



INFORME DE COMPETENCIA: ABUSO DE POSICIÓN DE DOMINIO DEL BCRS EN LA INDUSTRIA DE PAGOS DIGITALES

Elaborado para KuokaNet

Jorge Fantuzzi M.

Martín Loyola P.

Camila Pesce B.ⁱ

El presente informe fue elaborado bajo el contexto del Moot de Libre Competencia 2026, referido a un caso ficticio de pagos digitales, libre competencia y arbitraje de inversión. Por lo tanto, los análisis y conclusiones vertidos no resultan replicables, en ningún caso, a otros escenarios o circunstancias.

Marzo, 2026

ⁱ Los autores son economistas de FK Economics. En el presente informe también participó Antonia Thezá P., estudiante de Ingeniería Comercial Universidad de Chile, practicante de FK Economics.

ÍNDICE

1. RESUMEN EJECUTIVO	2
2. FUENTES DE INFORMACIÓN	6
3. ANTECEDENTES	7
3.1. Las partes	7
3.2. Contexto del conflicto	7
3.3. El conflicto.....	9
3.4. Objeto del informe.....	11
4. ANÁLISIS DE LAS CONDUCTAS.....	12
4.1. Teoría y literatura.....	12
4.1.1. Precios predatorios y condiciones habilitantes	12
4.1.2. Racionalidad de la predación	14
4.1.3. Predación en mercados de dos lados	15
4.2. Test de predación	16
5. MERCADO RELEVANTE	24
5.1. Industria	24
5.1.1. Mercado de dos lados	24
5.1.2. Medios de pago	25
5.1.3. Barreras de entrada.....	26
5.2. Mercado Relevante.....	27
5.2.1. Mercado Relevante para Usuarios.....	28
5.2.2. Mercado Relevante para Comercios.....	33
6. ANÁLISIS DE DAÑOS.....	39
6.1. Efectos en la competencia.....	39

6.2.	Línea de tiempo	40
6.3.	Efectos causados por acción generadora del daño	41
6.3.1.	Lucro cesante	42
6.3.2.	Daño emergente.....	47
6.4.	Escenario contrafactual	49
6.5.	cálculo del daño y valor presente de los flujos.....	51
6.5.1.	Lucro cesante	51
6.5.2.	Daño emergente.....	52
7.	CONCLUSIONES	54
8.	APÉNDICE.....	58
8.1.	Tasa de descuento	58

1. RESUMEN EJECUTIVO

1. En enero de 2025, KuokaNet, una empresa que opera una billetera electrónica y presta servicios de aceptación de pagos con QR en el Reino de Sumbaya, presentó una denuncia contra el Banco Central de Reserva del Reino de Sumbaya (en adelante, “BCRS”) ante la Autoridad Nacional de Competencia (en adelante, “ANC”) por presunto abuso de posición de dominio, señalando que Speedy QR –herramienta administrada por el BCRS para el uso de QR como mecanismo de aceptación– habría crecido y alcanzado una participación significativa en el mercado por razones distintas a la eficiencia económica, en tanto la tarifa social aplicada a su servicio se encontraba por debajo de sus costos.
2. Ante esto, el BCRS afirmó que Speedy QR era una solución tecnológica básica destinada a reducir barreras de adopción y que su diseño respondía a objetivos de política pública, por lo que no correspondía evaluar su conducta bajo los mismos parámetros aplicables a operadores privados que persiguen fines estrictamente comerciales.
3. El 18 de julio de 2025, la ANC emitió una decisión final, declarando infundada la denuncia de KuokaNet, al no haberse acreditado la supuesta conducta anticompetitiva por parte del BCRS y que, por el contrario, las medidas implementadas se encontrarían alineadas con las prerrogativas de dicha entidad y con los objetivos de política pública.
4. Considerando dicha decisión, el 20 de abril de 2026, KuokaNet presentó una Solicitud de Arbitraje ante el CIADI, alegando que, entre otras cosas: (i) la actuación del BCRS constituye una conducta de abuso de posición de dominio en la modalidad de predación; y (ii) que se le debían reparar los daños y perjuicios ocasionados.
5. En su contestación, el Reino de Sumbaya señaló que el BCRS es el órgano competente para determinar la política pública respecto del ecosistema de pagos, no siendo el diseño y ejecución de esta materia de controversia frente a una autoridad de competencia ni un arbitraje de inversión. Agregó que el BCRS cuenta con una oferta que cumple la normativa de libre competencia, y que rechazaba las pretensiones indemnizatorias de KuokaNet.
6. En este contexto, KuokaNet solicitó a FK Economics la elaboración del presente informe consistente en un análisis económico e independiente de: (i) los mercados relevantes bajo los que se enmarca la presente controversia; (ii) los efectos de una práctica predatoria, y si esta aplicaría al presente caso; y (iii) los daños que la conducta adoptada por el BCRS habría generado a KuokaNet.
7. Las principales conclusiones de este informe se resumen a continuación:
8. En cuanto a la **conducta de predación que habría desplegado el BCRS**, se detalla que:

- (i) La literatura pertinente que caracteriza la predación como una estrategia intertemporal supone: (a) un **sacrificio** (precios bajo costo); (b) **capacidad de sostener pérdidas durante un periodo relevante**; y (c) un **mecanismo de recuperación posterior**, que usualmente se asocia al fortalecimiento del poder de mercado y a la existencia de barreras de entrada o reentrada. En mercados digitales, donde existen efectos de red y dinámicas de “masa crítica”, **los precios bajos suelen materializarse como subsidios** (incluso precios cero), **lo que puede acelerar la adopción y, bajo ciertas condiciones, devenir en una estrategia de exclusión**.
- (ii) En cuanto a su evaluación económica, se identifica que la predación debe analizarse con cautela, pero existen herramientas para ordenarla y testearla. En particular, **se revisan diversos tests de comparación precio–costo**, destacando que el análisis no debe limitarse a pérdidas contables del segmento, sino a la rentabilidad relevante del “incremento” y a la asignación de costos comunes. En línea con ello, **el análisis gráfico sugiere que, si bien Speedy QR presenta ingresos superiores a sus gastos directos, Speedy en su conjunto mantiene ingresos inferiores a gastos y registra un aumento relevante de costos e inversiones tras el lanzamiento de Speedy QR**, lo que es consistente, a nivel indicativo, con un esquema de financiamiento agregado de o subsidios cruzados. Este patrón cobra especial relevancia dada la capacidad financiera asociada a la propiedad pública del BCRS, por lo que el informe concluye que corresponde complementar la evidencia preliminar con la aplicación de los tests formales descritos.

9. En cuanto al **mercado relevante**, se concluye lo siguiente:

- (i) En primer lugar, la industria de medios de pago presenta características propias de un **mercado de múltiples lados**, en el que plataformas intermedian entre distintos grupos de usuarios, en este caso, consumidores y comercios. Estos mercados presentan **externalidades de red indirectas**, lo cual implica que el valor de la plataforma aumenta a medida que crece la cantidad de participantes en cada lado, lo que puede reforzar la posición de empresas establecidas y generar barreras relevantes a la entrada.
- (ii) En segundo lugar, con la información disponible, se concluye que **no todos los medios de pagos compiten dentro de un mismo mercado relevante del producto**. En esta línea, la evidencia muestra que los distintos medios de pago presentan **patrones de uso diferenciados**, tanto en términos de número de transacciones como de ticket promedio, lo que indica que los consumidores utilizan cada instrumento para fines distintos.

Asimismo, la evolución de las transacciones de los distintos medios de pago no evidencia una relación de sustitución directa entre ellos, dado que la expansión de nuevos medios de pago no ha implicado una desaceleración en el crecimiento de los otros medios de pago.

- (iii) Sobre la base de estos antecedentes, el mercado relevante del producto para el lado de los usuarios se define como **el mercado de transacciones realizadas mediante billeteras electrónicas**, en el cual participan plataformas como KuokaNet, ZasApp, BillNet y Trizi. Este mercado presenta **altos niveles de concentración**, con un Índice de Herfindahl-Hirschman (“IHH”) cercano a 4.000 durante gran parte del período que se analiza.

Por su lado, desde la perspectiva de los comercios, el mercado relevante corresponde al **mercado de aceptación de pagos mediante QR asociados a las billeteras electrónicas**.

- (iv) Finalmente, el mercado geográfico relevante se define a **nivel nacional**, en la medida en que los proveedores de estos servicios operan en todo el territorio del Reino de Sumbaya y las condiciones competitivas se determinan a dicha escala.

10. Finalmente, en lo relativo al **análisis de daños**, se da cuenta de que:

- (i) Respecto del **lucro cesante**, la evidencia económica disponible da cuenta de que la conducta adoptada por el BCRS pudo haber afectado los resultados de KuokaNet a través de distintos mecanismos cuyo impacto se habría materializado en la generación de ingresos futuros. En particular, pudo: (a) limitar la trayectoria de crecimiento que se habría esperado en ausencia de la conducta, reduciendo el ritmo de expansión de la red y las transacciones procesadas por KuokaNet; (b) ejercer una presión a la baja sobre las tarifas percibidas por transacción, disminuyendo el ingreso unitario asociado a los servicios de pago; y (c) debilitar los efectos de red que sustentaban proyecciones ascendentes de crecimiento de la plataforma, reduciendo la probabilidad de alcanzar una mayor escala de operación a largo plazo.
- (ii) **En subsidio a la estimación de lucro cesante**, se ha reconocido la posibilidad de cuantificar el daño considerando que existió la **pérdida de una oportunidad razonable de obtener beneficios económicos**. En el presente caso, dicha aproximación resulta pertinente considerando que el mercado de medios de pago digitales y, en particular, los sistemas de pago mediante códigos QR, corresponden a uno reciente y en rápida expansión, cuya estructura depende en gran medida de las dinámicas de adopción temprana y de efectos de red. En este contexto, la conducta analizada podría haber reducido la probabilidad de KuokaNet para consolidar una posición relevante en el mercado, afectando su oportunidad de capturar una parte del crecimiento proyectado de este sector.
- (iii) En cuanto al **daño emergente**, se ha reconocido que la pérdida económica derivada de una conducta dañosa puede cuantificarse alternativamente (es decir, no de forma conjunta) al lucro cesante **a partir de las inversiones realizadas por la empresa y ciertos costos financieros asociados al negocio afectado**. En este caso, los costos financieros asociados al financiamiento de inversiones que realizó KuokaNet

pueden interpretarse como una parte de la pérdida económica por la conducta de predación, en la medida que dichos costos se relacionan con el financiamiento de actividades cuya rentabilidad esperada se vio reducida.

- (iv) En adición a los daños que se habrían generado para KuokaNet, se ha reconocido que intervenciones como aquella analizada pueden **alterar de manera significativa la estructura competitiva del mercado**. Por ejemplo, si Speedy participa ofreciendo sus servicios a tarifas sustancialmente bajas, y cuenta con ciertas ventajas (como es el financiamiento de su servicio de QR mediante la infraestructura de pagos), puede generarse el desplazamiento de otros agentes.

2. FUENTES DE INFORMACIÓN

11. Para la elaboración del presente informe se utilizaron, principalmente, aquellas fuentes de información que se describen a continuación. A lo largo del informe se refiere a ellas por los nombres determinados en la presente sección.
12. Cabe mencionar que pueden haberse utilizado otras fuentes que no se mencionan en el listado a continuación, en cuyo caso se citan según corresponda.
13. Antecedentes y hechos del caso, disponibles en el documento “*Caso - Moot de Competencia 2026*” (en adelante, “Cuaderno de Antecedentes”).
14. Data económica aportada al proceso: Reporte del BCRS respecto del Sistema de Pagos, de enero de 2018 a diciembre de 2025. Esta incluye:
 - **Pagos digitales de bajo valor 2016-2015**, según número de transacciones de salida.
 - **Pagos digitales de bajo valor 2016-2015**, según valor de transacciones de salida en moneda local.
 - **Pagos digitales de bajo valor 2016-2015 (usuarios)**, según número de transacciones de salida.
 - **Pagos digitales de bajo valor 2016-2015 (usuarios)**, según valor de transacciones de salida en moneda local.
 - **Proveedores de pagos digitales de bajo valor 2016-2025 (comercios)**, según número de transacciones de salida.
 - **Proveedores de pagos digitales de bajo valor 2016-2025 (comercios)**, según valor de transacciones de salida en moneda local.
 - Profit and Loss (P&L) de KuokaNet.
 - Profit and Loss (P&L) de Speedy.

3. ANTECEDENTES

15. Esta sección tiene como objetivo presentar información relevante para entender el posterior análisis que se lleva a cabo en el informe. Para esto, se describe a las partes, el conflicto y el objeto del informe.

3.1. LAS PARTES

16. KuokaNet es una empresa constituida en Sumbaya, con participación accionaria de Kuoka Holding (con un 50% del capital) y Sumbaya Ventures (con un 50%), que opera una billetera electrónica y presta servicios de aceptación de pagos con QR¹.
17. Por su parte, el Reino de Sumbaya - Banco Central de Reserva (BCRS), es la entidad del Estado que administra la plataforma de pagos interoperable y que presta el servicio relativo a la aceptación de pagos con QR².

3.2. CONTEXTO DEL CONFLICTO

18. En Sumbaya, el mercado de tarjetas funciona bajo un esquema de cuatro partes, en el que operan dos marcas internacionales de tarjetas (MisterCard y VisTra).
19. En cuanto al mercado de servicios financieros, en este participan por bancos (Zafebank, Credyxio y Ulobank) y otros agentes que ofrecen servicios a menor escala como las Cajas de Ahorro y Crédito y fintechs³.
20. En Sumbaya, además, operan billeteras electrónicas (*e-wallets*) que permiten almacenar fondos y efectuar transferencias. Las billeteras operan como circuitos cerrados donde los usuarios solo pueden enviar y recibir fondos dentro de la misma red⁴. Los agentes que ofrecen este servicio corresponden a ZasApp, KuoNet, BillNet y Trizi⁵.
21. En 2020, producto de la propagación del COVID-19, los ciudadanos del Reino de Sumbaya comenzaron a adquirir y a comercializar productos de primera necesidad y otros bienes en establecimientos cercanos a sus hogares. Esta dinámica catapultó la importancia del comercio minorista de proximidad⁶. Dado que este comercio es atendido principalmente

¹ Cuaderno de Antecedentes, p. 2.

² Ibidem.

³ Cuaderno de Antecedentes, p. 3.

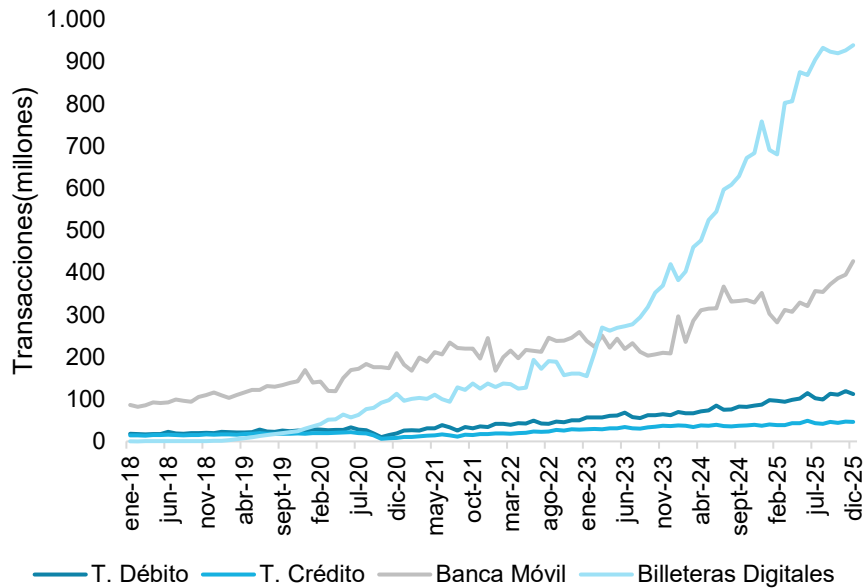
⁴ Ibidem.

⁵ Véase, por ejemplo, Cuadro de pagos digitales de bajo valor 2016-2025.

⁶ Cuaderno de Antecedentes, p. 4.

por negocios con limitada bancarización, las transferencias a través de billeteras electrónicas comenzaron a masificarse (véase, **Grafico 1**).

Gráfico 1. Número de transacciones de salida, usuarios



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos.

22. Diversos reportes del BCRS identificaban como una posible barrera para el desarrollo de los pagos digitales y para la competencia entre proveedores de servicios de pago, las redes cerradas, en las que transferencias solo podían ejecutarse dentro de la misma billetera⁷.
23. En ese contexto, el BCRS desarrolló Speedy, una plataforma que permite conectar a las Entidades Reguladas en el ecosistema de pagos digitales, de manera que el país contase con un sistema de pagos interoperables⁸. Conforme se amplió el alcance de Speedy, el BCRS reportó un incremento importante en el volumen de operaciones procesadas a través de esta y el aumento en el número de los comercios y usuarios que realizaban pagos inmediatos de forma recurrente⁹.

⁷ Cuaderno de Antecedentes, p. 5.

⁸ Cuaderno de Antecedentes, p. 7.

⁹ Cuaderno de Antecedentes, p. 8.

24. La implementación de Speedy permitió nuevos modelos de negocios, como los modelos de aceptación de pagos a través de código de respuesta rápida (QR), que desde fines de 2022 se difundieron con rapidez en distintos segmentos¹⁰.
25. A fines de 2023, por el crecimiento de los códigos QR, el BCRS anunció el lanzamiento de Speedy QR para ampliar el alcance de los pagos digitales a segmentos que todavía mantenían un uso intensivo del efectivo¹¹.
26. Para promover la inclusión financiera y contribuir a la formalización de negocios, Speedy QR tiene asociada una tarifa social para comercios y usuarios¹².

