

GLOBAL

ECONOMISTAS ASOCIADOS

Conglomerados en Chile: un análisis crítico a la consulta presentada por CONADECUS

Andrés Gómez-Lobo*

Ronaldo Bruna†

13 de junio de 2024

1. Introducción

El 8 de septiembre de 2023, la Corporación Nacional de Consumidores y Usuarios de Chile A.C. (CONADECUS) presentó al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) una solicitud del inicio de un expediente de recomendación normativa (la Solicitud) para recomendar al Presidente de la República que presente un proyecto de “Ley de Reducción de la Concentración Económica Agregada” al Congreso Nacional. El objetivo de dicho proyecto de ley sería limitar “...el poder de mercado de los grupos empresariales significativos que tengan una estructura piramidal o participación en *Entidades Financieras Importantes* y en *Empresas de Tamaño Relevante* en la actividad económica del sector real...”.¹

En su Solicitud, CONADECUS propone una ley similar a la introducida en Israel el 2013 y que tenga por objetivo:²

- Reducir las estructuras de sujeción piramidal de los grupos empresariales significativos;

*Socio Global Economistas Asociados y Profesor Asociado, Departamento de Economía, Universidad de Chile.

†Socio Global Economistas Asociados.

¹Solicitud, página 1.

²Solicitud, página 5.

- Separar las Entidades Financieras Importantes de un Grupo Empresarial Significativo de las Empresas de Tamaño Relevante del mismo grupo que participan en la actividad económica real;
- Obligar a tener en cuenta los niveles de Concentración Económica Agregada y la dominancia de los grupos empresariales significativos al asignar concesiones o derechos por parte del Estado, y
- Establecer un Registro de grupos empresariales significativos, Entidades Financieras Importantes y Empresas de Tamaño Relevante.

Para fundamentar su propuesta, CONADECUS –aparte de usar el ejemplo de Israel– cita profusamente un borrador del informe encargado por el Ministerio de Hacienda al profesor Luigi Zingales³ junto con copiar argumentos contenidos en Cheng (2017).⁴ En base principalmente a estas fuentes, CONADECUS sostiene que los grupos económicos significativos pueden generar una *Concentración Económica Agregada* o *Dominancia de Conglomerado* que, supuestamente, generaría riesgos a la competencia por:

1. Discriminación y distorsión en la asignación de financiamiento en la economía cuando los grupos económicos controlan un banco.
2. Mayores barreras de entrada, especialmente a las Pymes, debido a que las empresas de un grupo gozan de economías de escala que les permiten acceder a insumos a un precio más bajo (incluyendo el financiamiento cuando el grupo tiene un banco).
3. Mayor riesgo de coordinación por contacto multimercado de las empresas de los distintos grupos empresariales.
4. Mayor riesgo de precios predatorios debido a las espaldas financieras que tienen las empresas de un grupo y el mayor incentivo que tiene un grupo diversificado en construir una reputación predatoria. Esta reputación puede disuadir la entrada a los mercados de competidores potenciales.
5. Posible influencia sobre el sistema político, o de economía política.

³Zingales (2023).

⁴Toda la Sección IV de la Solicitud es una copia literal de este último artículo aunque, sorprendentemente, no se cita en el documento de CONADECUS.

El objetivo del presente documento es analizar críticamente los argumentos que respaldan la Solicitud presentada por CONADECUS y la pertinencia de las propuestas contenidas en dicho documento. Debido a que muchos de los argumentos provienen de Zingales (2023), los denominaremos los argumentos de CONADECUS/Zingales. Solo abordamos los netamente económicos y relacionados con la libre competencia, ya que el argumento de economía política –como señala la misma Solicitud⁵– sobrepasa el ámbito económico y de libre competencia.

Por grupo empresarial, conglomerado, grupo o grupo económico –términos que utilizaremos como sinónimos en este documento– se entiende un conjunto de firmas, de sectores diversos no relacionados verticalmente en la cadena productiva ni horizontalmente en una misma industria, y que tienen un mismo controlador directo o indirecto.⁶ En muchas ocasiones el controlador es un grupo de personas ligadas por un vínculo familiar. El grupo puede controlar un banco, pero esto no es esencial para definir un conglomerado.

Para los fines de este análisis se distinguen dos grandes preocupaciones planteadas por CONADECUS/Zingales, aquellas relacionadas al vínculo entre empresas del sector real y un banco dentro de un grupo, y aquellas relacionadas con la dominancia de conglomerado que no necesariamente involucra a un banco. Más abajo se realiza un análisis crítico de ambos grupos de argumentos. Antes, sin embargo, se presenta como antecedente preliminar, una discusión sobre la concentración económica en Chile, y la bancaria en particular, y la relación entre concentración y desempeño económico. Luego de esta discusión preliminar, se analizan los argumentos de la Solicitud, separando aquellos relacionados con los vínculos financieros dentro de un grupo de los de dominancia de conglomerado. El informe también presenta una descripción conceptual y empírica de las economías o eficiencias que generan los conglomerados, las que deben ser sopesadas con los supuestos riesgos señalados por CONADECUS. El documento finaliza con una discusión sobre la pertinencia de las propuestas de la Solicitud y un resumen de las principales conclusiones

⁵Solicitud, párrafo 79.

⁶Esto difiere un poco de la distinción que hacen Huneus, et al. (2021) entre conglomerado y grupo empresarial. El primero sería una empresa que tiene distintas plantas o divisiones, mientras que un grupo económico sería un conjunto de firmas independientes con un controlador común. En el presente documento usaremos ambos términos indistintamente.

de esta investigación.

2. Algunos asuntos preliminares

Antes de analizar los argumentos específicos de CONADECUS, es relevante presentar algunos antecedentes preliminares que contrarrestan afirmaciones desafiables, erróneas o parciales contenidas en la Solicitud y que motivan la presentación de dicho documento al TDLC.

En lo que sigue se analiza empíricamente si la economía chilena es tan concentrada en todos sus sectores como lo afirma CONADECUS, para luego argumentar que la relación entre concentración y desempeño es mucho más compleja (y ambigua) de lo que se reconoce en su documento.

Lo anterior es importante ya que, por un lado, si sectores claves de la economía, como la industria bancaria, no son concentrados, muchos de los riesgos señalados por CONADECUS pierden relevancia. Por otro lado, incluso en el caso de industrias concentradas, las consecuencias para la competencia y el bienestar de los consumidores son ambiguas. Esto último en sí justifica una aproximación caso por caso de supuestas conductas anticompetitivas, en el marco de la actual institucionalidad de libre competencia, y no una ley general como plantea la Solicitud.

2.1. ¿Es tan concentrada la economía chilena?

En el párrafo 2 de la Solicitud, CONADECUS hace la siguiente afirmación:⁷

“La estructura actual de la economía chilena se caracteriza por **excesivos niveles de concentración en muchos sectores económicos clave de producción y de servicios...**No escapará al entendimiento de V.S. que Chile se ha convertido hoy en **un país carísimo** en rubros claves, como por ejemplo en alimentación, vivienda, medicamentos, servicios financieros, gas o energía, cuyos precios sobrepasan con creces los observados en Europa, Estados Unidos o países vecinos...”

⁷Énfasis agregado.

Pero, ¿son ciertas estas afirmaciones? La economía chilena es pequeña, pero, como se presenta a continuación, no por eso son todas sus industrias más concentradas que en países más grandes. Además, la apertura comercial de Chile limita la importancia de la concentración doméstica en muchas actividades. Lo mismo se puede decir de la apertura de la cuenta de capitales para el financiamiento de empresas.

Tomemos como ejemplo la industria bancaria, un sector clave de la economía y que figura de forma prominente en los argumentos contenidos en la Solicitud. ¿Es más concentrada esta industria en Chile que en países más grandes y desarrollados?

Para analizar esta última pregunta se usan datos del Banco Mundial que permiten comparar los niveles de concentración bancaria entre países.⁸ Como medida de concentración se utiliza el porcentaje de los activos de los tres bancos más grandes sobre los activos de todos los bancos comerciales.

Los resultados se presentan en el Cuadro 1. Se puede ver que Chile tiene una de las industrias bancarias más desconcentradas del mundo, rankeado como 9 entre 81 países en el año 2017. Es interesante notar que Israel, el país de referencia para la propuesta de CONADECUS, tiene una concentración bancaria mucho mayor, rankeado 38 de 81 en el 2017.

Cuadro 1: Concentración bancaria por país y ranking desde el menos concentrado al más concentrado, 2015-2017

País	2015		2016		2017	
	C_3	Rank	C_3	Rank	C_3	Rank
Estados Unidos	34,8 %	2	35,1 %	2	34,8 %	1
Kazajistán	44,8 %	9	43,1 %	10	38,1 %	2
Bosnia y Herzegovina	44,6 %	8	39,0 %	5	38,4 %	3
Líbano	40,1 %	5	39,2 %	6	38,7 %	4
Argentina	51,8 %	15	52,4 %	16	41,4 %	6
Polonia	42,0 %	6	40,3 %	8	42,2 %	7
Luxemburgo	34,7 %	1	32,1 %	1	42,4 %	8

Continúa en la próxima página.

⁸Banco Mundial, Financial Development and Structure Dataset, último año con data disponible es el 2017.

Cuadro 1: Continuo de la página anterior

País	2015		2016		2017	
	C_3	Rank	C_3	Rank	C_3	Rank
Chile	42,6 %	7	43,2 %	11	42,6 %	9
Serbia	56,2 %	20	50,3 %	14	44,1 %	10
Paraguay	50,6 %	13	49,2 %	13	47,0 %	11
Montenegro	52,0 %	16	48,9 %	12	47,7 %	12
Reino Unido	51,4 %	14	51,1 %	15	49,1 %	13
Letonia	85,7 %	64	52,5 %	17	49,1 %	14
México	54,4 %	18	52,6 %	18	49,4 %	15
Bielorrusia	62,4 %	31	60,4 %	33	49,8 %	16
Bulgaria	56,7 %	22	55,9 %	22	49,8 %	17
Armenia	48,7 %	11	54,0 %	20	53,5 %	18
Ecuador	54,1 %	17	58,6 %	25	54,2 %	19
Arabia Saudita	54,9 %	19	54,0 %	19	54,3 %	20
Azerbaiyán	63,1 %	34	64,8 %	41	55,6 %	21
Brasil	76,4 %	53	69,8 %	50	56,6 %	22
Francia	57,5 %	24	57,7 %	24	57,1 %	23
Costa Rica	64,2 %	35	59,9 %	30	58,9 %	24
Hungría	78,7 %	55	66,5 %	44	58,9 %	25
Irlanda	69,4 %	43	66,4 %	43	59,4 %	26
Canadá	60,8 %	29	61,0 %	35	60,5 %	28
Rusia	47,6 %	10	41,8 %	9	60,6 %	29
Rumania	65,7 %	37	59,4 %	26	61,1 %	30
Eslovenia	56,3 %	21	59,7 %	28	61,7 %	31
Austria	60,4 %	28	55,4 %	21	62,5 %	32
Venezuela	57,0 %	23	56,6 %	23	63,1 %	33
Bahamas	65,6 %	36	60,4 %	34	63,5 %	34
Colombia	70,7 %	46	78,7 %	60	63,6 %	35
Albania	69,4 %	45	71,1 %	51	64,3 %	36
Macedonia del Norte	65,8 %	38	64,8 %	40	64,8 %	37
Israel	82,1 %	60	68,6 %	47	64,9 %	38
Croacia	67,7 %	41	60,3 %	32	65,3 %	39
República Dominicana	74,3 %	49	74,0 %	55	65,4 %	40
Guatemala	66,6 %	39	66,8 %	45	65,8 %	41
Panamá	39,5 %	4	39,8 %	7	66,1 %	42
Argelia	63,0 %	33	62,8 %	37	67,0 %	43

Continúa en la próxima página.

Cuadro 1: Continuada de la página anterior

País	2015		2016		2017	
	C_3	Rank	C_3	Rank	C_3	Rank
EAU	59,2 %	26	59,7 %	29	67,3 %	44
Bélgica	61,9 %	30	64,0 %	38	67,7 %	45
Jamaica	71,5 %	47	73,3 %	54	68,2 %	46
Jordania	67,0 %	40	65,2 %	42	69,9 %	47
Uruguay	69,4 %	44	69,2 %	48	70,1 %	48
Alemania	69,1 %	42	66,9 %	46	70,4 %	49
Italia	62,9 %	32	59,4 %	27	71,1 %	50
Omán	74,4 %	50	72,0 %	53	71,4 %	51
Suiza	75,6 %	52	64,1 %	39	71,5 %	52
Perú	79,4 %	56	71,9 %	52	72,7 %	53
España	58,4 %	25	62,1 %	36	73,2 %	54
Grecia	76,7 %	54	77,0 %	59	75,2 %	55
Chipre	75,4 %	51	75,2 %	58	76,0 %	56
Eslovaquia	73,1 %	48	74,7 %	56	78,2 %	57
Baréin	79,9 %	57	79,9 %	61	80,5 %	58
Kuwait	80,8 %	58	81,2 %	63	81,5 %	59
Belice	93,7 %	75	83,5 %	65	81,8 %	60
Guyana	83,6 %	62	82,5 %	64	81,9 %	61
Irak	49,8 %	12	37,6 %	3	83,2 %	62
Libia	82,6 %	61	100,0 %	79,5	85,2 %	63
Holanda	85,5 %	63	85,0 %	66	87,5 %	64
Portugal	88,4 %	65	80,9 %	62	87,6 %	65
Lituania	91,3 %	72	87,9 %	69	88,7 %	66
Qatar	89,3 %	67	90,5 %	71	88,8 %	67
Noruega	95,6 %	77	95,6 %	76	89,3 %	68
Dinamarca	81,5 %	59	86,6 %	68	89,6 %	69
Suecia	91,3 %	71	92,1 %	73	91,1 %	71
Malta	90,8 %	69	91,4 %	72	91,5 %	72
Andorra	93,7 %	74	85,3 %	67	92,0 %	73
Trinidad y Tobago	100,0 %	81	100,0 %	79,5	92,3 %	74
Estonia	92,2 %	73	75,1 %	57	93,2 %	75
Finlandia	91,2 %	70	69,7 %	49	94,2 %	76
Bermuda	95,0 %	76	95,2 %	75	94,5 %	77
Surinam	88,4 %	66	94,4 %	74	94,6 %	78

Continúa en la próxima página.

