

**ANT.:** Adquisición por parte de Grupo Security S.A. de Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. y otras. Rol F-6-2013.

**MAT.:** Informe de archivo de investigación sobre operación de concentración.

Santiago, **03 JUN. 2013**

**A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO (S)**  
**DE : JEFE DE DIVISIÓN DE FUSIONES Y ESTUDIOS**

Por medio del presente, y de conformidad a la Guía Interna para el Análisis de Operaciones de Concentración Horizontales (la "**Guía**"), presento a usted el siguiente informe, relativo a la operación del Antecedente (la "**Operación**"), recomendando archivar los antecedentes de la investigación iniciada, en virtud de las razones que a continuación se expresan:

#### **I. ANTECEDENTES**

1. Con fecha 14 de marzo de 2013, mediante hechos esenciales reportados a la Superintendencia de Valores y Seguros ("**SVS**"), Grupo Security S.A. e Inversiones Siemel S.A. comunicaron la celebración, por instrumento privado de la misma fecha, de un contrato de promesa de compraventa del que son partes Grupo Security S.A. ("**Grupo Security**"), en calidad de promitente comprador, y las empresas Inversiones Siemel S.A. ("**Siemel**") e Inversiones Angelini y Compañía Limitada ("**Angelini y Cía. Limitada**"), en calidad de promitentes vendedores.
2. Según consta en los reportes de ambas empresas, el objeto del referido contrato consiste en la adquisición por parte de **Grupo Security** y/o una o más de sus subsidiarias, de las siguientes sociedades: Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. ("**CDS Seguros de Vida**"), Cruz del Sur

Administradora General de Fondos S.A. (“**CDS Administradora General de Fondos**”), Cruz del Sur Capital S.A. (“**CDS Capital**”), Cruz del Sur Corredores de Bolsa S.A. (“**CDS Corredores de Bolsa**”) y Sociedad de Asesorías e Inversiones Cruz del Sur Limitada (“**CDS Asesorías e Inversiones**”), en adelante, conjuntamente, “**Grupo CDS**”.

3. El precio total que se pagará a Inversiones Siemel S.A. e Inversiones Angelini y Cía. Limitada por las compraventas prometidas asciende a la suma de **UF 6.210.011**, cifra que a la fecha de este informe supera los US \$280 millones.
4. Según se da cuenta en estas mismas comunicaciones de hechos esenciales a la SVS, Grupo Security realizó, con la misma fecha, una oferta para adquirir la totalidad de la participación que Siemel tiene en Hipotecaria Cruz del Sur Principal S.A. (“**Hipotecaria CDSur-Principal**”), la que representa aproximadamente el 51% del capital accionario. El precio ofrecido por dicha adquisición es de **63.396 UF**, aproximadamente US \$3 millones.
5. Todas las empresas del Grupo CDS son filiales de Siemel, sociedad que participa en ellas directamente y/o a través de CDS Seguros de Vida. Sumando sus participaciones directas e indirectas, Siemel es propietaria del 100% de las acciones de las empresas del Grupo CDS, salvo de CDS Seguros de Vida, en la que Inversiones Angelini es propietaria de una participación muy menor (inferior al 0,01%).
6. Siemel es una sociedad de inversiones del Grupo de Empresas Angelini, uno de los mayores conglomerados empresariales de Chile. Es la sociedad matriz de empresas que se desenvuelven en diversos rubros, entre los que destacan servicios financieros, seguros, sector inmobiliario, agroindustria, sector agropecuario y tecnologías de la información. A diciembre de 2011, Siemel gestionaba activos por más de US \$1.780 millones<sup>1</sup>.
7. Cada una de las empresas del Grupo CDS que se han prometido vender desarrolla distintos negocios financieros vinculados al mercado de seguros y/o al mercado de valores, del modo que se detalla a continuación:

---

<sup>1</sup> Así consta en la información corporativa general, disponible en el sitio web del grupo: <http://www.siemel.cl/siemel/qsomos.php> (última consulta: 26 marzo 2013).

