

ANT.: Solicitud de investigación en los mercados de Auditoría Externa y Clasificación de Riesgo, Rol N° 1925-11 FNE.

MAT.: Minuta de Archivo (I).

Santiago, 12 ABR 2012

A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO
DE : JEFE DIVISIÓN INVESTIGACIONES

I. ANTECEDENTES

1. Con fecha 8 de agosto de 2011 se recibió presentación de la H. Cámara de Diputados en la que solicitaba investigar los mercados de auditorías externas y clasificaciones de riesgo, atendido a que existiría una alta concentración de los actores que participan en ellos.
2. En razón de lo anterior, esta Fiscalía procedió a oficiar a las principales empresas participantes de los mercados indicados, solicitándoles información respecto de los mismos, citándolas a declarar y oficiando a organismos públicos con el objeto de que los mismos aportaran información respecto de los mercados antedichos.

II. LA INDUSTRIA Y EL MERCADO RELEVANTE

II.1 Características de la Industria

3. En primer término, es necesario establecer que los mercados de auditorías externas y clasificaciones de riesgo corresponden a dos mercados diferentes e independientes entre sí, en los cuáles los productos ofrecidos y los participantes difieren totalmente. Por lo tanto, el análisis de la industria debe hacerse respecto de cada uno de los mismos por separado.

4. Sin perjuicio de ello, se debe notar que muchos de los problemas que pueden afectar la dinámica competitiva en ambos mercados dicen relación con las características mismas de los productos ofrecidos, los que corresponden a “bienes de información (*“information goods”*)”, que son aquellos cuyo valor se deriva principalmente de la información que contienen. En efecto, en ambos mercados, el producto ofrecido consiste en información, respecto de la veracidad de los estados financieros de una empresa en un caso y de la capacidad financiera de los emisores de instrumentos de valor en otro. Lo anterior conlleva una serie de consecuencias para la dinámica competitiva en ambos mercados, implicando que la competencia deba fundarse de manera importante en la calidad (el valor del producto se determina por la calidad de la información misma) y en el hecho de ser bienes de experiencia, que implica que sea principalmente la reputación establecida y otros indicadores indirectos de calidad los que dirijan gran parte de la demanda por este tipo de servicios.

a. Auditorías Externas

5. El rol de los Auditores Externos (“AE”) es el de constatar que la información proporcionada a la Superintendencia de Valores y Seguros, a los inversionistas y al público en general sea una expresión verdadera de la situación financiera de las sociedades fiscalizadas. De acuerdo al artículo 239 de la Ley N°18.045 “De Mercado de Valores” (“LMV”), las principales funciones de los AE son las siguientes: *“a) Examinan selectivamente los montos, respaldos y antecedentes que conforman la contabilidad y los estados financieros; b) Evalúan los principios de contabilidad utilizados y la consistencia de su aplicación con los estándares relevantes, así como las estimaciones significativas hechas por la administración y; c) Emiten sus conclusiones respecto de la presentación general de la contabilidad y los estados financieros, indicando con un razonable grado de seguridad, si ellos están exentos de errores significativos y cumplen con los estándares relevantes en forma cabal, consistente y confiable.”*
6. A mayor abundamiento, las empresas que participan de este mercado prestan además una serie de servicios anexos a los de auditoría, los que se

agrupan genéricamente bajo la denominación de servicios de consultoría. Entre ellos se cuentan los siguientes: auditoría interna, asesoría legal y tributaria, asesoría laboral, *outsourcing* contable, aseguramiento de procesos, asesoría en tecnologías de la información, asesoría financiera, asesoría en riesgo y gestión y asesoría en transacciones o fusiones y adquisiciones, entre otros¹.

7. Las empresas de AE son fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) y sólo pueden prestar sus servicios previa inscripción en el “Registro de Empresas de Auditoría Externa” de la misma². La SVS, por su parte, tiene el rol de regular “*los contenidos esenciales*” de las normas de procedimiento, control y análisis de auditoría, “*los estándares mínimos de idoneidad técnica y sus formas de acreditación*”³. Según declararon los participantes de la industria, en el año 2010 la SVS endureció los requisitos para formar parte de dicho Registro⁴, lo que redujo el número de empresas de AE con inscripción vigente de más de 400 a las 63 que están inscritas y vigentes en la actualidad.
8. Ahora bien, es de público conocimiento y así lo declararon los participantes del mercado en autos, que tanto en Chile como en el resto del mundo existen 4 grandes empresas auditoras de cobertura mundial que son de un tamaño considerablemente superior a las restantes, denominadas las “4 grandes” (“*Big Four*”): Deloitte Touche Tohmatsu, Pricewaterhousecoopers, Ernst & Young y KPMG. Chile no escapa de la tendencia mundial, dominando las filiales chilenas de las referidas empresas más del 90% del mercado de las auditorías externas en nuestro país⁵, siendo éstas las

¹ Según declararon los participantes del mercado en el expediente, la mayor concentración entre las 4 grandes estaría dada en los servicios de auditoría financiera, habiendo mayor competencia de otros actores en los restantes servicios.

² Artículo 240 inciso final de la LMV.

³ Id.

⁴ Mediante la introducción de la Norma de Carácter General N° 275, de fecha 19 de Enero de 2010, que “Establece Normas de Inscripción y Funcionamiento del Registro de Empresas de Auditoría Externa”.

⁵ De acuerdo a lo declarado en el proceso por los actores del mercado y a datos de la SVS. Sin embargo, se hace presente que no fue posible recabar datos exactos sobre la participación de las restantes empresas AE que no forman parte del grupo de las 4 grandes, por lo que los índices de concentración que se presentan son estimativos.

siguientes: Deloitte Auditores y Consultores Ltda., Pricewaterhousecoopers Auditores y Consultores Cia. Ltda., Ernst & Young Servicios Profesionales de Auditoría y Consultoría Ltda. y KPMG Auditores Consultores Ltda.