3.3.EL CONFLICTO

27. Diversas billeteras electrónicas advirtieron que un esquema de aceptación de pagos con QR a tarifa social desconocía la estructura de incentivos y costos que sostiene la expansión de estos medios de pago¹³.
28. En particular, se señaló que los proveedores de servicios de aceptación de pagos con QR realizan pagos a las billeteras por cada transacción, correspondiente a una compensación por la creación y ampliación de la red de usuarios. Por lo tanto, eliminar este pago afectaría la competencia de los actores y Entidades Reguladas en el mercado de pagos digitales¹⁴.
29. Asimismo, se indicó que la introducción de una alternativa a tarifa social reduciría de modo significativa los retornos esperados de las inversiones realizadas por los actores en el mercado para expandir sus redes de aceptación de pagos, y que desincentivaría la entrada de nuevos competidores¹⁵.
30. Por su parte, ante el crecimiento y consolidación de Speedy QR, proveedores privados ajustaron sus estrategias comerciales para preservar sus comercios afiliados. A modo de ejemplo, varios optaron por reducir las tarifas asociadas a la aceptación por QR o por atender a segmentos específicos¹⁶.
31. Así, el panorama para los agentes privados que ofrecían soluciones de pago con QR era distinto. En efecto, estos registraron una reducción sostenida en participación, e incluso,

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Ibidem.

¹² Ibidem.

¹³ Cuaderno de Antecedentes, pp. 9-10.

¹⁴ Ibidem.

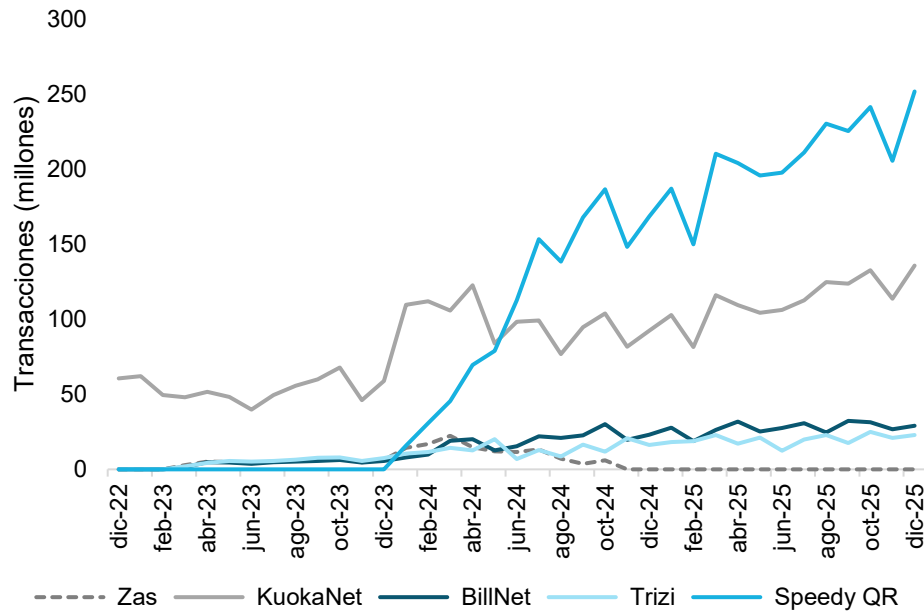
¹⁵ Ibidem.

¹⁶ Ibidem.

en octubre de 2024, Zas Payments se declaró en insolvencia e informó el inicio de un proceso concursal¹⁷.

Gráfico 2. Número de transacciones de salida, comercio (millones)

Servicios de pago con QR



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos.

32. Bajo este contexto, en enero de 2025, KuokaNet presentó una denuncia contra el BCRS ante la Autoridad Nacional de Competencia (ANC) por presunto abuso de posición de dominio, señalando que Speedy QR habría crecido y alcanzado una participación significativa en el mercado por razones distintas a la eficiencia económica, en tanto la tarifa aplicada a su servicio se encontraba por debajo de sus costos¹⁸.
33. Así, la tarifa social no habría sido producto de la eficiencia operativa de Speedy QR, sino de un apalancamiento del BCRS como administrador de la infraestructura Speedy¹⁹.
34. Ante esto, el BCRS afirmó que Speedy QR era una solución tecnológica básica destinada a reducir barreras de adopción y que su diseño respondía a objetivos de política pública,

¹⁷ Cuaderno de Antecedentes, pp. 11-12.

¹⁸ Cuaderno de Antecedentes, p. 12.

¹⁹ Ibidem.

por lo que no correspondía evaluar su conducta bajo los mismos parámetros aplicables a operadores privados que persiguen fines estrictamente comerciales²⁰.

35. El 18 de julio de 2025, la ANC emitió una decisión final, declarando infundada la denuncia de KuokaNet, al no haberse acreditado la supuesta conducta anticompetitiva por parte del BCRS y que, por el contrario, las medidas implementadas se encontrarían alineadas con las prerrogativas de dicha entidad y con los objetivos de política pública²¹.
36. Considerando dicha decisión, el 20 de abril de 2026, KuokaNet presentó una Solicitud de Arbitraje ante el CIADI, alegando que: (i) el Reino de Sumbaya, a través de la ANC, violó el nivel mínimo de trato y otras disposiciones del TBI; (ii) no existen razones de política pública que sustenten la actuación del BCRS en el mercado bajo las condiciones actuales; (iii) los criterios y mejores prácticas internacionales, la actuación del BCRS constituye una conducta de abuso de posición de dominio en la modalidad de predación; y (iv) se le debía reparar los daños y perjuicios ocasionados²².
37. En su contestación, el Reino de Sumbaya señaló que: (i) la actuación de la ANC no puede calificarse como arbitraria ni atribuible a una interferencia política; (ii) el BCRS es el único órgano competente para determinar la política pública respecto del ecosistema de pagos, no siendo el diseño y ejecución de esta materia de controversia frente a una autoridad de competencia ni un arbitraje de inversión; (iii) el BCRS cuenta con una oferta que cumple con la normativa de libre competencia; y (iv) rechazaba las pretensiones indemnizatorias de KuokaNet²³.

3.4.OBJETO DEL INFORME

38. Bajo el contexto detallado, KuokaNet solicitó a FK Economics la elaboración del presente informe consistente en un análisis económico e independiente referido a: (i) los mercados relevantes bajo los que se enmarca la controversia; (ii) los efectos a nivel teórico de la práctica predatoria que habría supuestamente despegado el BCRS; y (iii) los eventuales daños, a nivel teórico, que dicha conducta habría generado a KuokaNet.
39. En atención a que este informe se limita a un análisis económico, escapa del alcance de éste referirse a si el BCRS ejecutó una conducta que pueda calificarse como ilícita y si es posible atribuirle responsabilidad alguna.

²⁰ Cuaderno de Antecedentes, pp. 12-13.

²¹ Cuaderno de Antecedentes, p. 14.

²² Cuaderno de Antecedentes, p. 15.

²³ Cuaderno de Antecedentes, pp. 15-16.

4. ANÁLISIS DE LAS CONDUCTAS

40. Según se mencionó con anterioridad, KuokaNet presentó una solicitud de arbitraje ante el CIADI alegando que, entre otras cosas, bajo los criterios y mejores prácticas internacionales, la actuación del BCRS constituye una conducta de abuso de posición de dominio en la modalidad de predación.
41. En su contestación, el BCRS indicó que cuenta con una oferta que cumple con la normativa de libre competencia, y que *“la provisión de servicios gratuitos no es ajena a agentes que participan en el mercado de pagos digitales, pues las billeteras ofrecen sus transferencias a costo social como parte de sus estrategias”*.
42. Bajo este contexto, cabe referirse a las prácticas predatorias y sus efectos, y los requisitos que se deberían cumplir para que fuese aplicable en el presente caso. Este análisis se realiza en lo que sigue.

4.1. TEORÍA Y LITERATURA

43. Con el objetivo de presentar un análisis pertinente, a continuación, se realiza una revisión de literatura relevante y atinente al caso, recabando información sobre el concepto a discutir.

4.1.1. PRECIOS PREDATORIOS Y CONDICIONES HABILITANTES

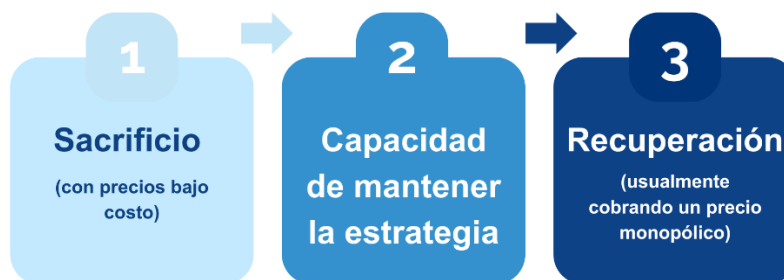
44. Una definición simplificada de precios predatorios es cobrar precios por debajo del costo con el objetivo de expulsar o debilitar a rivales, con la expectativa de luego subir precios y recuperar las pérdidas una vez reducida la competencia²⁴.
45. Esta conducta es problemática desde la perspectiva de libre competencia porque, aunque en el corto plazo puede observarse una reducción de precios, su lógica económica descansa en un efecto de exclusión que permite al infractor adquirir o reforzar su poder de mercado. El resultado de este proceso, en el largo plazo, es que los consumidores pueden terminar enfrentando precios más altos, menor presión competitiva, menor variedad y/o peores condiciones de servicio cuando la competencia efectiva ha sido debilitada o expulsada.
46. La literatura económica destaca que la predación no se identifica solo por “precios bajos”, sino por una estrategia intertemporal, es decir, un sacrificio en el corto plazo seguido por

²⁴ Elzinga, K. G., & Mills, D. E. (2015). Predatory pricing. In R. D. Blair & D. D. Sokol (Eds.), *The Oxford Handbook of International Antitrust Economics* (Vol. 2, pp. 40–61). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199388592.013.0002>

una recuperación en el largo plazo²⁵. Por ello, un primer indicio típico es la sospecha de que los precios se ubican por debajo de una medida de costo relevante, en cuanto esto sugiere que la empresa está renunciando a beneficios inmediatos con tal de afectar la estructura competitiva.

47. En consecuencia, desde una perspectiva económica, hablar de precios predatorios es más factible cuando concurren al menos los siguientes elementos:
48. **Sacrificio con precios bajo costo:** señales de que el precio no cubre una medida apropiada de costos, sugiriendo la renuncia a rentabilidad en el corto plazo.
- (i) **Capacidad de mantener la estrategia:** ventajas que permitan resistir el período de futuras pérdidas (por ejemplo: recursos financieros suficientes).
 - (ii) **Mecanismo de recuperación:** condiciones que hagan plausible recuperar pérdidas futuras, como lo son barreras de entrada o reentrada, reducciones durables de rivalidad o estrategias reputacionales.

Figura 1. Línea temporal de la conducta predatoria



Fuente: elaboración propia.

49. En la misma línea de la literatura, se han identificado y testeado condiciones de mercado específicas que vuelven más atractiva y plausible la predación como estrategia para una firma. En particular, las condiciones que facilitan sostener pérdidas y recuperar luego lo sacrificado son: **(i) posición dominante; (ii) barreras a la entrada/reentrada; y (iii) elasticidad de sustitución baja entre competidores**²⁶.

²⁵ Klevorick, A. K. (1993). The current state of the law and economics of predatory pricing. *American Economic Review*, 83(2), 162–167.

²⁶ Elzinga, K. G., & Mills, D. E. (2001). *Predatory pricing and strategic theory*. *Georgetown Law Journal*, 89, 2475–2494.

50. Bajo las referidas circunstancias, especialmente en industrias con dinámicas estratégicas e información imperfecta, la predación puede constituir una conducta consistente con los incentivos económicos.

4.1.2. RACIONALIDAD DE LA PREDACIÓN

51. De todas maneras, existen propuestas económicas que discuten la racionalidad de esta práctica anticompetitiva. Se argumenta que sería más sencillo que la empresa predatoria simplemente adquiriera a su rival, de tal manera de no tener que sostener pérdidas en ningún espacio temporal.
52. El reconocido trabajo realizado por McGee (1958)²⁷, reexamina el caso emblemático de Standard Oil²⁸ y concluye que la tesis de predación como explicación de su dominancia es, al menos en ese episodio, poco convincente. Sostiene que la idea de que Standard Oil habría monopolizado mediante “*predatory price cutting*” es conceptualmente débil. En adición, McGee argumenta que la predación suele ser una estrategia cara y poco confiable frente a alternativas como comprar rivales, porque un incumbente con alta cuota puede terminar soportando pérdidas desproporcionadas durante una guerra de precios (precisamente por vender la mayor parte del volumen), y porque sin barreras a la entrada o reentrada la recuperación posterior sería incierta.
53. Sin embargo, la racionalidad de los precios predatorios ha quedado demostrada teórica y, en algunos contextos, empíricamente. Esta estrategia ha sido discutida extensamente tanto en la literatura económica como en la práctica antitrust. Bolton et al. (2000)²⁹ sostienen que la visión “clásica” (asociada a McGee), quedó superada por el desarrollo de la teoría estratégica moderna. Argumentan que el análisis económico contemporáneo ya cuenta con teorías coherentes de predación que contradicen la idea de irracionalidad, y que existen estudios de caso sofisticados que documentan estrategias predatorias.
54. La teoría moderna muestra que la predación es un fenómeno estratégico. Para que sea racional y plausible, deben existir condiciones de mercado que vuelvan posible que la firma recupere luego lo sacrificado. Klevorick (1993)³⁰ identifica que parte importante de la literatura económica incorpora información imperfecta y mecanismos estratégicos que

²⁷ McGee, J. S. (1958). Predatory price cutting: The Standard Oil (N.J.) case. *Journal of Law and Economics*, 1, 137–169.

²⁸ En 1906, la administración del presidente Theodore Roosevelt presentó una demanda amparándose en la Ley Antimonopolio Sherman, alegando que Standard Oil conspiraba para restringir el comercio. En 1911, tras varios años de litigio, la Corte Suprema ordenó la disolución de la compañía

²⁹ Bolton, P., Brodley, J. F., & Riordan, M. H. (2000). *Predatory pricing: Strategic theory and legal policy*. *Georgetown Law Journal*, 88, 2239–2330.

³⁰ Klevorick, A. K. (1993).

pueden sostener la conducta, como modelos de “recursos financieros superiores” o “*deep pockets*”, los cuales permiten sostener durante mayor tiempo esta práctica predatoria. Como también se da cuenta de la existencia de modelos de reputación por dureza frente a entrantes o rivales.

55. Finalmente, la predación se entiende, en términos económicos, como una reducción de precios que solo resulta rentable por el poder de mercado adicional que el “predador” obtiene al eliminar, disciplinar o inhibir la conducta competitiva de un rival (o potencial rival). El daño competitivo se materializa en precios más altos y menor producción tras la exclusión.

4.1.3. PREDACIÓN EN MERCADOS DE DOS LADOS

56. Los mercados de plataformas digitales suelen operar como mercados de dos lados, en que una misma empresa intermedia y conecta a dos grupos de usuarios distintos que se necesitan mutuamente para generar valor (por ejemplo, usuarios/consumidores y comercios). La característica central es que estas plataformas poseen externalidades de red, es decir, la utilidad de cada lado depende del tamaño o actividad del otro: mientras más comercios aceptan un medio de pago, más atractivo es para los usuarios, y mientras más usuarios lo utilizan, más valioso es para los comercios.
57. En este tipo de mercados los precios bajos pueden adoptar la forma de subsidios (incluso “precios negativos”) para acelerar la adopción y alcanzar la masa crítica³¹. En este contexto, una guerra de subsidios se vuelve una estrategia potencialmente excluyente porque ganar participación es una “espada de doble filo”: aumentar el valor de red, pero también crece la base que debe ser subsidiada. Por esta razón, el incumbente elige estratégicamente cuándo contraatacar minimizando su costo total y aparece un umbral que determina si un entrante bien financiado puede desafiarlo³².
58. En sus resultados Yin y Lin (2025)³³ entregan reglas útiles para caracterizar racionalidad y plausibilidad de una estrategia excluyente: (i) el incumbente tiende a contraatacar cuando el rival alcanza un umbral de participación (a menudo por debajo de un cuarto); (ii) puede aplicar una regla simple de “matching” (subir el subsidio en la misma magnitud que el rival); y (iii) en plataformas de dos lados, el atacante suele subvencionar el lado con menor participación para aumentar más la utilidad con el mismo presupuesto.

³¹ Cantidad mínima necesaria para que una adopción de tecnología o un movimiento se vuelva autosostenible.

³² Yin, S., & Lin, J. (2025). *Subsidy wars for market dominance in emerging digital platform markets*. IEEE Transactions on Engineering Management, 72, 689–702. <https://doi.org/10.1109/TEM.2025.3534433>

³³ Ibidem

59. Los resultados de las guerras de subsidios están fuertemente condicionados por cómo se financian estos subsidios y por la estructura del mercado. Si el presupuesto de subsidios crece de forma proporcional a la cuota de mercado, las plataformas pequeñas quedan en desventaja en una guerra “por transacción”, porque deben subsidiar menos operaciones y, por tanto, acumulan menos recursos para sostener la escalada. En cambio, cuando el financiamiento es fijo y no depende del tamaño, un competidor con fuerte respaldo puede forzar al incumbente a mantener una defensa muy costosa, diluyendo la ventaja asociada a la base instalada.
60. La experiencia de Didi y Uber China ilustra esta lógica, pese al importante apoyo financiero, ninguna plataforma logró una victoria decisiva y el conflicto terminó en una salida vía operación de concentración, reflejando el alto costo de sostener la competencia por subsidios³⁴. Esto, a su vez, relativiza la ventaja de quien se “mueve primero” y sugiere que una plataforma respaldada por grandes inversionistas puede optar por entrar más tarde, una vez que la tecnología o el modelo de negocio ya haya sido ampliamente validado por el mercado.