Cuadro 1: *Continuado de la página anterior*

País	2015		2016		2017	
	C_3	Rank	C_3	Rank	C_3	Rank
Barbados	100,0 %	81	100,0 %	79,5	99,0 %	79
Cuba	100,0 %	81	100,0 %	79,5	100,0 %	81
Islandia	98,4 %	78	—	—	100,0 %	81
Turkmenistán	100,0 %	81	100,0 %	79,5	100,0 %	81
Islas Caymán	100,0 %	81	100,0 %	79,5	—	—

Fuente: Beck, et al (2000) y World Bank, Financial Development and Structure Dataset, versión revisada 2019. C_3 es el índice de concentración medido como los activos de los tres bancos más grandes sobre los activos de todos los bancos comerciales. El ranking ordena los países en cada año desde el menos concentrado al más concentrado. El cuadro presenta los países según el ranking del año 2017.

Por otro lado, la Figura 1 presenta la información de concentración por país de 2017 versus el logaritmo de su Producto Interno Bruto (PIB) como medida del tamaño de la economía. Se puede observar que la concentración en Chile es baja en comparación con la gran mayoría de los países de igual tamaño, incluyendo a Israel.

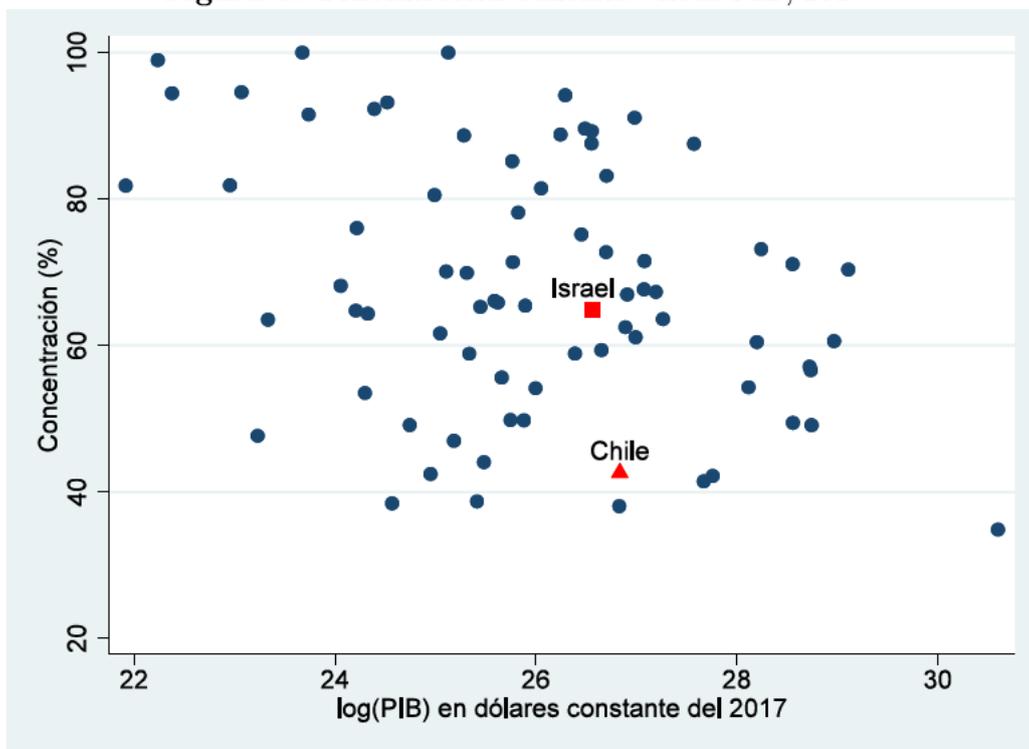
El Cuadro 2 muestra las participaciones de los distintos bancos en las colocaciones del sistema, tanto totales como referidas solo a las colocaciones comerciales (en moneda nacional). Lo primero que se debe resaltar es que hay 17 bancos activos en el país.⁹ La última fila muestra el Índice Herfindahl-Hirschman (*HHI*) según el tipo de colocación. En ambos casos el *HHI* es menor a 1.500, lo cual es el umbral bajo el cual convencionalmente se considera una industria como poco concentrada.¹⁰

Entre los seis bancos grandes, todos tienen una participación sobre el 10 % de colocaciones comerciales y ninguno tiene una participación sobre el 20 %. Además, entre estos seis bancos, uno es público y, como se verá en la Sección 3.1, otros tres no pertenecen a un conglomerado (Banco Santander-Chile,

⁹Por cierto, hay algunos con baja participación, pero estos no son bancos marginales sino que grandes bancos internacionales como Bank of China, China Construction Bank, HSBC o JP Morgan Chase. Por ende, su baja participación en Chile no se debe a su tamaño o capacidad de levantar capital.

¹⁰Ver por ejemplo las páginas 15 y 16 de la “Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración Horizontal” (guía de fusiones) de la Fiscalía Nacional Económica (FNE, 2022).

Figura 1: Concentración bancaria versus PIB, 2017



Cuadro 2: Participación de mercado en colocaciones por institución, enero 2024

Banco	Colocaciones	
	Totales	Comerciales
Banco Santander-Chile	18,2 %	15,1 %
Banco de Chile	16,9 %	17,3 %
Banco del Estado de Chile	14,9 %	14,5 %
Scotiabank Chile	14,1 %	10,4 %
Banco de Crédito e Inversiones	14,0 %	14,6 %
Banco Itaú-Corpbanca	9,7 %	10,0 %
Banco BICE	3,7 %	5,4 %
Banco Security	3,3 %	5,3 %
Banco Consorcio	2,1 %	2,7 %
Banco Internacional	1,4 %	2,7 %
Banco BTG Pactual Chile	0,9 %	1,7 %
Banco Falabella	0,6 %	0,0 %
China Construction Bank	0,1 %	0,2 %
HSBC Bank (Chile)	0,1 %	0,2 %
Banco Ripley	0,0 %	0,0 %
JP Morgan Chase	0,0 %	0,0 %
Bank of China	0,0 %	0,0 %
Total	100,0 %	100,0 %
HHI	1.357	1.234

Fuente: cálculos propios en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Las colocaciones comerciales son en moneda nacional.

Scotiabank Chile e Itaú-Corpbanca).¹¹

En resumen, la industria bancaria en Chile no es concentrada. Más bien, es uno de los países con menor concentración bancaria del mundo.¹² La importancia de esta constatación es que en una industria financiera desconcentrada, es muy poco probable que se presenten los riesgos competitivos señalados por CONADECUS y Zingales (2023), más aún cuando cuatro de los seis bancos más grandes no pertenecen a un conglomerado.

Por lo tanto, en lo referido al sector bancario, el diagnóstico presentado en la Solicitud es incorrecto. En un sector desconcentrado difícilmente se pueden generar los riesgos señalados por CONADECUS/Zingales. Si una empresa se siente discriminada por un banco relacionado a un grupo, tiene variadas alternativas para solicitar un crédito.

Aparte de la industria bancaria, no es evidente que otras industrias sean más concentradas en Chile que en países más grandes. Por ejemplo, en telefonía móvil Bardey, et al. (2022), muestran que Chile tiene un nivel de concentración –medido por el *HHI*– menor al de muchos países más ricos o más grandes, como Australia, Austria, Noruega, España, Colombia, México y Argentina.

La industria del retail es otro ejemplo. El Cuadro 3 presenta la participación de las cinco empresas del retail en Chile, en el segmento de grandes tiendas.¹³ Se puede ver que Falabella tiene la mayor participación, pero menor al umbral de 40 % para clasificarla como dominante.¹⁴ El índice de concentra-

¹¹El caso de Scotiabank merece una explicación. Si bien 2 de los 7 directores de este banco, incluyendo su Presidente, están relacionados a la familia Said, la Memoria Anual del 2023 señala que el 99,8 % de las acciones pertenecen al Bank of Nova Scotia después de comprar la totalidad de la participación del Grupo Said (equivalente a 16,76 %), en abril de año 2022.

¹²Los datos anteriores incluso sobrestiman la concentración en Chile al no considerar otras instituciones que proveen financiamiento a personas y empresas. Por ejemplo, las Cajas de Compensación y las empresas del retail en los créditos de consumo, las empresas de *factoring* y *leasing*, y las AFPs en el financiamiento de empresas, o instituciones financieras como Forum en los créditos para compra de automóviles.

¹³Esta participación se mide en base a las ventas totales del año 2023.

¹⁴La Comisión Europea presume que una firma con una participación de mercado menor al 40 % no es dominante.

ción *HHI* para esta industria es de 2.695, lo cual es marginalmente superior al límite entre moderadamente concentrada y altamente concentrada.¹⁵

Cuadro 3: Participación de mercado en la industria de grandes tiendas del retail, 2023

	Ingresos tiendas por departamento (\$MM)	Participación (%)
Falabella	1.723.393.276	39,3 %
Paris	1.084.189.692	24,7 %
Ripley	944.127.321	21,5 %
La Polar	242.696.786	5,5 %
Hites	232.823.304	5,3 %
Tricot	154.331.908	3,5 %
Total	4.381.562.287	100,0 %
HHI		2.695

Fuente: Estados de Resultados de cada empresa, 2023. Incluye los ingresos por actividades ordinarias en Chile del segmento de grandes tiendas o retail. No incluye ingresos de negocios financieros, inmobiliarios u otros.

Por otro lado, las cifras del cuadro anterior no dan cuenta de que las grandes tiendas del retail tienen varias fuentes de competencia, tanto formales como informales. Entre las primeras se puede mencionar al comercio minorista y, crecientemente, el comercio electrónico, tanto nacional (e.g. Mercado Libre) como internacional (e.g. Amazon, Aliexpress, etc.). Las dificultades que están enfrentando varias cadenas de grandes tiendas del retail en Estados Unidos –como Macy’s, JC Penney y Sears– en parte se debe a este fenómeno.¹⁶

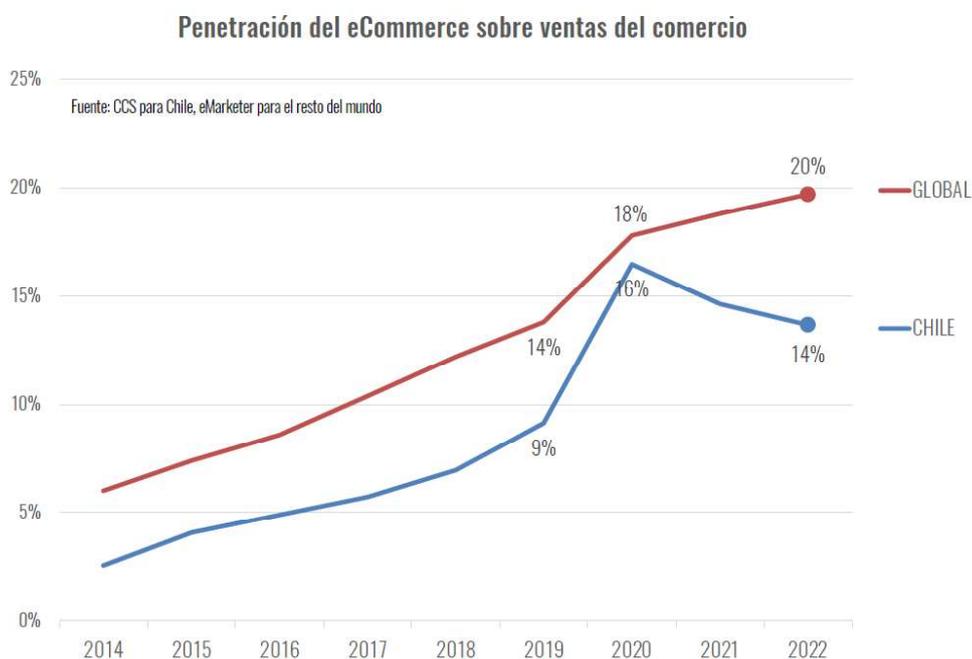
La Figura 2 muestra la proporción de las ventas del comercio que se realizan por internet, tanto en Chile como en el mundo. Si bien esta proporción

¹⁵En su guía de fusiones, la FNE considera que un *HHI* entre 1.500 y 2.500 corresponde a una industria moderadamente concentrada. Ver FNE (2022).

¹⁶Ver Chris Isidore, ‘How America’s once great department stores became a dying breed’, CNN, febrero 27, 2024, <https://edition.cnn.com/2024/02/27/business/macys-store-closings-department-stores-outlook/index.html>.

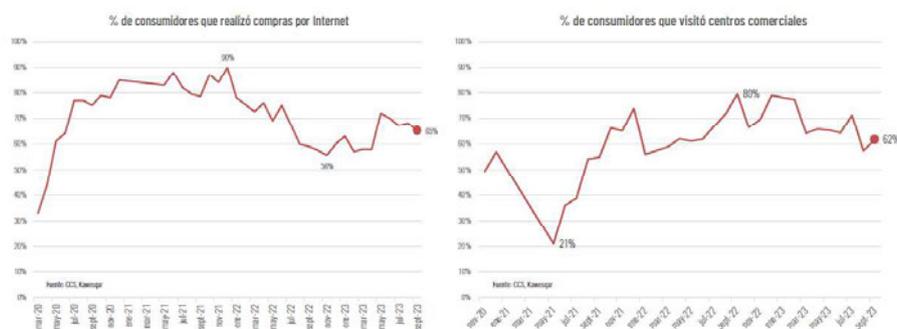
cayó de 16 % en el 2020 a 14 % en el 2022, información de prensa indicaría que actualmente dicha cifra está en un 17 %.¹⁷ Según la Cámara de Comercio de Santiago, el número de personas que compra por internet es equivalente a la proporción que visita centros comerciales (Figura 3).

Figura 2: Penetración del comercio electrónico en Chile, porcentaje sobre ventas del comercio



¹⁷María José Tapia, “Director General de Mercado Libre: Tenemos el desafío de seguir superando la experiencia aún sin locales físicos”, El Mercurio, página B10, domingo 17 de marzo, 2024.