9. Dicha estructura mundial de mercado, que se ha replicado en nuestro país, debe su explicación principalmente a las fusiones que se produjeron desde 1989 en adelante entre las 8 empresas AE que dominaban el mercado en la década de los 80, entonces llamadas “Big 8”⁶. Dicho proceso de fusiones se debió a varios factores, citándose en la literatura⁷ como los principales a los siguientes: i) el gran crecimiento e internalización de los negocios, principalmente de Estados Unidos, que habría provocado la necesidad de contar con AE globales; ii) el deseo de obtener mayores economías de escala por parte de las AE; iii) la necesidad de generar conocimiento técnico y específico respecto de cada industria; y iv) el hecho de que por regulación las AE no podían financiarse vía instrumentos de inversión, por lo que las fusiones resultaron críticas para el crecimiento y modernización de las mismas. Por su parte, como se expondrá con mayor detalle más adelante, se señalan como factores que aportan a que el dominio de las 4 grandes se mantenga a los siguientes: i) la falta de recursos e incapacidad de los pequeños y medianos auditores para proveer servicios a gran escala; ii) la preferencia que las compañías que cotizan en bolsa parecen tener por las 4 grandes debido a su reputación; y iii) las dificultades que implica aumentar el capital de la empresa, debido a limitaciones regulatorias⁸.
10. En cuanto al mercado chileno, de acuerdo a la información de ingresos aportada por las principales empresas que participan en éste, éstas

⁶ Ver por ejemplo: “OECD Policy Roundtables, Competition and Regulation in Auditing and Related Professions, 2009”: “En 20 años, la mitad de las 8 grandes firmas de auditoría desaparecieron como resultado de una serie de fusiones y del escándalo corporativo/contable que involucró a Arthur Andersen. (...). En muchas jurisdicciones las restantes 4 grandes (PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young y KPMG) son los únicos actores importantes en el mercado de auditorías y servicios contables para empresas abiertas en bolsa o de gran tamaño, siendo la participación de mercado de las firmas de auditoría intermedias reducida”.

⁷ United States General Accounting Office, “Public Accounting Firms. Mandated Study on Consolidation and Competition”, Julio 2003, pág.14.

⁸ “OECD Policy Roundtables, Competition and Regulation in Auditing and Related Professions, 2009”, pág. 23.

facturan más de \$100 mil millones de pesos anuales⁹. A partir de dicha información se elaboró el cuadro N°1, que da cuenta de los rangos de participación de mercado¹⁰ de los principales actores de esta industria, desde el año 2006 al 2010, dando como resultado que los niveles de concentración para el año 2010, exceden los 2.500 puntos¹¹, cifra considerada elevada de acuerdo a los estándares que indica la Guía de Análisis de Operaciones de Concentraciones Horizontales de la FNE¹²:

Cuadro N° 1
Participaciones de Mercado¹³
(%)

Auditora/Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AE N°1	30-35%	30-35%	30-35%	25-30%	25-30%	30-35%
AE N°2	20-25%	20-25%	20-25%	25-30%	25-30%	25-30%
AE N°3	25-30%	25-30%	25-30%	20-25%	20-25%	20-25%
AE N°4	5-10%	5-10%	5-10%	10-15%	10-15%	10-15%
Otras	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Información aportada por las empresas

11. De acuerdo a lo expresado por las empresas en el proceso, las empresas de menor tamaño sumarían entre un 8% a 10% de participación total. La distancia con la empresa que seguiría a las 4 grandes, según lo declarado por los mismos actores, sería de consideración. En efecto la empresa que seguiría a los 4 grandes en participación, contaría con alrededor de un 3% del mercado¹⁴.

⁹ Según información entregada por las empresas, que consta en el Anexo Confidencial N°1.

¹⁰ Las participaciones exactas de mercado para los años referidos constan en el Anexo Confidencial N°2.

¹¹ Dada la reducida participación de las restantes empresas, en caso de considerárseles para el cálculo del índice HHI, la variación no sería significativa.

¹² Página 14.

¹³ Según lo declarado por las empresas AE en el expediente, las participaciones de las "4 grandes" para el año 2011 podrían haber cambiado levemente, variando la participación de la AE N°1 en relación a la AE N°2.

¹⁴ Según lo declarado por los actores del mercado en el expediente.

12. Ahora bien, en lo que se refiere a los demandantes de los servicios de auditoría externa, estos son mayormente las empresas que por Ley están obligadas a auditar sus estados financieros¹⁵. Así, en un primer término están las sociedades anónimas abiertas, según lo dispuesto por el artículo 52 de la Ley N°18.046, de Sociedades Anónimas ("Ley S.A."): *"La junta ordinaria de accionistas de las sociedades anónimas abiertas deberá designar anualmente una empresa de auditoría externa (...) con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros de la sociedad..."*¹⁶. De la misma forma, las empresas sujetas a supervisión estatal (Bancos, las Compañías de Seguros, las Isapres y las AFP's, entre otras) también tienen la obligación de designar auditores externos, de acuerdo a lo dispuesto por su respectiva regulación sectorial¹⁷.
13. En dicho sentido, se estima que la demanda por los servicios de auditoría externa estaría conformada principalmente por las empresas reguladas o sujetas a fiscalización estatal, las sociedades anónimas abiertas, las cerradas de mayor tamaño y algunas empresas medianas que por la naturaleza o mayor profesionalización de su negocio, requieran de una validación externa de sus estados financieros.
14. De la información y declaraciones de los actores del mercado en el expediente se concluye que en lo que se refiere específicamente a S.A. abiertas, alrededor del 90% de las mismas sería auditada por una de las 4 grandes¹⁸. Relacionado con lo anterior, considerando la información de los 50 principales clientes de cada una de las 4 grandes, se desprende que entre sociedades anónimas abiertas y cerradas concentran en el año 2010 el 73,5% de los clientes de estas empresas, que por lo general no solamente solicitan auditorías, sino que además servicios como gestión de

¹⁵ Cuestión corroborada por lo declarado en el expediente por los participantes en la industria.