- i. CDS Seguros de Vida, constituida en 1992, ofrece productos vinculados al giro de su denominación. Tiene una diversificada base de negocios, participando actualmente –al menos–, en los segmentos de: (i) seguros individuales, (ii) seguros colectivos y (iii) seguros previsionales. CDS Seguros de Vida tiene participaciones aproximadas de un 60% en CDS Administradora General de Fondos; de un 60% en CDS Capital, y de un 45% en CDS Inversiones. Hasta el 14 de marzo del presente, participaba también de un 35,7% de Hipotecaria Cruz del Sur Principal S.A., participación que fue adquirida por Siemel, según dan cuenta hechos esenciales informados a la SVS el 18 de marzo de 2013.
- ii. CDS Administradora General de Fondos Fondos S.A. fue constituida en 2003. Su actividad se centra en la administración de (i) fondos mutuos regidos por el Decreto Ley N° 1.328 de 1976; (ii) fondos de inversión regidos por la Ley N° 18.815; (iii) fondos de inversión de capital extranjero regidos por la Ley N° 18.657; (iv) fondos de la vivienda regidos por la Ley N° 19.281 y (v) otros tipos de fondos cuya fiscalización ha sido encomendada a la Superintendencia de Valores y Seguros en términos del artículo 220 de la Ley N° 18.045. Adicionalmente, puede administrar tipos especiales de fondos y desde 2009 administra también (vi) carteras de terceros.
- iii. CDS Capital es una sociedad anónima cerrada creada originalmente bajo el nombre de Skandia Chile S.A., como filial de la compañía sueca del mismo nombre. Su negocio consiste en la prestación de Servicios de Asesoría y consultoría a terceros en materias relacionadas con la operación de Fondos Abiertos Extranjeros cuya intermediación sea permitida en Chile, la representación de dichos fondos, la participación en otras personas jurídicas y la prestación de servicios de asesoría de diversa naturaleza. Cruz del Sur Capital S.A. posee el 99,9% de la propiedad de CDS Corredores de Bolsa.
- iv. CDS Corredores de Bolsa, a su vez, se constituyó originalmente con el nombre de Skandia Chile Corredores de Bolsa S.A. en agosto de 2000, tomando en 2009 su actual nombre. Actúa como corredora de bolsa de acuerdo a los artículos 24 y 27 de ley 18.045, realizando también las actividades complementarias a la intermediación de valores que ha autorizado la SVS. A través de CDS Corredora, las empresas de Grupo

CDS ofrecen una gran variedad de productos financieros, como fondos mutuos nacionales y extranjeros; administración de cartera para clientes de alto patrimonio; compra y venta de acciones; instrumentos de renta fija y moneda extranjera y la comisión de compra y venta de valores extranjeros en mercados externos.

CDS Corredora, además, custodia valores por cuenta de terceros y participa en el negocio de administración de carteras individuales e intermediación de moneda extranjera.

v. CDS Asesorías e Inversiones es una sociedad de responsabilidad limitada que se encarga de proveer servicios a las áreas de inversión de las empresas del Grupo CDS. Para ello, cuenta con equipos de profesionales que desarrollan análisis macroeconómicos y análisis particulares a determinados mercados o empresas. Esta sociedad, además, genera modelos de inversión y provee servicios de apoyo a la gestión de riesgo crediticio del Grupo CDS.

8. Por otra parte, Hipotecaria CDSur-Principal, es un agente administrador de mutuos hipotecarios endosables (“AAMHE”), que otorga y administra este tipo de financiamiento hipotecario<sup>2</sup>. Opera desde 2012, tras la fusión entre Principal Créditos Hipotecarios S.A. y Administradora de Mutuos Hipotecarios Cruz del Sur S.A.<sup>3</sup> Siemel, es propietaria, a la fecha, del 51% de esta empresa, mientras que Grupo Principal es dueño del 49% restante.

---

<sup>2</sup> Existen tres tipos de financiamiento hipotecario:

- i) Mutuo hipotecario endosable: mutuos hipotecarios que, de acuerdo a la legislación vigente, pueden ser cedidos o endosados desde aquella institución financiera que otorgó el financiamiento en primera instancia, a otra institución financiera.
- ii) Mutuos hipotecarios no endosables: mutuos hipotecarios para los cuales, de acuerdo a la legislación vigente, no existe posibilidad de endoso. En otras palabras, la totalidad de este tipo de préstamos corresponden a financiamientos hipotecarios directos otorgados por la institución a sus clientes.
- iii) Letras hipotecarias: instrumentos financieros emitidos por los bancos y sociedades financieras para financiar la construcción de viviendas y otras actividades productivas. Tales instrumentos son vendidos, con la garantía de la entidad emisora, en el mercado de valores. El comprador del instrumento es quien financia la operación y la entidad emisora actúa como intermediario de los fondos prestados al demandante final de recursos (cliente).

Los bancos participan en el otorgamiento de los tres tipos de financiamiento, mientras que los AAMHE sólo de mutuos hipotecarios endosables. En relación a este último tipo de productos, tanto bancos como AAMHE participan en su administración y cesión a compañías de seguro.

(Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras) .