Figura 3: Porcentaje de consumidores que compran por internet y que visitan centros comerciales



El caso de Mercado Libre es interesante, ya que logró entrar al mercado de las plataformas de comercio electrónico y posicionarse como uno de los líderes en el comercio electrónico en el país. En los dichos de su Director General, los ingresos por transacciones en su plataforma superarían las de Falabella.com, el canal digital del Grupo Falabella, y representarían cerca del 50% del comercio electrónico en Chile.¹⁸ Lo anterior confirma que la variedad de fuentes de competencia con que cuentan los negocios de retail es amplia, un claro indicador de intensidad competitiva en este mercado.

La constatación de que no todas las industrias en Chile son concentradas, particularmente la bancaria, debería levantar una alerta respecto a las propuestas estructurales que hace CONADECUS. No es correcto hacer diagnósticos o afirmaciones generales sobre el grado de concentración en la economía chilena. Lo racional, entonces, es analizar posibles conductas anti-competitivas caso a caso y luego de alguna denuncia o investigación, como se hace actualmente bajo la institucionalidad vigente de libre competencia en el país. Más abajo se vuelve sobre este tema.

¹⁸María José Tapia, “Director General de Mercado Libre: Tenemos el desafío de seguir superando la experiencia aún sin locales físicos”, El Mercurio, página B10, domingo 17 de marzo, 2024.

2.2. Apertura comercial e industrias reguladas

Relacionado con lo anterior, Chile tiene 33 acuerdos de libre comercio que abarcan el 88 % del PIB mundial¹⁹, lo que implica que la concentración doméstica no es muy relevante para muchas industrias. Esto es particularmente evidente para sectores netamente transables como el minero, pesquero y forestal, donde los precios finales son determinados en el mercado internacional.

Algo análogo ocurre en industrias de servicios públicos (distribución eléctrica y agua) donde las tarifas son reguladas y no existe la posibilidad de discriminar o no vender a clientes regulados. Lo mismo se puede decir de las concesiones portuarias, que son licitadas, y donde el contrato establece precios máximos por los servicios, u otras industrias donde los precios se fijan mediante licitación (e.g. suministro de energía eléctrica).

Muchas empresas asociadas a conglomerados están precisamente en estos sectores, siendo entonces irrelevantes para la discusión que levanta la Solicitud.

2.3. Concentración y desempeño

Por último, también es importante destacar que incluso en industrias concentradas, no existe una relación inequívoca entre concentración y desempeño del mercado. Una alta concentración, o un aumento en la concentración, no implica que los consumidores sufran precios más altos.

Lo anterior es reconocido por la Fiscalía Nacional Económica (FNE). Cuando esta institución calcula índices de concentración, solo lo hace como un filtro inicial de un caso (fusiones, por ejemplo) y para evaluar potenciales riesgos que justifiquen un análisis más profundo sobre el mercado en cuestión, pero no como un indicador del desempeño del mercado. Para determinar esto último es necesario analizar la estructura de la industria, su dinámica competitiva, las características de innovación tecnológica y barreras de entrada, entre otras cosas.

¹⁹<https://www.subrei.gob.cl>.

Un ejemplo de los errores que se pueden cometer al confundir alta concentración con mal desempeño en un mercado es lo que se conoce como la Crítica de Demsetz (Demsetz, 1973). Supongamos una industria donde las firmas más innovadoras y con costos más bajos pueden fijar precios menores a sus competidores. Estas empresas crecerán a costa de las empresas menos eficientes. La consecuencia sería un aumento en los índices de concentración, pero lejos de reflejar un riesgo de precios más altos, este escenario está asociado a precios más bajos para los consumidores. La causalidad en este ejemplo es al revés, la mayor concentración es el resultado de los precios más bajos que pueden cobrar las empresas más eficientes y no, como planteaba el paradigma de Estructura-Conducta-Desempeño (que parece permear la Solicitud), que la concentración determina los precios.

Más aún, CONADECUS no presenta ninguna evidencia para afirmar que Chile es un “...país carísimo en rubros claves...”. Para fundamentar dicha opinión habría que realizar estudios no exentos de dificultades, ya que, por diversos motivos, comparar precios entre países es complejo.²⁰

Zingales (2023) hace una comparación de precios de productos en supermercados y tiendas del retail entre Chile y un promedio del resto de los países de América Latina. Para ello utiliza datos de la aplicación Numbeo, que reúne información en base a fuentes oficiales y también de individuos (*crowd sourcing*). Sin embargo, hay varios problemas con estos datos. Primero, no se conoce la representatividad estadística de las fuentes de información de cada país, ni tampoco si la ponderación de los precios entre ciudades permite una inferencia correcta de los precios a nivel nacional. Segundo, la comparación es solo entre países de América Latina.

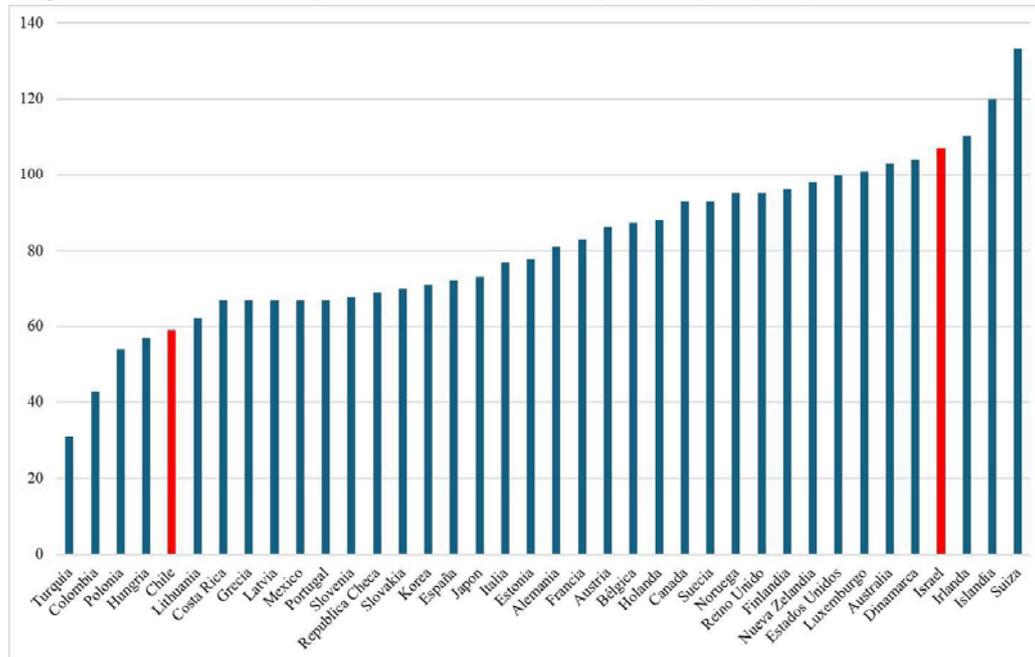
A pesar de lo anterior, Zingales (2023) concluye que los precios del retail en Chile son un 13 % menor que en el resto de América Latina. En el caso de los supermercados, concluye que son un 10 % más altos en Chile, pero no descarta que esto se pueda explicar por diferencias en los costos de distribución.

²⁰Un ejemplo de este tipo de estudios es Álvarez y González (2020), quienes comparan precios de medicamentos entre siete países de América Latina. Concluyen que para genéricos, Chile y Perú tienen los precios más bajos del grupo, mientras que en el agregado los precios en Chile son menores que en Colombia o Brasil, países con economías más grandes que la nuestra.

La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD) provee una comparación más amplia del nivel de precios entre países. Utiliza la razón entre el tipo de cambio PPP (Paridad de Poder de Compra) y el tipo de cambio de mercado. El tipo de cambio PPP mide el costo en moneda nacional que se requiere para comprar una canasta predefinida de bienes y servicios. Al dividir esta canasta por el tipo de cambio de mercado (generalmente del USD), se está midiendo cuántos dólares se requiere en cada país para comprar dicha canasta. Mientras más bajo este número, menor se puede considerar el nivel de precios en la economía.

La Figura 4 muestra este índice para diciembre 2023. Se puede ver que Chile tiene uno de los índices de precios más bajos entre los países de la OECD. En nuestro país, el precio de la canasta PPP es un 40 % más bajo que en Estados Unidos. También relevante es el caso de Israel, que tiene un nivel de precios entre los más altos de los países de la OECD.²¹ Por lo tanto, no hay evidencia de que Chile sea particularmente caro en relación a otros países. La información presentada también sirve para resaltar lo inadecuado que puede ser usar a Israel como un referente para proponer normas y políticas públicas en Chile, algo sobre lo cual volveremos hacia el final de este documento.

²¹Israel es el país más caro del grupo si se usa el índice del año 2022. Ver <https://data.oecd.org/price/price-level-indices.htm>.

Figura 4: Índice Comparativo del nivel de precios por país, diciembre 2023

Fuente: OECD (2024).

En definitiva, muchas de las aseveraciones que hace CONADECUS en su Solicitud son conceptualmente cuestionables o carecen de sustento empírico. No es cierto que la concentración sea alta en Chile en todas las industrias claves, particularmente la financiera. Por otro lado, determinar las consecuencias competitivas en aquellas industrias que sí son concentradas requiere un análisis más profundo de lo que se presenta en la Solicitud. Con estos antecedentes, no es aconsejable adoptar normas o regulaciones estructurales generales como propone CONADECUS.

3. Riesgos de conglomerados que controlan bancos y empresas del sector real

La Solicitud se refiere a un conjunto de argumentos sobre los riesgos que se generan cuando un conglomerado controla empresas que operan en el sector real de la economía (no financieras) y un banco (en adelante conglomerado real y financiero). Estos riesgos surgen, según CONADECUS, de beneficios

financieros que tendrían estos conglomerados producto de las garantías estatales, o de los accionistas minoritarios de las empresas que conforman el grupo; o, del Cruce de Directorios Familiares.²²

Respecto de lo anterior, para realizar un análisis de la verosimilitud de la ocurrencia de estos riesgos y de su capacidad para afectar la competencia, además de revisar las características estructurales del mercado de colocaciones bancarias presentado en la sección anterior, se debe tener en consideración que Chile –post crisis del ‘82– cuenta con una institucionalidad del sector financiero sólida, lo cual ha sido reconocido por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).²³ Ésta institucionalidad aborda los principales riesgos que señala CONADECUS/Zingales, que son los propios de cualquier actividad financiera, pero que en Chile en su mayoría están mitigados por la regulación prudencial del sector financiero y por el diseño institucional de defensa de la competencia.

Sin embargo, aunque el resultado del análisis del impacto en la competencia de los riesgos planteados por CONADECUS sea inexistente, la experiencia regulatoria indica que es recomendable mantener una visión prospectiva con el propósito de realizar perfeccionamientos del marco regulatorio sectorial que permitan una mayor eficiencia y efectividad para enfrentar tempranamente potenciales fuentes de riesgo y vulnerabilidad. Tal como señala Marcel (2019) “La prevención de episodios de tensión es una tarea que requiere de constante

²²Zingales (2023) señala que el Cruce de Directorios Familiares corresponde a la posibilidad de propiedad común que podría reducir, si no eliminar, los incentivos de las empresas rivales para competir. En esta línea argumental, este autor agrega que “Si un miembro de la familia A sirve en el consejo de una empresa del conglomerado B y un miembro de la familia B sirve en el consejo de una empresa afiliada del conglomerado A, podríamos tener una situación de hecho interconectada, aunque no de derecho”. De acuerdo al propio análisis que realiza Zingales (2023) sobre este riesgo, y con un alcance más general, es claro que se refiere a la superposición de directores o ejecutivos en empresas competidoras, que se encuentra regulado en el D.L. 211, en el artículo 3, letra d).

²³El FMI en conjunto con el BM, en el año 2021, realizó la “Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero” (Financial System Stability Assessment, FSSA) de Chile, concluyendo que éste cuenta con un sistema financiero profundo, con marcos regulatorios y de supervisión sólidos, y bancos suficientemente capitalizados. Fuentes (i) <https://www.bcentral.cl/en/web/banco-central/content/-/details/fondo-monetario-internacional-publico-informe-con-evaluacion-de-la-estabilidad-del-sistema-financiero-chileno>; (ii) <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/12/09/Chile-Financial-Systems-Stability-Assessment-510866>.

monitoreo y detección temprana de potenciales fuentes de riesgo y vulnerabilidades”. En esta línea argumental, Marcel y Berstein (2019) señalan que sería necesario avanzar en la regulación de conglomerados financieros y en una agenda que va más allá del sector bancario. En este sentido, la CMF ya cuenta con una propuesta de perfeccionamiento normativo para regular a los conglomerados financieros, sin necesidad de establecer una normativa general como la requerida por la Solicitud.

En las siguientes subsecciones se analizan críticamente los argumentos que sustentan la Consulta presentada por CONADECUS y se contrastan con las regulaciones sectoriales que minimizan su ocurrencia. Sin embargo, de forma previa, en la próxima sección se revisan los datos de los principales conglomerados que operan en Chile para dimensionar cuántos de ellos controlan bancos y empresas del sector real.

3.1. Conglomerados de bancos y empresas del sector real

En esta sección se revisan cuáles son los principales grupos económicos que operan en Chile y si ellos tienen control simultáneo de algún banco junto con empresas que operan en el sector no financiero.

Para este análisis se utilizó un listado de los 31 grupos económicos que tienen la mayor riqueza en Chile, el cual fue elaborado por la Universidad Del Desarrollo (UDD) y que también fue utilizado en Zingales (2023).²⁴

En la primera columna del Cuadro 4 se muestra a los 31 grupos empresariales de mayor riqueza que operan en Chile. En la columna siguiente, se identifican los grupos empresariales que tienen control accionario de un banco.

²⁴Se utilizó el estudio titulado “Ranking de Riqueza de Grupos Económicos”, RGE 2019, publicado por el Centro de Estudios de Economía y Negocios, Universidad Del Desarrollo, 20 enero de 2021. Este estudio construye un ranking de los principales grupos empresariales chilenos, clasificados de mayor a menor de acuerdo a tres medidas: patrimonio bursátil, ingresos y activos consolidados. Los datos informados en el ranking corresponden al año 2019.