¹⁶ Por su parte, las sociedades anónimas cerradas tienen la opción de *"...nombrar anualmente dos inspectores de cuentas titulares y dos suplentes, o bien auditores externos independientes, con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros..."*. Artículo 51 de la Ley S.A.

¹⁷ Así, por ejemplo, el artículo 16 de la Ley General de Bancos indica *"En las instituciones financieras fiscalizadas por la Superintendencia, el Balance General al 31 de diciembre de cada año deberá ser informado por una firma de auditores externos"*.

¹⁸ En efecto, las otras empresas declararon tener pocos clientes S.A. abiertas y ser éstos poco representativos.

recursos humanos y asesorías tributarias, según se desprende del siguiente cuadro:

Cuadro N°2

Tipo de Empresas que Demandan Servicios a las 4 grandes AE (% de sus 50 principales clientes)

Tipo de Sociedad	2006	2007	2008	2009	2010
S.A. Cerrada	44,0%	44,0%	38,0%	38,5%	40,5%
S.A. Abierta	28,5%	31,5%	31,0%	33,0%	33,0%
Otro	14,5%	13,5%	13,5%	16,0%	13,0%
Limitada	9,0%	8,5%	12,5%	8,5%	10,5%
Estatal	3,0%	2,0%	3,0%	4,0%	2,5%
Corporación	1,0%	0,5%	2,0%	0,0%	0,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Información aportada por las empresas.

15. Por último, se debe consignar que una característica relevante del funcionamiento de la industria es el hecho de que las mismas empresas evaluadas son las que pagan por dichos servicios. Ello podría implicar un problema de incentivos económicos, puesto que las AE buscarán obtener más clientes, los que a su vez buscarán una mejor evaluación.

b. Clasificación de Riesgo

16. Las Clasificadoras de Riesgo (CDR) cumplen la función de emitir una opinión respecto de la capacidad financiera de un emisor de instrumentos de oferta pública, de acuerdo a información pública y/o privada entregada voluntariamente por el mismo emisor. Así, cumplen con el rol de evaluar la capacidad de un emisor de deuda de pagar la misma, determinando el riesgo de no pago de sus compromisos, reduciendo así la asimetría de información existente entre los emisores y los inversionistas. De acuerdo a la LMV, las CDR son sociedades que tienen como objeto exclusivo clasificar valores de oferta pública¹⁹ y otros que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros, debiendo velar por su independencia y objetividad en el proceso de clasificación.

¹⁹ Artículo 71 de la LMV.

17. En lo que respecta al mercado de clasificación de riesgo, este está determinado por lo dispuesto en el Artículo 76 de la LMV, que dispone: *“Los emisores de valores de oferta pública que emitan títulos representativos de deuda, deberán contratar, a su costo, la clasificación continua e ininterrumpida de dichos valores con a lo menos dos clasificadoras de riesgo diferentes e independientes entre sí. Los emisores de valores de oferta pública que emitan acciones o cuotas de fondos de inversión podrán someter voluntariamente a clasificación tales valores. Sin perjuicio de lo señalado en el inciso anterior, tratándose de los títulos de deuda emitidos de conformidad a lo dispuesto en el Título XVII bastará la contratación de una clasificación continua e ininterrumpida de riesgo, respecto de tales valores. Las entidades que proporcionen el servicio de clasificación deberán actualizar y hacer públicas sus clasificaciones en la forma y con la periodicidad que determine la Superintendencia.”*
18. De acuerdo a la Ley, la clasificación de riesgo de valores de oferta pública consistentes en títulos representativos de deuda consiste en categorizarlos en distintas clases en consideración a: i) la solvencia del emisor; ii) la probabilidad de no pago del capital e intereses; iii) las características del instrumento y; iv) la información disponible para su clasificación²⁰. Las categorías de clasificación de títulos de deuda están determinadas por Ley²¹, distinguiendo ésta entre las categorías para títulos de deuda de largo plazo (9 en total, en donde la mejor calificación corresponde a la categoría AAA y la peor a la E) y categorías para títulos de deuda de corto plazo (5 en total, en donde la mejor calificación corresponde a la categoría N-1 y la peor a la N-5). Por su parte, los títulos accionarios se clasifican en *“acciones de primera clase, de segunda clase o sin información suficiente, en atención a la solvencia del emisor, a las características de las acciones, a la información del emisor y sus valores y a otros factores que determinen los procedimientos de clasificación”*²².

²⁰ Artículo 88 de la LMV.

²¹ Ídem.