<sup>3</sup> Esta Fiscalía investigó dicha operación de concentración en su oportunidad, quedando constancia de ello en los antecedentes de Rol FNE N° 2077-12, hoy archivados.

9. Por su parte, Grupo Security es una Sociedad Anónima abierta creada en 1991 cuyo objetivo es ofrecer la más amplia gama de servicios financieros, tanto en Chile como en el exterior. Al término del ejercicio correspondiente a 2011, la compañía tenía participación directa o indirecta superior al 60% en más de 30 sociedades<sup>4</sup> y poseía activos consolidados por más de US \$9.500 millones. Por otro lado, sus utilidades en este mismo año superaron los US \$81 millones<sup>5</sup>.
10. Las actividades de las empresas del grupo que resultan relevantes para efectos de este informe pueden dividirse en cuatro: (i) Financiamiento; (ii) Inversiones; (iii) Seguros y (iv) Servicios<sup>6</sup>.
11. A nivel de *financiamiento*, a través de Banco Security S.A., sus filiales y Factoring Security S.A., Grupo Security presta servicios a personas de altos ingresos y empresas de tamaño mediano y grande. Para ello ofrece una amplia gama de productos vinculados a los giros propios de dichas sociedades, tales como cuentas bancarias, créditos, factoraje, etc.
12. A nivel de *inversiones*, Grupo Security ofrece productos y servicios de inversión, a través de Administradora General de Fondos Security S.A. ("**Security Administradora General de Fondos**"); de corretaje e intermediación de valores, a través de Valores Security Corredores de Bolsa S.A. ("**Security Corredores de Bolsa**"); de prestación de servicios de asesoría, administración de activos y administración de patrimonios securitizados, a través de Securitizadora Security S.A. y Asesorías Security S.A.
13. En materia de *seguros*, Grupo Security participa en la industria a través de Seguros Vida Security Previsión S.A. ("**Security Seguros de Vida**") y de Corredora de Seguros Security Limitada ("**Security Corredora Seguros**"). La compañía tiene también una participación del 29,35% en Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A. ("**Seguros Generales Penta-Security**") y alianzas con CooperGay (una de las diez empresas de

---

<sup>4</sup> Grupo Security, Memoria Anual 2011, p. 96. Disponible en: [http://www.security.cl/sitio/contenido/memoria\\_grupo\\_2011\\_2.pdf](http://www.security.cl/sitio/contenido/memoria_grupo_2011_2.pdf) (última consulta: 26 marzo 2013).

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 7. Se ha considerado para el cálculo una tasa de cambio de \$521,46, que es la correspondiente al 30 de diciembre de 2011, según el valor del dólar observado, publicado por el Banco Central.

<sup>6</sup> Existe también un área de apoyo corporativo, en la que Grupo Security es dueño de una serie de empresas orientadas a dar apoyo complementario al conglomerado, fundamentalmente a través de la prestación de servicios.

reaseguros más importantes del mundo) y Europ Assistance Chile (la segunda compañía de seguros de asistencia en viajes, vehículos y hogar a nivel mundial).

14. En materia de *servicios*, Grupo Security ofrece asesorías financieras, de negocios, de inversiones, contables, etc. a través, entre otras, de Asesorías Security S.A. ("**Asesorías Security**") y sus filiales. Controla además una serie de empresas dedicadas al negocio inmobiliario (Inmobiliaria Security S.A., Inmobiliaria Security Siete Ltda., Inmobiliaria Security Nueve Ltda., Inmobiliaria Security Diez Ltda., entre otras) y una agencia de viajes y turismo.
15. Pese a esta extensa descripción, cabe prevenir que la lista de productos y servicios ofrecidos por el grupo y de las sociedades que directa o indirectamente son de su propiedad es más amplia. A efectos de elaborar este informe se han excluido unos y otras en base a (i) un criterio de relevancia económica dentro del conglomerado, y (ii) los mercados que resultan relevantes atendida la naturaleza de la operación en análisis.

## II. ANÁLISIS PRELIMINAR DE LA OPERACIÓN

16. La Operación que preliminarmente se analiza supone la adquisición de un grupo de empresas que ofrecen diversos productos y servicios financieros por parte de otra que también ofrece dicha clase de productos y servicios. De concretarse la compraventa prometida, Grupo Security pasará a ser dueño de una serie de empresas competidoras o potencialmente competidoras en algunos de los servicios que actualmente ofrece.
17. En efecto, existe un importante ámbito de negocios común entre las empresas comprendidas en la Operación. Ambas compañías ofrecen seguros de vida, administración de fondos y corretaje en bolsa. A su vez, CDS Capital ofrece, entre otros, servicios de asesoría financiera que, preliminarmente, parecen coincidir con algunos de los ofrecidos por Asesorías Security<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Por su parte, cabe consignar que CDS Asesorías e Inversiones, la otra de las empresas comprendidas en la operación, desarrolla análisis de mercado y asesorías que podrían enmarcarse dentro del conjunto