Cuadro 4: Principales Grupos Económicos en Chile y control accionario o de gestión en un banco, marzo 2024

N°	Grupo Económico	Control de un Banco
1	Luksic	Si
2	Matte	Si
3	Angelini	No
4	Yarur	Si
5	Sigdo Koppers	No
6	Cámara Chilena De La Construcción	Si
7	Security	Si
8	Said	No
9	Navarro	No
10	Claro	No
11	CGE	No
12	Paulmann	No
13	Solari	Si
14	Bofill	No
15	Calderón	Si
16	Saieh	No
17	Cueto	No
18	Lecaros Menéndez	No
19	Hurtado Vicuña	Si
20	Vicuña	No
21	Guilisasti - Larraín	No
22	Salfacorp	No
23	Multiexport Foods	No
24	Penta	No
25	Ponce Lerou	No
26	Urenda	No
27	Gras Díaz	No
28	Fernandez León	Si
29	Briones	No
30	Bezanilla	No
31	Swett	No

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Universidad Del Desarrollo (UDD) y CMF. *Nota:* La referencia a “Solari” en el numeral 13 debe entenderse hecha al grupo Falabella.

Pues bien, como primera observación se debe destacar que sólo 9 de los 31 grupos empresariales tienen control de un banco dentro de sus empresas y estos se reducen a 6 después de realizar dos precisiones que se explican a continuación.

Un primer ajuste considera que los grupos Hurtado Vicuña y Fernández León deben ser considerados como un solo conglomerado ya que generalmente son tratados de esa manera al compartir la propiedad accionaria que controla las empresas del grupo Consorcio. Lo anterior implica que son 8 los conglomerados que controlan un banco de un total de 30.

El segundo ajuste considera que el Banco Falabella y Banco Ripley,²⁵ únicamente realizan operaciones de colocación crediticia en el mercado de personas, y la hipótesis de daño a la competencia de la Solicitud se funda en una discriminación en el mercado de colocaciones a empresas.²⁶

Por consiguiente, sólo 6 de 30 conglomerados controlan simultáneamente un banco –que opere en el mercado de colocaciones comerciales– y empresas del sector real de la economía.

Por otro lado, si se cruzan los datos del Cuadro 2 con el Cuadro 4 anterior, se observa que sólo dos de los seis bancos más grandes pertenecen a un conglomerado.²⁷ En el caso de los otros cuatro bancos, estos carecerían de incentivos para provocar los riesgos reclamados en la consulta porque sus grupos no cuentan con empresas que operen en sectores distintos del financiero, o sus dueños son el Estado o inversionistas extranjeros.²⁸ Estos bancos representan el 50 % de las colocaciones del mercado y son una alternativa competitiva real de financiamiento.

En conclusión, de los 30 conglomerados más grandes de Chile sólo 6 con-

²⁵El primero controlado por el Grupo Falabella y el segundo de propiedad del Grupo Calderón.

²⁶El Banco Falabella está realizando operaciones de crédito a PYMES que venden productos en su plataforma de comercio electrónico. Pero no se puede considerar como un actor del mercado de colocaciones bancarias a empresas dado que opera en un nicho muy reducido.

²⁷El Banco de Chile y el Banco de Crédito e Inversiones.

²⁸Bancos: Estado, Santander, Scotiabank e Itaú-Corpbanca.

trolan bancos y empresas que operan en sectores no financieros. Este resultado en conjunto con la ausencia de una empresa dominante y la baja concentración que presenta el mercado de colocaciones, nuevamente sugiere que el diagnóstico contenido en la consulta de CONADECUS es incorrecto.

A pesar de lo anterior, por completitud, en las siguientes secciones se analizan los posibles riesgos para la competencia, declarados por la Solicitante, generados por conglomerados que controlan simultáneamente un banco y empresas del sector real.

3.2. Garantías estatales

Un primer riesgo planteado por Zingales (2023) es que los conglomerados “pueden explotar de manera efectiva la garantía implícita del gobierno en los depósitos bancarios”. Dado lo anterior, los bancos pueden prestar “demasiado” a sus filiales y a una tasa más baja que la de mercado.

Ligado a lo anterior, Zingales (2023) expone que existe una garantía implícita del Estado que disfrutan las empresas que son consideradas demasiado grandes para dejar que quiebren (*too-big-to-fail*), ya sea por su tamaño como por la interacción transversal que puedan tener con distintos sectores de la economía. Los bancos serían un ejemplo de empresas que están conectadas con diversos sectores y, donde los más importantes serían “demasiado grandes para dejarlos caer”.

A lo anterior, agrega que la crisis financiera del ‘81-‘82, cuando la mayoría de los bancos afiliados a un conglomerado quebraron y fueron intervenidos por el Estado, sería ejemplo de lo anterior, y que existe la sospecha de que esta misma garantía podría ser extendida a los conglomerados grandes que no tienen propiedad de un banco.

Posteriormente, Zingales (2023) realiza un ejercicio empírico para detectar el riesgo de posible discriminación en el otorgamiento de créditos a empresas dentro y fuera de un conglomerado.²⁹ Para lo anterior, analiza dos variables:

²⁹El ejercicio empírico utiliza los datos de la Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE) 2019, realizada por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) cada dos años. Dado que

las tasas de interés y la disponibilidad en el crédito³⁰ controlando las características de la empresa que solicita el crédito sólo por tamaño, única variable que se puede asociar al riesgo de un préstamo.

De acuerdo al autor, los resultados de esta prueba indican que de acuerdo a las tasas de interés, no hay evidencia que permita señalar que las empresas afiliadas a un conglomerado pagan menos intereses por sus préstamos.³¹ Un segundo resultado, respecto del número de bancos que es necesario consultar para obtener un crédito, no hay resultados concluyentes. Y, tercero, respecto de la tasa de rechazo al solicitar un crédito, los resultados indican que las empresas afiliadas a un conglomerado tienen una tasa de rechazo muy baja (menor a 2%) y siempre menor a la tasa de las empresas que no están afiliadas a un conglomerado. De estos resultados, concluye que si bien la regulación parece evitar que los grupos se beneficien a sí mismos a través de tasas de interés más bajas, parece ineficaz para prevenir el favoritismo en términos de acceso al crédito. Finalmente, señala que los bancos serían reacios a prestar a empresas entrantes en especial si son competidores de las filiales.³²

Un primer comentario a los riesgos antes planteados, es que la evidencia empírica presentada por el propio Zingales (2023) indica que no hay discriminación en las tasas de interés de los créditos otorgados a empresas. Para entender lo anterior, se debe recordar que después de la crisis bancaria de 1982, en Chile se fortalecieron las regulaciones financieras para minimizar o evitar el riesgo crediticio y sistémico que surge producto del otorgamiento de préstamos bancarios. Este fortalecimiento de la regulación incluyó restricciones para el otorgamiento de préstamos a empresas relacionadas a la propiedad o gestión de un banco, las cuales se pueden resumir en dos nor-

esta encuesta carece de información sobre las características de los créditos, el autor sólo puede controlar por diferencias económicamente justificables entre las tasas de interés observadas utilizando el tamaño de la empresa como una variable *proxy* de las características del solicitante del crédito y su riesgo.

³⁰Primero mide la disponibilidad como las diferencias en el número de bancos que una empresa necesita consultar antes de acceder al crédito y luego modifica esta variable por la cantidad de rechazos que recibe una empresa antes de obtener un crédito.

³¹Zingales (2023), 6.2 Beneficios financieros, página 88. “*Figure IX.1 suggests that there is no evidence firms affiliated with a conglomerate are paying less for their loans*”.

³²Para esta última afirmación no presenta ninguna prueba empírica que muestre una tasa de rechazo mayor por parte de los bancos pertenecientes a un conglomerado y/o que la tasa de rechazo es mayor para empresas que son competidoras de las filiales de un banco.

mas. La primera prohibió la discriminación en el otorgamiento de créditos a empresas filiales al señalar que éstos no podían realizarse “en términos más favorables en cuanto a plazos, tasas de interés o garantías, que los concedidos a terceros en operaciones similares”.³³ La segunda limitó el otorgamiento de créditos a empresas relacionadas, los que no pueden superar el 30 % del patrimonio efectivo del banco.³⁴

Para reforzar el cumplimiento de esta normativa, la regulación sectorial entrega el rol fiscalizador a la CMF, junto con facultades para solicitar información, investigar y sancionar los incumplimientos con multas equivalentes al 20 % del monto del crédito concedido.³⁵ Luego, la regulación cuenta con herramientas e incentivos para perseguir, sancionar y disuadir los riesgos planteados por la Solicitante.

Un segundo comentario respecto de los resultados del estudio empírico de Zingales (2023) se refiere a los datos que utiliza, ya que carecen de información suficiente y desagregada para realizar una comparación precisa. Estos resultados se pueden contrastar con los obtenidos por la CMF en sus fiscalizaciones, en donde esa autoridad puede acceder a toda la información necesaria para realizar una adecuada comparación de las condiciones crediticias otorgadas por los bancos y conseguir resultados técnicamente robustos. Entonces, dado que la CMF no reportó la existencia de discriminación o infracción a la normativa antes señalada, en nuestra opinión no hay evidencia suficiente que permita afirmar que los bancos en conglomerado discriminan a las empresas competidoras de sus filiales.

Un tercer comentario es que los resultados de Zingales (2023) carecen de un estudio más detallado sobre las posibles causas de las diferentes tasas de rechazo, su magnitud y efectos, todo lo cual es necesario para identificar origen, causalidad, recurrencia, razones de eficiencias, y/o riesgos asociados a estos rechazos.³⁶ Adicionalmente, se debe tener en cuenta que si el riesgo de

³³Ley General de Bancos, Limitaciones de Créditos, Artículo 84, 2).

³⁴Ídem a la anterior.

³⁵Ley General de Bancos, Limitaciones de Créditos, Artículo 84, 2), último inciso señala que “Toda infracción a lo dispuesto en este número será sancionada con una multa del 20 % del crédito concedido”.

³⁶Un ejemplo que sugiere que es necesario profundizar en el análisis de la tasa de rechazo respecto de lo reportado en el estudio, es la omisión de un análisis causal entre tamaño y

disponibilidad de crédito es una herramienta que utilizan los conglomerados para beneficiar a empresas filiales, éste puede ser perseguido utilizando las normas vigentes en el sector y no se requieren los remedios solicitados en la Consulta.³⁷

En resumen, la normativa que regula el sector financiero prohíbe de manera eficaz la discriminación en el otorgamiento de créditos a empresas, con multas claras por su incumplimiento. El ejercicio empírico realizado por Zingales (2023) utiliza información agregada la cual no permite asegurar que los resultados sean robustos. A lo anterior, se debe agregar que la CMF no reporta infracciones recurrentes por esta conducta, después de acceder a toda la información necesaria para realizar una evaluación precisa. La evidencia sugiere que la regulación minimiza la discriminación en el otorgamiento de créditos bancarios. El riesgo reportado por Zingales (2023) sobre la disponibilidad de crédito, es un atributo que puede ser incorporado en el proceso de evaluación del cumplimiento de la normativa, manteniendo el esquema de fiscalización priorizado por riesgo que realiza la CMF, sin necesidad de cambiar la regulación vigente.

Finalmente, como se ha señalado más arriba en este informe, las empresas no afiliadas tienen varias opciones para obtener financiamiento bancario de los bancos que no pertenecen a un conglomerado. Hay al menos 4 bancos grandes, y otros más pequeños, que no pertenecen a un grupo económico y que no tendrían ningún incentivo para discriminar a las empresas no afiliadas a un conglomerado. Por ende, el riesgo que señala CONADECUS/Zingales no parece ser relevante.³⁸

tasa de rechazo. Las tasas de rechazo parecieran estar motivadas en parte por el tamaño de la empresa y no únicamente por pertenecer a un conglomerado. En efecto, si se compara las tasas de rechazo para empresas grandes no afiliadas, estas son menores a 1,2% y para empresas medianas se ubican entre un 1,7% y 3,3%. Estas tasas son significativamente menores a las tasas de empresas pequeñas 1 (entre 4,1% y 9,2%), pequeñas 2 (entre 9,1% y 22,1%) y micro (entre 13,3% y 21%). Los datos sugieren entonces que las empresas pequeñas o micro, no afiliadas, tienen una tasa de rechazo mucho mayor a las empresas no afiliadas medianas o grandes.

³⁷ Asimismo, en caso que la disponibilidad de crédito sea un atributo importante para evaluar las condiciones en que se otorgan los créditos, la CMF puede incorporar dicha variable en sus fiscalizaciones y perseguir su incumplimiento. Eso es suficiente para mitigar el riesgo señalado.

³⁸ Por los mismos motivos, hay otro posible riesgo competitivo que también se puede

3.3. Accionistas minoritarios

Un segundo riesgo señalado tanto por Cheng (2017) como Zingales (2023) es la posibilidad que el accionista mayoritario de un conglomerado desvíe activos e ingresos a las empresas de mayor nivel dentro de la estructura piramidal y mueva las pérdidas y los pasivos a las empresas de menor nivel. Esta práctica se conoce como tunelización (*Tunneling*).

Cheng (2017), citando otros autores, plantea que a pesar de ser un fenómeno ampliamente discutido en la literatura académica, la evidencia empírica sobre su existencia y gravedad está lejos de ser clara.³⁹ Además, agrega que para Hong Kong la evidencia encontrada por Cheung, et al. (2006), indica que éste no parece ser un problema grave. Esto sería coherente con la constatación de estudios que indican que las primas de control en Hong Kong son bajas (Nenova, 2003) lo que sugiere que existe una adecuada protección para los inversionistas minoritarios.

Zingales (2023) sostiene que este efecto no puede ser descartado para Chile porque las primas pagadas por bloques de control accionario son altas, alcanzando un 15 %. Para este ejemplo cita el estudio de Dyck y Zingales (2004) que utiliza datos de finales de los '90 y afirma que aunque éstos resultados pueden no representar la realidad actual, sin embargo no tiene otra evidencia para descartar este fenómeno.

En contraste, Buchuk, et al (2014) con datos para Chile entre 1990 y 2009, plantean que sus resultados no son consistentes con la hipótesis de *tunneling*, y afirman que “no hay pruebas sólidas de que los accionistas minoritarios salgan perdiendo con los préstamos intragrupo, como predice el *tunneling*”. Estos autores atribuyen lo anterior a la estricta regulación y supervisión fi-

descartar, y que está relacionado con la información comercialmente sensible a la que puede acceder un banco de su cliente. Si el banco es parte de un grupo que tiene una filial que compite con el cliente, podría traspasar esta información mejorando la posición estratégica de la filial. Sin embargo, las firmas tienen acceso a financiamiento bancario de múltiples instituciones que no pertenecen a un grupo, por lo que simplemente no solicitarían un crédito a un banco relacionado con un competidor si el riesgo descrito fuese relevante.