²² Artículo 91 de la LMV. A su vez, *“las cuotas de fondos de inversión se clasificarán en cuotas de primera clase, de segunda clase o sin información suficiente, en atención a la política de inversión del fondo, la pérdida esperada por no pago de los créditos en que invierta, la calificación técnica de la sociedad administradora y a otros factores que determinen los procedimientos de clasificación”. Id.*

19. Al igual que las AE, las CDR deben estar inscritas en un Registro de la SVS, denominado “Registro de Entidades Clasificadoras de Riesgo”²³, para lo cual deben cumplir con una serie de requisitos legales, siendo los más relevantes para efectos del presente informe los siguientes:
- a. Patrimonio: Las entidades clasificadoras deberán comprobar ante la Superintendencia y mantener permanentemente, un patrimonio igual o superior al equivalente a 5.000 unidades de fomento²⁴.
 - b. Inhabilidades e incompatibilidades: el artículo 80 de la LMV establece una serie de impedimentos para formar parte de una CDR a personas que tengan inhabilidades legales (como por ej. el haber sido declarado fallido, estar dentro de las inhabilidades e incompatibilidades para ser director de una S.A. o ser una sociedad que por Ley tenga un objeto exclusivo) como también incompatibilidades por el cargo que desempeñan (como por ejemplo los funcionarios del Banco Central o de la SVS, SBIF y SP).
 - c. Prohibición de tener interés: De acuerdo al artículo 82 de la LMV tampoco pueden participar en una determinada clasificación de un emisor, aquellas personas que la Ley califica con interés en el mismo, como son sus relacionadas, trabajadores, asesores o aquellos que posean valores en el mismo, entre otros.
 - d. Limitación a los ingresos provenientes de un mismo Emisor: *“Los ingresos obtenidos por el servicio de clasificación de valores de oferta pública que se realice en forma obligatoria o voluntaria, provenientes de un mismo emisor o grupo empresarial no podrán exceder del 15% de los ingresos totales en un año, por concepto de clasificación, a contar del inicio del tercer año de registrada la sociedad clasificadora”*²⁵.

²³ Artículo 71 de la LMV.

²⁴ Artículo 72 de la LMV. Dicho artículo dispone además que *“Las entidades clasificadoras de riesgo deberán ser sociedades de personas. El capital deberá pertenecer a lo menos en un 60% a los socios principales (...)”*.

²⁵ Artículo 82 bis de la LMV.

20. De acuerdo al registro de la SVS, actualmente existen 4 clasificadoras de riesgo con inscripción vigente en Chile²⁶: i) Fitch-Chile Clasificadora de Riesgo Ltda. (“Fitch”) ii) Feller-Rate Clasificadora de Riesgo Ltda. (“Feller”); iii) Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda. (“Humphreys”) y; iv) International Credit Rating Compañía Clasificadora de Riesgo Ltda. (“ICR”). Por tanto, el mercado está reducido a las mismas. Al igual que en el caso de las AE, la conformación del mercado chileno se parece bastante a la del mercado mundial de CDR. En efecto, en el mundo existen 3 CDR de mayor presencia internacional: Standard and Poor’s (S&P), Moody’s y Fitch, las que concentrarían el 94% del mercado global, teniendo las 2 primeras alrededor de un 40% del mercado y la última un 15%²⁷.
21. De las nombradas, la única que no participa de alguna forma en el mercado chileno es Moody’s. En efecto, de acuerdo a información proporcionada por las CDR al expediente, S&P tiene una alianza comercial en Chile con Feller-Rate y Fitch opera en el país a través de una filial, siendo la única agencia internacional que opera directamente en Chile y no a través de alianzas. Por su lado, ICR mantiene una alianza con DBRS²⁸, otra empresa internacional. Por tanto, de todas las empresas participantes en el mercado chileno, la única que no mantiene actualmente ninguna alianza o participación con alguna empresa extranjera es Humphreys.
22. De acuerdo a la literatura atinente, existirían una serie de factores que explicarían el reducido número de competidores y el nivel de concentración que se aprecian en este mercado tanto en Chile como en el resto del mundo²⁹. El más relevante, según se ha dicho, es el hecho de que las clasificaciones de riesgo son bienes de “experiencia”, lo que implica que la calidad de una clasificación determinada solo se conoce ex post y utilizando una muestra de tamaño significativo. Así, la reputación construida en base a un registro de largo plazo sería la principal ventaja competitiva. Además, los

²⁶ Obtenido de www.svs.cl, última visita el 16 de enero de 2012. Empresas ordenadas por participación de mercado, según se detallará más adelante.

²⁷ Fondo Monetario Internacional, *The uses and abuses of sovereign credit ratings*, IMF Global Financial Stability, Reporte, Octubre 2010, pág. 88.

²⁸ DBRS Limited (www.dbrs.com, última visita el día 20 de febrero de 2012).

²⁹ OECD Hearings, *“Competition and Credit Rating Agencies”*, pág.6.

inversionistas valorarían el hecho de que existan pocas CDR porque cada una proporciona un estándar común para evaluar el riesgo, evitándoles tener que invertir mayores recursos para interpretar muchos estándares distintos. Además, las relaciones de confianza generadas con una o dos clasificadoras de riesgo también contribuirían a mantener la referida estructura de mercado. Las consideraciones anteriores han llevado a que el mercado en comento incluso sea definido como un “oligopolio natural” por algunos académicos³⁰.

23. En lo que se refiere a la participación de mercado de las mismas en Chile existen dos clasificadoras que concentran más del 76% de los ingresos provenientes por las actividades de clasificación de riesgos, presentando un nivel de concentración medido por el HHI de 3.204 puntos, valor considerado elevado de acuerdo a los estándares establecidos en la Guía Interna de Análisis de Operación de Concentración Horizontal.

Cuadro N°3

Participaciones de Mercado y Nivel de Concentración

Clasificadora/año	2008	2009	2010
Fitch	35,9%	40,5%	39,4%
Feller	41,7%	35,4%	36,9%
Humphreys	17,7%	17,4%	14,0%
ICR	4,7%	6,7%	9,7%
Total	100%	100%	100%
HHI	3.360	3.240	3.200

Fuente: Información pública obtenida de la SVS.