18. Por otra parte, la eventual aceptación de la oferta de compra de las acciones de Hipotecaria CDS-Principal efectuada por Grupo Security a Siemel, añadiría el financiamiento hipotecario<sup>8</sup> y otros negocios asociados a las AAMHE como un nuevo ámbito en el que se produciría superposición en las operaciones de las partes. Si bien, hasta donde se tiene conocimiento, Grupo Security no es actualmente propietaria ni tiene participaciones sobre alguna AAMHE, los bancos están habilitados para desarrollar algunas actividades que coinciden con las que pueden desarrollar dichas entidades y Grupo Security es propietaria del 99,94% de una entidad bancaria (Banco Security S.A.)<sup>9</sup>.

## II.1. Mercados relevantes involucrados

19. La definición precisa de los mercados relevantes involucrados en la Operación puede ser dejada en suspenso<sup>10</sup>. De momento, con la información de que se dispone, cabe concluir que la Operación produce sus efectos en tres ámbitos de la oferta de servicios financieros (*supra*, párrafo 17): (i) la oferta de aquellos productos normalmente ofrecidos por compañías de seguros de vida; (ii) la oferta de instrumentos de inversión y servicios ofrecidos por administradoras generales de fondos; (iii) la intermediación de valores y otros servicios normalmente ofrecidos por corredores de bolsa<sup>11</sup>. Adicionalmente, en caso de concretarse la adquisición de la participación de Siemel en Hipotecaria CDS-Principal, se podrían producir efectos en mercados relacionados con (iv) la actividad de las AAMHE.

---

de los servicios prestados por las empresas de Grupo Security dedicadas a prestar servicios de apoyo corporativo al conglomerado. No se profundiza en el traslape que a este respecto se produce entre ambas partes de la operación porque, de acuerdo a sus memorias anuales (2011), las empresas en cuestión limitan la oferta de sus servicios a las de su mismo grupo empresarial, sin ofrecerlo a terceros.

<sup>8</sup> Como se analiza en detalle más abajo, tanto Hipotecaria Cruz del Sur-Principal como Grupo Security ofrecen mutuos hipotecarios endosables. Además, esta última empresa otorga mutuos hipotecarios no endosables y letras hipotecarias. Por último, ambas empresas participan de los mercados de administración y cesión de mutuos hipotecarios endosables.

<sup>9</sup> GRUPO SECURITY, Memoria 2012, p. 248.

<sup>10</sup> Por lo anterior, el análisis de esta sección no prejuzga con respecto a la mejor definición de mercado relevante en los ámbitos o rubros de negocios financieros que se analizan.

<sup>11</sup> En rigor, según se especificaba más arriba, existe un cuarto ámbito en el cual la operación produce el cese de independencia de determinados agentes económicos, referido a la prestación de servicios de asesoría financiera y análisis de mercado. Sobre la base de los antecedentes disponibles no ha podido establecerse que dichas empresas sean actores con una presencia que amerite siquiera un análisis somero en dicho ámbito. Por otra parte, la información disponible lleva a pensar que la prestación de servicios de asesoría por dichas empresas está fuertemente vinculada a la oferta de los productos financieros de cada grupo empresarial (de seguros, de inversión y de corretaje de valores). Consecuentemente, el análisis relativo a servicios financieros puede subordinarse al que se efectuará más abajo en relación a dichos productos.