³⁹Cheng (2017) señala en la página 51 de su artículo que: “*Despite it being a widely discussed phenomenon in the academic literature, Khanna and Yafeh note that the empirical evidence on the prevalence and severity of tunneling is far from clear*”.

nanciera del mercado chileno.⁴⁰ Tal como en los otros casos, Zingales (2023) no pareciera haber considerado todos los estudios disponibles sobre esta materia.

En ausencia de evidencia que permita establecer la magnitud del efecto que el *Tunneling* tendría para formar conglomerados y/o sobre su capacidad para afectar la competencia, no es posible ponderar si los remedios solicitados son proporcionales y eficientes para resolver este eventual problema, ni tampoco determinar si el problema se agrava en los conglomerados que tienen control tanto de un banco como de empresas del sector real.

3.4. Cruce de directorios familiares

La sobreposición de directores en empresas competidoras es una preocupación estructural en la política de libre competencia. Cuando esto ocurre, bajan los incentivos a competir, favoreciendo la aparición de riesgos de coordinación.

La legislación de libre competencia regula este riesgo, prohibiendo la participación de ejecutivos o directores en empresas competidoras.⁴¹ Esta figura es conocida como prohibición de *interlocking* directo.⁴²

⁴⁰Los autores señalan “*However, there is no robust evidence of minority shareholders losing out from intra-group loans as tunneling predicts. Our evidence is consistent with the idea that strict regulation and disclosure requirements for intra-group loans, which are features of the Chilean market, reduce the risk of expropriation in pyramids*”.

⁴¹El D.L. 211, en su Artículo 3°, señala que “Se considerarán, entre otros, como hechos, actos o convenciones que impiden, restringen o entorpecen la libre competencia o que tienden a producir dichos efectos, los siguientes:” y, en la letra d), se refiere a “La participación simultánea de una persona en cargos ejecutivos relevantes o de director en dos o más empresas competidoras entre sí.” Posteriormente en esa misma letra acota la aplicación de esta prohibición “siempre que el grupo empresarial al que pertenezca cada una de las referidas empresas tenga ingresos anuales por ventas, servicios y otras actividades del giro que excedan las cien mil unidades de fomento en el último año calendario”. Finalmente, agrega una condición adicional que otorga un plazo para considerar que la infracción se materializó al establecer que “...sólo se materializará esta infracción si transcurridos noventa días corridos, contados desde el término del año calendario en que fue superado el referido umbral, se mantuviere la participación simultánea en tales cargos.”

⁴²Según señala la FNE, “el *interlocking* es un vínculo entre dos empresas competidoras, que se produce cuando éstas comparten directa o indirectamente personas en sus cargos

Es importante tener en consideración que la regulación del *interlocking* en el sistema de libre competencia chileno⁴³ es un caso fuera de lo común, porque es el único marco regulatorio, junto con la regulación de Estados Unidos, que establece una prohibición *per se* que se aplica de forma general a todos los mercados.⁴⁴ En efecto, según señala la FNE (2013), la mayoría de los sistemas de libre competencia carecen de una regulación expresa de este concepto, y las jurisdicciones que cuentan con ella, a excepción de los EE.UU., circunscriben su aplicación a sectores específicos de la economía.

Zingales (2023) analizó cuán extendido es el cruce de directores o ejecutivos en Chile en los conglomerados más grandes del país, sin encontrar una interconexión. Además, el autor menciona dos demandas por incumplimiento a esta normativa lo que muestra la capacidad de la FNE para perseguir estas infracciones. Estos requerimientos fueron presentados el año 2021, utilizando las nuevas herramientas que la normativa de libre competencia otorgó a la autoridad.

El sistema de libre competencia chileno en materia de participaciones cruzadas en directorios o gerencias, cuenta con herramientas de alta sofisticación técnica, equivalentes a las que se utilizan en las jurisdicciones con sistemas de protección a la competencia más avanzados del mundo. Estas herramientas son relativamente nuevas y la FNE ya las está utilizando.

Por lo tanto, la institucionalidad actual de libre competencia tiene herramientas que permiten mitigar los riesgos que generan las participaciones cruzadas de directores o ejecutivos de empresas competidoras. Los riesgos planteados por Zingales y CONADECUS son inexistentes tal como el mismo

ejecutivos relevantes o en su directorio. Su forma más directa se observa cuando una persona ejerce dichos cargos en dos empresas competidoras y se encuentra expresamente prohibida por el artículo 3 letra d) del D.L. 211, si es que se cumplen los umbrales de ventas establecidos en el mismo artículo. Lo anterior, sin perjuicio de que formas indirectas de *interlocking*, o casos en que no se superen dichos umbrales, puedan ser objeto de revisión respecto de sus riesgos o efectos en la libre competencia, en virtud del artículo 3 inciso 1° de la misma norma⁷.

⁴³Este sistema entró en vigencia en Chile con la Ley N°20.945 en el año 2016, que reformó el D.L. 211.

⁴⁴Estados Unidos reguló estos riesgos mediante la sección 8 de la Ley Clayton que prohíbe los *interlocking*.

autor concluye después de revisar los datos de la CMF y otras fuentes públicas.

4. Dominancia de conglomerados

El otro grupo de argumentos contenido en la Solicitud se refiere a lo que se denomina “Dominancia de Conglomerados”. La Solicitud es algo confusa en este tema, por lo que nos remitimos al artículo original de donde fueron copiados los argumentos (Cheng, 2017).⁴⁵ En lo que sigue no consideramos aquellos riesgos de dominancia de conglomerados relacionados con el mercado financiero, el acceso al crédito o la eficiencia en la asignación del capital, por haber sido abordados en la sección anterior.

4.1. Contacto multimercado

Un primer riesgo señalado por Cheng (2017) y también Zingales (2023) es que la competencia entre conglomerados en múltiples mercados puede facilitar la colusión tácita. El argumento es algo técnico pero la idea es que en un escenario donde las condiciones en mercados individuales no favorecen la colusión tácita, el competir en varios mercados simultáneamente puede facilitar dicha coordinación (Bernheim y Whinston, 1990). Otro argumento señalado por Cheng (2017) es que si dos conglomerados compiten en un mercado, pero tienen una relación de proveedor-cliente en otro mercado, entonces pueden tener menos incentivos a competir vigorosamente en el mercado principal por temor a las posibles consecuencias para sus filiales en el otro mercado.

A pesar de los argumentos teóricos sobre contacto multimercado, este fenómeno no parece ser muy relevante. Primero, el propio Cheng (2017) lo descarta señalando lo siguiente:⁴⁶

⁴⁵Toda la Sección IV de la Solicitud es una traducción literal de párrafos enteros de esta publicación. Se pueden comparar, por ejemplo, los párrafos 77 al 80 de la Solicitud con el último párrafo de la página 54 en adelante de Cheng (2017). Si bien la Solicitud copia los argumentos sobre los riesgos de los conglomerados, omite referirse a sus potenciales eficiencias que también discute Cheng (2017).

⁴⁶Cheng (2017), página 61, traducción propia de “*Despite the intuitive appeal of the above theories, the empirical evidence thus far has not provided strong support for mutual*

“A pesar de lo intuitivamente atractivo de las teorías anteriores, la evidencia empírica hasta ahora no ha entregado respaldo para la interdependencia mutua.”

Zingales (2023) va más allá al afirmar que estos argumentos serían irrelevantes para el caso de Chile. Según este autor:⁴⁷

“Si excluimos la banca y seguros, dos sectores con sinergias naturales, y retail y centros comerciales, otros dos sectores con sinergias naturales, no parece haber mucho traslape entre las industrias donde están presentes los grupos chilenos.”

Zingales (2023) arriba a esta conclusión luego de analizar los sectores en que están presentes los conglomerados chilenos según el “Ranking de Riqueza de Grupos Económicos” de la UDD del año 2019 ya mencionado más arriba.⁴⁸ Sobre esta evidencia se pueden hacer varios comentarios.

Primero, la información de la UDD identifica 23 grupos económicos. Un número suficientemente alto como para no presentar problemas competitivos si es que pueden entrar y competir en los diversos mercados.⁴⁹ Segundo, muchos de los sectores donde están presentes estos grupos son exportadores o fuertemente regulados. Como se señaló en la Sección 2.2, en estas industrias es difícil que pueda existir un riesgo de colusión tácita.

Zingales (2023) solo menciona la banca, las tiendas de mejoramiento del hogar y el retail, como sectores donde coinciden varios grupos. Sobre el primero, ya hemos señalado que la industria bancaria es muy desconcentrada en Chile y solo dos de los seis bancos más importantes pertenecen a un grupo económico, por lo que se puede descartar el riesgo de colusión tácita en este mercado. El sector de retail ya fue discutido más arriba y el propio Zingales (2023) señala que los precios de las grandes tiendas en Chile son un 13%

interdependence.”

⁴⁷Zingales (2023), página 91, traducción propia de “*If we exclude Banking and Insurance, two sectors with natural synergies, and Retail and Shopping Malls, two other sectors with natural synergies, there does not seem to be a lot of overlapping among industries present in Chilean groups.*”

⁴⁸Zingales (2019), Tabla IX.2.

⁴⁹La base de datos de Grupos Empresariales de la CMF identifica cientos de grupos, aunque no todos son lo que se define como conglomerado en este informe.

menor que en el resto de la región. Esto deja un solo sector, el de tiendas de mejoramiento del hogar, donde hay traslape. Pero esto ya no sería contacto multimercado.

En definitiva, el argumento de que los conglomerados pueden generar mayor riesgo de coordinación por el contacto multimercado no pareciera ser relevante en la práctica, particularmente para el caso de Chile.

4.2. Precios predatorios

Un segundo argumento presentado por Cheng (2017), y copiado en la Solicitud, es la mayor propensión al uso de precios predatorios por parte de empresas de un conglomerado. Esto estaría relacionado con la posibilidad de extender la reputación de ser agresivo en un mercado, a otros mercados donde opera el grupo, inhibiendo la entrada. También, un conglomerado tendría, supuestamente, las “espaldas financieras” (*Deep Pockets*) para que sus filiales puedan sobrevivir el período de predación y las pérdidas que eso implica.

Pero este argumento no es muy convincente tampoco. Primero, las normas e institucionalidad de libre competencia en Chile están suficientemente desarrolladas para investigar, perseguir y sancionar este tipo de conductas. Segundo, el argumento descansa en que no hay barreras de entrada que puedan excluir a otros grupos económicos, empresas internacionales o empresas independientes de gran tamaño.

Relacionado con el último punto anterior, Cheng (2017) señala que:⁵⁰

“...toda esta discusión sobre el poder relativo de un predador de un conglomerado versus su víctima solo aplica si la víctima no es una firma individual de tamaño significativo. Si la víctima es la

⁵⁰Cheng (2017), página 67-68, traducción propia de “...all this discussion about the relative strength of a conglomerate predator versus its target only holds true if the target is not a stand-alone firm of a substantial size. If the target was another conglomerate company, the financial advantage would depend on the relative financial strength of the two conglomerates. But the decisive financial advantage would be lost and one can no longer be as confident about the predator’s likelihood of success. Even if the target was a stand-alone firm, it need not be small. The national telephone monopolist may operate in only one industry, but it is likely to dwarf many firms in the economy. Second, the deep pocket theory of predation is premised on imperfections in the capital markets.”

firma de otro conglomerado, la ventaja financiera va a depender del poder financiero relativo de los dos conglomerados. Pero la ventaja financiera decisiva se perdería y uno ya no puede tener la misma confianza sobre la probabilidad de éxito del predador. Incluso si la víctima es una firma independiente, no es necesariamente pequeña. El monopolio nacional de telefonía puede que opere en solo un mercado, pero probablemente eclipsa a muchas firmas de la economía. Segundo, la teoría de predación por espaldas financieras descansa en la premisa de que los mercados financieros son imperfectos.”

Por lo tanto, el argumento de dominancia de conglomerado basado en el mayor riesgo de predación no tiene mucho sustento teórico. Tampoco empírico, al menos para el caso de Chile. La Solicitud no presenta evidencia alguna que pudiera sugerir que este fenómeno ocurre en la realidad o que sea un riesgo relevante en la economía chilena.

4.3. Disuasión de entrada

El tercer argumento relacionado con la dominancia de conglomerado dice relación con la posible disuasión de entrada. Esto podría ocurrir por el mismo argumento reputacional mencionado en la sección anterior, pero también por la exclusión paralela. La Solicitud no explica a qué se refiere este último término, pero de Cheng (2017) se desprende que es una extensión del argumento de contacto multimercado pero a un comportamiento exclusorio de entrantes en lugar de coordinación de precios. Por las mismas razones que se descartó el argumento de contacto multimercado más arriba, se puede descartar también este último argumento.

5. Eficiencias de los conglomerados

El riesgo de una ley general como la propuesta por CONADECUS es la potencial pérdida de eficiencias económicas asociadas a los conglomerados. Zingales (2023) reconoce que estas eficiencias pueden existir y la propia Solicitud de CONADECUS –en su párrafo 78– reconoce que el efecto de los conglomerados sobre el bienestar económico es ambiguo.

En esta sección revisamos las eficiencias de los conglomerados, tanto desde una perspectiva conceptual como empírica. Para esto, se alude a la literatura académica internacional además de presentar información del caso específico del grupo Falabella. Muchas de las publicaciones académicas sobre este tema se han realizado con datos de países desarrollados, lo que da cuenta que los conglomerados son un fenómeno frecuente en esas economías. Esto en sí sugiere que existen importantes economías y eficiencias que explican la existencia de conglomerados.

5.1. Economías de escala

Zingales (2023) menciona que una de las posibles justificaciones de eficiencia para la existencia de conglomerados son las economías de escala. Pero sostiene que hay que identificar estas economías para que el argumento sea válido. En esta subsección y la próxima, identificamos las economías (de escala y ámbito) que son propias de un conglomerado, usando el caso de Falabella como ejemplo.

Hay una serie de economías que un conglomerado puede explotar que sus empresas constituyentes individuales no podrían hacer. Por ejemplo, la compra centralizada de insumos y servicios que son utilizados por todas las empresas del grupo. Las condiciones de precio/calidad que se pueden obtener son mucho más ventajosas cuando se negocia como grupo que cuando cada empresa negocia individualmente.