24. Por último, es de notar que a nivel mundial el mercado de las CDR ha estado bajo un fuerte escrutinio ya que su funcionamiento ha distado mucho del ideal. Teóricamente, en un mercado competitivo, mientras más veraces y precisos sean sus reportes, su reputación debiera incrementarse, con el consecuente incremento de su participación de mercado, y viceversa, la demanda de sus servicios debería disminuir en la medida que se detecten

³⁰ La profesora Patricia Langohr, de la Essec Business School de Francia, definió este mercado como un “oligopolio natural” por los factores mencionados, señalando: “El mercado de las clasificaciones de riesgo no puede sostener un gran número de participantes. El mercado permanecerá como un oligopolio en donde las empresas tienden a competir por el mercado (para convertirse en un estándar) más que en el mercado”. Ver OECD Hearings, “Competition and Credit Rating Agencies”, pág.6.

más errores en sus reportes. Pero lo que se ha observado a nivel mundial, es que no obstante los múltiples y errores en que han incurrido, no pareciera haber mayor sanción por parte de los requirentes de los servicios, manteniéndose relativamente constantes los niveles de participación³¹.

II.2 Mercado Relevante

a. Auditorías Externas

25. De acuerdo a la información recopilada, esta Fiscalía estima que el mercado relevante de producto es el de la prestación de los servicios de auditoría externa a empresas que lo requieran por Ley y otro tipo de empresas que por su tamaño y/o particularidad de su negocio, tengan la necesidad de dar una señal al mercado relativa a la veracidad de la información de sus estados financieros.
26. En esa línea, se ha establecido, de acuerdo a lo declarado por las 5 mayores AE del mercado, que las empresas requirentes de servicios de AE que conforman el mercado relevante de autos, ya descritas, mayoritariamente no contratan los servicios de auditoría o contabilidad prestados por los auditores personas naturales o jurídicas de menor tamaño, por lo que éstos no serían competencia relevante para las mayores firmas de auditoría del mercado³². De la misma forma, se estima que las empresas de menor tamaño o que están fuera de las descritas al definir el mercado relevante, en forma general, tampoco demandan los servicios de AE propiamente tales, ya que no requieren de una validación externa de sus estados financieros, salvo casos excepcionales³³.

³¹ Ello pese a que los ejemplos respecto de errores en las clasificaciones de riesgo han sido públicamente conocidos a nivel mundial e involucran casos tan bullados como el no haber previsto o subestimado la crisis asiática en 1997 y el desastre financiero de la empresa ENRON en USA, el haber mantenido a Lehman Brothers en calificación "A" un mes antes de su colapso y haberle dado la clasificación más alta a una variedad de instrumentos financieros que conformaron la crisis subprime.

³² En efecto, todos indicaron que los auditores de menor tamaño no prestan servicios a las empresas más grandes, aduciendo limitaciones tales como personal, infraestructura y el tope legal de ingresos por cliente (15%).

³³ Según las declaraciones recogidas en el expediente, los servicios de AE serían caros y de no mucha utilidad para una Pyme. Algunas razones para ello sería un mayor involucramiento del dueño en la administración y contabilidad de la empresa, reduciendo la necesidad de un aseguramiento externo.

27. La conclusión anterior es similar a la que ha llegado la Office of Fair Trading (OFT) en Inglaterra, quien recientemente elaboró un informe respecto del mercado de AE en dicho país³⁴. Sin perjuicio de que dicho informe reconoce la dificultad que conlleva establecer un límite preciso para determinar lo que constituye una “gran empresa” en este contexto, indicó que *“Concluimos que las auditorías a las empresas FTSE 350 puede ser un límite apropiado del mercado de auditorías para grandes empresas”*³⁵.
28. En lo que se refiere a la sustitución de producto, se advierte que al menos respecto de las S.A. abiertas y otras empresas sujetas a fiscalización estatal, las auditorías externas no tienen sustitutos porque la Ley obliga a las mismas a auditarse externamente, no permitiendo suplir dicha obligación a través de otro servicio.
29. En cuanto al mercado relevante geográfico, se estima que el mismo tiene alcance nacional, ya que las empresas auditoras, especialmente las 4 grandes, tiene oficinas en varias ciudades del país, desde las cuáles prestan sus servicios a empresas que lo requieren para sus operaciones a nivel nacional³⁶.

b. Clasificación de riesgo

30. Se considera que el mercado relevante de producto corresponde al de la prestación de los servicios de clasificación de riesgo de valores de oferta pública. Tal como ya se señaló, en Chile sólo existen 4 empresas que

³⁴ “Statutory audit. Consultation on the OFT’s provisional decision to make a market investigation reference to the Competition Commission of the supply of statutory audit services to large companies in the UK.” Julio 2011.

³⁵ Id., pág. 20. El índice FTSE 350 es un índice financiero, abreviación de Financial Times Stock Exchange, compuesto por los 350 principales valores de la Bolsa de Londres. Ver: www.ftse.com. Es de notar que el mismo documento señala que no descarta la existencia de un sub-mercado menor compuesto por las empresas FTSE 100.

³⁶ En efecto, las 4 grandes tienen oficinas en las siguientes ciudades, según se desprende de sus páginas web (última visita el 16 de enero de 2012):

- PWC: Antofagasta, Viña del Mar, Santiago, Concepción y Puerto Montt.
- KPMG: Viña del Mar, Santiago y Concepción.
- Deloitte: Antofagasta, Viña del Mar, Santiago, Concepción y Puerto Montt.
- E&Y: Viña del Mar, Santiago, Concepción y Puerto Montt.

actualmente cuentan con inscripción vigente para prestar dichos servicios: Fitch, Feller-Rate, Humphreys e ICR.

