

- Minuta abril - Asesoría Parlamentaria Externa

## Resumen y comentarios sobre Informe FNE

Ante la solicitud realizada en septiembre del año pasado por la Corporación Nacional de Consumidores y Usuarios de Chile (CONADECUS), la Fiscalía Nacional Económica emite un informe como resultado de la investigación iniciada el día 23 de octubre del 2023 por la entidad, con el objetivo de presentar marco normativo vigente, literatura, contexto de la situación de conglomerados en Chile, datos, riesgos para la competencia y propuestas para reducir los efectos nocivos de la concentración económica. La solicitud de CONADECUS tiene como propósito avanzar en un proyecto de ley que regule la concentración económica agregada en relación a: (i) sociedades piramidales, (ii) grupos empresariales compuestos por empresas productivas o del sector real y empresas financieras, (iii) criterios sobre las características de los grupos empresariales para la asignación de derechos y concesiones por parte del Estado y (iv) la realización de un registro público de grupos empresariales por sector económico.

Todo lo anterior, como resultado del diagnóstico realizado por la organización de consumidores y usuarios, el que caracteriza a la economía chilena como una altamente concentrada donde se pone en riesgo la competencia pues existen grupos económicos (de la economía real y la financiera) que dificultan el acceso al mercado financiero a quienes no son parte del conglomerado, generando desplazamiento de las pymes, mayor coordinación del mercado en precios y aumento en las barreras de entrada de diversos mercados.

A continuación, se presenta un resumen de los elementos más relevantes del informe emanado de la Fiscalía Nacional Económica:

### I. Descripción de los Conglomerados Empresariales en Chile

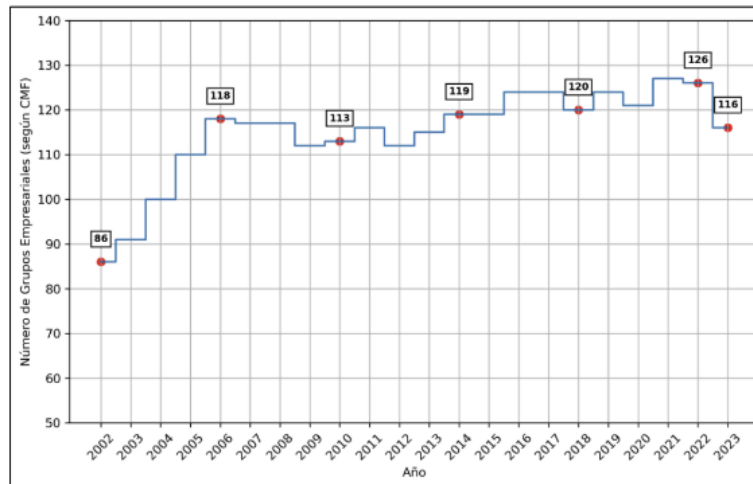
Entre las cuestiones más nutridas del Informe de la Fiscalía Nacional Económica, está la descripción que realiza de los conglomerados económicos en Chile, a partir de la identificación de grupos empresariales y empresas relacionadas. Se explicita también que el documento no presenta elementos sobre control societario.

- **Conglomerados y sectores económicos**

En primer lugar, se muestra la evolución de grupos empresariales entre los años 2002 y 2023, a partir de la información de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Se aprecia en la figura 1 que el principal cambio se da entre los años 2002 y 2006, con el aumento de un 27% de esta figura empresarial, siendo el resto de los años, hasta el 2023, un número estable sobre los 110 grupos empresariales identificados.

Junto con lo anterior, se presenta en la tabla 1 un resumen de la cantidad de grupos empresariales y empresas totales a partir de dos fuentes contenidas en el informe: (i) información de la CMF hasta junio de 2023 y (ii) metodología FNE.

**Figura 1:** Número de grupos empresariales según la CMF entre 2002 y 2023



Fuente: Fiscalía Nacional Económica, 2024

La metodología realizada por la FNE, es un cruce entre la información contenida en los registros de la CMF y el SII, cruzando la operación de los bancos con entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, el registro de personas naturales vinculadas a los bancos, la nómina de entidades que conforman los grupos empresariales (circular N°1664) y los datos del SII sobre participación societaria. De ello se desprende un total de 241 grupos empresariales y/o conglomerados que agrupan a un total de 310 empresas / personas jurídicas y/o naturales.

Uno de los principales hallazgos, según el mismo informe, es que cerca del 40% de los RUT identificados tienen vínculos con dos o más conglomerados, es decir, no sólo existe un importante número de grupos empresariales sino que además mantienen una relación estrecha en su quehacer de mercado.