4.2. TEST DE PREDACIÓN

61. La literatura reconoce que los precios predatorios constituyen un ámbito particularmente complejo, por ello, su evaluación exige cautela³⁵. Sin embargo, esto no implica que la predación sea inverificable ni que deba descartarse como hipótesis. Precisamente para distinguir la competencia agresiva de una estrategia anticompetitiva, la literatura y la práctica comparada han desarrollado tests y criterios económicos que permiten ordenar la evidencia, en particular comparaciones precio–costo (bajo distintas medidas de costo relevantes) complementadas con el examen de condiciones de mercado y plausibilidad de recuperación. En este sentido, aunque la teoría moderna no descansa en una regla mecánica única, sí ofrece herramientas analíticas para evaluar la credibilidad de una estrategia predatoria y sus efectos excluyentes.
62. Teniendo lo anterior en consideración, el **Test Areeda-Turner**³⁶, propone una estrategia para distinguir recortes de precios competitivos de precios predatorios, evitando depender de la “intención”, la cual es difícil de observar y usando un umbral económico claro. Su

³⁴ Liu, Y., & Kim, D. (2022). *Why did Uber China fail? Lessons from business model analysis*. Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, 8(2), 90. <https://doi.org/10.3390/joitmc8020090>

³⁵ Kaplow, L., & Shapiro, C. (2007). Antitrust. In A. M. Polinsky & S. Shavell (Eds.), *Handbook of Law and Economics* (Vol. 2, pp. 1077–1224). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0730\(07\)02015-4](https://doi.org/10.1016/S1574-0730(07)02015-4)

³⁶ Areeda, P., & Turner, D. F. (1975). *Predatory pricing and related practices under Section 2 of the Sherman Act*. Harvard Law Review, 88(4), 697–733.

punto de partida es que el parámetro relevante, en teoría, es el costo marginal, ya que si una empresa dominante fija un precio por debajo del costo marginal, no solo incurre en pérdidas privadas, sino que además desperdicia recursos sociales (porque producir cuesta más que el valor que genera) y aumenta significativamente la probabilidad de que la rivalidad sea extinguida o prevenida por razones distintas a la eficiencia. Por ello, sostienen que un monopolista que cobra por debajo de su costo marginal debe presumirse que incurre en una práctica predatoria o de exclusión.

63. No obstante, como el costo marginal suele ser muy difícil de medir en la práctica, los autores sugieren reemplazarlo por un indicador contable más disponible: el costo variable medio (AVC)³⁷. En términos operativos, la regla se traduce en una presunción. Precios por sobre el costo variable medio tienden a ser consistentes con competencia “en los méritos”, mientras que precios por debajo del costo variable medio son sospechosos dado que difícilmente se explican por maximización de beneficios de corto plazo y, además, podrían obligar a un rival igualmente eficiente a cerrar si intentara igualarlos.
64. De todas maneras, la literatura advierte que aplicar mecánicamente esta lógica en mercados de dos lados (plataformas) puede llevar a errores. Behringer y Filistrucchi (2015)³⁸ dan cuenta de que, debido a los efectos de red indirectos, incluso un monopolista puede encontrar óptimo en el corto plazo cobrar un precio por debajo del costo marginal en uno de los lados con tal de aumentar la participación allí y capturar mayores ingresos en el otro lado. Por ello, el hecho de que un precio esté bajo costo en un solo lado no puede tomarse, por sí mismo, como señal de predación, y la regla Areeda–Turner no debiera aplicarse únicamente a uno de los lados del mercado.
65. Frente a lo anterior, los autores proponen el **Test de Areeda-Turner en mercados de dos lados**, el cual en vez de mirar si “un precio” está bajo costo, evalúa si la plataforma está incurriendo en una pérdida marginal global, considerando ambos lados simultáneamente. En términos simples, una estrategia sería predatoria cuando la suma ponderada de los márgenes precio–costo (ponderada por el efecto de red marginal entre lados) es negativa. En la práctica, proponen comparar un nivel de precios ponderado con un costo variable medio ponderado, de modo que la presunción de ilicitud opere solo cuando, considerando ingresos y costos de ambos lados, el nivel ponderado de precios quede por debajo del nivel ponderado de costos variables.
66. Adicionalmente, se han estudiado otras pruebas que permitan comprobar la utilización de precios predatorios. En particular, William J. Baumol desarrolla el **Test de Costos Medios Evitables** (AAC por sus siglas en inglés) como una forma más coherente de aplicar un

³⁷ ibídem

³⁸ Behringer, S., & Filistrucchi, L. (2015). *Areeda–Turner in two-sided markets*. *Review of Industrial Organization*, 47(3), 287–305. <https://doi.org/10.1007/s11151-015-9460-5>

test de “precio bajo costo” en materia de predación³⁹. El ACC son los costos que la firma habría podido evitar si no hubiera producido o vendido el incremento asociado a la conducta cuestionada. Operativamente, el test compara el precio con ese costo promedio evitable: si el precio queda por debajo, sugiere un sacrificio económico porque la firma podría haber reducido pérdidas dejando de atender ese incremento; si el precio es igual o superior, resulta más difícil sostener que exista sacrificio predatorio.

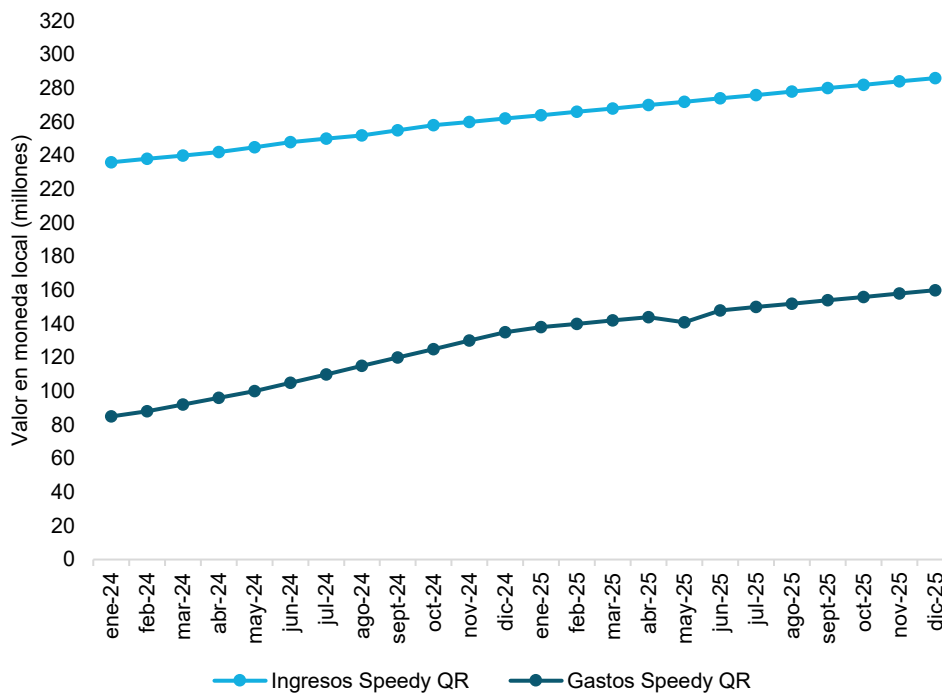
67. Se enfatiza en que lo relevante para evaluar exclusión de un rival igualmente eficiente no es necesariamente un promedio contable “variable”, sino el costo que realmente es **evitable** en el horizonte analizado. Esto permite incluir costos que, aun no siendo “variables” en sentido estricto, sí son evitables (por ejemplo, ciertos costos específicos del periodo o del incremento), evitando además depender de asignaciones controvertidas de costos comunes. En ese sentido, el AAC ajusta el punto de referencia para alinearlo con el sacrificio económico “real” asociado a la conducta investigada. asociado a la conducta cuestionada (por ejemplo, un segmento o periodo promocional).
68. En una literatura similar, el **Test de costos incrementales de largo plazo** usa como referencia el costo incremental promedio de largo plazo (LRAIC por sus siglas en inglés), y busca responder si el precio “alcanza” a cubrir los costos atribuibles a ofrecer un producto o servicio cuando se considera un horizonte en que la firma puede ajustar su escala y estructura⁴⁰. En términos operativos, el LRAIC aproxima el costo promedio de producir un “incremento” de producción asociado a ese producto/servicio, incorporando tanto costos variables como costos fijos específicos del producto. En firmas multiproducto, el LRAIC evita cargar “costos comunes verdaderos” que no dependen de producir ese producto, lo que lo hace conceptualmente distinto del costo total medio plenamente asignado.
69. Esta aproximación suele ser particularmente útil en industrias con costos fijos altos y costos marginales bajos, donde tests de corto plazo pueden resultar demasiado permisivos y no capturar adecuadamente riesgos de exclusión. Con todo, se advierte que un precio inferior al LRAIC no es por sí solo prueba concluyente de predación: una firma puede no recuperar todos sus costos hundidos y aun así tener incentivos legítimos a seguir produciendo (porque perdería menos que saliendo), lo que puede reflejar competencia y no exclusión. Por ello, el LRAIC suele operar mejor como umbral de seguridad que como criterio único de responsabilidad, y cuando el precio cae bajo ese umbral el análisis debe complementarse con evidencia sobre estructura del mercado, barreras y plausibilidad de una estrategia excluyente.

³⁹ Baumol, W. J. (1996). *Predation and the logic of the average variable cost test*. Journal of Law and Economics, 39(1), 49–72.

⁴⁰ Bishop, S., & Walker, M. (2010). *The economics of EC competition law: Concepts, application and measurement* (3rd ed.). Sweet & Maxwell.

70. En el gráfico a continuación se presentan los ingresos y gastos atribuibles exclusivamente al servicio de pago de la empresa Speedy, esto es, Speedy QR. Se observa que, durante todo el período mostrado, los ingresos del segmento se mantienen por sobre sus gastos directos, lo que, a primera vista, podría llevar a descartar una hipótesis de precios predatorios en el sentido de un “precio bajo costo” medido solo con la contabilidad propia del segmento. En efecto, bajo una lectura estrictamente segmentada, Speedy QR aparenta operar con un margen contable positivo, lo que debilita la idea de un sacrificio inmediato reflejado en pérdidas operacionales del propio servicio.

Gráfico 3. Ingresos v/s Gastos por servicio de pago (Speedy QR)



Fuente: elaboración propia a partir de información de Ingresos y Gastos de Speedy.

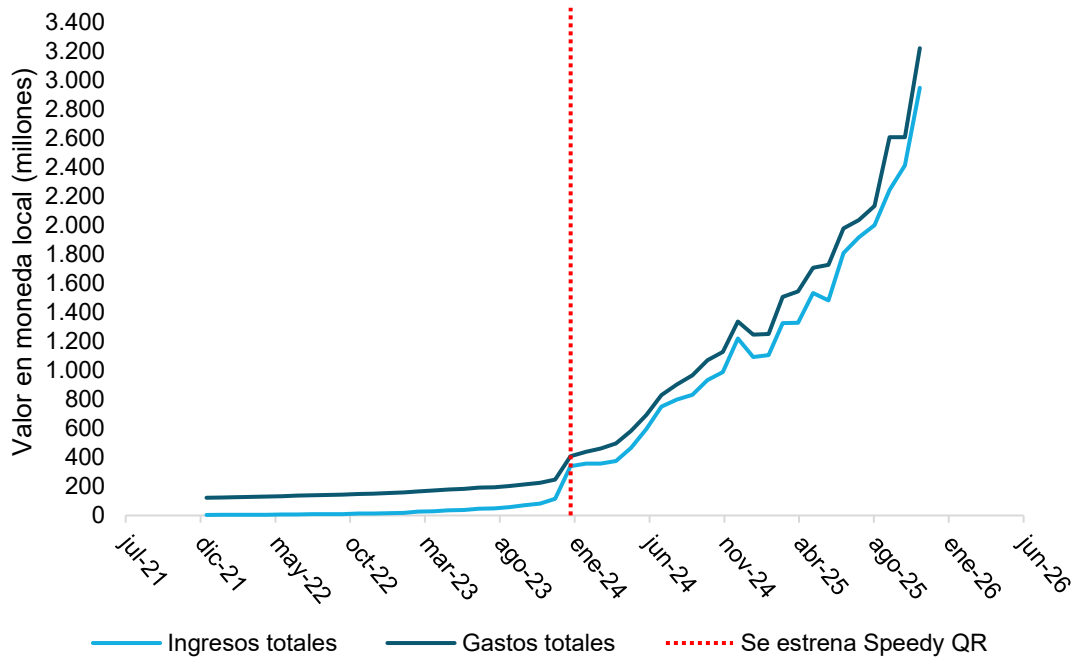
71. Sin embargo, si se observa el gráfico de ingresos totales⁴¹ versus gastos totales⁴² de Speedy (a nivel agregado), se aprecia un patrón distinto, ya que los gastos totales se ubican por sobre los ingresos totales de manera persistente y, además, ambas series muestran un salto pronunciado a partir del hito de estreno de Speedy QR. Esta dinámica es consistente con una fase de expansión e inversión posterior al lanzamiento, en la que el

⁴¹ Ingresos por infraestructura e ingresos por servicio de pago

⁴² Gastos por infraestructura, gastos por servicio de pago y gastos administrativos

crecimiento del negocio, incluyendo el despliegue del servicio QR, podría estar acompañado de un aumento relevante de costos a nivel corporativo y operacional, incluso si la contabilidad del segmento QR por sí sola luce positiva.

Gráfico 4. Ingresos totales v/s Gastos totales de Speedy



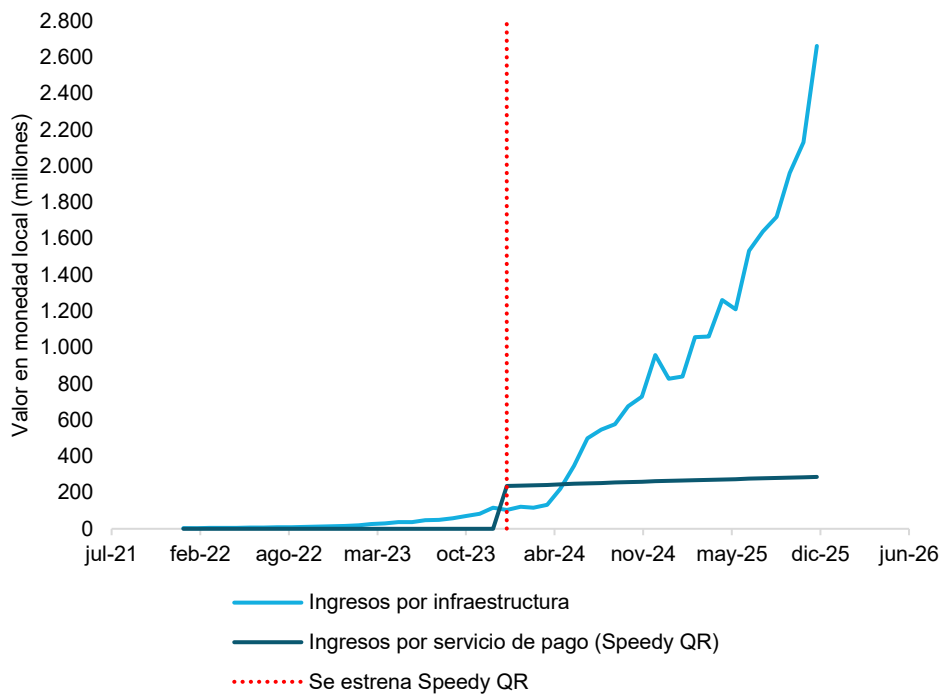
Fuente: elaboración propia a partir de información de Ingresos y Gastos de Speedy.

72. Este patrón es consistente con una hipótesis de subsidios cruzados y puede interpretarse como evidencia indicativa del financiamiento del crecimiento del servicio de pagos. En particular, el gráfico muestra que Speedy ya presentaba un déficit antes del lanzamiento de Speedy QR lo que implica que su operación debía ser cubierta por alguna fuente adicional de financiamiento. Dado que el despliegue y escalamiento de un servicio de pagos suele apoyarse en costos comunes, los cuales no necesariamente se reflejan íntegramente en la contabilidad directa del segmento QR, resulta plausible sostener, al menos preliminarmente, que Speedy QR se beneficia de esa subvención, facilitando una estrategia de crecimiento acelerado con miras a beneficios futuros.
73. Esta interpretación cobra mayor relevancia si se considera que Speedy pertenece al Banco Central de Sumbaya. Esto vuelve más plausible la existencia de capacidad financiera para sostener una estrategia de este tipo por un período prolongado, condición que la literatura reconoce como habilitante para estrategias de exclusión basadas en precios bajos.

