pública (menos del 70%) e inversiones en acciones sociedades anónima abiertas (menos del 70%).

## 12.2. Mercado crediticio

En primer lugar, se puede destacar que en Chile existen 6 principales emisores bancarios que proveen créditos comerciales a empresas, siendo ellos Banco de Chile, Banco Santander, Banco de Crédito e Inversiones (BCI)<sup>176</sup>, Banco Estado, Banco Itaú y Scotiabank<sup>177</sup>, de los cuales tres de ellos son parte de conglomerados económicos en el país, considerando a Banco Estado como un banco público, mientras que ni Banco Santander, ni Banco Itaú ni Scotiabank tienen relación con

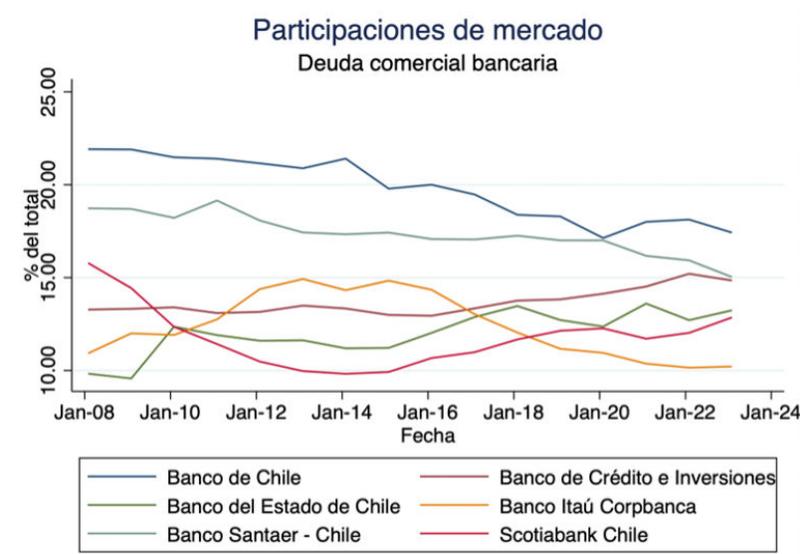
<sup>176</sup>En el caso de BCI, y su grupo controlador, existe una separación entre las empresas que participan en la economía financiera y en la economía real. El objeto social de Empresas Juan Yarur SpA son inversiones actividades financieras y seguros, mientras que Empresas JY S.A. mantiene todos los activos asociados a actividades comerciales, industriales, de servicios, etc.

<sup>177</sup>Se debe tener presente que si bien Bank of Nova Scotia tiene el 99,98% de las acciones de Scotiabank Chile, Salvador Said (Grupo Said) es el presidente del directorio de este banco.



economía real. La Figura 28 muestra la evolución de las participaciones de mercado de los principales emisores bancarios en colocaciones comerciales para el período 2008-2023, donde es relevante apreciar que la participación de mercado agregada de los dos principales oferentes ha ido disminuyendo significativamente en el tiempo (Figura 29) donde el indicador CR3 ha ido disminuyendo de un 56,4% al año 2008 a un 47,3% al año 2023. Lo anterior también se ve reflejado en el HHI que está en torno a 1.200, reflejando un mercado de baja concentración entre los oferentes locales.

Figura 28: Participaciones de mercado en cartera comercial bancaria, periodo 2008-2023.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.



Figura 29: Concentración de mercado en cartera comercial bancaria, periodo 2008-2023.



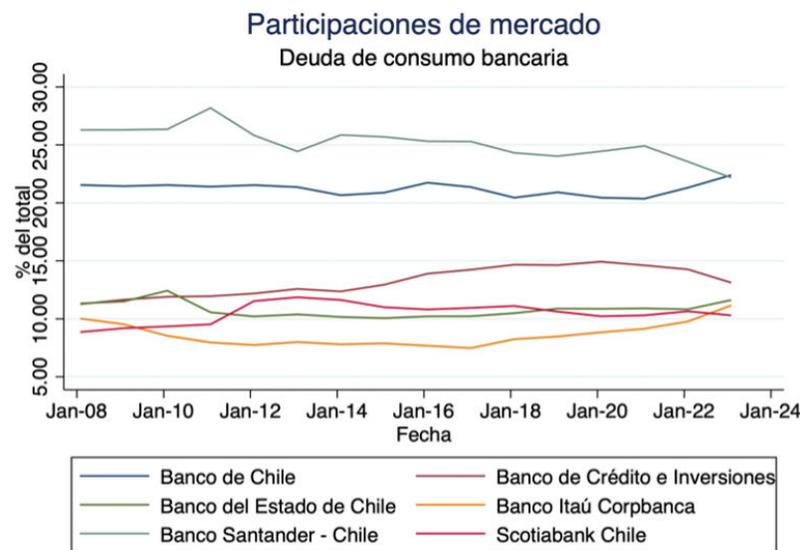
Fuente: CMF.