**Tabla 1:** Número de grupos empresariales y empresas

	Grupos empresariales y/o conglomerados	Empresas y/o personas jurídicas y/o naturales
<b>CMF a junio 2023</b>	116	487
<b>Metodología FNE</b>	241	310

Fuente: Elaboración propia en base a información de la CMF y la FNE

A partir de la información sobre la cantidad de grupos empresariales y/o conglomerados presentes en nuestro país, la FNE entrega un ranking de los 30 conglomerados con mayores ventas, indicando el intervalo en que se distribuye la magnitud de ventas que realizan. El conglomerado que lidera la lista tiene ventas que van entre los 9.961 y los 4.821 miles de millones de pesos, mientras que el conglomerado número 30 de la lista alcanza una cifra que va entre los 1.335 y 680 miles de millones de pesos.

La conclusión de este análisis da cuenta de una cifra clave: si se considera la sumatoria del tramo inferior de ventas realizadas por este grupo de 30 principales conglomerados, corresponde a verde del 25,6% del PIB nacional a precios corrientes del 2022, mientras que si se considera el tramo superior este porcentaje alcanza un 53,5% del PIB. Es decir, **en promedio y a precios del 2022, treinta conglomerados**

representan el 39,6% del PIB nacional a precios corrientes, mientras que representan -para el mismo año- el 21% del total de ventas registradas por el SII.

Ahora bien, la tabla 2 presenta la cantidad de conglomerados y su participación en los distintos rubros de la economía, ya sea a través de empresas relacionadas o con presencia accionaria, destacando los primeros 10 sectores económicos. De esta forma, se puede apreciar que los conglomerados están presentes preferentemente en actividades financieras y de seguros, siendo el comercio y las actividades inmobiliarias las que le siguen con cerca de 20 pp menos. Dentro de los conglomerados presentes en actividad financiera (182 en total), se identifica que 167 de ellos (92%) participan en otra actividad económica, es decir, tienen presencia en la actividad financiera y en los sectores productivos..

Ahora bien, en caso de los otros sectores presentados en el informe, destaca lo que sucede con el rubro del suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado, donde existe presencia de 71 conglomerados que representan un 29,5% del total (sobre 241 conglomerados), junto con lo que sucede con el suministro de agua, evacuación de aguas residuales, gestión de desechos y descontaminación con 62 conglomerados y un 25,7% de representación sobre el total.

**Tabla 2:** Cantidad de conglomerados por rubro

Nº	Rubro económico	Nº conglomerados con presencia en el rubro	% participación sobre el número total de conglomerados
1	Actividades financieras y de seguros	182	75,5%
2	Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas	136	56,4%
3	Actividades inmobiliarias	135	56,0%
4	Actividades profesionales, científicas y técnicas	118	49,0%
5	Construcción	109	45,2%
6	Actividades de servicios administrativos y de apoyo	105	43,6%
7	Transporte y almacenamiento	100	41,5%
8	Industria manufacturero	96	39,8%
9	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	90	37,3%
10	Información y comunicaciones	79	32,8%

Fuente: Fiscalía Nacional Económica, 2024

Adicional a la identificación por rubro económico, el informe presenta un desglose respecto a cuáles son las actividades económicas con mayor presencia de conglomerados, sin considerar la actividad financiera y de seguros, destacando en esto las siguientes:

- Compra, venta y alquiler de inmuebles con 121 conglomerados (50,2% sobre el total de conglomerados)
- Actividades de consultoría de gestión con 105 conglomerados (43,6% sobre el total de conglomerados)

- Alquiler de bienes inmuebles amoblados o con equipos y maquinarias con 102 conglomerados (42,3% sobre el total de conglomerados)
- Otras actividades de servicio de apoyo a las empresas con 88 conglomerados (36,5% sobre el total de conglomerados)
- Construcción de edificios para uso residencial con 87 conglomerados (36,1% sobre el total de conglomerados)

De lo anterior se puede precisar que la presencia de conglomerados, además de estar fuertemente presente en la actividad financiera, tiene alojada su presencia cruzada en el sector inmobiliario y de asesoría (actividades profesionales, científicas y técnicas). De los 241 conglomerados empresariales, aquellos que tienen presencia tanto en actividades financieras y de seguros como en otro rubro de la economía real son:

- 124 en actividades inmobiliarias (51,5%)
- 113 en actividades de comercio al por mayor y por menor (46,9%)
- 111 en actividades profesionales, científicas y técnicas (46,1%)
- 102 conglomerados participan en el sector construcción y financiero (42,3%)
- 100 en actividades de servicios administrativos y de apoyo (41,5%)

En suma, con los datos presentados por el informe, el 35% de los conglomerados (84 de un total de 241) tienen presencia tanto en la economía real (productiva) como en el sector financiero. Mientras que sólo un 3% (6 de 241) tiene presencia sólo en el sector financiero y un 62% (151 de 241) tiene presencia sólo en el sector real de la economía. Al analizar la muestra de los 30 principales conglomerados por nivel de ventas, se tiene que un 87% de ellos tiene presencia tanto en la economía real como en el sector financiero.