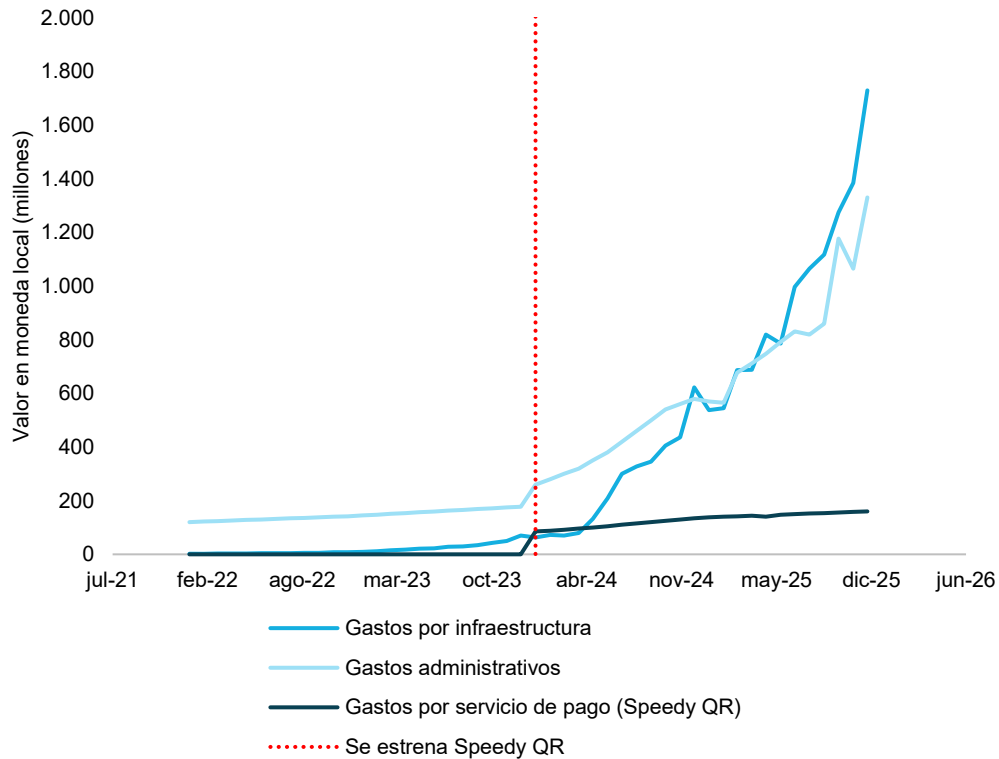
74. Adicionalmente, al desagregar la evolución de los ingresos y gastos, se observa además un patrón relevante: Speedy QR habría alcanzado una participación significativa en el mercado, pero ese avance no se refleja en un aumento proporcional de los ingresos atribuibles al servicio de pago (Speedy QR). En cambio, el crecimiento más marcado aparece en ingresos por infraestructura, lo que sugiere que el principal retorno económico del despliegue QR podría estar materializándose de forma indirecta. Más usuarios utilizan el ecosistema Speedy en general (más actividad en la infraestructura), aun cuando el QR mantenga tarifas bajas o un esquema de monetización acotado en su propia línea de negocio.

Gráfico 5. Ingresos y gastos de Speedy a nivel desagregado

Cuadro A: Ingresos



Cuadro B: Gastos



Fuente: elaboración propia a partir de información de Ingresos y Gastos de Speedy.

75. Esta lectura es consistente con una estrategia en la que el QR funciona como mecanismo de adopción y expansión del sistema, mientras que la captura de valor ocurre en capas “aguas arriba” de la plataforma. Por eso, aun con alta participación, la rentabilidad no necesariamente se observa en los ingresos “del QR” sino en ingresos vinculados a la infraestructura o servicios complementarios. Desde la perspectiva de un análisis de predación o subsidios cruzados, este patrón refuerza la necesidad de evaluar la conducta a nivel consolidado y con una asignación razonada de costos e ingresos entre líneas, dado que la estructura de precios puede estar diseñada para acelerar adopción en el servicio QR y recuperar valor a través de la infraestructura.

76. De forma consistente, al observar la descomposición de gastos, los componentes que más aumentan tras el lanzamiento son aquellos gastos por infraestructura (asociados al mantenimiento/operación de la aplicación y su funcionamiento) y gastos administrativos, mientras que los gastos directos del servicio de pago (Speedy QR) crecen, pero no explican por sí solos el salto del gasto agregado. Esto refuerza la idea de que el costo de expansión se está absorbiendo en partidas comunes y de plataforma.

77. Adicionalmente, el aumento de depreciación (34%) y amortización (54%), a partir del estreno de Speedy QR, es coherente con una fase de inversión en activos e intangibles (desarrollo, despliegue, integraciones), costos que suelen registrarse como cargos contables y que pueden sostener el crecimiento del sistema aun cuando el segmento QR se vea “positivo” en gastos directos.
78. Finalmente, este análisis gráfico permite tener una primera aproximación a la evolución de los ingresos y gastos de Speedy, observar su comportamiento en el tiempo e identificar qué componentes han crecido con mayor intensidad.
79. La evidencia sugiere que, considerado aisladamente, Speedy QR no estaría incurriendo en pérdidas contables, sin embargo, para efectos de este caso no basta evaluar resultados contables del segmento, pues, como se explicó anteriormente, resulta relevante analizar la conducta en términos de rentabilidad marginal y considerando los costos e ingresos que efectivamente se activan con el “incremento” asociado a la estrategia. En ese sentido, este primer ejercicio también deja entrever un patrón compatible con financiamiento desde Speedy hacia Speedy QR, dado que mientras el servicio QR se expande, la empresa en su conjunto registra gastos que superan a los ingresos, lo que podría ser consistente con un esquema de subsidios cruzados orientado a acelerar crecimiento y ganar participación. Con todo, las referidas inferencias deben ser tomadas como indicios y requieren ser complementadas con un test formal de predación (como los descritos en esta sección) para sustentar conclusiones robustas sobre la existencia por parte del BCRS de una estrategia anticompetitiva.

5. MERCADO RELEVANTE

81. En esta sección se describe brevemente la industria de medios de pagos. Posteriormente, se realiza el análisis relativo a los mercados relevantes del presente caso.

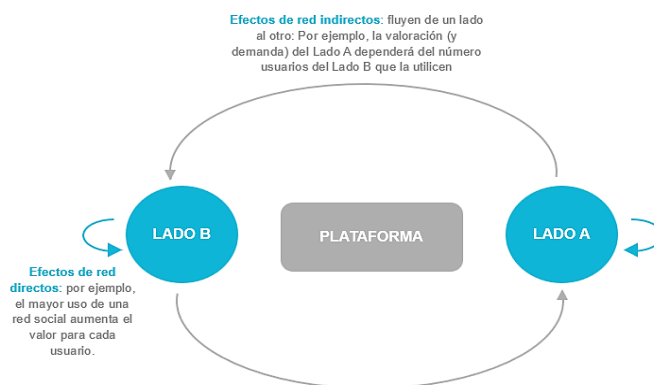
5.1. INDUSTRIA

82. La industria de medios de pago es una que se puede caracterizar como de dos o múltiples lados. Por esto, se explicará qué son los mercados de dos lados, para luego describir el sistema de medios de pago del Reino de Sumbaya.

5.1.1. MERCADO DE DOS LADOS

83. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante, la “OCDE”) indica que un mercado de múltiples lados consiste en al menos dos grupos distintos de consumidores que dependen de una plataforma para interactuar⁴³. La literatura también ha indicado que un mercado de dos lados es uno en el que dos conjuntos de agentes interactúan a través de un intermediario o plataforma, y las decisiones de cada conjunto de agentes afectan los resultados del otro⁴⁴.

Figura 2. Plataformas de dos lados y efectos de red



Fuente: elaboración propia.

⁴³ OCDE (2018). Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms. Disponible en: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2018/04/rethinking-antitrust-tools-for-multi-sided-platforms_2a887a98/a013f740-en.pdf [Última fecha de consulta: 3 de febrero de 2026] (en adelante, “OCDE (2018)”), pp. 9-10.

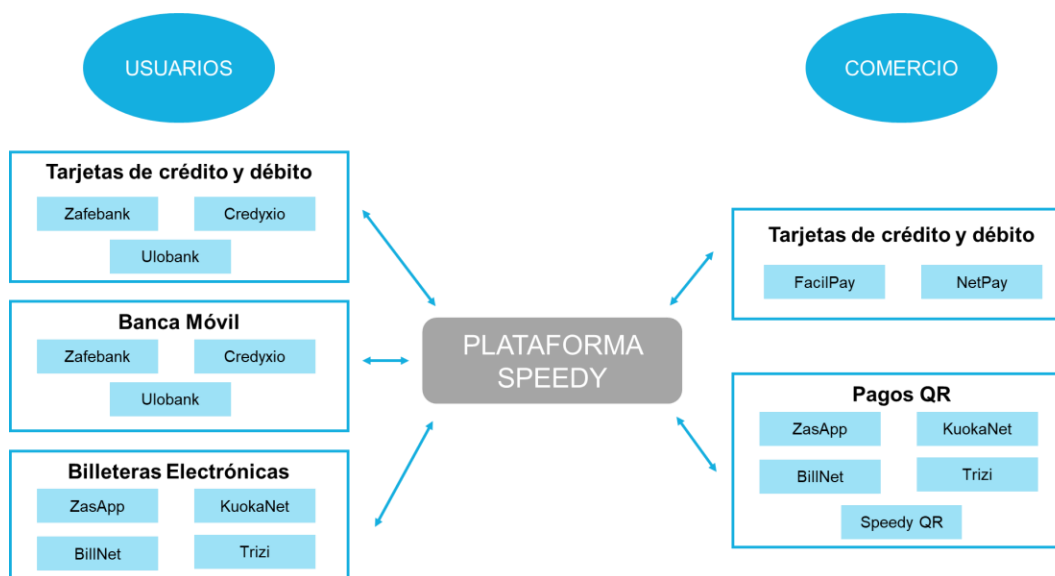
⁴⁴ Véase, por ejemplo, Rysman, M. (2009). The Economics of Two-Sided Markets. Journal of Economic Perspectives, Volume 23, Number 3, pp. 125–143; Evans, D. (2003). The Antitrust Economics of Multi-Sided Platform Markets. Yale Journal on Regulation, 20(2), pp. 325-381 y Jullien, B. et al. (2021). Chapter 7 - Two-sided markets, pricing, and network effect. Handbook of Industrial Organization, Volume 4, Issue 1, 2021, pp. 485-592.

84. Sobre esto último, ha sido reconocido que las externalidades de red son una característica distintiva de las plataformas de múltiples lados. A este respecto, la OCDE denota que en los mercados de dos lados la demanda de ambos grupos se vincula por efectos de red indirectos, los que son reconocidos por la empresa, quien los internaliza⁴⁵.
85. Finalmente, se ha reconocido que en aquellos mercados de dos o múltiples lados se da el fenómeno de *multi-homing*, donde los usuarios pueden usar múltiples plataformas. En esta línea, en los mercados de múltiples lados, los precios y los resultados del mercado dependerán en varios casos de que los usuarios usen más de una plataforma de manera simultánea.

5.1.2. MEDIOS DE PAGO

86. La industria de medios de pagos tiene presencia de pagos con efectivo, con tarjetas, con billeteras electrónicas, banca móvil⁴⁶ y pagos con QR. Respecto al pago con efectivo, según información pública esta sigue siendo de alta preferencia por parte de los usuarios⁴⁷. La figura que sigue resume la estructura de los medios de pagos del Reino de Sumbaya.

Figura 3. Relación entre las distintas partes del mercado



Fuente: elaboración propia.

⁴⁵ OCDE (2018), pp. 37 y 49.

⁴⁶ No existen antecedentes en el caso respecto a la Banca Móvil. Sin embargo, el BCRS reporta este segmento.

⁴⁷ Cuaderno de Antecedentes, p. 2.

87. En Sumbaya, el mercado de tarjetas funciona bajo un esquema de cuatro partes, en el que operan dos marcas internacionales de tarjetas: MisterCard y VisTra. Estas establecen sus propios estándares operativos y reglas de la red (requisitos de aceptación, certificaciones técnicas, y marcos de prevención de fraude), pero las Tasas de Intercambio (*Interchange Rate Fee*) son reguladas por el BCRS⁴⁸. Los emisores de tarjetas son principalmente tres bancos: Zafebank, Credyxo y Ulobank⁴⁹.
88. En Sumbaya, además, operan billeteras electrónicas (*e-wallets*) ofrecidas principalmente por fintechs, que permiten a los usuarios almacenar fondos y efectuar transferencias⁵⁰. Los agentes que ofrecen este servicio corresponden a ZasApp, KuoNet, BillNet y Trizi⁵¹.
89. Además, en por el lado de los comercios, existe la aceptación de pagos a través de código de respuesta rápida (QR). Estos sistemas permiten que los comercios acepten pagos digitales originados en billeteras electrónicas, mediante un mecanismo de iniciación de pago sencillo y de bajo costo de adopción, sin necesidad de contar con un terminal POS tradicional⁵².
90. Por último, el Banco Central de Reserva de Sumbaya (en adelante, “BCRS”) administra la plataforma Speedy que conecta a todas las Entidades Reguladas en el ecosistema de pagos digitales. Esta infraestructura tiene como objetivo promover e incentivar el uso de pagos digitales en el Reino de Sumbaya, reduciendo las barreras de entrada en el ecosistema de pagos digitales⁵³.

5.1.3. BARRERAS DE ENTRADA

91. Como se indicó previamente, los mercados de medios de pago presentan economías de red indirectas. Estas externalidades pueden generar dinámicas de retroalimentación positiva que favorecen la expansión de plataformas ya establecidas y dificultan la entrada de nuevos operadores.
92. En efecto, un aumento de usuarios en un lado de una plataforma puede incrementar su valor para los comercios, lo que permite realizar mayores inversiones en la plataforma, atrayendo así a más usuarios y continuando el ciclo.

⁴⁸ Ibidem.

⁴⁹ Cuaderno de Antecedentes, p. 3.

⁵⁰ Ibidem.

⁵¹ Véase, por ejemplo, Cuadro de pagos digitales de bajo valor 2016-2025.

⁵² Cuaderno de Antecedentes, p. 5.

⁵³ Cuaderno de Antecedentes, p. 7.

93. Lo anterior, puede generar el fenómeno de “*tipping*”, esto es, que el mercado se incline hacia un monopolio porque ningún competidor o potencial entrante puede igualar el atractivo de la plataforma, producto de los efectos de red que ya ha amasado el incumbente previamente.
94. En consecuencia, un nuevo entrante enfrenta el desafío de alcanzar una masa crítica suficiente de usuarios y comercios para que su plataforma resulte atractiva para ambos lados del mercado, lo que puede constituir una barrera relevante a la entrada.

5.2.MERCADO RELEVANTE

95. El mercado relevante se define en la Ley de Competencia del Reino de Sumbaya⁵⁴. En esta se establece que se encuentra integrado por el mercado del producto y el mercado geográfico.
96. Respecto al mercado del producto, la regulación señala que está conformado por el bien o servicio materia de la conducta investigada y sus sustitutos. Asimismo, la legislación da una serie de factores para su delimitación, a saber, las preferencias de los clientes o consumidores; características, usos y precios de los posibles sustitutos; las posibilidades tecnológicas y el tiempo requerido para la sustitución, entre otros.
97. En cuanto al mercado geográfico, la Ley de competencia indica que está conformado por el conjunto de zonas geográficas donde están ubicadas aquellas fuentes alternativas de aprovisionamiento del producto relevante. Al igual que en el caso anterior, la regulación señala criterios para su determinación tales como los costos de transporte y las barreras al comercio existentes.
98. El mercado geográfico se definirá a nivel nacional, por cuanto, según los antecedentes del caso, las entidades reguladas participan en todo el Reino de Sumbaya. Sin embargo, es necesario hacer presente no se poseen datos para estimar si es que todos los medios de pagos tienen el mismo nivel de penetración a lo largo del Reino.
99. En lo que sigue se delimitará el mercado relevante del producto para los usuarios de medios de pago y para los comercios que aceptan medios de pago. Para lo anterior, se utilizó el Reporte del Banco Central de Reserva de Sumbaya (en adelante, “BCRS”), que incluye reportes de inclusión financiera e indicadores de medios de pago⁵⁵.

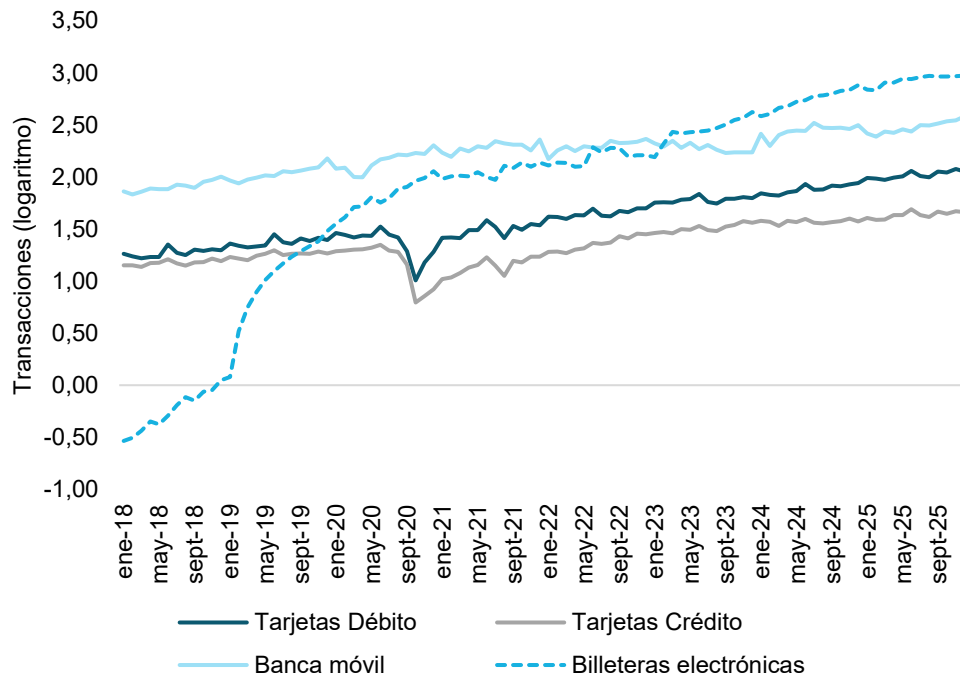
⁵⁴ Artículo 16 de la Ley de Competencia.