Casos concretos incluyen la compra de computadores, software, servicios en la nube (*cloud services*), herramientas de gestión (e.g. SAP), entre otros. Un conglomerado como Falabella, que además tiene presencia internacional, puede negociar más eficazmente con grandes corporaciones como Google o Microsoft, por dar dos ejemplos, que sus filiales en forma independiente. En cierta forma, un conglomerado tiene *countervailing power* con los grandes proveedores de bienes y servicios internacionales. A nivel doméstico también se logran economías de escala en la compra de bienes como papeles, artículos de oficina, artículos de limpieza, entre otros, y servicios como los de seguridad.

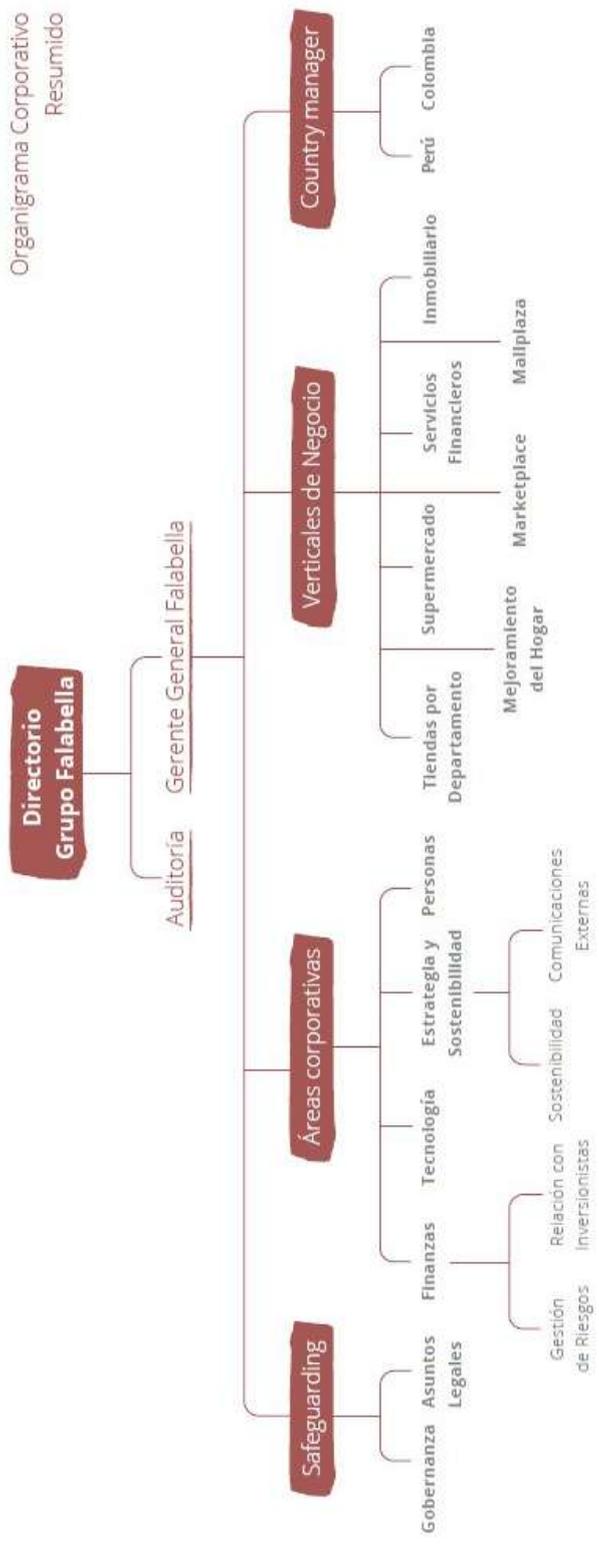
En el caso del grupo Falabella, esto se materializa mediante las compras centralizadas en una Gerencia de Compras. La Figura 5 muestra el organigrama corporativo de Falabella S.A. Bajo el Gerente General hay cuatro

grandes grupos de gerencias, entre las cuales está la Gerencia de Finanzas en el grupo de Áreas Corporativas. Dentro de la Gerencia de Finanzas está radicada la Gerencia de Administración y Servicios que incluye un Gerente de Compras encargado, entre otras cosas, de las compras centralizadas para todas las Áreas y Gerencias de la compañía, incluyendo las gerencias verticales de negocios (ver Figura 6).

En el año 2023, las compras centralizadas de bienes y servicios alcanzó un monto de US\$ [REDACTED] y se estima que el ahorro –en comparación a lo que cada filial lograría en forma independiente– fue de US\$ [REDACTED] lo que representa un [REDACTED]% de estas compras (ver Cuadro 5).⁵¹ Estos ahorros fueron calculados por Falabella S.A. tomando, para los gastos recurrentes, la diferencia entre los precios anteriores a la compra centralizada (reajustados) y los precios adjudicados con la compra centralizada, multiplicado por el volumen anual proyectado de cada ítem. Para los gastos no recurrentes o nuevos, se calculó la diferencia entre la mejor oferta técnicamente aprobada y homologable de la primera ronda de negociación, con la oferta adjudicada de la última ronda. El Cuadro A.1 del Apéndice presenta mayores detalles de estas partidas para el año 2023.

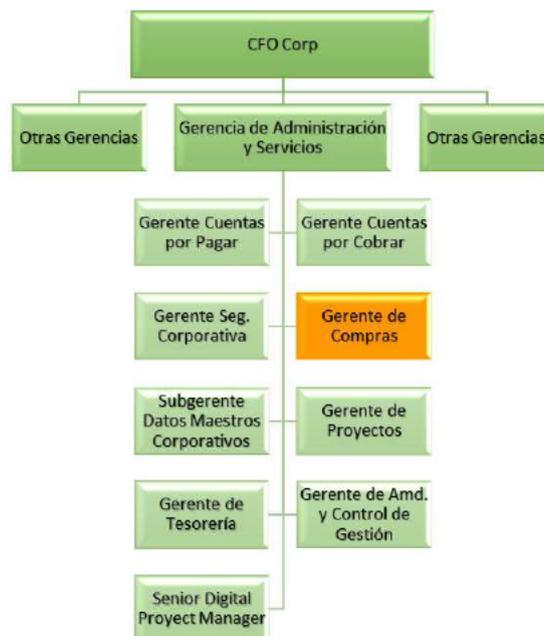
⁵¹Estas compras incluyen a todos los países donde opera el grupo.

Figura 5: Organigrama Corporativo Falabella S.A.



Fuente: Falabella S.A., Memoria Anual 2023, página 26.

Figura 6: Organigrama Gerencia de Administración y Servicios dentro de la Gerencia de Finanzas de Falabella S.A.



Fuente: Falabella S.A.

Cuadro 5: Compras centralizadas a nivel corporativo, Falabella S.A. (USD)

Año	Compras totales (USD)	Ahorros (USD)	% de ahorro (%)
2021	\$	\$	%
2022	\$	\$	%
2023	\$	\$	%
Total	\$	\$	%

Fuente: Falabella S.A., incluye compras en todos los países donde opera el grupo.

5.2. Economías de ámbito

Relacionado con el punto anterior, un conglomerado también puede explotar economías de ámbito. Por ejemplo, centralizando ciertas actividades

administrativas y legales que son utilizadas por todas las filiales del grupo, lo que permite eliminar duplicaciones de costos y mejorar la eficiencia en las actividades de coordinación y contratación.

Tomando nuevamente el ejemplo del grupo Falabella, de las Figuras 5 y 6 se puede ver que todas las líneas de negocios comparten los servicios de la Contraloría del holding, Gerencia de Asuntos Legal, Gerencia de Finanzas, Gerencia de Tecnología, Gerencia de Estrategia y Sostenibilidad y Gerencia de Personas. Esta estructura permite evitar duplicar las actividades de contabilidad y finanzas, manejo de cuentas por cobrar y cuentas por pagar, tesorería, asuntos legales, y otras tareas administrativas, reduciendo los costos para las filiales.

También permite el desarrollo interno de ciertos servicios que podrían no ser eficientes de desarrollar por una filial en forma independiente o que costarían más si se externalizan. En el caso de Falabella S.A. un ejemplo es el desarrollo de sistemas y *software* de ciberseguridad que luego utilizan todas las filiales y áreas del grupo.⁵²

También se estandarizan y centralizan las actividades de investigación de mercado, las políticas de *compliance* (existe un solo sistema a nivel del grupo), y el canal de integridad (que administra los casos de índole ético). Por ejemplo, la Gerencia de Gobernanza, Ética y Cumplimiento de Falabella coordina y apoya a las distintas unidades de negocios en el desarrollo y cumplimiento de las normativa interna corporativa (Cumplimiento y Ética), el levantamiento de riesgos y confección de matrices de riesgo, la gestión centralizada de declaraciones de intereses, control de *interlocking* y partes relacionadas, declaraciones de reuniones con funcionarios públicos, regalos e invitaciones, reuniones en asociaciones gremiales, entre otras funciones.

Otro tipo de sinergia que se podría clasificar como una economía de ámbito es el traspaso del desarrollo de marca entre las distintas filiales de un grupo. Banco Falabella o Seguros Falabella, por ejemplo, aprovechan el valor de la marca “Falabella” en sus respectivas actividades. Algo análogo ocurre con el

⁵²El desarrollo de software y soluciones tecnológicas para todas las unidades del grupo Falabella se encuentra centralizado en la unidad denominada Falabella Tecnología Corporativa SpA.

programa de lealtad a nivel de grupo y la captación de clientes (por ejemplo, el programa “CMR Puntos” en el caso de Falabella).

El conocimiento centralizado de los clientes le permite a un conglomerado como Falabella –que cuenta con un banco de personas y una tarjeta bancaria– ofrecer al cliente servicios financieros en todas las filiales del grupo. Esto reduce costos al evitar que cada filial tenga que evaluar por separado la capacidad crediticia de los clientes.

El tema de las tarjetas como CMR es un ejemplo del cruce de productos entre distintas filiales de un grupo y que generan un beneficio directo a los consumidores al poder usar la misma tarjeta en todas las filiales asociadas al conglomerado. Esto reduce los costos de transacción a los consumidores al no tener que solicitar un crédito por separado en cada entidad, además de aumentar su acceso al crédito.

En un reciente trabajo, Chen y Rey (2023) concluyen que los consumidores que compran paquetes de productos se ven beneficiados por una fusión de conglomerado. Además, si el conglomerado sigue vendiendo cada uno de los bienes o servicios en forma separada, entonces aumenta el excedente total del consumidor. Esto se asemeja a los beneficios que obtienen los consumidores por el uso de una misma tarjeta en todas las filiales de un conglomerado como Falabella, o de los CMR puntos que funcionan en todos los comercios del grupo.

5.3. Financiamiento más barato

Otro tipo de economía de escala se da en el levantamiento de recursos financieros. Una empresa como Falabella puede emitir bonos en Chile o Estados Unidos, que sus filiales en forma independiente posiblemente no podrían hacer. Se estima se requiere un bono de al menos 1.000.000 de Unidades de Fomento (UF) para participar en el mercado de bonos doméstico. En el caso del mercado internacional, los bonos deben ser de al menos 300 millones de dólares para obtener suficiente interés de potenciales comparadores.

El acceso a estos mercados permite obtener financiamiento a una tasa más baja que las alternativas (bancarias, capitalización en el mercado accionario, etc.). Las mejores condiciones financieras no provienen solamente de la escala

de la empresa controladora (Falabella S.A.) sino por la propia diversificación de portafolio que implica el conglomerado.⁵³ Estas condiciones más favorables son luego traspasadas a las filiales mediante créditos inter-empresa, reduciendo el costo de financiamiento de todas las empresas del grupo.⁵⁴ Además, se reducen los gastos en comisiones y otros costos de transacción.

En el caso de Falabella, el último bono emitido fue en el año 2021 por US\$ 650 millones a una tasa de 3,375 %, equivalente a una tasa de 6,706 % en pesos.⁵⁵ Con esos fondos la matriz del grupo ha otorgado varios préstamos a las filiales (préstamos *intercompany*). Estos préstamos se hacen a una tasa equivalente a la de mercado para cada filial, por lo que es posible calcular los ahorros usando la diferencia de tasas entre el bono y los préstamos *intercompany*.⁵⁶ En el cuadro B.1 del Apéndice se presenta dicho cálculo para los préstamos a las filiales chilenas (se excluyen los préstamos a filiales en el extranjero). Los resultados indican que en menos de tres años Falabella y sus filiales han ahorrado más de MM\$ [REDACTED] en gastos financieros, equivalente a más de USD [REDACTED] al año.

El argumento anterior es una eficiencia relacionada exclusivamente con la escala y diversificación de un conglomerado, que permite a todas las filiales de un grupo acceder a un financiamiento externo más barato, además de ahorrar en costos de transacción. Pero existe otro argumento para sostener que las firmas de un conglomerado pueden acceder a financiamiento más barato. Este argumento tiene que ver con el acceso a un fondo de capital común construido con los flujos de caja de las diversas filiales y se denomina en la literatura como un “mercado de capital interno”.

Cuando un banco o el mercado financiero en general (incluyendo el accionario) tiene información asimétrica respecto a la calidad de un proyecto a financiar o la capacidad de una firma para repagar su deuda, entonces puede que a una empresa no le convenga financiar un proyecto rentable con

⁵³Diversificación que posiblemente no puedan hacer los inversionistas externos.

⁵⁴Se debe remarcar que Banco Falabella es un banco de personas y por ende no tiene colocaciones en las empresas del grupo. Salvo algunas Pymes relacionadas a su canal de venta digital, Banco Falabella no otorga créditos a empresas.

⁵⁵La fecha de inicio del bono fue el 15 de octubre 2021 y vence el 15 de enero 2032.

⁵⁶Según las memorias anuales de Falabella, estos créditos se contabilizan a su “valor razonable” que equivale al valor de mercado.

financiamiento externo (Myers and Majluf, 1984) o simplemente hay un racionamiento del crédito (Stiglitz y Weiss, 1981). En ambos casos, el resultado es que el crédito interno será más barato para una firma que el crédito obtenido en el mercado financiero.⁵⁷ Un conglomerado entonces puede disminuir el costo de financiamiento de sus filiales juntando el flujo de caja de todas sus empresas.