### ● Concentración de ventas por rubro

En términos de concentración de ventas por rubro, se presenta a continuación la tabla 3 que da cuenta del nivel de ventas alojado en los conglomerados empresariales del sector, sobre el total de ventas del sector. De ello se desprende que mantiene la mayor concentración de ventas sobre el total del rubro con un 58%, seguido de las actividades financieras y de seguros.

**Tabla 3:** Participación por rubro de las ventas de empresas vinculadas a los conglomerados empresariales sobre el total de ventas, utilizando el tramo inferior del SII

Nº	Rubro económico	% de participación sobre el total de ventas del rubro	Número de conglomerados del rubro
1	Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	58%	71
2	Actividades financieras y de seguro	48%	182
3	Actividades inmobiliarias	34%	135
4	Suministro de agua; evacuación de aguas residuales, gestión de desechos y descontaminación	30%	62
5	Actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas	28%	52

6	Explotación de minas y canteras	26%	50
7	Información y comunicaciones	23%	80
8	Actividades de atención de la salud humana y de asistencia social	22%	44
9	Construcción	20%	109
10	Actividades de servicios administrativos y de apoyo	19%	105

Fuente: Fiscalía Nacional Económica, 2024

Al desagregar por sub-rubros, se tiene que la mayor concentración está dada por el transporte por tuberías (del suministro de electricidad y gas) con un 95%, donde se tiene presencia de 6 conglomerados, seguido de la fabricación de gas y la distribución de combustible gaseosos por tuberías con un 84% de concentración y la presencia de 20 conglomerados. En suma, existe no sólo una alta presencia de conglomerados en un sector estratégico asociado a la provisión de servicios básicos, sino que también se observa en él un alto nivel de concentración en las ventas. De todas maneras, cabe destacar que, dada la naturaleza del proceso productivo en este tipo de servicios, se favorece la emergencia de monopolios naturales debido a razones técnicas (altos costos fijos y costos medios decrecientes). Esto requiere de mecanismos de regulación y precios para asegurar la provisión masiva de estos servicios básicos.

### ● Otros elementos sobre los conglomerados y la concentración

Al analizar la distribución de personas naturales y jurídicas vinculadas a los conglomerados (en base a la metodología y datos presentados en el informe), se tiene que:

- Cerca de un 40% del total de personas naturales identificadas, están vinculadas con dos o más conglomerados.
- Se tiene que 3.549 entidades o personas mantienen participación o relación en el capital de 5 o más conglomerados simultáneamente.
- Del total de personas naturales vinculadas a empresas (16.780), un 11% (1.842) está vinculada a más de una persona jurídica como Director, Ejecutivo o Administrador Principal.
- En el caso particular del sector inmobiliario, se identifica que existen 50 personas relacionadas a la gestión de una empresa financiera y al menos a una empresa inmobiliaria a la vez. Para el caso de la industria manufacturera, existen 100 personas en ese mismo escenario.
- Existe un grupo de al menos 400 personas (responsables de su gestión) que forman parte de dos o más empresas dentro de un mismo conglomerado que operan en distintos rubros económicos

En suma, existe no sólo un importante número de conglomerados económicos y una alta concentración en ventas, sino también un alto nivel de interconexión dentro de las empresas que componen conglomerados y entre conglomerados, lo que pone en cuestión el manejo de información y cómo se toman decisiones en favor del resguardo de las mismas empresas vinculadas entre sí, pudiendo afectar significativamente la libre competencia y los principios fundantes del modelo.

En cuanto al mercado de capitales, se tiene que:

- El valor del patrimonio bursátil, según las acciones listadas en la Bolsa de Santiago, alcanza los 160 billones de pesos (hasta marzo del 2024), siendo equivalente a cerca de un 55% del PIB a precios corrientes del 2023.
- El patrimonio bursátil de las empresas que componen los 10 principales conglomerados económicos, representan entre el 75% y el 80% del total de la capitalización bursátil (a marzo del 2024).

## II. Marco Normativo para conglomerados o grupos empresariales

### ● Normativa Vigente

Si bien se especifica que en Chile no existe un marco normativo explícito sobre los conglomerados se mencionan las normas que rigen o tocan algunos temas asociados a éstos:

#### a) Ley de Mercado de Valores:

Esta refiere a los grupos empresariales, definidos como un conjunto de entidades que tienen vínculos tal que los actos económicos de sus integrantes están guiados por intereses comunes o bien porque comparten riesgos también comunes (Ley N° 18.045), para definir cuándo es que una o más entidades forman parte de un mismo grupo.

Con ello, las circunstancias en las que la Ley considera a una firma como participante de un grupo giran en torno a que:

- Exista una parte significativa de los activos involucrada en el grupo,
- Dicha firma tenga una deuda de la cual el grupo es un acreedor importante,
- La sociedad es controlada por uno o más miembros que controlen a algunas de las entidades pertenecientes.