⁵⁵ Cabe hacer presente que los datos publicados por el BCRS no incluyen estadísticas sobre el pago en efectivo, por lo que no se puede realizar un análisis de sustituibilidad respecto de este medio de pago.

5.2.1. MERCADO RELEVANTE PARA USUARIOS

100. **Hecho Estilizado N° 1: Misma evolución de transacciones de los distintos medios de pago.** Si dos productos son competidores, se esperaría que, ante la entrada de un nuevo competidor, disminuyera la tasa de crecimiento de alguno de los otros productos debido a que le estaría quitando transacciones a los otros medios de pago.
101. El **Gráfico 2** presenta la tasa de crecimiento para los distintos medios de pago, la que se ha mantenido creciente a lo largo del periodo de estudio. En particular, se observa que la entrada en el mercado de las Billeteras Electrónicas no generó una disminución en la tasa de crecimiento de los otros medios de pago.

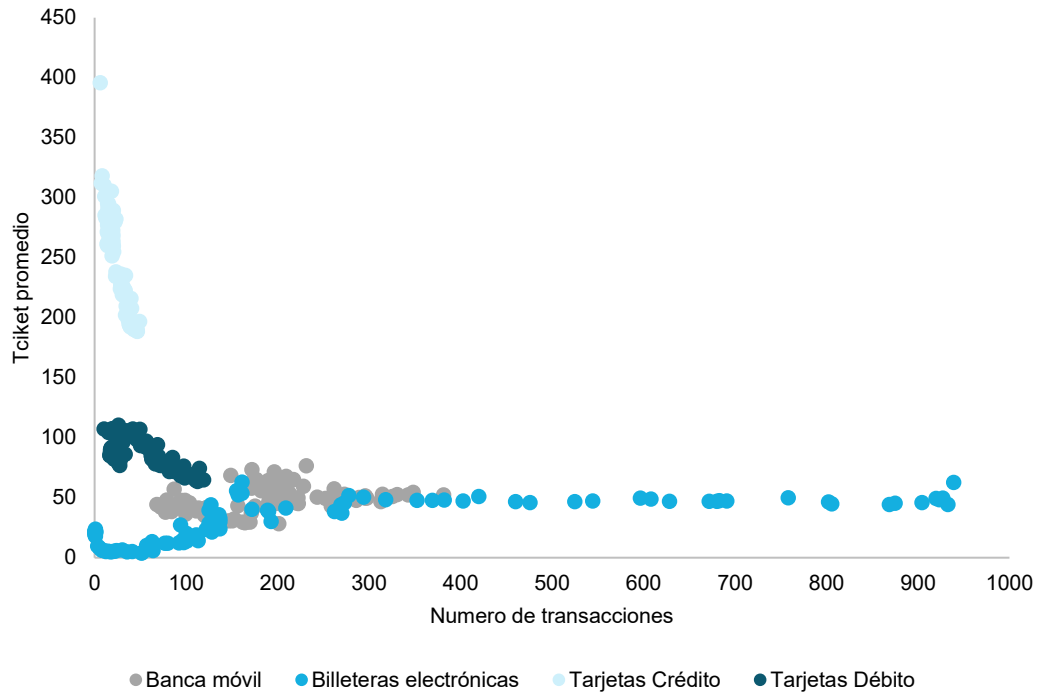
Gráfico 6. Evolución de las transacciones de los distintos medios de pago, usuarios



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRs: Sistema de Pagos

102. **Hecho Estilizado N° 2: distintos patrones de uso de los distintos medios de pago.** Para delimitar el mercado relevante del producto, la legislación señala que uno de los factores es el uso y precio de los bienes sustitutos. Es por lo anterior, que el siguiente gráfico, muestra la relación entre el *ticket* promedio y el número de transacciones para los distintos Pagos Digitales.

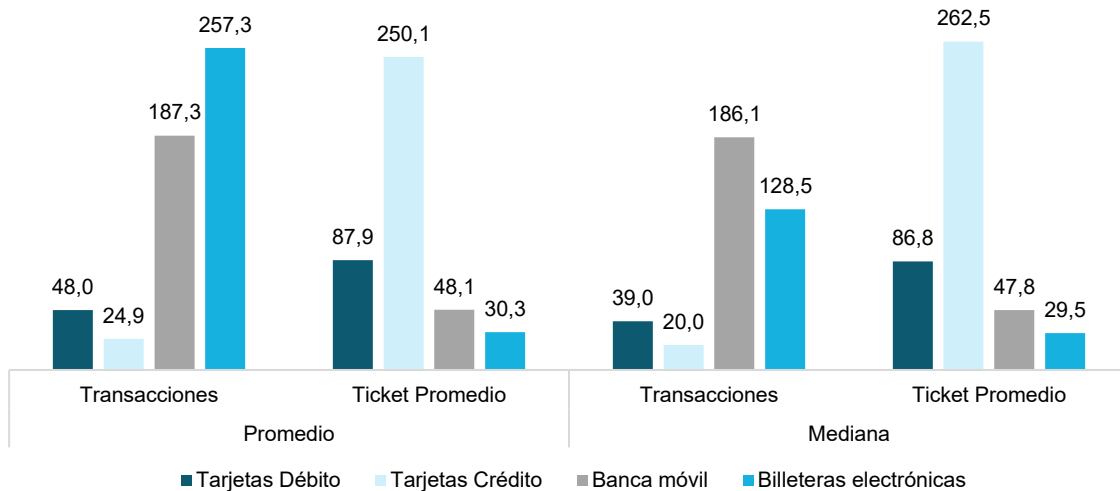
Gráfico 7. Números de transacciones y ticket promedio



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

103. Se observa que las tarjetas de crédito y débito son utilizadas por los usuarios para realizar pocas transacciones, pero de un *ticket* promedio más alto que el de la Banca Móvil o las Billeteras Electrónicas. Asimismo, si bien el *ticket* promedio de la Banca Móvil es similar al de Billeteras Electrónicas, la intensidad de esta última es mucho mayor que el resto de los medios de pago. Esto sería indicativo de que serían parte de mercados relevantes del producto distintos.
104. El siguiente gráfico muestra los promedios y la mediana del número de transacciones y del *ticket* promedio según los distintos medios de pago. Las Billeteras Electrónicas han realizado en promedio 257,3 millones de transacciones mensuales, la Banca Móvil un promedio de 187,3 millones, las Tarjeta de Débito de 48 millones y las Tarjetas de Crédito de solo 24,9 millones. Por su parte, el *ticket* promedio de las Billeteras Electrónicas es el más bajo con \$30,3 millones.

Gráfico 8. Transacciones y Ticket Promedio por Medio de Pago, millones



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

105. Lo anterior, es consistente con la encuesta realizada por la consultora Heroic, que señala que los ciudadanos de Sumbaya suelen utilizar tarjetas sobre todo en tiendas por departamento para la adquisición de bienes de valor alto, como electrodomésticos, muebles, equipos de cómputo y celulares, entre otros⁵⁶.
106. **Hecho Estilizado N° 3: correlación entre las tasas de crecimiento no muestran una relación sistemáticamente inversa.** Otra forma de evaluar la sustitución es analizar el cambio en el logaritmo del valor de las transacciones. En caso de ser sustitutos se esperaría que, en periodo de crecimiento en el valor de la transacción de alguno de ellos, debería implicar una caída en el de los otros medios de pago. Lo anterior, se estimó a partir de la siguiente ecuación.

Ecuación 1. Correlación entre las tasas de crecimiento

$$\Delta \log (valor_i) = \alpha + \sum_j \beta_j \log (valor_j) + \epsilon$$

107. La tabla de a continuación presenta los resultados de las estimaciones. Se observa para los distintos modelos que el volumen de las transacciones de tarjetas de débito no tiene efectos en el valor de las transacciones de las billeteras electrónicas. Por su parte, el de

⁵⁶ Cuaderno de Antecedentes, p. 3.

banca móvil es positivo y significativo. **Este patrón sugiere que el aumento en el uso de un producto no ha estado asociado a una reducción en el uso de los demás.**

Tabla 1. Sustitución dentro del segmento, usuarios⁵⁷

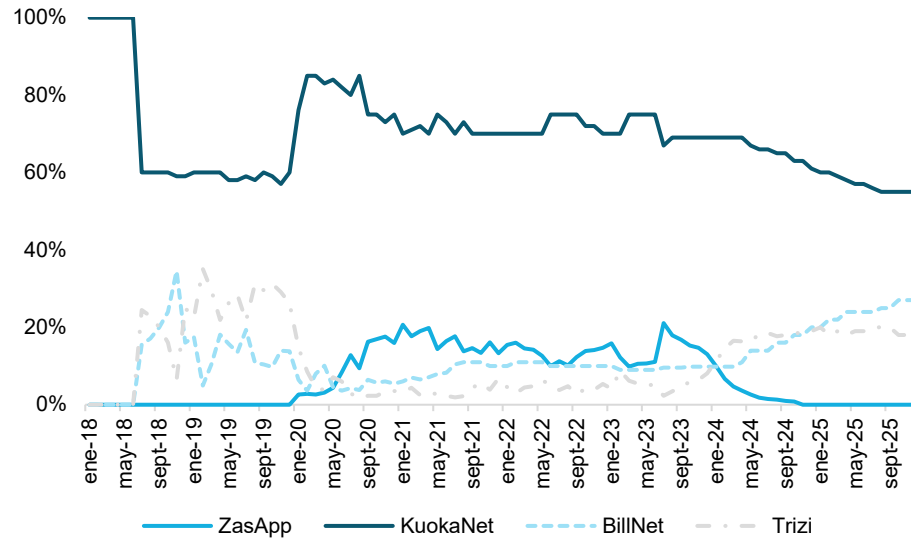
	(1)	(2)	(3)
$\ln(\text{volumen})_{\text{Banca Móvil}}$	1.524*** (0.276)		1.745*** (0.275)
$\ln(\text{volumen})_{\text{Tarj. de débito}}$		-0.0888 (0.499)	-0.761 (0.466)
<i>Tendencia</i>	0.0679*** (0.00555)	0.0984*** (0.0100)	0.0779*** (0.00895)
<i>Constante</i>	-9.534*** (2.283)	3.415 (3.621)	-5.798* (3.392)
Observaciones	96	96	96
R-cuadrado	0.949	0.937	0.951

Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRs: Sistema de Pagos

108. Por lo anterior, **el mercado relevante del producto para los usuarios se definirá como el de las transacciones realizadas mediante billeteras electrónicas.** Si bien algunos productos de Ulobank tienen incidencia sobre Kuokanet, no es algo que se replique para el resto de los competidores de este mercado y se podría deber a la falta de variables de control de efectos fijos en el tiempo.
109. El siguiente gráfico muestra la evolución de participación de mercado para los distintos agentes que participan en él. Se aprecia que Kuokanet ha mantenido una participación entre el 60% y el 80%. Por su parte, ZasApp ingresó a inicios del 2020 alcanzando una participación del 20% para posteriormente salir del mercado a fines del 2024. En cuanto a BillNet y Trizi, presentan comportamientos similares durante todo el periodo, ganando participación en el último periodo.

⁵⁷ En el modelo (1) se estima la regresión de la Ecuación N° 3, pero solo considerando a Banca Móvil, el modelo (2) considera solo a las Tarjetas de Débito y el modelo (3) considera tanto a Banca Móvil como a las Tarjetas de Débito.

Gráfico 9. Participaciones de mercado, usuarios

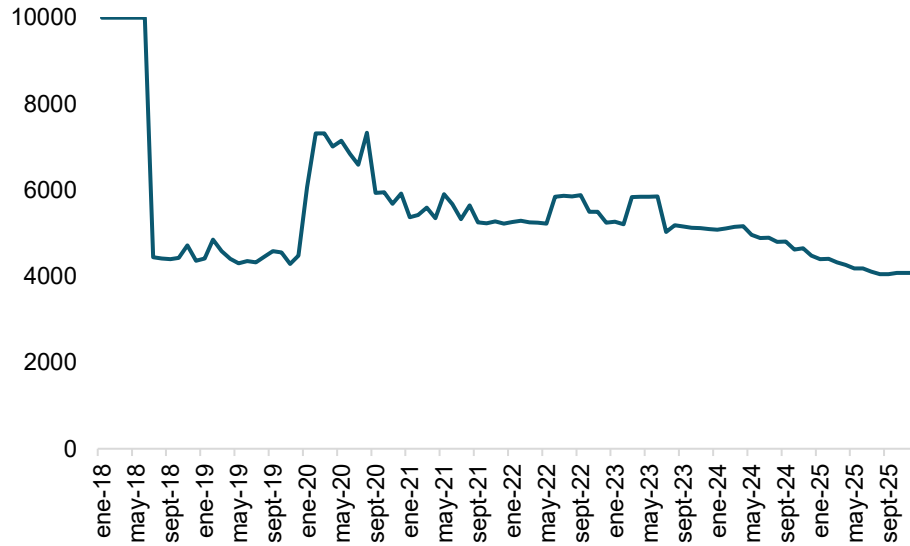


Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRs: Sistema de Pagos

110. Por último, se procedió a estimar la concentración de este mercado mediante el Índice Herfindahl-Hirschman (en adelante, “HHI”). Este indicador corresponde a la suma de todas las participaciones de mercado al cuadrado, de forma de ponderar con mayor importancia a los competidores que tienen altas participaciones⁵⁸.
111. El Gráfico 3 muestra la evolución del HHI para este mercado. Se puede observar que partió como un monopolio, para luego disminuir drásticamente la concentración con la entrada de ZasApp, BillNet. Luego, en febrero de 2020 aumentó la concentración para posteriormente ir disminuyendo paulatinamente hasta llegar a un valor cercano a los 4.000. Sin embargo, durante todo el periodo, el mercado es altamente concentrado.

⁵⁸ La fórmula del HHI es la sumatoria al cuadrado de las N (número) empresas participantes del mercado, esto es, $\sum_{i=1}^N share_i^2$

Gráfico 10. Índice de Concentración HHI, usuarios

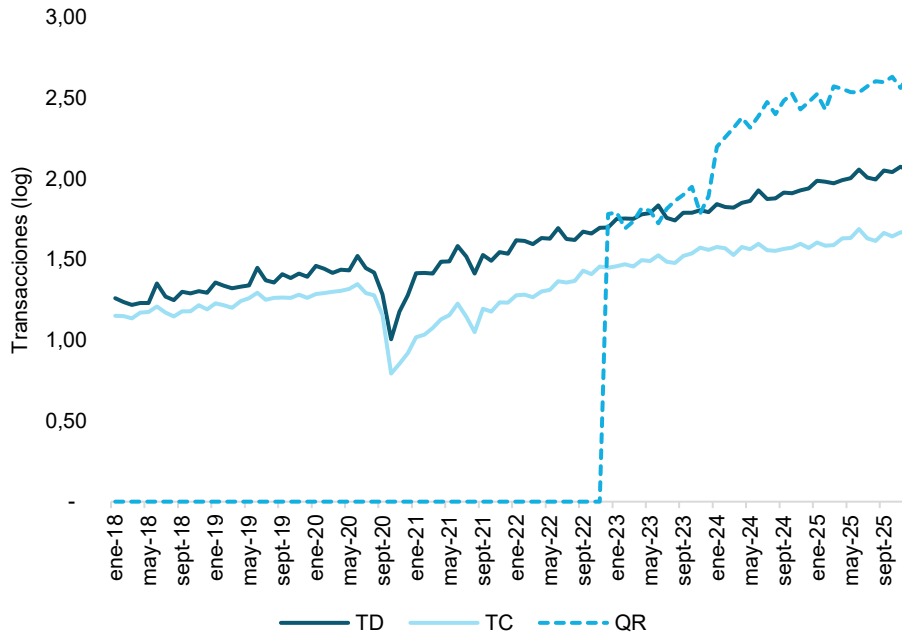


Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

5.2.2. MERCADO RELEVANTE PARA COMERCIOS

112. **Hecho Estilizado N° 1: Misma evolución de transacciones de los distintos medios de pago.** Si dos productos son competidores, se esperaría que, ante la entrada de un nuevo competidor, disminuyera la tasa de crecimiento de alguno de los otros productos debido a que le estaría quitando transacciones a los otros medios de pago.
113. El Gráfico N° 7 presenta la tasa de crecimiento para los distintos medios de pago, la que se ha mantenido creciente a lo largo del periodo de estudio. En particular, se observa que la entrada en el mercado del pago con QR no generó una disminución en la tasa de crecimiento de las tarjetas de débito o crédito.