### III.1.1. Productos ofrecidos por compañías de seguros de vida

20. Tal como se hizo presente *ut supra*, la Operación supone el cese total de independencia de dos compañías aseguradoras de vida (CDS Seguros de Vida y Security Seguros de Vida).
21. La legislación nacional reserva el desarrollo de la actividad aseguradora y reaseguradora sólo a sociedades anónimas constituidas en Chile con dicho objeto *exclusivo* (artículo 4° DFL 251/1931/Hacienda, sobre "Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio", en adelante "DFL 251"). Distingue además dos grupos de compañías aseguradoras (artículo 8° DFL 251): (a) las que aseguran los riesgos de pérdidas o deterioro en las cosas o el patrimonio (compañías de seguros generales) y (b) las que cubren los riesgos de las personas o garantizan a éstas, dentro o al término de un plazo, un capital, una póliza saldada o una renta para el asegurado o sus beneficiarios (compañías de seguros de vida). La legislación limita la actividad de las compañías aseguradoras prohibiendo que una misma entidad asegure riesgos de los dos grupos (artículo 11 DFL 251).
22. De acuerdo a datos de la SVS, en el año 2012 existían en el país 31 empresas organizadas como compañías de seguros de vida. Según dichos datos, considerando sus primas directas, las empresas de Grupo Security y Siemel comprendidas en la operación alcanzaban, a dicha fecha, una participación del 4,4% (Security) y 4,3% (CDS Seguros de Vida), ocupando los lugares 8° y 10°, respectivamente, en cuanto al monto de la prima directa.
23. De acuerdo a estos datos, la materialización de la Operación en análisis posicionaría a Grupo Security –por detrás de Metlife y Consorcio Nacional– como el tercer actor en materia de seguros de vida en consideración al monto de prima directa total, según datos de la SVS para el año 2012. Sin embargo, dado que el índice Herfindal Hirschman (HHI) luego de la Operación es de 685, y que el cambio en éste es de 38, no se superan los umbrales de concentración establecidos en la Guía.
24. Adicionalmente, si se analiza en específico el ámbito de rentas vitalicias –de considerable importancia en las actividades de las compañías de seguros de vida–, es posible concluir que, según datos de la SVS para el año



2012, tampoco se superan los umbrales de concentración de la Guía, ni considerando las rentas vitalicias en su conjunto ni sus distintas subdivisiones<sup>12</sup>, tal como se muestra en la siguiente tabla:

**Tabla 1**  
**Concentración Rentas Vitalicias**

	HHI Final	Δ HHI
<b>Vejez</b>	1033	25
<b>Vejez Anticipada</b>	1111	25
<b>Invalidez Total</b>	1011	13
<b>Invalidez Parcial</b>	2353	0
<b>Sobrevivencia</b>	1397	14
<b>Total Rentas Vitalicias</b>	<b>1021</b>	<b>21</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SVS del año 2012.

25. Por su parte, si se analizan los niveles de concentración y sus variaciones en algunos subgrupos de seguros, tampoco se superan los umbrales de la Guía. Utilizando datos del informe trimestral de la Asociación de Aseguradores de Chile A.G. (AACH) a diciembre de 2012, la siguiente tabla muestra dichos niveles y la participación conjunta de Grupo Security y CDS, para cinco segmentos del mercado de seguros:

**Tabla 2**

		HHI Inicial	ΔHHI	HHI Final	Security + CDS
<b>Tipo de Seguro</b>	<b>Individuales</b>	883	61	943	11,3%
	<b>Colectivos</b>	770	23	793	6,8%
	<b>Previsionales</b>	803	38	841	8,7%
	<b>Salud*</b>	1215	127	1343	16,0%
	<b>Vida*</b>	707	27	734	7,8%

\* Dichos seguros corresponden a subgrupos dentro de los tres primeros de la tabla.

Fuente: Elaboración propia en base al informe trimestral de diciembre de 2012 de la AACH

26. Por último, sobre la base de la información contenida en el mismo informe de la AACH, la tabla 3 presenta el índice HHI antes y después de la operación, su variación y las participaciones conjuntas de las partes en veinte subgrupos de seguros comercializados al menos por una de ellas. La tabla desagrega cada uno de los segmentos antes analizados, sin que se supere

<sup>12</sup> Rentas vitalicias de vejez, vejez anticipada, invalidez total, invalidez parcial y sobrevivencia.

–en ninguno de los subgrupos– los umbrales de la Guía. Ello permite descartar, de manera preliminar, riesgos mayores de la Operación en el ofrecimiento de seguros de vida.

**Tabla 3**

	Tipo de Seguro	HHI Inicial	$\Delta$ HHI	HHI Final	Security+CDS
<b>Individuales</b>	Vida Entera	1514	1	1515	1,3%
	Temporal de Vida	1124	14	1138	7,0%
	Otros Seguros con CUI	1080	70	1149	11,8%
	Mixto o Dotal	2011	18	2030	6,0%
	Renta	1388	76	1463	14,9%
	Protección Familiar	4578	0	4578	16,6%
	Salud	1639	8	1647	4,4%
	Accidentes Personales	2585	1	2586	1,5%
	Desgravamen	2740	0	2740	0,3%
	Seguros con APV	1444	92	1537	14,0%
<b>Colectivos</b>	Temporal de Vida	883	23	906	6,8%
	Otros Seguros con CUI	4651	0	4651	8,2%
	Salud	1401	155	1555	17,7%
	Accidentes Personales	2228	5	2234	5,2%
	Asistencia	6921	0	6921	81,4%
	Desgravamen	1242	1	1243	1,6%
<b>Previsionales</b>	Seguro de AFP	1419	59	1478	13,9%
	Renta Vitalicia Vejez	1008	25	1033	7,9%
	Renta Vitalicia Invalidez	1003	12	1015	6,1%
	Renta Vitalicia Sobrevivencia	1377	13	1390	5,9%

Fuente: Elaboración propia en base al informe trimestral de diciembre de 2012 de la AACH.