Estos tres elementos son los que evalúa la CMF para determinar la participación en un grupo empresarial. Otro aspecto es en el que se señalan las obligaciones de provisión de información por parte de las entidades fiscalizadas por la CMF, así como también la facultad que ésta posee de impartir instrucciones y requerir de datos para esclarecer vínculos entre sociedades.

#### b) Ley General de Bancos:

Esta establece límites crediticios sobre los bancos, los que abarcan a grupos empresariales, estableciendo un techo del “30% del patrimonio efectivo del banco acreedor” (DFL N°3 de 1997, artículo 84). La Ley N° 21.130 modernizaría esto de acuerdo a los estándares de Basilea III, los que constan de nuevas regulaciones bancarias post crisis subprime, en donde se especifica también restricciones a la pérdida máxima que un banco puede percibir al momento de quebrar su deudor, asegurando así la solvencia.

Así, la Ley comprende dos puntos de especial relevancia para la concentración. El primero establece límites crediticios y de condiciones a personas relacionadas al banco de alguna forma, mientras que el segundo excluye de la posibilidad de adquirir un crédito a los directores o apoderados del banco, extendiéndose incluso a cualquiera que posea un vínculo familiar. Esto es de especial importancia al notar que la principal operación de los conglomerados es la bancaria, limitando así la posibilidad de acceder a condiciones preferenciales en cuanto al financiamiento.

c) Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas:

Esta regula específicamente a las denominadas como Operaciones con Partes Relacionadas (OPR) en las sociedades anónimas abiertas y filiales. Estas OPR se definen en el artículo 146 de la presente Ley como todo acto contractual o de negociación que involucre a la sociedad y a una o más personas asociadas a ella, o a algún cargo superior (director, gerente, administrador, etc), e incluso a las sociedades o firmas de las que los previos cargos superiores posean bajo calidad de dueños.

El fin de esta regulación es evitar que estas operaciones afecten a los accionistas minoritarios y a cualquiera que no se vincule con la sociedad que forma parte de esta operación. Sin embargo, esta Ley no las prohíbe, sino que vela para que se cumplan de buena forma. Esto es porque, al encontrarse las partes relacionadas, se involucra necesariamente un conflicto de intereses. Su importancia también radica en que se asocia al concepto de *tunneling*, a profundizarse en las secciones subsiguientes, que comprende una extracción o traspaso de recursos desde empresas controladas a aquellas que las controlan.

d) Ley de Compras Públicas:

Esta Ley comprende a los grupos empresariales en cuanto abarca el nivel de información que posee el Estado sobre sus proveedores. En específico, menciona la inadmisibilidad de propuestas respecto a un mismo bien o servicio que provenga de empresas que comparten un grupo empresarial, siguiendo las circunstancias que establece la Ley de Mercado de Valores que determinan a una empresa perteneciente. Asimismo, establece una promoción de participación de empresas de menor tamaño y cooperativas, lo que deja explícitamente fuera a aquellas firmas que, aun siendo de menor tamaño, pertenezcan a un grupo empresarial (Ley N° 19.886, artículo 47)

e) DL 211

En este decreto se especifica sobre la prohibición de interlocking horizontal, es decir, que una persona posea cargos directivos en dos o más firmas que se comprenden como competidoras (FNE, 2024). También se establece la obligación de informar a la Fiscalía Nacional Económica (FNE) las adquisiciones de participaciones en empresas denominadas como competidoras (que transan un bien sustituto) por parte de una sociedad o entidad perteneciente a un grupo empresarial (artículo 4 bis).

En el artículo 47 del DL 211 se definen operaciones de concentración como aquellas que implican un acuerdo que tenga por efecto el que dos o más agentes que previamente eran independientes dejen de serlo por medio de una fusión, adquisición de derechos o activos, y asociándose para formar un agente independiente y distinto, con lo que a su vez se exige que los agentes que se concentren no pueden ser parte de un mismo grupo empresarial, usando como criterios los artículos de la Ley de Mercado de Valores para determinar quién pertenece a uno. Para notificar estas operaciones, se establece también un umbral de ventas, común en la regulación de libre competencia y concentración.

Con todo ello, se definen también las sanciones y normas ante conductas anticompetitivas.

f) Ley de Protección al Consumidor:

Esta Ley, en su artículo 17 H, menciona aspectos asociados a lo concerniente de este documento cuando menciona la prohibición de restringir o condicionar la compra o descuentos a un medio exclusivo de pago para los proveedores de servicios y productos financieros, lo cual era una práctica común en grandes firmas y retailers.



## ● **Proyectos de Ley**

Los proyectos listados a continuación se enfocan en los beneficiarios finales, es decir, aquel que posee control final sobre un activo en una operación. Así, estos proyectos giran en torno a la creación de un registro de beneficiarios finales, sirviendo además para la aplicación de las normas sobre grupos empresariales del DL 211.