31. En cuanto a las posibilidades de sustitución, se aprecia que la misma no sería posible respecto de los valores de oferta pública consistentes en títulos representativos de deuda, ya que la Ley obliga a que los mismos sean clasificados continua e interrumpidamente por al menos 2 CDR, sin que exista posibilidad de que ello se haga por medio de otro servicio. Respecto de las acciones y cuotas de fondos de inversión, al ser dicha clasificación voluntaria, si podrían existir grados de sustitución, como por ejemplo, respecto de otro tipo de informes independientes. Sin perjuicio de ello, se estima que dicha sustitución no sería muy relevante³⁷.
32. En lo que se refiere al mercado relevante geográfico, este tiene alcance nacional, ya que se presta indistintamente a empresas cuya cobertura abarca todo el país. Por lo demás, la clasificación que se hace de cada instrumento en cada ocasión es sólo una para todo el país.

³⁷ De acuerdo a la información proporcionada por las empresas y a la que consta en la página web de la SVS, se aprecia que una parte considerable de las empresas que emiten acciones o cuotas de fondos de inversión, someten las mismas a clasificación, por lo que en los hechos dicha sustitución no sería tal.

II.3 Condiciones de Entrada³⁸ y Salida a los Mercados de Auditoría Externa y Clasificación de Riesgo

a. Condiciones de Entrada

33. Se ha establecido que en ambos mercados existen barreras a la entrada de consideración, las que se enunciarán a continuación.
34. En lo que se refiere al mercado de AE, se ha podido constatar la existencia de barreras regulatorias a la entrada de consideración, principalmente por lo dispuesto en el inciso 2° del artículo 51 del Reglamento de S.A.³⁹, que impide que un determinado cliente represente más de un 15% del ingreso total mensual de una AE. Lo anterior conlleva una clara dificultad para un entrante de atender a una empresa de ya cierto tamaño puesto que la misma podría representar un porcentaje de su facturación que supere el máximo reglamentario. Si bien se entiende que la norma anterior encuentra su fundamento en la necesidad de garantizar la independencia de las AE respecto un cliente en particular y que la misma corresponde a un principio normativo de extensión mundial⁴⁰, si se debe concluir que tiene, al menos, el potencial de limitar la entrada al mercado⁴¹.
35. De la misma forma, en cuanto a las características y funcionamiento del mercado, de acuerdo a la información recabada en el expediente, las 4

³⁸ Esta Fiscalía entiende por barrera a la entrada el impedimento al ingreso de competidores o la ventaja de costos que posee una empresa establecida en el mercado frente a una firma que desea entrar. Ver "Guía Interna para el Análisis de Concentraciones Horizontales", Fiscalía Nacional Económica, octubre de 2006, disponible en <http://www.fne.cl>.

³⁹ Norma que dispone: "*Los ingresos mensuales de los auditores externos que provengan de un mismo cliente, sea directamente o a través de personas naturales o jurídicas, no podrán exceder al 15% de su ingreso mensual total.*"

⁴⁰ Así se desprende del reporte OFT, por ejemplo.

⁴¹ Otras barreras regulatorias son las siguientes: i) Los estándares mínimos de idoneidad técnica exigidos por la SVS en su Circular N° 275-2010, que exige una experiencia mínima de 5 años a los socios principales, las personas encargadas de la dirección y conducción de auditorías y; ii) La letra e) del artículo 241 de la LMV expresa que no pueden ser socios de una empresa de auditoría: "*los administradores de bancos e instituciones financieras, bolsas de valores, intermediarios de valores o de cualquier inversionista institucional y las personas que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, posean el 5% o más de su capital*". De dicha forma, se limita su capacidad de tener socios externos para financiar las inversiones requeridas para aumentar su infraestructura en orden a competir efectivamente con las 4 grandes, cuestión que dificulta aún más que surja una empresa que pueda desafiarlas.

grandes poseerían ciertos atributos muy difíciles de replicar por parte de otras empresas, los que se constituirían en barreras de entrada al mercado:

- a. Reputación y prestigio: la demanda por los servicios de AE es determinada principalmente por estos atributos y no por el precio: los servicios prestados son servicios profesionales, cuya calidad es difícil de evaluar y comparar en forma inmediata. Así, los demandantes de los servicios sólo contarían con indicadores indirectos de calidad, como el nivel de servicio, la marca y la reputación⁴².
- b. Tamaño: éste constituiría una barrera a la entrada, al menos en dos aspectos: i) Cobertura internacional: las 4 grandes cuentan con redes internacionales indispensables para auditar empresas con presencia internacional, como asimismo capacidad y volumen de prestar servicios a grandes empresas en forma simultánea, atributos con los que no cuentan las empresas menores, ni tampoco las intermedias, al menos en la misma escala⁴³ y; ii) Inversión en infraestructura, metodología y personal: de acuerdo a lo informado por las empresas, se ha establecido que la inversión en estandarización, metodologías comunes, tecnología y capacitación de personal serían atributos que marcarían una gran diferencia de las 4 grandes con las restantes empresas, tanto para atender clientes nacionales como internacionales y que no serían fácilmente replicables por potenciales entrantes⁴⁴.
- c. Mayor experiencia y especialización: de acuerdo a la información aportada al expediente, se ha establecido que la especialización sectorial y el mayor conocimiento de industrias complejas son importantes factores que los clientes tienen en cuenta al momento de

⁴² Ver: "Statutory audit. Consultation on the OFT's provisional decision to make a market investigation reference to the Competition Commission of the supply of statutory audit services to large companies in the UK.", julio 2011, pág. 28.

⁴³ En efecto, se ha establecido en autos que las empresas multinacionales tienden a ser auditadas por la misma AE en todos los países en los que tienen presencia, exigiendo la misma calidad y estándares en todos estos, atributos que según los participantes del mercado, sólo las 4 grandes podrían asegurar.