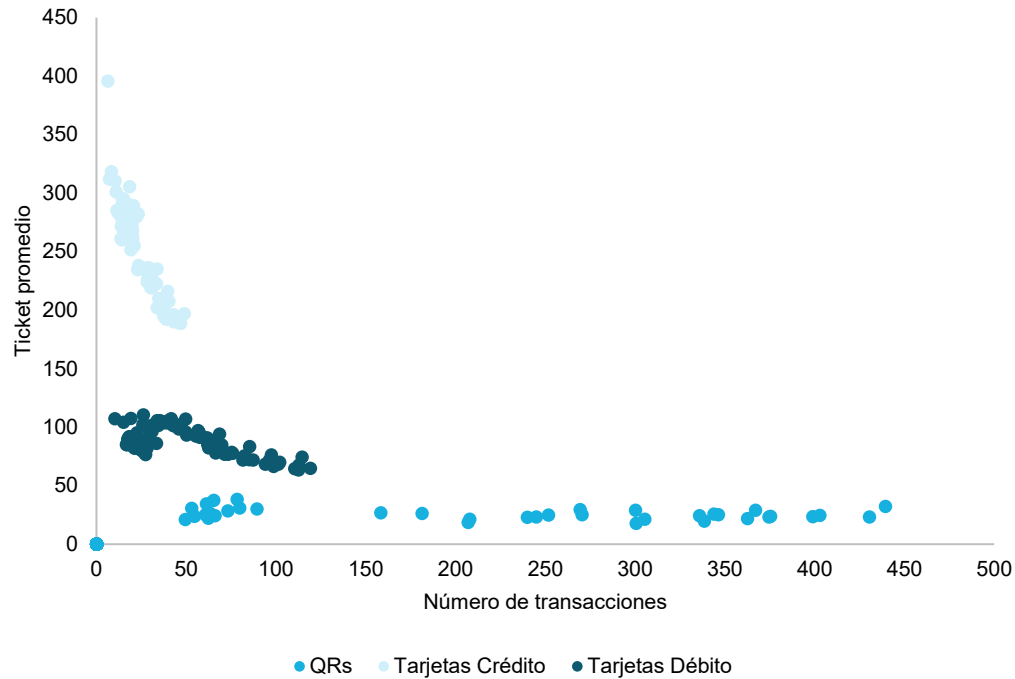
Gráfico 11. Evolución de las transacciones de los distintos medios de pago, comercio



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

114. **Hecho Estilizado N° 2: distintos patrones de uso de los distintos medios de pago.** Para delimitar el mercado relevante del producto, la legislación señala que uno de los factores es el uso y precio de los bienes sustitutos. Es por lo anterior, que el siguiente gráfico, muestra la relación entre el *ticket* promedio y el número de transacciones para los distintos Pagos Digitales.

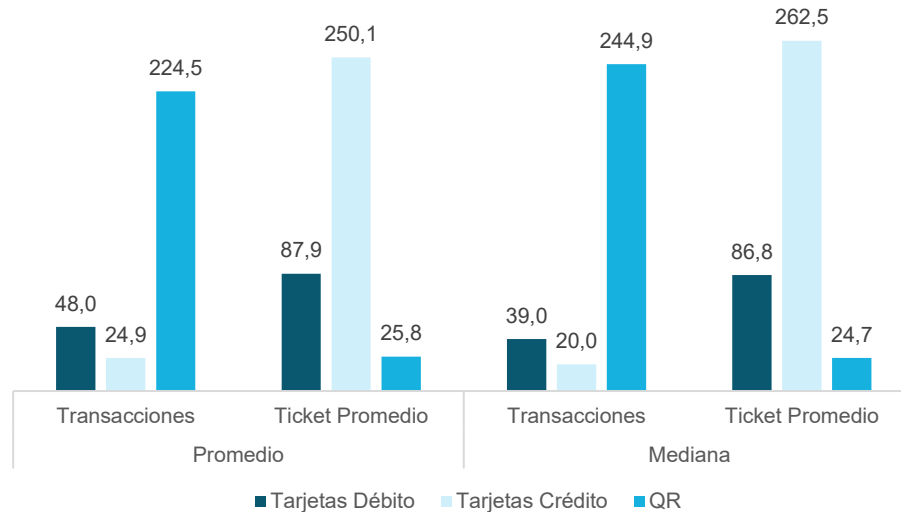
Gráfico 12. Números de transacciones y ticket promedio



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

115. Se observa tres segmentos diferenciados según el método de pago. Las tarjetas de crédito tienen pocas transacciones, pero con un *ticket* promedio alto. Por su parte, las tarjetas de débito tienen un *ticket* promedio menor y con mayor número de transacciones. Por último, los pagos con QR presentan un *ticket* promedio inferior con un número de transacciones superior. Lo anterior, sería indiciario de que serían parte de distintos mercados relevantes del producto.
116. El siguiente gráfico muestra los promedios y la mediana del número de transacciones y del ticket promedio según los distintos medios de pago. En promedio mensual, se realizan 224,5 millones de pagos con QR, 48 millones con tarjetas de débito y 24,9 millones con tarjetas de crédito. Por su parte, en promedio mensual, el ticket promedio de los pagos con QR asciende a la suma de \$25,8 millones, el de tarjetas de débito a \$ 87,9 millones y el de las tarjetas de crédito a \$250,1 millones.

Gráfico 13. Transacciones y Ticket Promedio por Medio de Pago, millones



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

117. **Hecho Estilizado N° 3: correlación entre las tasas de crecimiento no muestran una relación sistemáticamente inversa.** Otra forma de evaluar la sustitución es analizar el cambio en el logaritmo del valor de las transacciones. En caso de ser sustitutos se esperaría que, en periodo de crecimiento en el valor de la transacción de alguno de ellos, debería implicar una caída en el de los otros medios de pago. Lo anterior, se estimó a partir de la siguiente ecuación.

Ecuación 2. Correlación entre las tasas de crecimiento

$$\Delta \log (valor_i) = \alpha + \sum_j \beta_j \log (valor_j) + \epsilon$$

118. La tabla de a continuación presenta los resultados de las estimaciones. Se observa que el volumen de transacción de las tarjetas de débito no resulta significativo al 1%. **Este patrón sugiere que el aumento en el uso de un producto no ha estado asociado a una reducción en el uso del otro.**

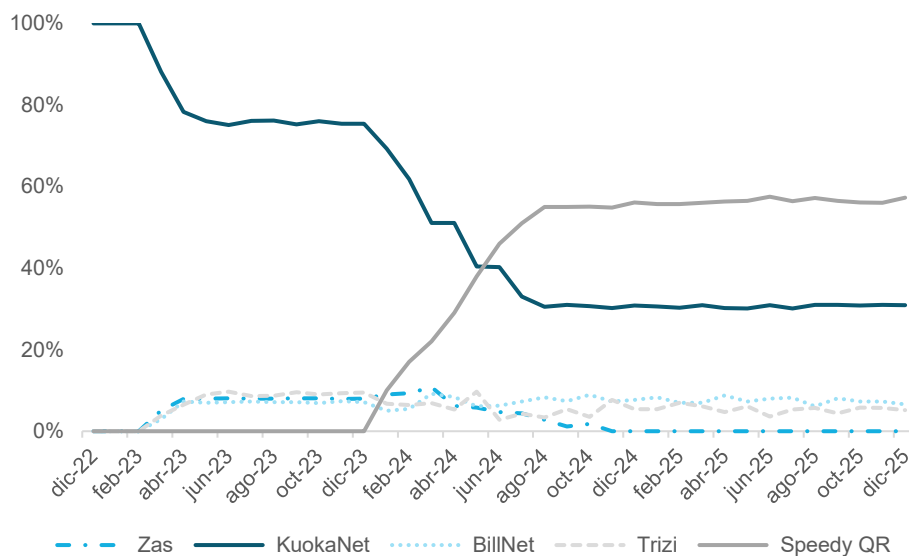
Tabla 2. Sustitución dentro del segmento, usuarios

	(1)
$\ln(\text{volumen})_{\text{Tarj. de débito}}$	-0.738* (0.382)
<i>Tendencia</i>	0.0739*** (0.00509)
<i>Constante</i>	9.074*** (2.997)
Observaciones	37
R-cuadrado	0.941

Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

119. Por lo anterior, **el mercado relevante del producto para los comercios se definirá como el de las transacciones realizadas mediante proveedores de QR.**
120. El siguiente gráfico muestra la evolución de participación de mercado para los distintos agentes que participan en él. Se aprecia que Kuokanet comenzó como un monopolio, pero rápidamente comenzó a bajar su participación, para mantenerse estable en torno al 30% desde mediados del año 2024. Por su parte, Speedy QR ingresó a fines del 2023 y rápidamente aumentó su participación hasta llegar al 60%. El resto de los competidores han mantenido una participación relativamente baja durante todo el periodo de estudio.

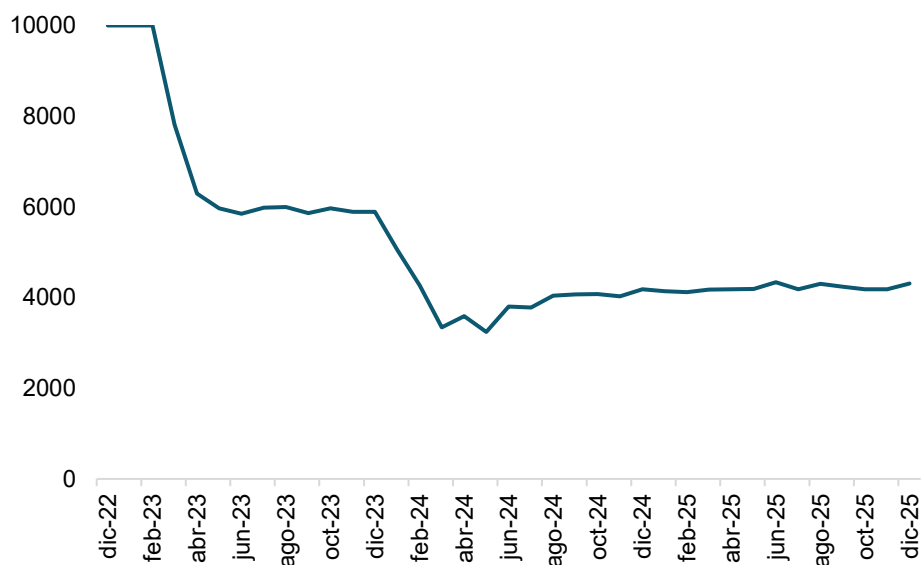
Gráfico 14. Participaciones de mercado, comercio



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

121. El Gráfico 6 muestra la evolución del HHI para este mercado. Se puede observar que partió como un monopolio, para luego disminuir drásticamente la concentración primero, con la entrada de ZasApp, BillNet y Trizi; y luego, con la entrada de Speedy QR. Desde ese momento, la concentración se ha mantenido estable en torno a un índice de 4.000.

Gráfico 15. Índice de Concentración HHI, comercio



Fuente: elaboración propia a partir de Reporte BCRS: Sistema de Pagos

6. ANÁLISIS DE DAÑOS

122. Siguiendo lo indicado en la sección 3.3, KuokaNet presentó una Solicitud de Arbitraje ante el CIADI alegando, entre otras cosas, una reparación por los daños y perjuicios ocasionados a causa de la conducta desplegada por el BCRS relativa al abuso de su posición de dominio en la modalidad de predación, cuestión que fue analizada en la sección previa.
123. Considerando lo anterior, y en base a los objetivos de este informe detallados en la sección 3.4, en lo que sigue se analizan teóricamente los daños que la conducta del BCRS habrían generado a KuokaNet.
124. Para esto, es pertinente tener en cuenta todas las variables que influyen en los beneficios y costos de KuokaNet. En función de esto, es relevante dividir el análisis de los daños en al menos cuatro tópicos:
 - La construcción de la línea del tiempo;
 - La determinación de efectos causados por el hecho o acción generadora del daño, debiendo existir una relación de causalidad entre dicho hecho y sus efectos;
 - El reconocimiento y la creación del escenario contrafactual; y
 - El cálculo o estimación de los daños, para lo cual resulta necesario determinar la tasa de descuento.
125. Ahora bien, antes de entrar en el análisis de los daños que la conducta del BCRS habría generado a KuokaNet en particular, cabe señalar que dicha conducta también puede tener implicancias más amplias sobre el funcionamiento competitivo del mercado servicios de pago a través de QR.

6.1. EFECTOS EN LA COMPETENCIA

126. Considerando especialmente que el mercado se caracteriza por la existencia de efectos de red y economías de escala, se ha reconocido que las intervenciones pueden alterar de forma significativa su estructura competitiva del mercado. Por ejemplo, si un operador público (como Speedy) participa ofreciendo servicios a tarifas sustancialmente bajas, o asociadas a objetivos de política pública, y cuenta con ciertas ventajas (como sería el financiamiento de su servicio de QR mediante la infraestructura de pagos), puede generarse el desplazamiento de otros agentes.
127. Este desplazamiento podría generarse por la migración de comercios hacia una red percibida como más segura o institucionalmente respaldada, efectos de coordinación entre usuarios y comercios que favorecen la consolidación de una única red dominante, la reducción de ingresos de operadores existentes debido a la pérdida simultánea de volumen transaccional

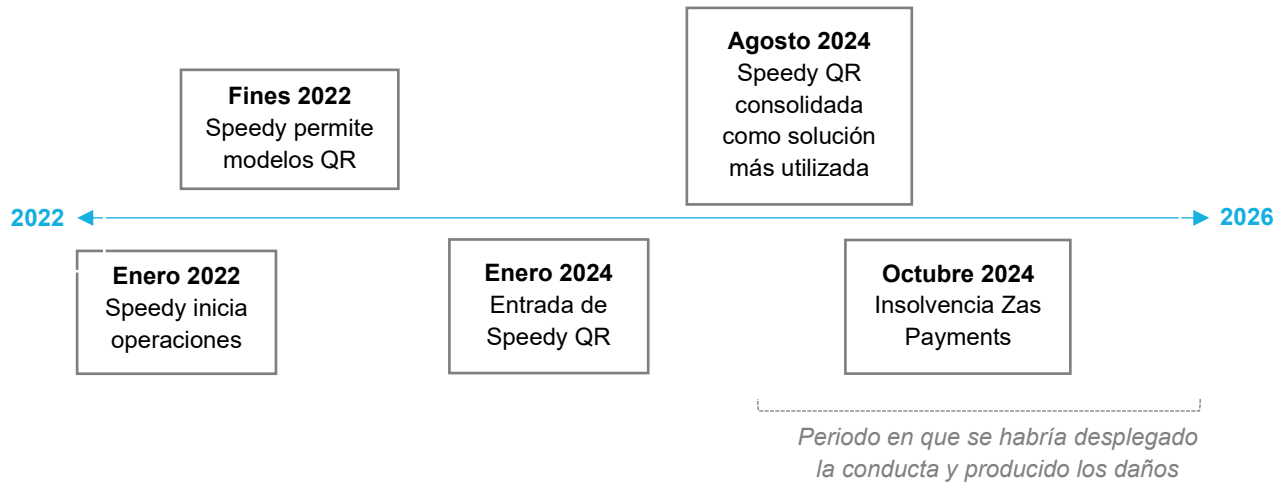
y el incremento del riesgo de salida de competidores que requieren de una escala mínima para sostener su modelo de negocio.

128. Un indicio relevante de desplazamiento en este caso es la situación financiera experimentada por operadores tras la entrada de Speedy QR. En particular, la insolvencia de Zas Payments podría asociarse con una alteración significativa de las condiciones competitivas del mercado, como, por ejemplo, la rápida penetración de Speedy QR en el mercado. Esto, en adición a lo indicado por otros operadores que en cuanto a que habrían tomado una serie de medidas para mantener la operación de sus negocios.
129. En este contexto, el daño económico en el presente caso no se limita sólo a una pérdida patrimonial para KuokaNet, sino que puede manifestarse en la afectación de la estructura y desenvolvimiento del mercado.
130. Dicho ello, en apartados que siguen se abordan específicamente los daños que la conducta desplegada por el BCRS habría generado para KuokaNet.

6.2. LÍNEA DE TIEMPO

131. Para calcular los daños es necesario definir el período a considerar. En específico, la fecha en que comienzan a producirse los daños y su fecha de término. Esto, para identificar el periodo sobre el cual recayeron los daños, y aquel para el que deben ser calculados.
132. En este caso, KuokaNet sostiene que, desde sus inicios, Speedy QR habría funcionado a través del apalancamiento del BCRS como administrador de la infraestructura Speedy, en particular, a través del financiamiento de la tarifa de Speedy QR con las comisiones que percibía por el acceso y uso de la infraestructura de pagos.
133. De esta manera, siguiendo lo indicado en la sección relativa a la conducta de predación, los daños se habrían comenzado a generar desde que Speedy QR se habría consolidado y alcanzado una posición de dominio en el mercado.
134. Por su parte, en atención a que la Autoridad Nacional de Competencia declaró infundada la denuncia de KuokaNet, encontrándose vigente el proceso actual ante el CIADI, sin que se haya tomado alguna medida respecto de la operación de Speedy QR, dicha conducta seguiría produciendo efectos hasta la actualidad.
135. Considerando lo anterior, los daños para KuokaNet se habrían generado desde enero de 2024 hasta la actualidad. Estos antecedentes se resumen en la **Figura 4** a continuación.

Figura 4. Línea de tiempo



Fuente: elaboración propia a partir de Cuaderno de Antecedentes.