- a) **Modificación a la Ley N° 20.285:** Se plantea sobre el acceso a información pública con fines de crear un registro de destinatarios finales de recursos públicos, elevando la transparencia en la que estos son asignados a acuerdo a privados.
- b) **Modificación de Carta Fundamental:** En línea con lo anterior, el objetivo es crear un Registro de Beneficiarios Finales de Fondos Públicos, tal que permita vislumbrar a las personas detrás de estructuras societarias complejas. Este registro dependería del Servicio de Impuestos Internos (SII) y se plantea como obligatorio su registro en él para “personas naturales, jurídicas y organizaciones no gubernamentales (ONG) que reciban fondos públicos” (Boletín N° 16.1350 - 07, p.4), haciendo pública toda compensación económica que derive de un convenio así.
- c) **Creación de un Registro Nacional de Personas Beneficiarias Finales:** Sus aplicaciones se extenderían a los beneficiarios finales de personas jurídicas con o sin fines de lucro, lo que la distingue de la previa, siendo los representantes legales los que deben dar reporte de forma obligatoria. Esta también abarcaría a cualquier persona que tenga derecho a través de una sociedad y otro a un 10% o más de los beneficios de otra entidad.

## ● **Documentos de Política**

El documento Lineamientos para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile (CMF, 2023) es en el que se alude específicamente a los conglomerados de carácter financiero. A pesar de que la solicitud de Conadecus alude ampliamente a grupos empresariales o conglomerados significativos, en este respecto, la CMF la usa como precedente en el Oficio N° 149 en el contexto de respuesta al requerimiento. En el documento de lineamientos se define el conglomerado financiero como al conjunto de firmas que formen parte de un grupo empresarial usando las mismas circunstancias de la Ley de Mercado de Valores, y que ejerza actividades financieras tales como seguros, bancos, intermediarios, administradoras de fondos, etc (CMF, 2023). Asimismo, se plantea la separación de las ramas financiera de la real por parte del conglomerado, reconfigurando su malla societaria. Con todo esto, además, se incluyen supervisión y requisitos de solvencia y gestión de riesgos.

### **III. Literatura sobre riesgos de conglomerados**

#### ● **Sociedades piramidales**

La Solicitud de Conadecus menciona una restricción a las capas de las estructuras piramidales con las que pueden contar los grupos empresariales, estableciendo un límite de dos. Esto tiene por objetivo obstaculizar la toma de control de empresas en la parte inferior por parte de accionistas mayoritarios. Con



ello, a continuación se mencionan elementos expuestos en la literatura a la que se acude en el documento de la FNE respecto a este tipo de configuración societaria:

#### Definición y Características:

Definido por La Porta et al (1999) como una serie de empresas en donde se produce una cadena de control descendente, siendo los controladores últimos aquellos que se ubican en la cima o punta de la pirámide.

Así, el *holding (family firm)* posee mayoría en las firmas que se catalogan como de primer nivel, las que a su vez tienen mayoría en las que les suceden. Esto puede ocasionar que la firma a la cabeza apalanque una fracción del valor de las demás firmas de la pirámide, efectivamente controlándolas a pesar de poseer sólo una parte de ellas (Morck et al, 2005). Esto causa que una firma tenga el control de múltiples firmas aun cuando posee una propiedad minoritaria en ellas, ocasionando que los *cash flow rights* difieran de los *control rights* difieran –es decir, una diferencia entre el derecho a recibir ganancias financieras por parte de los *shareholders* (La Porta et al, 1999) y el derecho de los *shareholders* de elegir directivos y otras políticas de la compañía (Du y Dai, 2005)–, creándose una brecha entre éstos (Claessens et al, 2000). En un esquema como el descrito, se exacerbaría además el incentivo a adquirir más compañías por parte de la firma final a una fracción del costo asociado de manera real.

#### Potenciales efectos positivos:

Estos se basarían en potenciales ganancias de eficiencia o mejor rendimiento en contextos de mercados imperfectos y con baja calidad institucional (Morck et al, 2005), así como también mayor resiliencia bajo el concepto de *propping* o transferencias de recursos desde niveles superiores a inferiores (Yohanes et al, 2008; Yeung, 2005). Esto desemboca en una ventaja financiera, lo que tendría implicancias en otros aspectos económicos de estas mismas empresas como mayor innovación en los niveles inferiores (Gavious et al, 2015).