A continuación, se caracterizan también los niveles de concentración de los mercados de deuda de consumo bancaria, debido a que las PYMES solicitan créditos como personas naturales<sup>178</sup>, por lo tanto, se considera relevante analizar el nivel de concentración de este mercado. Se observa un índice CR5 alto; los cinco principales actores concentran aproximadamente un 80 % del mercado. Por su parte, el índice HHI es estable y en torno a 1.500. Cabe destacar nuevamente que Banco Santander, Banco de Chile, BCI, Scotiabank y Banco Estado son los actores más importantes del mercado, de los cuales solamente Banco de Chile pertenece a un conglomerado con presencia en economía real, asumiendo directamente que Banco Estado tiene foco público.

<sup>178</sup>En el caso del crédito COVID-19 FOGAPE, tanto personas naturales como jurídicas podían solicitar el crédito. En efecto, cerca del 40% de las solicitudes pertenecían a personas naturales. [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-46781\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-46781_doc_pdf.pdf).

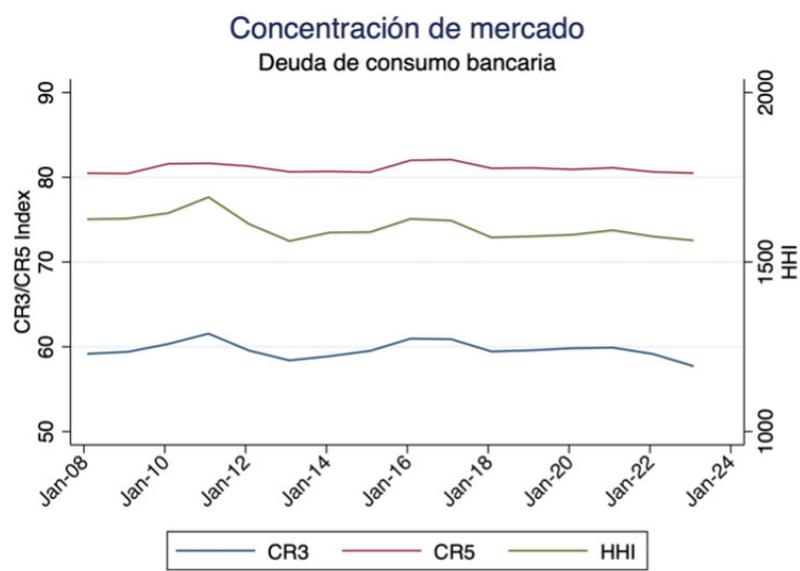


Figura 30: Participaciones de mercado en cartera consumo bancaria, periodo 2008-2023.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

Figura 31: Concentración de mercado en cartera consumo bancaria, periodo 2008-2023.