6.3.EFECTOS CAUSADOS POR ACCIÓN GENERADORA DEL DAÑO

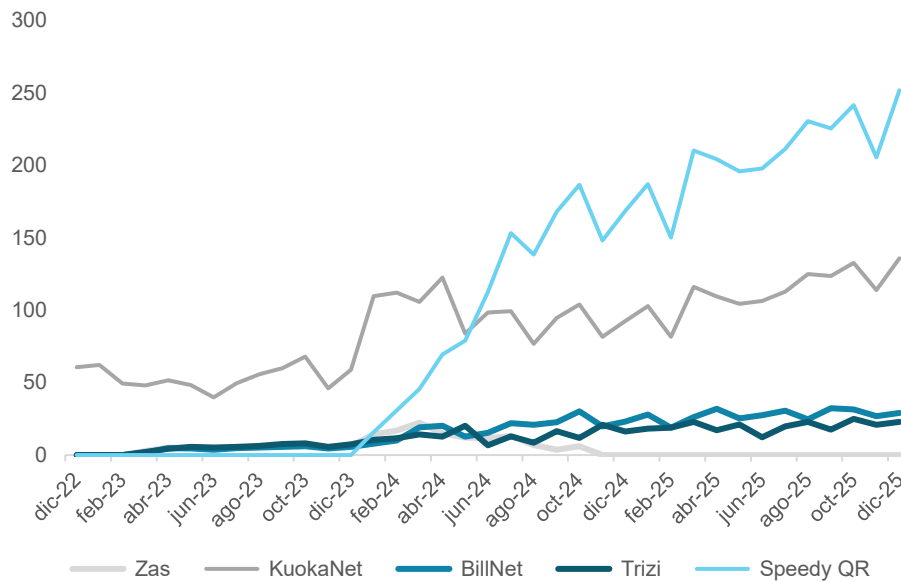
136. Para determinar los daños, es necesario identificar y describir los efectos causados por las acciones o eventos que generaron dichos daños.
137. Por su parte, es necesario establecer que existe una causalidad entre aquellos eventos o acciones que habrían generado los perjuicios y los efectos. Lo anterior implica que los hechos o acciones a los que se atribuye la generación del o los perjuicios efectivamente produjeron el daño que se reclama.
138. En este caso, la conducta imputada por KuokaNet al BCRS, consistente en la introducción y consolidación de Speedy QR bajo un régimen tarifario social que sería inferior a sus costos operativos y financiado con la infraestructura Speedy, habría producido una alteración de las condiciones competitivas en el mercado de aceptación de pagos con QR.
139. Desde una perspectiva económica, dicha alteración podría implicar una afectación patrimonial para KuokaNet. Debido a ello, y considerando las categorías de daño reconocidas en la doctrina económica y en la práctica arbitral internacional de inversiones, en lo que sigue se analizan los perjuicios que se podrían haber producido para dicho agente.

6.3.1. LUCRO CESANTE

140. El lucro cesante se entiende como la pérdida de flujos futuros que, de no haber existido la conducta que produjo el daño, el agente económico habría obtenido⁵⁹. En esta línea, con la estimación del lucro cesante se busca conocer el monto estimado de la reparación para que el agente económico afectado –en este caso, KuokaNet– restituya el estado económico que habría tenido de no haberse producido el acto dañoso –la práctica de predación por parte del BCRS–.
141. Según se mencionó en la sección 5, en mercados de plataformas de dos o múltiples lados, como es el de pagos con código QR, el valor económico depende críticamente de los efectos de red.

Gráfico 16. Número de transacciones de salida (millones)

Proveedores de pagos digitales de bajo valor 2016-2025 (comercios)



Fuente: elaboración propia a partir de información de transacciones.

142. Considerando lo anterior, una migración sostenida de los comercios hacia Speedy QR y, por lo tanto, la consiguiente reducción en la participación de KuokaNet, configurarían un escenario en que **se reduce el volumen de transacciones que serían procesadas por**

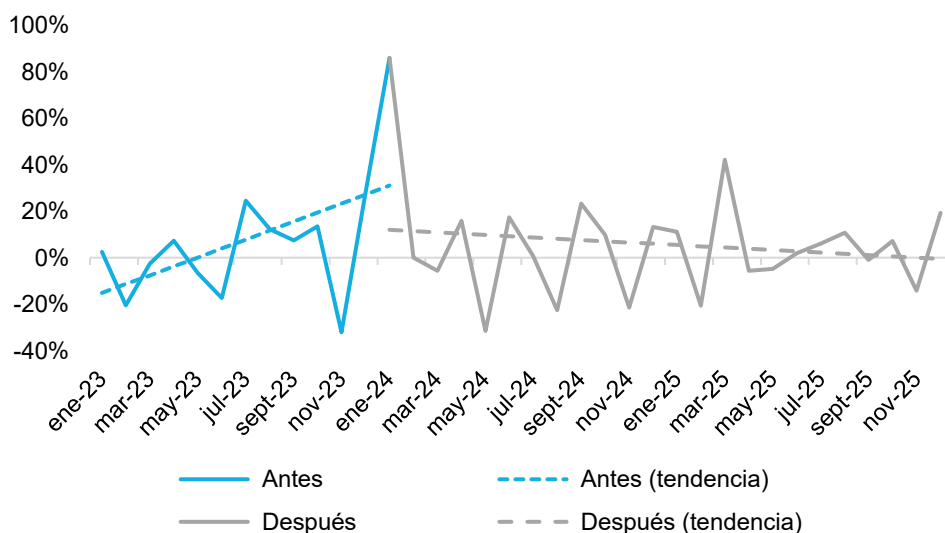
⁵⁹ Véase, por ejemplo, Marboe, I. (2017). Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law (2nd Edition). *Oxford International Arbitration Series*.

KuokaNet en comparación con lo que ocurriría de no haberse desarrollado la conducta por parte del BCRS.

143. En esta línea, es pertinente analizar la información respecto del número de transacciones disponible en el proceso. Esta se muestra en el **Gráfico 16** anterior, del que se desprende que los volúmenes de transacciones de KuokaNet no evidencian una contracción en términos absolutos luego de la entrada y expansión de Speedy QR.
144. Sin embargo, el análisis económico, particularmente en el caso de mercados digitales y/o de aquellos en expansión no se debe de limitar a la variación en niveles, sino a la alteración de la trayectoria de crecimiento. Por lo tanto, es relevante observar lo sucedido respecto a la evolución en las participaciones de mercado de KuokaNet y Speedy QR, así como en la tasa de expansión.
145. Respecto a lo primero, según se desprende del **Gráfico 14** (disponible en la sección 5), la participación de mercado de KuokaNet en QR se habría reducido de forma consistente desde la entrada de Speedy QR, desde cerca de 70% a 30%. El resto de los agentes del mercado distintos a Speedy QR también habrían observado una caída o estancamiento en sus participaciones de mercado.
146. Por su lado, en cuanto a la expansión, se observa una tendencia positiva en el crecimiento mensual de KuokaNet previo a la entrada de Speedy QR, seguido de una tendencia negativa luego de la misma. Esto se muestra en el **Gráfico 17** que sigue.

Gráfico 17. Crecimiento mensual, número de transacciones de salida (millones)

Proveedores de pagos digitales de bajo valor 2016-2025 (comercios)



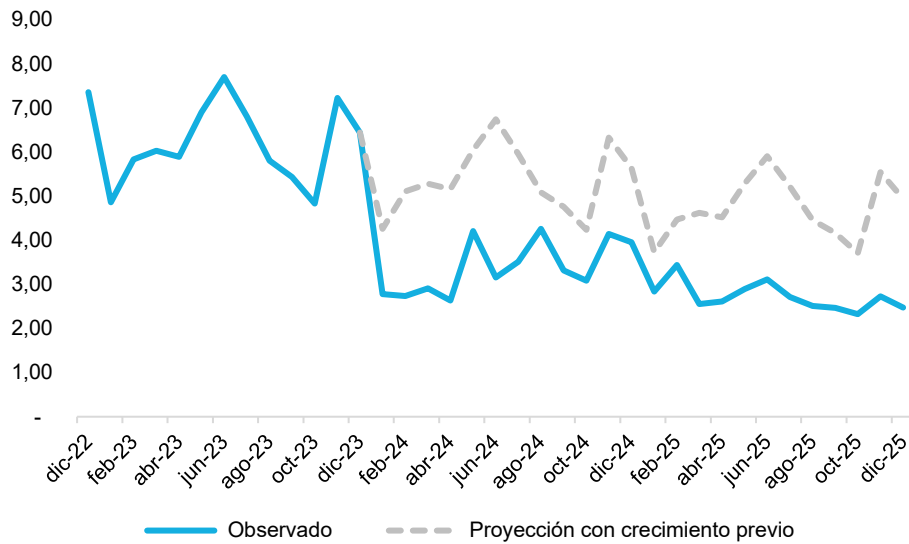
Fuente: elaboración propia a partir de información de transacciones.

147. En esta línea, **la evidencia disponible daría cuenta de una desaceleración relativa en la tasa de expansión y la pérdida de participación de mercado para KuokaNet**, coincidente con el crecimiento de Speedy QR y con un efecto de desplazamiento competitivo.
148. Además, cabe agregar que, en el caso de los mercados caracterizados por efectos de red y economías de escala, la pérdida de participación en periodos iniciales puede traducirse en una reducción significativa del valor presente del negocio. A modo de ejemplo, literatura da cuenta de que, en el caso de los mercados de dos lados, las estructuras de precios y externalidades cruzadas pueden generar dinámicas de retroalimentación positiva, donde ventajas iniciales en escala se amplifican en el tiempo⁶⁰.
149. En adición a la reducción en el volumen de transacciones que experimentaría KuokaNet, el lucro cesante podría producirse por una reducción en la tarifa media que percibiría dicha empresa por transacción tras la práctica desplegada por el BCRS.
150. Esto, en atención a que la conducta introduce presión competitiva artificial, al sustentarse en la infraestructura de Speedy, obligando a KuokaNet a reducir la tarifa efectiva cobrada por transacción, lo que disminuye el ingreso medio por operación y, por tanto, los ingresos totales que habría percibido en ausencia de dicha intervención.
151. Al respecto, según se ha señalado en el proceso, KuokaNet detalla que se habría mantenido en el negocio producto de la adopción de ajustes relevantes a su oferta comercial, dentro de los cuales se incluye la reducción de sus tarifas⁶¹.
152. Con el objeto de evaluar la evolución en la remuneración percibida por KuokaNet por los servicios de procesamiento de pagos, se construye un indicador de tarifa media implícito, el que se calcula como el ratio entre ingresos por servicios de pago y número de transacciones procesadas. La evolución de dicho indicador se muestra en el **Gráfico 18** siguiente, del cual se desprende que **desde la entrada de Speedy QR al mercado en enero de 2024 ha existido una reducción en los ingresos por servicio de pago por transacción para KuokaNet**.
153. En adición, y de forma ilustrativa para la comprensión del efecto que la entrada de Speedy QR habría tenido, el gráfico incorpora una línea gris punteada que muestra como habría sido el ratio calculado si este hubiese seguido la tendencia de crecimiento mensual para el año anterior de operación de KuokaNet.

⁶⁰ Véase, por ejemplo, Rochet, J.C. y Tirole J. (2003). Platform Competition in Two-Sided Markets. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1(4), pp. 990-1029; y Armstrong, M. (2006). Competition in Two-Sided Markets, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 37(3), pp. 668-691.

⁶¹ Cuaderno de antecedentes, para. 56.

Gráfico 18. Ratio ingresos por servicios de pago y número de transacciones



Fuente: elaboración propia a partir de información de transacciones.

154. Esto es particularmente relevante en el presente caso ya que, en mercados de plataformas de pago, el ingreso de los operadores depende significativamente de las transacciones procesadas y la tarifa media aplicada a dichas operaciones. En consecuencia, reducciones en la tarifa efectiva, aun en contextos de crecimiento del volumen transaccional, pueden traducirse en una disminución significativa de los ingresos que la empresa habría obtenido en ausencia de la conducta cuestionada.
155. Finalmente, la conducta de predación que habría desplegado el BCRS atenúa los efectos de red que antes sustentaban proyecciones ascendentes de crecimiento para KuokaNet.
156. Según se ha reiterado, en mercados de dos o múltiples lados el valor de la plataforma para cada usuario depende del número de usuarios que participan en esta (externalidades de red), en adición a que existen procesos de retroalimentación positiva para el crecimiento. Los referidos procesos pueden generar trayectorias de crecimiento acelerado y expectativas de expansión sostenida en el tiempo.
157. En efecto, según se detalló con anterioridad, ha existido crecimiento sostenido en el número de transacciones realizadas con QR, dando cuenta del dinamismo de este mercado.
158. En este contexto, la introducción de un competidor que capta rápidamente una fracción significativa del mercado, especialmente a través de conductas que no reflejan un aumento en las condiciones competitivas, puede debilitar este mecanismo.

159. Así, en términos económicos, **la expansión de Speedy QR redujo la probabilidad para KuokaNet de alcanzar una masa crítica de usuarios necesaria para sostener los efectos de red que sustentaban sus proyecciones de crecimiento**. Como resultado, aun cuando el número de transacciones continúe aumentando en términos absolutos, el debilitamiento de tales efectos puede traducirse en una trayectoria de crecimiento menos pronunciada que aquella que razonablemente podría haberse observado en ausencia de la conducta analizada.
160. Esto es consistente con las tendencias presentadas en el **Gráfico 17** anterior respecto de la tendencia en el crecimiento de KuokaNet antes y después de la entrada de Speedy QR.
161. Así, dado que el valor económico de las plataformas digitales depende en gran medida de su escala y de las externalidades de red asociadas, la atenuación de dichos efectos puede tener consecuencias relevantes sobre los flujos de ingresos futuros esperados, reduciendo el valor presente del negocio.
162. En suma, la evidencia económica disponible da cuenta de que la conducta adoptada por el BCRS pudo haber afectado los resultados de KuokaNet a través de distintos mecanismos cuyo impacto se habría materializado en la generación de ingresos futuros. En particular, pudo: (i) limitar la trayectoria de crecimiento que se habría esperado en ausencia de la conducta, reduciendo el ritmo de expansión de la red y las transacciones procesadas por KuokaNet; (ii) ejercer una presión a la baja sobre las tarifas percibidas por transacción, disminuyendo el ingreso unitario asociado a los servicios de pago; y (iii) debilitar los efectos de red que sustentaban las proyecciones ascendentes de crecimiento de la plataforma, reduciendo la probabilidad de alcanzar una mayor escala de operación a largo plazo.
163. En conjunto, dichos factores implican la existencia de lucro cesante, en la medida en que los flujos futuros que KuokaNet habría podido generar en ausencia de la conducta analizada serían superiores a los observados.
164. En subsidio a la estimación de lucro cesante presentada, la literatura económica y práctica arbitral también han reconocido la posibilidad de cuantificar el daño considerando que existió la pérdida de una oportunidad razonable de obtener beneficios económicos⁶².
165. Este enfoque toma particular relevancia en contextos en que, aun existiendo evidencia de que la conducta afectó las perspectivas económicas de la empresa, la estimación precisa de los flujos futuros que habrían sido generados en ausencia de dicha conducta presenta un grado elevado de incertidumbre.

⁶² Véase, por ejemplo, Fantuzzi, J. y Sanders, A. (2022). Pérdida de chance y libre competencia. CeCo: Centro de Competencia Universidad Adolfo Ibáñez. Disponible en: [Fantuzzi-Sanders-Perdida-de-chance-y-libre-competencia.pdf](#)

166. En el presente caso, dicha aproximación resulta pertinente considerando que el mercado de medios de pago digitales y, en particular, los sistemas de pago mediante códigos QR, corresponden a uno reciente y en rápida expansión, cuya estructura depende en gran medida de las dinámicas de adopción temprana y de efectos de red.
167. En este contexto, **la conducta analizada habría reducido la probabilidad de KuokaNet para consolidar una posición competitiva relevante en el mercado**, afectando así la oportunidad de capturar una parte del crecimiento proyectado de este sector.

6.3.2. DAÑO EMERGENTE

168. A diferencia del lucro cesante, referido a aquellos beneficios futuros que razonablemente se habrían obtenido en ausencia de la conducta dañosa, el daño emergente corresponde a la disminución del patrimonio del agente económico como consecuencia directa de dicho hecho, incluyendo pérdidas de activos o gastos adicionales incurridos.
169. Así, se ha señalado, por ejemplo, que corresponde a *“la reducción de los activos existentes de la parte afectada, incluyendo aquellos costos o gastos incurridos como consecuencia del acto ilícito”*⁶³.
170. En el presente caso, no parecen existir pérdidas patrimoniales directas que correspondan a daño emergente en su sentido “clásico”, tales como indemnizaciones a ser pagadas, la destrucción de activos o desembolsos extraordinarios derivados directamente de aquella conducta analizada.
171. Sin perjuicio de ello, se ha reconocido que, en determinados casos, **la pérdida económica derivada de un hecho o conducta dañosa puede cuantificarse alternativamente (es decir, no de forma conjunta) al lucro cesante a partir de las inversiones realizadas por la empresa y ciertos costos financieros asociados al negocio afectado**.
172. Este enfoque se ha empleado en diversos arbitrajes internacionales, en particular, cuando el negocio no ha alcanzado un historial o grado de madurez suficiente para proyectar los flujos futuros⁶⁴. En particular, se ha reconocido que inversiones realizadas por una empresa pueden constituir una forma de cuantificar el daño económico cuando dichas inversiones no logran recuperarse debido a la conducta desplegada. Estas inversiones corresponden

⁶³ Traducción libre. Véase, Marboe, I. (2017).