### III.1.2. Administración de fondos

27. La Operación también supone el cese total de independencia de dos compañías administradoras generales de fondos (CDS Administradora General de Fondos y Security Administradoras General de Fondos).
28. De modo análogo a lo que sucede en el rubro de seguros de vida analizado con anterioridad, la oferta de servicios de administración de fondos sólo puede ser hecha por sociedades anónimas especiales constituidas con ese fin (artículo 220 Ley 18.045, de Mercado de Valores, en adelante, "LMV"). Sólo determinados fondos pueden ser administrados por este tipo de

empresas y, a su vez, éstas solo pueden desarrollar dicha actividad y aquéllas complementarias que determine la Superintendencia de Valores y Seguros. De acuerdo a la legislación vigente, las administradoras generales de fondos (en adelante también "AGF") solo pueden administrar (i) fondos mutuos, (ii) fondos de inversión, (iii) fondos de inversión de capital extranjero y (iv) fondos para la vivienda, con una regulación especial en cada caso<sup>13</sup>.

29. Basándose en información de la SVS, en el mes de diciembre de 2012, existían 27 compañías administradoras generales de fondos en el país. De acuerdo a la información pública disponible, no ha sido posible establecer con valores actualizados el volumen total de patrimonio administrado de cada AGF. No obstante lo anterior, dicha información muestra que la presencia de CDS Administradora General de Fondos y Security Administradora General de Fondos en el mercado de administración de fondos de inversión es relativamente baja<sup>14</sup> y que, a su vez, ninguna de las dos compañías administra actualmente fondos para la vivienda<sup>15</sup>. Ello permite que el análisis de los efectos de la Operación, en esta materia, se centre en la administración de fondos mutuos, que representa, a nivel de la industria, el ámbito más relevante<sup>16</sup>.
30. Utilizando datos de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile (AAFMC), el examen del nivel de concentración en la administración de fondos mutuos, de acuerdo al total de activos administrados al 30 de abril de 2013, revela que el nivel del índice HHI después de la Operación llegaría a los 1096 puntos, observándose un cambio de 19. De esta forma, no se superarían los umbrales establecidos en la Guía. A este respecto, la

<sup>13</sup> **LMV, Artículo 220.-** "Se entenderá por Administradoras Generales de Fondos, en adelante administradoras, a aquellas sociedades anónimas especiales que se constituyan para la administración de fondos mutuos regidos por el decreto ley N° 1.328 de 1976, fondos de inversión regidos por la ley N° 18.815, fondos de inversión de capital extranjero regidos por la ley N° 18.657, fondos para la vivienda regidos por la ley N° 19.281 y cualquier otro tipo de fondo cuya fiscalización sea encomendada a la Superintendencia".

<sup>14</sup> Según datos de la SVS a junio de 2012, Security Administradora General de Fondos sólo ofrece un fondo de inversión ("FONDO DE INVERSION IFUND MSCI BRAZIL SMALL CAP INDEX"), al igual que CDS Administradora General de Fondos ("FONDO DE INVERSION CRUZ DEL SUR DEUDA LATINOAMERICANA"), mientras que el total de fondos de inversión a esa fecha era de 84.

<sup>15</sup> De acuerdo a las estadísticas de la SVS, a diciembre de 2012 sólo administraban fondos para la vivienda BBVA ASSET; INTERCAJAS S.A. A.F.V.; SCOTIA; A.F.V. CÁMARA CHILENA DE LA CONSTRUCCIÓN; y la administradora general de fondos de BANCOESTADO.

<sup>16</sup> De todos los fondos que puede administrar una AGF, los fondos mutuos representan, ampliamente, el de mayor relevancia económica, considerando el volumen total de patrimonio administrado. Según datos de la SVS para el año 2010, mientras el patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendía a \$17.897.688 MM, el de fondos de inversión sólo llegaba a \$4.465.054 MM y el de fondos para la vivienda a \$128.173 MM.

materialización de la Operación importa que Security pase a ocupar el cuarto lugar entre las veinte administradoras de fondos mutuos existentes, alcanzando una participación de 6,5%.