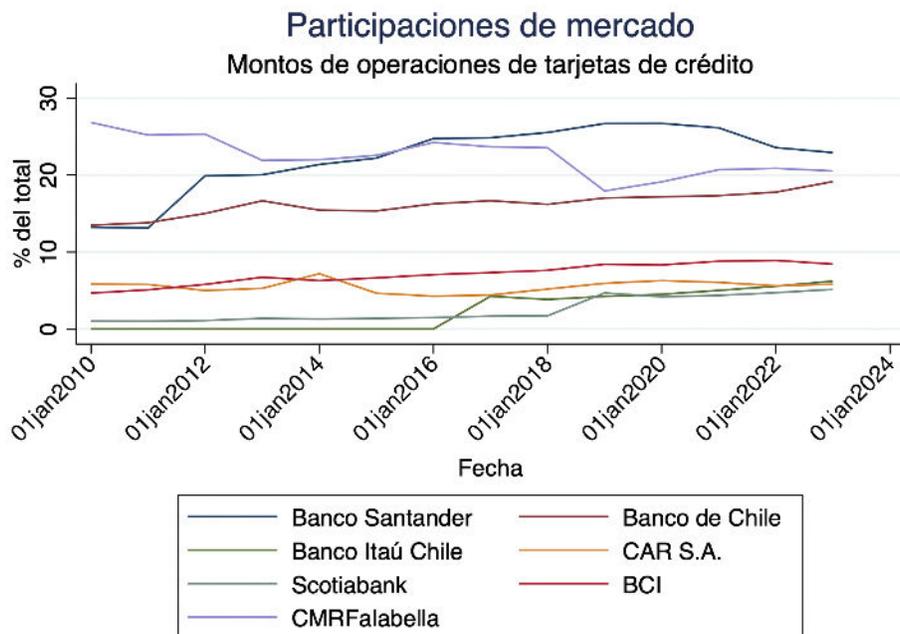
Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

En la misma línea, se detallan los niveles de concentración en el mercado de tarjetas de crédito, basados en montos transados, debido a que las PYMES también utilizan dichas líneas de crédito



para el desarrollo de su negocio. Los niveles de concentración para este mercado, según los HHI, han sido crecientes y actualmente se encuentran en torno a 1.500, donde los cinco principales actores concentran en torno al 77 % del mercado. En este caso, el actor más importante es Banco Santander, el cual no pertenece a ningún conglomerado. Luego sigue CMR Falabella, Banco de Chile, BCI y Banco Itaú; este último tampoco es parte de algún conglomerado con presencia en economía real.

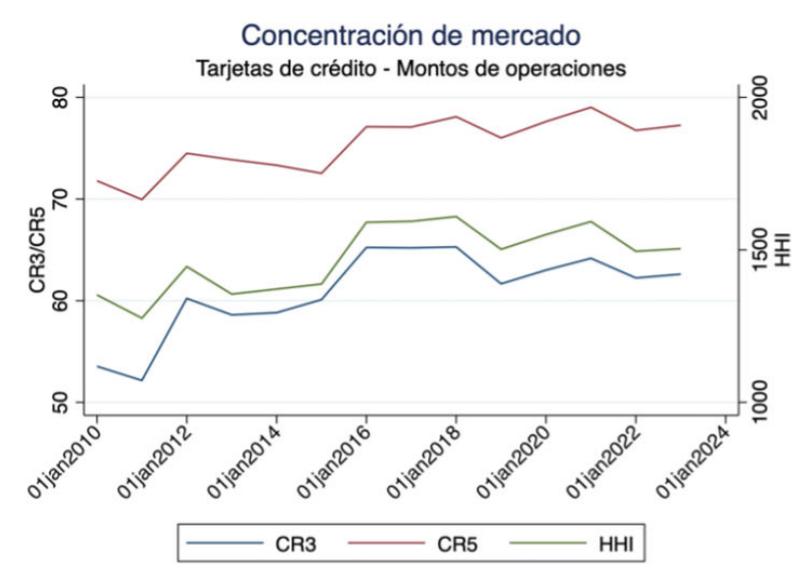
Figura 32: Participaciones de mercado en consumo con tarjetas de crédito, periodo 2010-2023.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.



Figura 33: Concentración de mercado en consumo con tarjetas de crédito, periodo 2010-2023.