#### Potenciales efectos negativos:

##### A nivel corporativo:

- Problema de Agencia y *Entrenchment*: Asociado al desalineamiento entre propiedad y control de la sociedad, que crea problemas de agencia, es decir, un desalineamiento entre lo que el principal espera del agente debido a información incompleta entre el controlador final y los accionistas minoritarios. Esto ocurre en sociedades piramidales ya que aumentan los incentivos por parte de los controladores (principal) a tomar decisiones que aumenten los beneficios privados asociados al control (que los favorezcan), derivando en decisiones ineficientes (Morck et al, 2005).
- Sobre el *entrenchment*, se sabe que tiene relación con asegurar derechos de control en las firmas de los niveles inferiores, sirviendo como anti-takeover sin incurrir en los costos completos de poseer una posición relevante de dichas compañías (Morck et al, 2005). Es decir, refiere a decisiones por parte de los directivos que les otorgan más responsabilidades o derechos de control, tal que su posición se vuelve clave e irremplazable. También se relaciona con la diferencia entre los derechos de control y de voto, donde a mayor sea esta brecha las firmas se enfrentarían a una serie de problemas

en cuanto a costos, riesgos, retornos e incluso evasión de impuestos, lo que toma especial importancia dado que en los conglomerados se ha hallado una relación positiva entre sus estructura piramidal y la evasión de impuestos (Richardson et al, 2016).

- *Tunnelling*: El concepto refiere a la transferencia de recursos o extracción de beneficios desde firmas en niveles inferiores a las de nivel superior (Johnson et al, 2000) y toma especial importancia cuando afecta a accionistas minoritarios, pues concentra el poder dentro de la estructura (FNE, 2024).

A nivel sistémico:

- **Contacto Multimercado**: Las estructuras piramidales permitirían a sus empresas el ingresar a nuevos mercados en los que no participaban previamente (Gopal et al, 2021), lo que crea problemas de competencia en más de un mercado de forma simultánea, haciendo más probable el observar coordinación entre los supuestos competidores, explotando mayor poder de mercado (Bernheim y Whinston, 1990).
- **Ventajas competitivas**: Una clara ventaja del conglomerado es que puede acceder a un crédito preferencial por medio de una mejor diversificación del riesgo idiosincrático, ya que cuenta con la posibilidad de diversificarlo a lo largo y ancho de la estructura, haciendo a su vez que se enfrenten a menores costos, perpetuando su poder de mercado (Almeida et al, 2011).
- **Control corporativo**: Se sabe que la competencia por la toma de control alinea los incentivos para los tomadores de decisiones (FNE, 2024), ya que cuentan con la presión de entregar buenos resultados o serán reemplazados por un directivo que lo supere en este aspecto. Sin embargo, en estructuras piramidales que cuentan con directivos en empresas filiales que son familiares entre sí, este incentivo disminuye, generando ineficiencias (Jensen y Ruback, 1983).

## ● Operaciones con Partes Relacionadas

Las OPR refieren, como se mencionó previamente, a contratos u operaciones entre partes que ya tenían una relación previa, especialmente a aquellas que involucran a alguna persona con un grado de influencia en la firma y que se asocia a potenciales conflictos de interés y uso de información estratégica (FNE, 2024). El problema surge cuando estas son utilizadas como mecanismos para explotar los recursos de la firma en perjuicio de los accionistas minoritarios y acreedores (Dammann, 2019).

Como se mencionó, estas operaciones se vinculan a las estructuras piramidales y al *tunnelling* (Saragih, 2022), siendo importante a su vez situaciones donde la propiedad de la firma se encuentra concentrada, es decir, conglomerada, donde estas prácticas de transferencias de recursos de empresas de alto rendimiento a otras del grupo es común (Rasheed et al, 2022). Aun así, estas operaciones son analizadas en dos dimensiones respecto a los efectos que generan:

- i) **Transacciones eficientes**: Esto ocurriría cuando estas operaciones logran disminuir los costos de transacción y mejorar la eficiencia mediante la creación de un mercado interno dentro del grupo empresarial, lo que resulta relevante en contextos donde los mercados no son eficientes (Pozzoli y

Venuti, 2014). Asimismo, estas operaciones son bien percibidas cuando ocurren con el fin de asistir a firmas con dificultades financieras (Friedman et al, 2003; Buyschaert et al 2004).

ii) Conflictos de interés: Estas operaciones comprometerían la función de supervisión por parte del directorio, dañando los intereses de los accionistas, pues pueden ocurrir en interés de los que poseen información privilegiada con tal de extraer riqueza de los accionistas no controladores (*tunnelling*) (Pozzoli y Venuti, 2014).

### ● **Interlocking y participaciones minoritarias**

Como ya se mencionó, se define al *interlocking* como la situación en donde una o más firmas poseen algún miembro directivo en común (Thépot, 2023), mientras que las participaciones minoritarias son aquellas adquisiciones por parte de una firma que posee menos del 50% del capital o derechos de voto de dicha firma adquirida (OCDE, 2008). Estos vínculos estructurales son especialmente relevantes en el caso de la libre competencia cuando ocurre entre firmas que se suponen competidoras, lo que produce efectos unilaterales, es decir, que afectan la intensidad de la competencia entre ellas y efectos coordinados, es decir, los que facilitan la colusión (Gabrielsen et al, 2011; Jacobs, 2017).