31. Consecuentemente, en virtud de estos antecedentes y sin perjuicio de lo prevenido al final de este informe, pueden descartarse –al menos preliminarmente–, mayores riesgos de la Operación a nivel de administración de fondos.

### III.1.3. Intermediación de valores en bolsa

32. La Operación supone además, como se consignó, el cese total de la independencia de dos corredoras de bolsa (CDS Corredores de Bolsa y Security Corredores de Bolsa). Como sucede con actividades ya revisadas donde tiene consecuencias la Operación, la intermediación de valores en bolsa solo puede ser desarrollada por aquellas personas naturales o jurídicas que cumplan determinados requisitos establecidos en la ley y se inscriban en el registro correspondiente de la SVS, salvo ciertas excepciones (artículos 25 y 25 LMV).
33. En la actualidad, según datos de la SVS, existen 46 empresas en el país dedicadas al corretaje de valores en bolsa. Considerando los montos transados por cada una en la Bolsa de Comercio de Santiago en el año 2012, Security Corredores de Bolsa ocupa la octava posición en cuanto a montos transados y CDS Corredores de Bolsa la décimo novena, con un 5,5% y 0,4% de participación respectivamente.
34. Si se considera el cálculo del índice HHI de concentración de mercado y su variación producto de la Operación en base a esta variable, no se superan, ampliamente, los umbrales de la Guía. El índice luego de la concentración arroja un valor de 911 y su variación producto de la operación es de tan sólo 4 unidades. Si se analiza la concentración respecto determinados conjuntos de transacciones particulares, la conclusión, considerando estos datos, no varía.

35. De este modo (y sin perjuicio de que las barreras de entrada que afectan la actividad de corretaje en bolsa en nuestro país imponen mayor rigor en el análisis de las operaciones de concentración que pudieran tener efectos en dicho mercado), cabe descartar –preliminarmente– mayores riesgos de la operación, atendida la baja participación de mercado de las partes y la muy escasa variación de los índices concentración que importa.

#### **III.1.4. Mercados relacionados con la actividad de las administradoras de mutuos hipotecarios endosables**

36. En último término, corresponde referirse a los efectos de la eventual compra del 51% de la propiedad de Hipotecaria CDSur-Principal por parte de Grupo Security. Si bien es cierto que Grupo Security no tiene actualmente participación en una AAMHE, sí desarrolla actividades en mercados potencialmente comunes con este tipo de entidades, toda vez que los bancos pueden participar de la oferta de letras hipotecarias, mutuos hipotecarios no endosables y mutuos hipotecarios endosables (“MHE”) y además, con respecto a este último producto, de su administración y cesión a compañías aseguradoras y reaseguradoras que los utilizan para respaldar sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo<sup>17</sup>. En consecuencia, los efectos estructurales de esta operación deben ser analizados también en estos tres ámbitos: (i) provisión de instrumentos que puedan respaldar las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo de las compañías de seguros, (ii) administración de MHE y, por último, (iii) provisión de instrumentos de financiamiento hipotecario al público general.
37. En lo que respecta a la provisión de instrumentos para respaldo de reservas técnicas y patrimonio de riesgo de las compañías aseguradoras y reaseguradoras, cabe consignar, primero, que existe una amplia gama de instrumentos en los que dichas empresas pueden invertir para este fin

---

<sup>17</sup> Los MHE son uno de los instrumentos financieros que pueden adquirir las compañías de seguro, como respaldo de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo, conforme al Título V del Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931. Dicha ley autoriza a las compañías de seguro a constituir AAMHE para que éstas, por cuenta propia o de las aseguradoras, otorguen y administren mutuos con garantía hipotecaria que, endosados a la orden de las compañías y en la medida que cumplan una serie de requisitos legales, puedan respaldar un porcentaje de las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo de la compañía endosataria. Ello explica los productos propios de las AAMHE identificados en el cuerpo principal del texto. Una explicación más detallada de los mercados de las AAMHE que se sigue en este informe se realizó en los antecedentes de Rol 2077-2012, ya citados, de esta Fiscalía.

(artículo 21 DFL 251), pero que la sustitubilidad entre los mismos podría estar constreñida por los límites máximos de inversión que para cada uno de ellos establece la ley (artículo 23 DFL 251). En segundo lugar, conviene aclarar que no solo las AAMHE y los bancos pueden participar de este mercado. El DFL 251 (artículo 90) habilita también a las compañías de aseguradoras y reaseguradoras a adquirir MHE otorgados por las asociaciones de ahorro y préstamo y por aquellas otras entidades que autorice la ley, en la medida en que tales mutuos cumplan con los requisitos establecidos para la inversión en MHE otorgados por agentes administradores. Entre aquellas otras entidades que autoriza la ley se encuentran las cajas de compensación.