Si bien este argumento es bien conocido, Zingales (2023) lo descuenta sugiriendo que presupone un mercado financiero subdesarrollado e ineficiente, sin presentar evidencia o elaborar más su argumento. Pero lo cierto es que el fenómeno de asimetría de información sigue estando presente en mercados financieros altamente desarrollados. Esto se evidencia por la abundante literatura académica que usa datos de países desarrollados y que indica que los flujos de caja de una empresa tienen efectos positivos sobre la inversión.⁵⁸ Esto último implica que los flujos internos son más baratos para financiar inversiones que el financiamiento externo, consistente con la teoría de asimetría de información en el mercado financiero.

Un trabajo particularmente interesante es el de Banks, et al. (2005). Ellos comparan la sensibilidad de la inversión en capital fijo y en investigación y desarrollo ante cambios en los flujos de caja de firmas en Gran Bretaña y Alemania. Encuentran que esta sensibilidad es más alta en el primer país que en el segundo, indicando que las firmas en Gran Bretaña enfrentan mayores restricciones de financiamiento externo que las de Alemania. Esta evidencia es consistente con lo esperado ex-ante, ya que los arreglos institucionales en Alemania implican menos asimetría de información y, en consecuencia, menores restricciones o costos del financiamiento externo. Los autores señalan lo siguiente:⁵⁹

⁵⁷El racionamiento del crédito es como una tasa de interés infinita.

⁵⁸Ver, por ejemplo, Lewellen y Lewellen (2016) y las referencias contenidas en dicho trabajo.

⁵⁹Bond, et al. (2005) página 434, énfasis agregado. Traducción propia del siguiente texto: “*Companies in Britain and Germany operate under strikingly different financial systems. To the extent that financial constraints on investment expenditures result from a cost premium for external sources of finance, these national differences may be associated with a difference in the significance of financial constraints. This cost premium could reflect asymmetric information and conflicts of interest between shareholders, managers and suppliers of outside finance. Share ownership in Germany tends to be more concentrated than in Britain, which may mitigate asymmetric information and conflicts of interest*”

“Las empresas en Bretaña y Alemania operan bajo sistemas financieros notablemente distintos. En la medida que las restricciones financieras a la inversión resultan de un costo adicional de las fuentes externas de financiamiento, estas diferencias nacionales pueden estar asociadas a diferencias en la significancia de las restricciones financieras. Este costo adicional puede reflejar información asimétrica y conflictos de interés entre los accionistas, la administración y los oferentes de financiamiento externo. **La propiedad accionaria en Alemania tiende a estar más concentrada que en Bretaña, lo cual puede mitigar la asimetría de información y conflictos de interés entre accionistas y la administración. La representación de los bancos en los Directorios y la relación repetida de largo plazo entre bancos y empresas en Alemania podría mitigar la asimetría de información entre prestamistas y prestatarios.**”

Las razones que dan estos últimos autores para explicar la menor asimetría de información en el mercado financiero de Alemania bien podrían aplicar también a los conglomerados: mayor concentración accionaria y relación entre bancos y firmas del sector real, además de los beneficios de concentrar los flujos de caja de las distintas filiales.⁶⁰

Boutin, et al. (2013) citan evidencia que indicaría que el 30% de las firmas del sector manufacturero en Francia estaban ligadas a un conglomerado y que estas firmas representaban el 72% de las ventas en sus respectivos sectores. En su estudio encuentran que los conglomerados asignan recursos a las filiales con mayores restricciones financieras, particularmente desde firmas de sectores maduros, donde hay pocas oportunidades de inversión, hacia filiales en sectores nuevos e innovadores que están creciendo. Este efecto es mayor

between shareholders and managers. Bank representation on supervisory boards and long-term repeated relationships between banks and firms in Germany may mitigate asymmetric information between lenders and borrowers”.

⁶⁰Vander Venet (2002), aunque antiguo, encuentra que los conglomerados financieros en Europa (entendidos como aquellos que venden varios productos financieros, como seguros, corredores de bolsa, etc.) y bancos universales (aquellos que son propietarios minoristas o mayoristas de firmas del sector real), son más eficientes que sus pares especializados. Atribuyen esto último a la mayor capacidad de monitoreo que tienen los bancos universales.

cuando las filiales son más eficientes. Además, encuentran que la liquidez y espaldas financieras de un conglomerado facilitan la entrada de este a nuevos mercados, desafiando a incumbentes que también pueden tener significativas espaldas financieras. Boutin, et al. (2013) concluyen que (énfasis agregado):⁶¹

“Los resultados que presentamos proveen evidencia indirecta que los grupos empresariales franceses operan mercados de capitales internos activos. Nuestros hallazgos sugieren que los grupos con mayor riqueza tienden a inyectar liquidez hacia las firmas afiliadas con mayores restricciones financieras, las que en consecuencia acceden a una fuente de capital más barata que firmas independientes comparables y firmas afiliadas a grupos sin liquidez. **Esto confirma una afirmación de larga data que en la presencia de importantes fricciones financieras, los conglomerados pueden ser una forma valiosa de estructura organizacional.**”

Por lo tanto, no parece ser cierto que las asimetrías de información desaparecen en países con mercados financieros desarrollados.

Para el caso de Chile, Buchuk, et al (2014) muestran, con datos desde 1990 hasta el 2009, que las empresas que se endeudan dentro de un grupo exhiben tasas de inversión, apalancamiento (sustituyendo deuda externa por deuda intra-grupo) y ROE (Retornos sobre Patrimonio) mayores que las firmas comparables. También argumentan que sus resultados no son consistentes con la hipótesis de *tunneling* descrita más arriba. Atribuyen este último resultado a la regulación y supervisión financiera en Chile, algo que también ya fue mencionado más arriba.

Buchuk, et al. (2020) presentan evidencia de otro beneficio financiero de los conglomerados. Usan datos de Chile entre el 2001 y 2013 para estudiar la respuesta de los grupos empresariales ante la crisis financiera del 2008-2009.

⁶¹Traducción propia de: “*The results we present provide indirect evidence that French business groups operate active internal capital markets. Our findings suggest that wealthy groups tend to inject liquidity toward the more financially constrained affiliates, which as a consequence rely on a cheaper source of capital than comparable stand-alone firms and affiliates of cash-strapped groups. This confirms a long-standing claim that in the presence of pronounced financial frictions conglomerates could represent a valuable organizational form*”.

Encuentran que las firmas centrales de un conglomerado actúan como intermediarios financieros hacia sus filiales durante una crisis. Esto crea valor ya que las firmas que recibieron financiamiento intra-grupo presentaron un ROA (Retornos sobre Activos) en promedio 3,6% mayor que las empresas comparables que no pertenecían a un grupo en los 5 años que siguieron la crisis.⁶²

Por lo tanto, ya sea por el argumento de escala y acceso puro que se presentó al comienzo de esta sección o por el argumento de restricciones financieras debido a asimetrías de información, las empresas de un grupo económico pueden acceder a menores costos de financiamiento que firmas comparables. Esto podría explicar la existencia de estos conglomerados, tanto en Chile como en países desarrollados.

5.4. Mercados laborales internos

Otra eficiencia, también discutida en Zingales (2023), es la de mercados laborales internos. El argumento es parecido al de asimetría de información en el mercado financiero. En este caso, la asimetría de información se produce respecto a la calidad e idoneidad de los posibles trabajadores. Una firma, al contratar, no observa perfectamente las capacidades, carácter, habilidades blandas, entre otras características, de los posibles candidatos.⁶³ A su vez, un trabajador tampoco conoce las características (ambiente de trabajo, cultura organizacional, etc.) de una empresa.

Ante este fenómeno, los mercados laborales internos de un conglomerado ayudan a superar los costos de la asimetría de información, en forma análoga al menor costo que implica financiar inversiones con flujos de caja internos. Un conglomerado tendrá información más exacta de los talentos y capacida-

⁶²Otro estudio relacionado, pero con datos de firmas en todo el mundo, es Wang (2023). Esta autora concluye que durante períodos de caída de la actividad económica, las divisiones de un conglomerado acceden a financiamiento interno que las firmas independientes no pueden acceder. Bhattacharya, et al. (2020) encuentran que las divisiones de conglomerados en Estados Unidos son operacionalmente más eficientes que sus pares no pertenecientes a un grupo.

⁶³El hecho que las empresas inviertan recursos contratando firmas de “búsqueda de talentos” (*head-hunters*) para reclutar profesionales y ejecutivos, es evidencia de esto. Este es el costo que hay que incurrir para reducir las asimetrías de información, y es probable que no la puedan reducir del todo. Hay características de un candidato que tampoco será observable para una empresa de búsqueda de talentos.

des de un conjunto amplio de trabajadores, que le permite hacer un mejor “*match*” entre talentos y necesidades de la empresa.⁶⁴

El argumento anterior puede ser complementario a otro más ligado a un problema de riesgo moral. Si el esfuerzo de los trabajadores no es observable o viable de establecer en un contrato, entonces un trabajador se esforzará más mientras mayor sea su remuneración en la empresa donde trabaja, ya que le es más costoso arriesgarse a ser desvinculado.⁶⁵ Si hay fricciones en los mercados laborales externos (por ejemplo, debido a problemas de asimetría de información) las perspectivas laborales de trabajar dentro de un conglomerado podrían ser mayores que trabajar en una empresa independiente, ya que podría ser ascendido más fácilmente dentro de las firmas del mismo grupo. Entonces, es posible que los trabajadores de las firmas de un conglomerado se esfuercen más, aumentando la productividad de las empresas del grupo.

Huneuss, et al. (2021) presentan evidencia para Chile consistente con los argumentos anteriores, particularmente para los altos ejecutivos. Encuentran que, después de un “shock” externo, hay más movimiento de ejecutivos entre firmas de un mismo grupo que entre firmas que no pertenecen a un grupo, y son ascendidos con mayor frecuencia y con una remuneración mayor. También encuentran evidencia que sugiere que los movimientos de ejecutivos dentro de un grupo aumenta la productividad de sus firmas en comparación con firmas independientes.

Zingales (2023) reconoce esta evidencia, pero señala que “es difícil imaginar que esto pueda ser un efecto de primer orden en Chile”.⁶⁶ Para ello argumenta que el mercado laboral chileno es desarrollado e integrado al mercado de la región hispano-americana, al menos para altos ejecutivos. Aparte de no presentar evidencia para sus afirmaciones, ellas no implican que los

⁶⁴Doucet, et al. (2024) presentan otro argumento sobre los beneficios de los mercados laborales internos. Las empresa pequeñas y medianas pueden estar restringidas por las regulaciones laborales en su objetivo de minimizar la redundancia de trabajadores. Sin embargo, cuando están relacionadas a un grupo, los mercados laborales internos facilitan esta optimización al poder reasignar los recursos humanos entre las filiales del conglomerado. Usando datos de empresas pequeñas y medianas europeas, encuentran que la productividad laboral es mayor en aquellas con acceso a un mercado laboral interno.

⁶⁵Este es el conocido argumento de salarios de eficiencia en la literatura de economía laboral.

⁶⁶Zingales (2023), página 5.

problemas de asimetría de información no existan en mercados más desarrollados. De hecho, Huneuus, et al. (2021) citan estudios que indicarían que los beneficios de los mercados laborales internos de los conglomerados también están presentes en países desarrollados.

En el caso del grupo Falabella, los argumentos anteriores son muy consistentes con su estructura y política de recursos humanos. Esta política se maneja centralizadamente en la Gerencia de Personas del Área Corporativa de Falabella S.A. (ver Figura 5). Existe una política de movilidad interna (denominada “Muévete”) y un Área de Talentos Corporativo de Personas. Esta área se encarga de centralizar las evaluaciones del personal de todas las filiales. Además, maneja una base de información con las aptitudes del personal en lo que se llama el “Talent Book”, donde están las evaluaciones y rendimientos de los últimos 4 años de cada trabajador.⁶⁷ No es de sorprender entonces, que durante el 2023 las posiciones laborales cubiertas por movimientos internos fue de 73,9% para los cargos ejecutivos altos, 63,2% para los cargos ejecutivos medios y 64,2% en el caso de otros trabajadores.⁶⁸

En el caso de Falabella, aparte de los beneficios de los mercados laborales internos presentados más arriba, también juega un rol el desarrollar una “cultura común” entre los trabajadores del grupo. Esto por cuanto los negocios se complementan y se necesita colaboración entre el personal de las distintas filiales para el buen funcionamiento de todos ellos (e.g. entre el negocio financiero y los de retail del grupo).

5.5. Conclusiones sobre eficiencias de los conglomerados

Hemos revisado las posibles eficiencias que pueden generar los conglomerados. La evidencia empírica disponible pareciera respaldar la existencia de estas eficiencias, incluso en países desarrollados.

Lo anterior no significa que no puedan existir riesgos con estas estructuras empresariales, solo que sus potenciales riesgos deben ser sopesados con sus

⁶⁷Las evaluaciones en Falabella S.A. no son jerárquicas, existiendo evaluaciones de “todos con todos” (evaluación 360°).

⁶⁸Información entregada por Falabella S.A.

beneficios o eficiencias, como en muchas áreas del análisis de libre competencia. Por lo tanto, no son razonables las propuestas normativas estructurales y de aplicación general contenidas en la Solicitud de CONADECUS, ya que suponen que los riesgos son siempre superiores a las eficiencias, algo que incluso contradice lo señalado en su propia Solicitud en cuanto a que los efectos de bienestar de los conglomerados son ambiguos. Si a esto se le suma la ausencia de evidencia empírica para respaldar sus argumentos, los riesgos de las propuestas son incluso mayores, asunto que se discute a continuación.

6. Aptitud de las medidas propuestas por CONADECUS

Las propuestas contenidas en la Solicitud pueden generar un costo económico importante al reducir o eliminar las eficiencias generadas por los conglomerados. Esto es particularmente preocupante al considerar que los supuestos riesgos económicos de los conglomerados señalados en la Solicitud no parecen ser relevantes ni consistentes con la evidencia empírica disponible para Chile y el mundo.