Así, este *interlocking* de interés se denomina como horizontal, y tiene especial relevancia en las estructuras piramidales dada la naturaleza matriz – filial y la posibilidad de que se consideren una sola firma en vez de dos separadas, asociándose así al funcionamiento de los grupos empresariales. Con ello, se aumentaría entonces el riesgo anticompetitivo (FNE, 2024).

Por la parte de las participaciones minoritarias, estas pueden o no significar que el accionista minoritario ejerza control sobre la firma en cuestión. Si estas participaciones involucran a empresas competidoras, se debe evaluar que las ganancias de eficiencia sean mayores que los efectos negativos sobre la competencia (FNE, 2024).

### ● **Mercado de capitales interno**

Los conglomerados se crearían en contexto del subdesarrollo de mercados financieros, que representan la fuente de financiamiento para las firmas, por lo que acudirían a un mercado interno al grupo que les sería menos costoso que la búsqueda de financiamiento externo (FNE, 2024). Esto lo vuelve de especial relevancia en el contexto chileno donde los conglomerados tienen, en su gran mayoría, la actividad bancaria como principal.

Firmas con mercado de capitales internos suelen invertir en exceso al carecer de un control mayor como con el mercado externo (Maksimovic et al, 2013). Con ello, otro problema surge en cuanto se crean incentivos para los directivos a expandir el tamaño del grupo, ya que existen beneficios privados de dirigir grandes empresas, sin ser estas las más eficientes o productivas (Yan, 2006).

## **IV. Riesgos identificados y Propuestas**

El análisis de riesgos realizado por el Informe de la FNE está particularmente enfocado en las operaciones de concentración. Para puntualizar en los riesgos que destacan, es importante definir los tipos de operación de concentración a partir de las siguientes definiciones planteadas por la FNE (2024):

1. **Operación horizontal:** vínculo de empresas que son actual o potencialmente competidoras en un mismo mercado (con productos sustitutos).
2. **Operación vertical:** vínculo de empresas que se encuentran en distintos niveles de una misma cadena de producción (proveedor - cliente).
3. **Operación de conglomerado:** vínculo entre empresas que no son competidores ni sostienen relaciones verticales.

Si bien la FNE (2024) indica en su informe que “las operaciones con efectos conglomerado tienen menos probabilidades de obstaculizar de forma significativa la competencia efectiva”, identifica que las operaciones de conglomerados podrían :

- Generar incentivos para realizar prácticas como empaquetamiento de productos o ventas atadas que terminan excluyendo a la competencia del sector, aumentando el poder de mercado.
- Reducir los incentivos a innovar tanto para las empresas parte del conglomerado como para su competencia, como resultado del empaquetamiento o ventas atadas.

En cuanto a las propuestas y riesgos presentadas por el informe, destacan:

1. La revisión de la legislación vigente en Israel con la Ley Anti-concentración, dictada el año 2013 como resultado de un diagnóstico similar al actualmente revisado en Chile, con una economía altamente concentrada, donde las sociedades piramidales contaban con mucho poder de mercado y presencia tanto en el mercado financiero como el no financiero. Esta normativa recoge tres recomendaciones realizadas por un Comité Experto del país, estableciendo: (i) la obligación de mantener control sobre los niveles de concentración de la economía y el nivel de competencia en industrias específicas; (ii) limitar el poder de las sociedades piramidales; y (iii) la separación entre sociedades financieras y no financieras.
2. La identificación de mercados potencialmente afectados por la presencia de conglomerados como lo son:
  - (i) El mercado de capitales pues los conglomerados “gozarían de una ventaja competitiva en relación a las compañías autónomas, al poder sustituir el mercado externo de capitales con un mercado interno” (FNE, 2024). La presencia de conglomerados allí podría dificultar la asignación eficiente de inversiones, pues se establecen incentivos para sobreinvertir o transferir recursos dentro de las mismas empresas buscando “resolver” la rentabilidad de la misma. Junto con ello, otra distorsión que podría incurrir en riesgos a la competencia, es la inversión o préstamos realizados por instituciones financieras a empresas del mismo grupo, coartando las posibilidades de financiación de la competencia y así aumentando las barreras de entrada o desarrollo de otras empresas

ajenas al conglomerado. De esta forma, se hace necesario regular los vínculos entre instituciones financieras y empresas de la economía real.

(ii) Mercados con participación simultánea de conglomerados donde una de las ventajas más evidentes que poseen las empresas parte de un conglomerado es el goce de poder de mercado, mayor soporte financiero y mejor/mayor acceso a información estratégica.