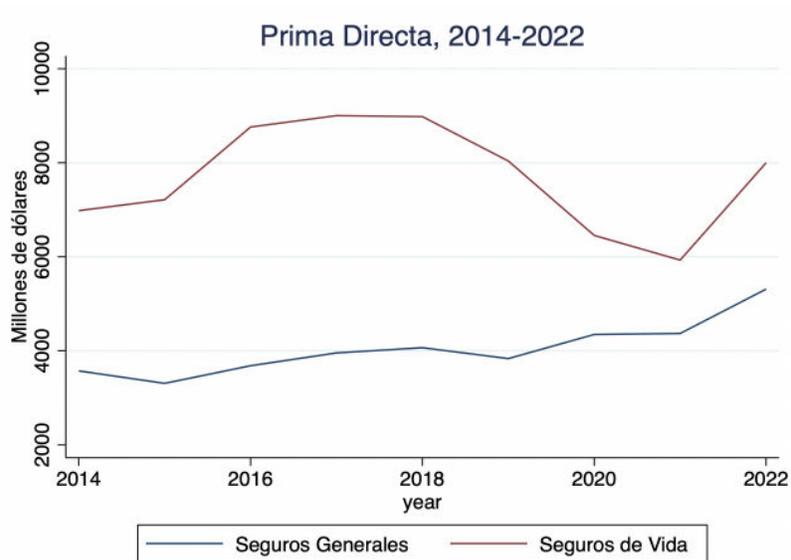


Fuente: elaboración propia con información de la CMF.



### 12.3. Mercado de seguros

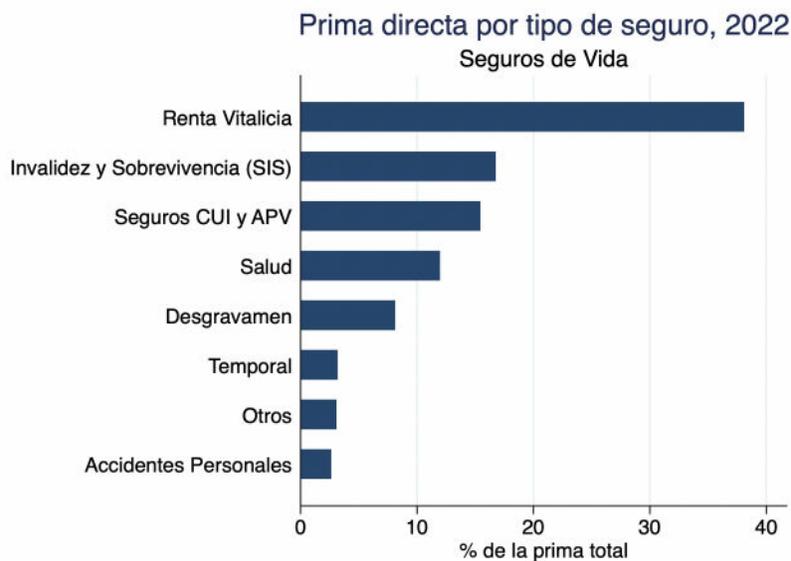
Figura 34: Participaciones Prima directa de seguros de vida (en rojo) y seguros generales (en azul), periodo 2014-2022.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

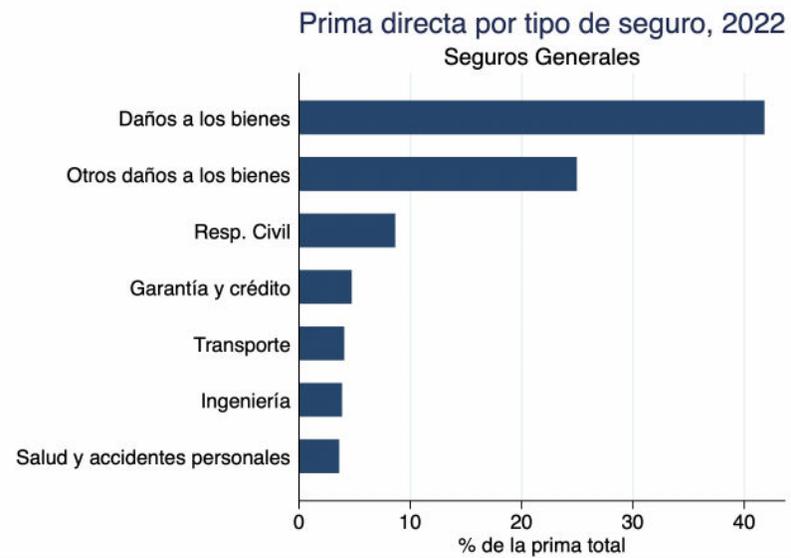


Figura 35: Participaciones Prima directa por tramo en seguros de vida, año 2022.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.

Figura 36: Participaciones Prima directa por tramo en seguros generales, año 2022.



Fuente: elaboración propia con información de la CMF.