⁴⁴ En dicho sentido, según las principales empresas del mercado, la inversión en capacitación, tecnología y desarrollo de procesos tiene como fin llegar a un grado de estandarización importante a nivel mundial, lo que requeriría de bastantes años y un monto importante de inversión.

seleccionar auditores y que las 4 grandes contarían con fuertes ventajas competitivas en lo que se refiere a dichos aspectos⁴⁵.

36. Ahora bien, en lo que respecta al mercado de las CDR, también existen barreras legales y regulatorias que pueden tener el efecto de limitar la entrada a este mercado. Así, el artículo 82 bis de la LMV también contempla una barrera legal respecto del porcentaje de ingresos máximos que puede representar un determinado cliente para la CDR, siendo igualmente de un 15%, para los primeros 3 años. Asimismo, las múltiples incompatibilidades e inhabilidades que establece la Ley para ser socio de una CDR, limitan el universo de posibles entrantes al mercado. Ahora bien, en cuanto a las características estructurales del mercado, la reputación establecida también operaría como barrera de entrada, constituyendo un intangible esencial y de mucho valor. En cualquier caso respecto de las barreras a la entrada, se debe tener presente que existe un caso reciente de un entrante que ha podido ingresar al mercado y competir en el mismo: ICR.

b. Costos de Cambio o Condiciones de Salida

37. Complementando el análisis realizado hasta ahora, se debe consignar que según se ha recabado en el expediente, ambos mercados presentarían una baja rotación de clientes de una empresa a otra, lo que estaría dado por el hecho de que los mismos enfrentarían costos de cambio de consideración, lo que también dificulta la captación de clientes por parte de un entrante⁴⁶.

⁴⁵ Así, se ha determinado que algunas bases de licitación de empresas estatales, por ejemplo, requieren un proceso de precalificación técnica al momento de elegir a sus auditores. De la misma forma, los actores del mercado declararon en el proceso que un aspecto fundamental a la hora de ganar una licitación o captar un nuevo cliente, es el conocimiento y especialización en la industria respectiva, señalando incluso que no es posible realizar AE a ciertas empresas si es que no se conoce como funciona el negocio.

⁴⁶ En el mercado de AE, dichos costos estarían dados principalmente por la inversión necesaria conocer adecuadamente a una empresa y sus procesos y por la mayor probabilidad de que los nuevos AE cometan errores. Para el caso de las CDR, el mayor costo sería el de la incertidumbre respecto de la clasificación que le va a asignar la nueva agencia, teniendo también incidencia las amplias causales de conflicto de interés que establece la ley, que pueden limitar el universo de posibles CDR a elegir por una empresa.

III. POSIBLES RIESGOS EN MATERIA DE COMPETENCIA Y RECOMENDACIONES

38. De acuerdo a lo señalado, y en relación a la solicitud de investigación recibida, se advierte que ambos mercados presenten altos índices de concentración, barreras a la entrada y costos de salida, todas características estructurales que podrían facilitar la ocurrencia de conductas anticompetitivas e implicar una falta de presión competitiva que podría relacionarse con las fallas que se vienen observando desde hace tiempo en el funcionamiento de los mismos. Se nota además que dichas características no son particulares de ambos mercados en Chile, sino que corresponden a la forma como los mismos se han configurado a nivel mundial.
39. Sin perjuicio de ello, no se determinó que en la actualidad, con la información disponible y en base a los antecedentes reunidos en el expediente, hayan existido conductas anticompetitivas particulares llevadas a cabo por parte de los actores de ambos mercados que ameriten abrir una investigación a su respecto, sino que se observa que es más bien la forma cómo se han configurado ambos a nivel mundial la que presenta elementos favorables a la concentración de los participantes en estos e incentivos económicos que impiden su adecuado funcionamiento. Por lo mismo, se estima que sin perjuicio de la posible ocurrencia de conductas anticompetitivas en el futuro que ameriten el inicio de una investigación por parte de esta Fiscalía, se requiere un análisis más amplio de la organización que presentan ambos mercados y los incentivos económicos que implica con el fin de determinar si ameritan o no la introducción de alguna reforma integral. Dicho análisis, sin perjuicio de corresponder también a otras instancias que deberán contar con la decisión técnica de los organismos y entidades sectoriales, importa siempre sopesar elementos de competencia con miras a hacer un balance con la protección de otros bienes jurídicos atingentes, relacionados con los mercados financieros en general, tales como la estabilidad o seguridad del sistema o la independencia que requieren tanto los AE como las CDR para llevar a cabo su labor adecuadamente, por ejemplo.

40. La recomendación anterior sigue la línea de estudios efectuados a nivel internacional en relación a ambos mercados, los que reconociendo las fallas que se observan en éstos, se enfocan más bien en la necesidad de una reforma regulatoria integral que apunte hacia la estructura de los mismos⁴⁷ y que sopesa los distintos bienes jurídicos involucrados. Así, por ejemplo, desde una óptica de competencia pura, con el objeto de disminuir las barreras a la entrada, se podría proponer eliminar la limitación de que un determinado cliente no puede representar más de un 15% de los ingresos de una AE, pero ello podría tener efectos negativos desde la óptica de la independencia que deben tener las AE respecto de sus clientes para cumplir con el rol de dar una opinión objetiva respecto de los estados financieros de los mismos, efecto que también debe tenerse en cuenta.
41. Así también, en el caso de las CDR, estudios económicos contienen datos en el sentido de que cuando Fitch entró al mercado mundial, dominado por Moody's y S&P, en vez de producirse mayor competencia en la calidad de las clasificaciones (v. gr. en su precisión), el efecto producido habría sido el que las calificaciones en general en el mercado habrían sufrido una "inflación"⁴⁸, es decir, una mejora unificada, cuestión que podría ser indicativa de que la presión competitiva obró en el sentido de mejorar la calificación para mantener al cliente y que junto con ser un elemento a tener en cuenta a la hora de analizar reformas estructurales que pretendan facilitar la introducción de nuevos actores al mercado, pareciera indicar que lo que se requiere introducir, más que consideraciones de competencia, son reformas regulatorias específicas.
42. En línea con lo señalado, son varias las recomendaciones que se han dado internacionalmente para intentar mejorar el funcionamiento de ambos mercados, cuyo análisis detallado excede el objeto de este informe y en algunos casos, la competencia de este organismo público, sin perjuicio de lo cual, se mencionan las siguientes a modo meramente ejemplar:

⁴⁷ Ver por ejemplo, "OECD Hearings, Competition and Credit Rating Agencies", 2010 y OECD, Competition and Regulation in Auditing and Related Professions, 2009, pág. 52, disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/8/8/44762253.pdf>, última visita el 16 de enero de 2012.

⁴⁸ OECD Hearings, "Competition and Credit Rating Agencies", 2010 pág. 10.

- a. Respecto del mercado de las AE: i) Fomento de las fusiones entre las firmas intermedias del mercado, a través de la eliminación de los límites legales con que cuentan para obtener financiamiento externo y revisión con especial recelo de cualquier intento de fusión entre las que dominan el mercado actualmente⁴⁹; ii) Avanzar hacia la estandarización de los procedimientos contables⁵⁰ con el fin de determinar claramente los requisitos mínimos de calidad y; iii) Adoptar medidas para evitar que un escándalo financiero de proporciones pueda ocasionar el colapso de alguna de las firmas actualmente existentes⁵¹, cuestión que eliminaría aún más la competencia⁵².
- b. Respecto del mercado de las CDR⁵³: i) Adoptar medidas con el fin de evitar los incentivos perversos que implica que sea el mismo clasificado el que le pague a la CDR, tales como obligar a que sea el inversionista el que pague por los reportes o crear una institución intermedia estatal que tenga como rol el asignar la CDR que va a calificar un determinado instrumento, todas soluciones sobre las que existe un gran debate y cuya eventual adopción requeriría de un análisis bastante más profundo; ii) Exigir a las CDR transparentar sus metodologías, modelos y supuestos de clasificación y; iii) Exigir que las CDR realicen un proceso de *due diligence* de la información que le proporcionen los inversionistas.
43. Por último, cabe advertir que existe consenso mundial en el hecho de que el producto ofrecido por los actores de ambos mercados, sobre todo en el caso de las CDR, no ha logrado cumplir con el rol que se les ha asignado por ley, careciendo en los hechos, tanto las AE como las CDR, de la

⁴⁹ OECD, "Competition and Regulation in Auditing and Related Professions", 2009, pág. 8.

⁵⁰ Id., pág. 9.

⁵¹ Ello basado fundamentalmente en la experiencia de la firma Arthur Andersen, la que constituía una quinta red de alcance mundial y desapareció por su involucramiento en el caso Enron.

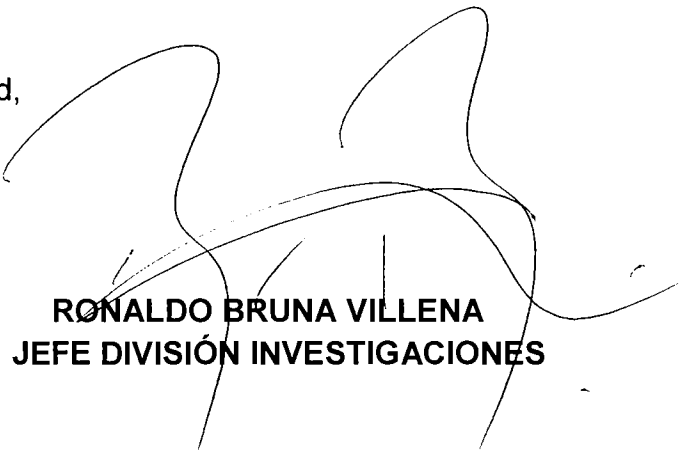
⁵² OECD, "Competition and Regulation in Auditing and Related Professions", 2009, pág. 8.

⁵³ OECD Hearings, "Competition and Credit Rating Agencies", 2010, pág. 20.

información, precisión e incentivos suficientes para informar inequívocamente al mercado⁵⁴ respecto de la veracidad de un determinado estado financiero o la capacidad financiera de un emisor, respectivamente. De acuerdo a ello, se ha señalado⁵⁵ que lo que debe revisarse y corregirse en primer lugar es el rol preponderante que la Ley les ha otorgado, el cual en base a la experiencia acumulada, no han sido capaces de cumplir, por lo que precisamente debiera cuestionarse es la confianza legislativa y regulatoria que se les ha conferido⁵⁶.

Por lo expuesto, dado que no se han detectado conductas anticompetitivas específicas por parte de los actores del mercado, se recomienda al Sr. Fiscal, salvo mejor parecer, decretar el archivo de los antecedentes.

Saluda atentamente a usted,



RONALDO BRUNA VILLENA
JEFE DIVISIÓN INVESTIGACIONES

MZP

⁵⁴ OECD Hearings, "Competition and Credit Rating Agencies", pág. 7.

⁵⁵ Id.

⁵⁶ En dicho sentido, se advierte también que el modelo actual contempla incentivos a los demandantes de la información proporcionada por las AE y las CDR de confiar la evaluación de una empresa o una inversión a las mismas y que sería conveniente que los incentivos regulatorios apuntaran más bien a que sean estos lo que realicen en mayor medida las indagaciones necesarias para ello.