38. Sin perjuicio de que Grupo Security es un potencial competidor en este ámbito de negocio, es posible descartar mayores riesgos anticompetitivos. Esto es así porque, a pesar de que Hipotecaria CDS-Principal haya sido responsable del 34% del total de MHE cedidos<sup>18</sup> en el período comprendido entre abril de 2012 y marzo de 2013, según información de la SBIF, Grupo Security no efectuó, en ese mismo período, ninguna operación.
39. En lo que respecta a la administración de MHE, según datos de la SVS y la SBIF para el mes de marzo de 2013, Hipotecaria CDS-Principal administraba el 24,4% de éstos, mientras que Grupo Security el 0,6%. El índice HHI luego de la eventual operación se elevaría hasta 1371 puntos, experimentando una variación de 31. Al no sobrepasarse, por amplio margen, los niveles de concentración contemplados en la Guía, es posible descartar riesgos mayores con respecto a la administración de MHE.
40. Finalmente, en lo que respecta al otorgamiento de mutuos y letras hipotecarias, el análisis siguiente también permite descartar, preliminarmente, riesgos mayores para la competencia.
41. Considerando solamente los créditos hipotecarios endosables, para el período entre abril de 2012 y marzo de 2013, de un total de US \$914 millones, Cruz del Sur otorgó un 26,7% de ellos, mientras que Grupo Security

---

<sup>18</sup> Para este cálculo se consideran datos de la SBIF y la SVS.

un 1,1%. Con esto, producto de la operación, el índice HHI se incrementaría en 61 puntos, llegando a un nivel de 1713.<sup>19</sup>

42. Si al análisis se agregan otras formas de financiamiento hipotecario, tales como mutuos no endosables y letras hipotecarias, la situación no parece ser distinta. Con respecto a las letras hipotecarias, en el período considerado en el párrafo anterior, Grupo Security no ha emitido ninguno de estos instrumentos<sup>20</sup>. Adicionalmente, en marzo de 2013 sólo poseía un stock de US \$24 millones de letras, lo que representaba un 0,6% del stock total<sup>21</sup>. En consecuencia, el otorgamiento de letras hipotecarias no agrega participación a Grupo Security en la oferta de financiamiento hipotecario.
43. Con respecto a los mutuos hipotecarios no endosables, desafortunadamente esta División no ha tenido a disposición datos sobre el flujo otorgado por los bancos en el último tiempo. Esto no ha permitido comparar las participaciones de Security y Cruz del Sur considerando todas las formas de financiamiento hipotecario (mutuos endosables, no endosables y letras). Sin embargo, observando el stock de mutuos no endosables a marzo del presente, Security sólo posee un 2,2% del total (equivalente a US \$969 millones), lo que demuestra el pequeño tamaño relativo de esta empresa para dichos productos.
44. Por lo tanto, dadas las bajas participaciones de Security en todas las formas de financiamiento hipotecario, es posible descartar, en principio, riesgos mayores con respecto al otorgamiento de este tipo de productos al público general.
45. Por lo anterior, la operación en análisis no modifica de manera significativa la concentración relacionada con los tres mercados en los que es relevante la actividad de los AAMHE. En consecuencia, cabe descartar mayores riesgos para la competencia producto de dicha transacción, sin perjuicio de lo prevenido en el Informe Preliminar asociado al Rol 2077-2012 –en cuanto mantener aún bajo estrecha observación la oferta de mutuos hipotecarios

---

<sup>19</sup> Los datos se basan en datos publicados por la SVS y la SBIF para el período indicado.

<sup>20</sup> Los datos se basan en datos publicados por la SBIF para el período indicado.

<sup>21</sup> Ídem.

endosables de mayores montos– o de lo que pudiera seguirse de nuevos hechos o antecedentes.

### **III. CONCLUSIÓN**

46. En suma, teniendo presente que la Operación (y la oferta de compra de acciones que se vincula con ella) no altera mayormente la estructura de los mercados en que incide, no superándose en ningún caso los umbrales de concentración indicados en la Guía, se recomienda al Sr. Fiscal –salvo su mejor parecer– archivar los antecedentes de la investigación asociada a estas operaciones, sin perjuicio de las facultades de esta Fiscalía de velar permanentemente por la libre competencia en los mercados y de mantener bajo observación cada uno de los analizados en este informe.

Saluda atentamente a usted,



**MARIO YBAR ABAD**

**JEFE DIVISIÓN FUSIONES Y ESTUDIOS**