A modo de respaldo para sus propuestas, la Solicitud solo presenta el caso de Israel. Sin embargo, aparte de ser una economía con características distintas a la chilena, no hay evidencia que la ley de concentración económica aprobada en dicho país haya tenido los efectos buscados. Lo que se cita a tal efecto en el escrito de CONADECUS es el informe Botosh (2020). Pero este estudio solo relata las manifestaciones más inmediatas de la implementación de la ley. Por ejemplo, que hubo una disminución en la concentración del crédito, una disminución en la capitalización de empresas de holding y un aumento de la capitalización y el poder de los inversores institucionales. Pero dicho informe no constituye una evaluación de impacto sobre el desempeño económico. Lo que realmente habría que estudiar es si la ley aumentó la eficiencia de la economía, reduciendo el costo del crédito para las empresas o los precios para los consumidores. No se encontraron estudios que entregaran respuestas a estas interrogantes. La evidencia presentada en la Figura 4 pareciera indicar que la implementación de la ley no ha sido eficaz en reducir los precios a un nivel equivalente al promedio de la OECD.

Incluso Botosh (2020) advierte la dificultad metodológica y empírica de estimar los impactos de la ley al señalar:⁶⁹

“Se debe notar que toma tiempo calcular el impacto de la Ley de Concentración en la economía usando herramientas empíricas, como la evaluación de cambios en la asignación de recursos de mercado (crédito, empleo, producción, etc.). Además, medir el efecto directo de la Ley de Concentración, requiere aislar los efectos de otras variables: regulaciones financieras adicionales, ciclos económicos, y más. Este es un análisis económico complejo, que requiere tiempo y acceso a una gran cantidad de datos.”

Hasta donde los presentes consultores están informados, un análisis como el que señala Botosh (2020) no se ha realizado.

En definitiva, no hay evidencia empírica alguna de que las medidas propuestas por CONADECUS causen los efectos deseados en cuanto a eficiencia económica, reducción de precios y de tasas de interés de los créditos. En este escenario no es recomendable tomar medidas estructurales generales sin evidencia empírica que respalde su eficacia para los fines buscados, particularmente al considerar que dichas medidas podrían ser contraproducentes al eliminar las eficiencias que generan los conglomerados.

7. Conclusiones

El presente informe ha analizado críticamente los argumentos de la Solicitud de CONADECUS, concluyendo que los riesgos a los que se refiere dicha Solicitud, basada casi exclusivamente en el trabajo de Zingales (2023) y Cheng (2017), o son irrelevantes para el caso de Chile, o ya están regulados mediante la legislación y la institucionalidad vigente. También es importante señalar que la Solicitud no presenta evidencia empírica alguna para sustentar

⁶⁹Botosh (2020), página 2, traducción propia de la siguiente frase: “*Note that it takes time to assess the impact of the Concentration Law on the economy using empirical tools, such as by evaluating changes in the allocation of market resources (credit, employees, outputs, etc.). In addition, measuring the direct effect of the Concentration Law, requires isolating the effect of other variables: additional financial regulations, business cycles, and more. This is a complex economic analysis, which requires time and access to a large amount of data.*”

sus argumentos.

Desde la crisis bancaria del año 1982, en Chile se desarrolló una regulación prudencial de los bancos muy estricta y una institucionalidad de supervisión del sistema financiero acorde a esta regulación. Dichas normas y su institucionalidad han seguido evolucionando en el tiempo con la creación de la CMF. Los desafíos regulatorios que quedan se pueden abordar (y así se ha propuesto) con cambios a la legislación vigente, sin necesidad de una normativa general como la propuesta en la Solicitud.

Además, Chile tiene uno de los sistemas bancarios más desconcentrados del mundo, lo que, junto al desarrollo de un mercado financiero más amplio que los bancos y la apertura de la cuenta de capitales, hacen poco probables los riesgos señalados por CONADECUS/Zingales. Esto sin tomar en cuenta que cuatro de los seis bancos más grandes de la plaza no están relacionados a un conglomerado y, sólo seis de los treinta conglomerados más grandes del país controlan un banco que otorga crédito a empresas.

Como resultado de estas características del mercado, sumado a la regulación sectorial que expresamente prohíbe la discriminación en el otorgamiento de créditos a empresas y ausencia de casos que muestren incumplimiento de la misma, se descartó el riesgo de que los bancos pertenecientes a un conglomerado otorguen créditos a sus empresas relacionadas entregando mejores condiciones que a las empresas no afiliadas.

Con respecto a las ventajas competitivas que provendrían del *tunneling*, los resultados de los estudios empíricos y sus impactos no tienen un consenso amplio en la academia. Sin embargo, los resultados de un estudio con datos recientes para Chile –Buchuk, et al (2014)– señala que no hay pruebas sólidas de que los accionistas minoritarios salgan perdiendo con los préstamos intra-grupos como lo sostiene la hipótesis de *tunneling*, atribuyendo lo anterior a la estricta regulación y supervisión financiera del mercado chileno. La evidencia anterior no fue citada ni revisada en el estudio de Zingales (2023).

En materia de los riesgos que generan las participaciones cruzadas en directorios de empresas competidoras, éstos son inexistentes tal como Zingales concluye después de analizar datos de la CMF y otras fuentes públicas. Este resultado parece evidente producto de la prohibición *per se* de *interlocking*

que establece la ley de libre competencia y que se aplica de forma general a todos los mercados. Esta herramienta está presente en muy pocos marcos normativos de libre competencia y es otra muestra de la solidez de las herramientas con que cuentan las autoridades de competencia para evitar los riesgos planteados por CONADECUS y Zingales (2023).

En cuanto al mayor riesgo de coordinación en los mercados por contacto multiproducto o de la imposición de barreras de entrada por el cierre de acceso a insumos (más allá del financiero), incluso Zingales (2023) lo descarta por el bajo traslape de los conglomerados en mercados domésticos no transables (o que no sean fuertemente regulados). Además, CONADECUS presupone que los mercados afectados son poco competitivos, lo cual no es evidente y no ha sido demostrado.

Tal como se observó en el análisis de cada riesgo planteado por CONADECUS producto de los conglomerados, el marco normativo que regula la institucionalidad de libre competencia en Chile contempla mecanismos eficaces para mitigar los riesgos que se plantean en la Solicitud, particularmente luego de las modificaciones del sistema de defensa de la libre competencia introducidas el 2016 (ley N°20.095).⁷⁰

Tal como ha recomendado el Banco Mundial, las modificaciones que se propongan para mejorar la regulación del mercado financiero deben seguir a cargo de los reguladores sectoriales dada su alta complejidad técnica. No obstante, también recomienda que se maximice la cooperación entre agencias que puedan aportar al diseño de la nueva regulación, favoreciendo el análisis técnico, y un equilibrio entre la estabilidad financiera y consideraciones de libre competencia.⁷¹

⁷⁰Esta modificación legal fortaleció los instrumentos que permiten disminuir los incentivos para infringir la normativa y mitigar riesgos provenientes de la estructura de los mercados al establecer: (i) un sistema obligatorio de control de operaciones de concentración previo, (ii) prohibición del *interlocking* de directores y ejecutivos, (iii) restringir las participaciones minoritarias sin derecho a control; además, potencia las herramientas de disuasión que contempla la ley (i) aumentando el monto de las multas máximas y su metodología de cálculo, (ii) introduciendo sanciones penales para los casos de colusión; y, finalmente, entregando facultades a la FNE para realizar estudios de mercado.

⁷¹Banco Mundial (2021), Chile - Financial Sector Assessment Program, October 2021, Technical Note - Competition in the Financial Sector, Authors/Editors: Charles Cohen and Miquel Dijkman. Octubre, 2021.

Por último, existe el riesgo de que las propuestas contenidas en la Solicitud puedan reducir o eliminar las eficiencias generadas por los conglomerados. Esto es particularmente preocupante al considerar que los supuestos riesgos no parecen ser relevantes ni consistentes con la evidencia empírica disponible para Chile y el mundo. Tampoco hay evidencia empírica para sostener que las medidas propuestas por CONADECUS causen los efectos deseados en cuanto a eficiencia económica, reducción de precios y de tasas de interés de los créditos. Por el contrario, de aceptarlas existe el peligro de eliminar o reducir las eficiencias generadas por los conglomerados sin beneficios para la libre competencia.

**RONALD
O
ANTONIO
O BRUNA
VILLENNA** Firmado digitalmente por RONALDO ANTONIO BRUNA VILLENNA Fecha: 2024.06.13[®] 16:11:56 -04'00'

**ANDRES
GOMEZ-
LOBO
ECHENI
QUE** Firmado digitalmente por ANDRES GOMEZ-LOBO ECHENIQUE Fecha: 2024.06.13[®] 16:41:54 -04'00'

Referencias

Álvarez, R. y A. González (2020), “Análisis comparativo de los precios de los medicamentos en América Latina”, *Revista de la CEPAL*, 130, 29-43.

Bardey, David, Danilo Aristizábal, José Santiago Gómez and Bibiana Sáenz (2022), “Concentration of the mobile telecommunications markets and countries’ competitiveness”, *Telecommunications Policy*, Volume 46, Issue 1, 2022.

Bhattacharya, N., J. Sulaeman and J.J. Yu (2020), ‘Do Conglomerates operate more efficiently than single-segment firms?’, *The Singapore Economic Review*, 65(5), pp. 1237–1270.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine (2000), “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review* 14, 597-605.

Bernheim, B.D. and M.D. Whinston (1990), ‘Multimarket contact and collusive behavior’, *Rand Journal of Economics*, 21(1), pp. 1-26.

Bond, S., D. Harhoff and J. Van Reenen (2005), “Investment, R&D and Financial Constraints in Britain and Germany”, *Annales d’Économie et de Statistique*, 79/80, Contributions in memory of Zvi Griliches, pp. 433-460.

Botosh, N. (2020), “A Description and Analysis of the Implementation of the Concentration Law and Its Economic Impact on the Israeli Economy”, *Economic Review*, Knesset Research and Information Center, February 25th 2020.

Boutin, X., G. Cestone, C. Fumagalli, G. Pica, and N. Serrano-Velarde (2013), ‘The deep-pocket effect of internal capital markets’, *Journal of Financial Economics*, 109, pp. 122–145.

Buchuk, D., B. Larrain, F. Muñoz, and F. Urzúa (2014), ‘The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans’, *Journal of Financial Economics*, 112, pp. 190–212.

Buchuk, D., B. Larrain, M. Prem, and F. Urzúa (2020), ‘How do internal ca-

pital markets work? Evidence from the great recession’, *Review of Finance*, 24, pp. 847–889.

Chen, Z. and P. Rey (2023), “A Theory of Conglomerate Mergers”, Toulouse School of Economics Working Paper N°1447, June.

Cheng, T.K. (2017), ‘Sherman vs. Goliath?: Tackling the Conglomerate Dominance Problem in Emerging and Small Economies—Hong Kong as a Case Study’, *Northwestern Journal of International Law and Business*. 37(1), <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol37/iss1/2>.

Cheung, Y-L (2006), P. Raghavendra and A. Stouraitis (2006), “Tunnelling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong”, *Journal of Financial Economics*, 82(2), pp. 343-386.

Dick, A. (2007), “Market Size, Service Quality and Competition in Banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(1), pp. 49-81.

Dyck, A. and L. Zingales (2004), “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *The Journal of Finance*, LIX(2), April.

Doucet, P., I. Requejo and I. Suárez-González (2024), ‘Business groups’ internal labour markets and SME labour productivity’, *Small Business Economics*, 62, pp. 707–725.

FNE (2013), “Participaciones Minoritarias y Directores Comunes Entre Empresas Competidoras”, División de Fusiones y Estudios, noviembre.

FNE (2022), Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración, Fiscalía Nacional Económica, mayo 2022.

Huneus, F., B. Larrain, M. Larrain and M. Prem (2021), “The Internal Labor Markets of Business Groups”, *Journal of Corporate Finance*, 69.

Lewellen, J. and K. Lewellen (2016), “Investment and Cash Flows: New Evidence”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), pp. 1135-1164.

Marcel, M. y S. Berstein (2019), “Sistema Financiero en Chile: Lecciones

de la Historia Reciente”, Banco Central de Chile, Documentos de Política Económica, N° 67, octubre.

Myers, S.C and N.S. Majluf (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.

Nenova, T. (2003). “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”. *Journal of Financial Economics*, 68(3), pp. 325-351.

OECD (2024), “Prices: Comparative price levels”, Main Economic Indicators (database), <https://doi.org/10.1787/data-00536-en> (accessed on 11 March 2024).

Stiglitz, J.E. and A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, 71(3), pp. 393-410.

Vander Venet, R. (2002), ‘Cost and Profit Efficiency of Financial Conglomerates and Universal Banks in Europe’, *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(1), pp. 254-282.

Wang, Y. Y. (2023), ‘Corporate diversification, investment efficiency and the business cycle’, *Journal of Corporate Finance*, 78, 102353.

Zingales, L. (2023), Improving the competitiveness of the financial sector in Chile RG-T3555, RG-T33091, Draft 8/06/2023.

A. Compras a nivel corporativo de Falabella S.A.

Cuadro A.1: Compras centralizadas a nivel corporativo, 2023 (USD)

Categoría	Compras totales (USD)	Ahorro estimado (USD)

Continúa en la próxima página.

Cuadro A.1: *Continuado de la página anterior*

Categoría	Compras totales (USD)	Ahorro estimado (USD)

Continúa en la próxima página.

Cuadro A.1: *Continuado de la página anterior*

Categoría	Compras totales (USD)	Ahorro estimado (USD)

Continúa en la próxima página.

Cuadro A.1: Continuation de la página anterior

Categoría	Compras totales (USD)	Ahorro estimado (USD)
Total	\$ ██████████	\$ ██████████

Fuente: Falabella S.A. Incluye las compras a nivel corporativo para todos los países del grupo. Los ahorros fueron calculados tomando, para los gastos recurrentes, la diferencia entre los precios anteriores a la compra centralizada (con reajuste) y los precios adjudicados con la compra centralizada, multiplicado por el volumen anual proyectado de cada ítem. Para los gastos no recurrentes o nuevos, se calculó la diferencia entre la mejor oferta técnicamente aprobada y homologable de la primera ronda de negociación, con la oferta adjudicada de la última ronda.

B. Cálculo de ahorro de gastos financieros por acceso al mercado financiero internacional del grupo Falabella

Cuadro B.1: Cálculo de ahorros financieros por financiamiento de bono emitido por Falabella S.A.

Filial	Fecha		Monto	Tasa	Intereses	Tasa	Intereses	Intereses
	Inicio	Vencimiento						
			(MM\$)	(%)	(MM\$)	Bono USD en Pesos (%)	(MM\$)	(MM\$)
[Redacted Content]								
Total								

Fuente: Falabella S.A.