3. Avanzar en establecer regímenes de divulgación de información y transparencia en la composición de los conglomerados, donde se pueda conocer sus filiales, dueños, estructura de capital, acuerdos de control y las relaciones intragrupo. La FNE (2024) define esto como estratégico para mejorar y hacer más eficiente la fiscalización de conductas anticompetitivas.
4. Tener registros completos y actualizados de todas las entidades jurídicas y personas naturales vinculadas a un grupo económico, indicando sus vínculos personales y societarios dentro del conglomerado. Esto ayudaría especialmente a reducir el riesgo de coordinación oligopólica, particularmente posible en mercados altamente concentrados.
5. Establecer separación societaria entre empresas financieras y no financieras, es decir, con presencia en actividades productivas dentro de un mismo conglomerado. En esto, la FNE (2024) hace énfasis en aplicar las recomendaciones expresadas en el documento de la CMF. Junto con ello, establecer mecanismos que permitan fiscalizar eficazmente el intercambio de información estratégica entre empresas dentro del mismo conglomerado, sobre el funcionamiento o estado de los mercados que integran.
6. Tomar medidas para reducir los incentivos a financiar en mejores términos o en mayor proporción -por parte de las instituciones financieras- a empresas productivas que son parte del mismo conglomerado, pues esto podría constituir una práctica de discriminación arbitraria.

## V. Referencias

Almeida H., Park S., Subrahmanyam M., Wolfenzon D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics* 99.

Bernheim, B., Whinston M. (1990). Multimarket contact and collusive behavior. *RAND Journal of Economics*.

Buysschaert, A., M. Deloof and M. Jegers (2004) “Equity Sales in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders? A Clinical Study,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 1.

Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., (2000) “The separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics* 58.

Comisión para el Mercado Financiero (Julio 2023). Documento de Política. Lineamiento para una Ley de Conglomerados Financieros en Chile.

Dammann J. (2019). Related Party Transactions and Intragroup Transactions. In L. Enriques & T.H. Tröger (Eds.), *The Law and Finance of Related Party Transactions*.

Decreto Ley N°211. Que fije normas para la Defensa de la Libre Competencia. Disponible [aquí](#).

Du, J., and Dai, Y. (2005) Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economics. *Corporate Governance*, 13: 60- 71.

Fiscalía Nacional Económica (2024). Informe en respuesta al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia.

Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton (2003) “Propping and Tunnelling,” *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, No. 4.

Gabrielsen, T. S., E. Hjelmeng and L. Sorgard (2011), “Rethinking Minority Share Ownership and Interlocking Directorships: The Scope for Competition Law Intervention”, *European Law Review* 36(6).

Gavious I., Hirsh N., Kaufman D. (2015). Innovation in pyramidal ownership structures. *Finance Research Letters* 13.

Gopal, S., Manikandan, K. S., & Ramachandran, J. (2021). Are There Limits to Diversification in Emerging Economies? Distinguishing between Firm-Level and Business Group Strategies. *Journal Of Management Studies*, 58(6), 1532-1568.

Jacobs, M. (2017). “Combatiendo los Interlocks Anticompetitivos: Sección 8 del Clayton Act como Modelo para Economías Pequeñas y Emergentes”, en *Reflexiones sobre el Derecho de la Competencia*, FNE.

Jensen M., Ruback R. (1983). The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 11.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., And Shleifer, A. (1999) “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*.

Maksimovic, Vojislav and Phillips, Gordon M. (2013) *Conglomerate Firms, Internal Capital Markets and the Theory of the Firm*, Robert H. Smith School Research Paper.

Morck, R., Wolfenzon, D. y Yeung, B., en “Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth” (2005).

OCDE (2008). Policy Roundtables, Minority Shareholdings.

Pozzoli, M. and Venuti, M. (2014) Related Party Transactions and Financial Performance: Is There a Correlation? Empirical Evidence from Italian Listed Companies. *Open Journal of Accounting*.

Rasheed P. C. Abdul, Iqbal Thonse Hawaldar & T. Mallikarjunappa (2022): Related Party Transactions and firm value: the role of governance mechanism, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*.

Richardson, G., Wang, B., & Zhang, X. (2016). Ownership structure and corporate tax avoidance: Evidence from publicly listed private firms in China. *Journal Of Contemporary Accounting & Economics*, 12(2), 141-158.

Saragih, J. (2022). Related party transactions: Review of the literature. *Sebelas Maret Business Review*, 6(2).

Thépot, Florence (2023) *Interlocking Directorates in Europe: An Enforcement Gap?* Corradi and Nowag (eds.), *The Intersections Between Corporate and Antitrust Law*, Cambridge University Press.

Yan, An (2006) Value of Conglomerates and Capital Market Conditions, *Financial Management*, Financial Management Association International, vol. 35(4).

Yeung, B., (2005), “Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIII.

Yohanes E. Riyanto, Linda A. Toolsema (2008), “Tunneling and propping: A justification for pyramidal ownership”.