⁶⁴ Véanse, por ejemplo, PSEG Global, Inc., The North American Coal Corporation, and Konya Ingin Elektrik Üretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey, ICSID Case No. ARB/02/5 (<https://www.italaw.com/cases/880>), Metalclad Corporation v. The United Mexican States, ICSID Case No. ARB(AF)/97/1 (<https://www.italaw.com/cases/671>), MTD Equity Sdn. Bhd. and MTD Chile S.A. v. Republic of Chile, ICSID Case No. ARB/01/7 (<https://www.italaw.com/cases/717>) y Técnicas Medioambientales Tecmed, SA c. Estados Unidos Mexicanos, Caso CIADI No. ARB (AF)/00/2 (<https://www.italaw.com/cases/1087>).

típicamente a gastos de desarrollo, implementación tecnológica, expansión comercial o infraestructura necesaria para operar el negocio.

173. Así, en la medida en que tales inversiones se realizaron con la expectativa razonable de generar retornos a futuro, pero luego se vieron afectadas por una conducta ilícita, pueden interpretarse como costos hundidos cuya recuperación se ve frustrada, representando así una pérdida económica para el agente económico.
174. Considerando dicha definición, cabe tener presente que lo anterior es similar a lo que ocurre en este caso, en cuanto:
 - Las secciones anteriores dan cuenta de que el mercado relativo a los medios de pago virtuales, particularmente los QR, son relativamente recientes y han experimentado un crecimiento sostenido que se mantiene hasta hoy.
 - KuokaNet realizó una serie de inversiones para expandir sus redes de aceptación de pagos, particularmente referidas a la afiliación de comercios y campañas de adopción orientadas a usuarios y comercios para el despliegue de los pagos con QR.
 - A través de la conducta ejecutada por el BCRS, considerando los efectos que se han descrito (en particular, la migración de los comercios a Speedy QR), KuokaNet habría visto significativamente afectada la capacidad de recuperar dichas inversiones dada la alteración de la competencia en el mercado.
175. En consecuencia, una forma alternativa de aproximar el daño emergente que habría sufrido KuokaNet consiste en considerar aquella porción de las inversiones que se realizaron y que razonablemente no habrían podido recuperarse como resultado de la conducta ejecutada por el BCRS.
176. Por su parte, también se ha señalado que algunos costos financieros que se asocian con el financiamiento de un negocio pueden formar parte de la pérdida económica sufrida por una empresa cuando estos fueron incurridos en relación con las inversiones o actividades cuyo retorno esperado se ve posteriormente afectado por la conducta ilícita.
177. En estos casos, y en línea con lo anterior, los costos financieros representan una pérdida asociada al capital empleado para el desarrollo o expansión el negocio, cuya recuperación también está sujeta del éxito económico de la actividad financiada.
178. En el caso del desarrollo y expansión de plataformas digitales y medios de pago se suele requerir de financiamiento significativo en etapas iniciales, destinado a cubrir inversiones tecnológicas, actividades comerciales, entre otros. Dichos desembolsos suelen financiarse con aportes de capital o instrumentos de deuda, generando costos financieros asociados al acceso a dichos recursos.

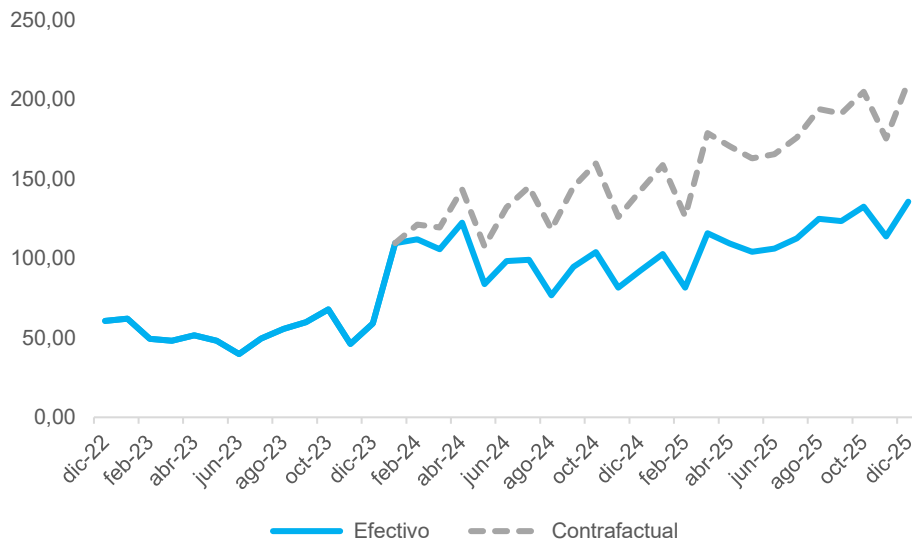
179. Así, si estos costos financieros fueron incurridos con el propósito de financiar inversiones destinadas a expandir la red de aceptación y el volumen de transacciones procesadas por KuokaNet, su recuperación dependía de la capacidad de la firma para generar ingresos futuros a partir del crecimiento del negocio. Sin embargo, considerando aquellos efectos descritos (en particular, la migración hacia Speedy QR y la consecuente alteración de las condiciones competitivas del mercado) la capacidad de KuokaNet para generar aquellos ingresos se habría visto afectada.
180. En este sentido, **los costos financieros asociados al financiamiento de inversiones que realizó KuokaNet pueden interpretarse como una parte de la pérdida económica derivada de la conducta de predación**, en la medida que dichos costos se relacionan con el financiamiento de actividades cuya rentabilidad esperada se vio reducida.
181. En adición, cabe tener presente que la alteración en las condiciones competitivas del mercado también puede afectar las condiciones de financiamiento a las que se enfrentará KuokaNet, generando costos financieros adicionales asociados al desarrollo y operación del negocio.
182. En particular, dado que KuokaNet detentaría una posición desfavorable en comparación con lo que habría sucedido si el BCRS no hubiese aumentado su participación de forma artificial, podría enfrentarse a mayores tasas de interés para financiar operaciones (por mayor riesgo percibido por acreedores) y a la necesidad de recapitalización o refinanciamiento si la firma requiere obtener recursos adicionales para sostener su operación.
183. **Por lo tanto, la conducta analizada previamente afectaría también las condiciones bajo las cuales KuokaNet puede acceder a financiamiento.**

6.4. ESCENARIO CONTRAFACTUAL

184. Para determinar los daños también resulta necesario determinar correctamente cuál es el escenario contrafactual, esto es, un escenario que refleje cuál habría sido el curso normal de los acontecimientos en ausencia de la conducta que generó los daños.
185. En el presente caso, el escenario contrafactual permitiría la identificación de la trayectoria que habrían seguido las principales variables económicas de KuokaNet en caso de que el BCRS no aplicase la práctica predatoria.
186. De este modo, el escenario contrafactual correspondería a la trayectoria de flujos que KuokaNet razonablemente habría generado en ausencia de la conducta analizada. En particular, este escenario supondría que el crecimiento de la empresa habría seguido una trayectoria consistente con: (i) la expansión observada en el mercado de medios de pago digitales; (ii) el proceso de adopción de pagos a través de los códigos QR por parte de usuarios y comercios; y (iii) aquella capacidad de KuokaNet para continuar expandiendo su red de aceptación y el volumen de transacciones procesadas por su plataforma.

187. Bajo este escenario, variables como el número de transacciones, el valor de estas y la tarifa percibida por operación habrían evolucionado conforme a las tendencias de crecimiento del mercado y a las estrategias de expansión previamente implementadas por la empresa. En consecuencia, los flujos de caja de KuokaNet habrían seguido una trayectoria creciente asociada al desarrollo de su red de pagos y a la consolidación de su posición competitiva en el mercado.
188. En el gráfico a continuación se ilustra gráficamente, por ejemplo, como se observaría la diferencia entre las transacciones efectivas de KuokaNet y aquellas que se esperarían en el escenario contrafactual.

Gráfico 19. Ilustración escenario real y escenario contrafactual



Fuente: elaboración propia.

189. Bajo este escenario, variables como el número de transacciones, el valor de estas y la tarifa percibida por operación habrían evolucionado conforme a las tendencias de crecimiento del mercado y a las estrategias de expansión previamente implementadas por la empresa. En consecuencia, los flujos de caja de KuokaNet habrían seguido una trayectoria creciente asociada al desarrollo de su red de pagos y a la consolidación de su posición competitiva en el mercado.
190. En la misma línea, siendo relevante para lo indicado previamente respecto del daño moral, en el escenario contrafactual las inversiones realizadas por KuokaNet para el desarrollo y expansión de su red de pagos habrían podido ser recuperadas a través de los ingresos generados por la operación normal del negocio.

6.5. CÁLCULO DEL DAÑO Y VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS

191. Realizadas las etapas a las que se refieren los apartados anteriores, sería posible estimar los daños generados por la acción mencionada. Sin perjuicio de que, como se verá, existen diferentes metodologías de estimación de daños, estas deben ser económicamente razonable, y encontrarse debidamente justificadas.
192. Por su parte, cabe señalar que los montos de los perjuicios estimados han de expresarse en valor presente, es decir, a cuánto equivaldrían al momento en el que se estiman o en el que se pagarán⁶⁵, para lo que debe determinarse la tasa de descuento relevante⁶⁶.

6.5.1. LUCRO CESANTE

193. Según se mencionó, el lucro cesante se refiere a los beneficios económicos que KuokaNet razonablemente habría obtenido en ausencia de la conducta analizada, pero que no pudo materializar como consecuencia de dicha conducta.
194. Considerando lo anterior y lo dispuesto respecto al escenario contrafactual, el lucro cesante puede estimarse como la diferencia entre aquellos flujos que la empresa habría generado en el escenario contrafactual, y los flujos efectivamente observados en el escenario real (véase, **Gráfico 19** de la sección anterior).
195. Así, formalmente, el lucro cesante puede representarse como:

$$\text{Lucro cesante} = \text{Valor presente} (\text{flujos contrafactuales} - \text{flujos efectivos})$$

196. Para estimar los flujos en el escenario contrafactual, se considerarían variables relevantes para el negocio de KuokaNet, tales como la evolución del número de comercios afiliados, el volumen de transacciones, los ingresos y costos asociados a la operación, entre otros. Estas variables se proyectarían de acuerdo con la dinámica esperada del mercado y la trayectoria que razonablemente habría seguido KuokaNet en ausencia de la conducta analizada.
197. Una vez estimada la diferencia entre ambos escenarios en cada período, los flujos resultantes se descontarían a valor presente mediante una tasa de descuento consistente con el riesgo del negocio y las características del mercado o industria.

⁶⁵ El dinero y el valor de las cosas no son estáticos en el tiempo. En efecto, un monto en pesos hoy no vale lo mismo que ayer, mañana, ni en unos años más. Entonces, cuando se calculan los daños es necesario expresar los valores en términos del mismo período. Para hacer esto, se utiliza la tasa de descuento, que representa el costo de oportunidad para el dinero (es decir, que se podría haber hecho con el dinero de manera alternativa). En otras palabras, cuánto hubiese rentado ese mismo dinero si lo hubiese invertido en mi segunda mejor opción.

⁶⁶ Para más información respecto del valor presente y la tasa de descuento, véase el Apéndice 8.1.

198. En el caso de que se estime que la cuantificación del daño se ha de realizar considerando que existió la pérdida de una oportunidad razonable de obtener beneficios económicos (es decir, pérdida de chance), lo fundamental es aquello que en estadística se conoce como esperanza o valor esperado. Este término corresponde a la sumatoria de las probabilidades de que exista un suceso, multiplicado por el valor que se obtendría si ocurre el suceso⁶⁷.
199. Así, para calcular la esperanza, es necesario contar con cierta información: (i) los posibles resultados; y (ii) las probabilidades de ocurrencia de cada uno de los escenarios posibles. En caso de que no se cuente con dicha información, la misma puede estimarse a través de modelos econométricos.
200. Lo relevante para el presente caso entonces es:
- Estimar las probabilidades que tenía KuokaNet de obtener ciertos resultados en el mercado si es que no el BCRS no hubiese realizado la conducta acusada.
 - Estimar los premios (utilidades) que obtendría KuokaNet si es que no se hubiese visto afectada por la conducta del BCRS, dado que no dichos resultados no se conocen con facilidad. Para esto, a partir de datos del mercado y de cómo compiten las empresas, podrían simularse los resultados que obtendrían las empresas si es que Speedy QR no hubiese contado con una posición más ventajosa.
201. Luego, la pérdida de chance se estima ponderando los beneficios económicos potenciales que habría percibido KuokaNet por la probabilidad de que dichos escenarios ocurrieran en ausencia de la conducta analizada:

$$\text{Pérdida de chance} = \text{Probabilidad de ocurrencia} \times \text{Valor económico del escenario perdido}$$

202. Cabe señalar que las estimaciones o simulaciones previas pueden no ser fáciles y requerir cierta información, sin embargo, es parte de lo que se ha descrito para poder determinar con mayor precisión el perjuicio que se debería pagar por este concepto⁶⁸.

6.5.2. DAÑO EMERGENTE

203. En base a lo indicado con anterioridad, de no poder estimarse los flujos de KuokaNet para un escenario contrafactual, podría considerarse el daño emergente correspondiente a las pérdidas patrimoniales sufridas por KuokaNet como consecuencia de la conducta del BCRS.
204. Según se indicó, KuokaNet ejecutó una serie de inversiones con la expectativa de generar retornos futuros a través del crecimiento del volumen de transacciones y de la expansión

⁶⁷ Véase, por ejemplo. Fantuzzi, J. y Sanders, A. (2022).

⁶⁸ Ibidem.

de la red de aceptación. No obstante, dado que la conducta desplegada por el BCRS afectó la capacidad de KuokaNet de competir en el mercado y de mantener o expandir su red de comercios afiliados, parte de dichas inversiones no habría podido recuperarse mediante los ingresos que originalmente se esperaba generar.

205. En este contexto, el daño emergente podría estimarse como la fracción de las inversiones realizadas que no logra recuperarse en el escenario observado, en comparación con la recuperación esperada en el escenario contrafactual. Así, su cuantificación se basa, por lo tanto, en identificar las inversiones realizadas por la empresa y estimar qué proporción de ellas habría sido recuperada en ausencia de la conducta analizada.
206. Una forma de expresar lo anterior sería la siguiente:

$$\text{Daño Emergente} = \sum_{i=1}^N I_i (\rho_i^{CF} - \rho_i^{Obs})$$

207. Donde I_i es la inversión realizada por KuokaNet en para cada componente i (tecnología, expansión comercial, afiliación de comercios, etc.); ρ_i^{CF} proporción de esa inversión que se habría recuperado en el escenario contrafactual; ρ_i^{Obs} es la proporción recuperada en aquel escenario observado; y N son las categorías de inversiones.

7. CONCLUSIONES

208. En enero de 2025, KuokaNet, presentó una denuncia contra el BCRS ante la ANC por un presunto abuso de posición de dominio, indicando que Speedy QR habría crecido y alcanzado una participación significativa en el mercado por razones distintas a la eficiencia económica, en tanto la tarifa social aplicada a su servicio se encontraba por debajo de sus costos.
209. Ante esto, el BCRS afirmó que Speedy QR era una solución tecnológica básica destinada a reducir barreras de adopción y que su diseño respondía a objetivos de política pública, por lo que no correspondía evaluar su conducta bajo los mismos parámetros aplicables a operadores privados que persiguen fines estrictamente comerciales.
210. El 18 de julio de 2025, la ANC emitió una decisión final, declarando infundada la denuncia de KuokaNet, al no haberse acreditado la supuesta conducta anticompetitiva por parte del BCRS y que, por el contrario, las medidas implementadas se encontrarían alineadas con las prerrogativas de dicha entidad y con los objetivos de política pública.
211. Considerando dicha decisión, el 20 de abril de 2026, KuokaNet presentó una Solicitud de Arbitraje ante el CIADI, alegando que, entre otras cosas: (i) la actuación del BCRS constituye una conducta de abuso de posición de dominio en la modalidad de predación; y (ii) se le debían reparar los daños y perjuicios ocasionados.
212. En su contestación, el Reino de Sumbaya señaló que el BCRS es el órgano competente para determinar la política pública respecto del ecosistema de pagos, no siendo el diseño y ejecución de esta materia de controversia frente a una autoridad de competencia ni un arbitraje de inversión. Agregó que el BCRS cuenta con una oferta que cumple la normativa de libre competencia, y que rechazaba las pretensiones indemnizatorias de KuokaNet.
213. En este contexto, KuokaNet solicitó a FK Economics la elaboración del presente informe consistente en un análisis económico e independiente de: (i) los mercados relevantes bajo los que se enmarca la presente controversia; (ii) los efectos de una práctica predatoria, y si esta aplicaría al presente caso; y (iii) los daños que la conducta adoptada por el BCRS habría generado a KuokaNet.
214. Las principales conclusiones de este informe se resumen a continuación:
215. En cuanto a la **conducta de predación que habría desplegado el BCRS**, se detalla que:
 - (i) La literatura pertinente que caracteriza la predación como una estrategia intertemporal supone: (a) un **sacrificio** (precios bajo costo); (b) **capacidad de sostener pérdidas durante un periodo relevante**; y (c) un **mecanismo de recuperación posterior**, que usualmente se asocia al fortalecimiento del poder de mercado y a la existencia de barreras de entrada o reentrada. En mercados digitales, donde existen efectos de red y dinámicas de “masa crítica”, **los precios bajos suelen materializarse como**

subsidios (incluso precios cero), **lo que puede acelerar la adopción y, bajo ciertas condiciones, devenir en una estrategia de exclusión.**

- (ii) En cuanto a su evaluación económica, se identifica que la predación debe analizarse con cautela, pero existen herramientas para ordenarla y testearla. En particular, **se revisan diversos tests de comparación precio–costo**, destacando que el análisis no debe limitarse a pérdidas contables del segmento, sino a la rentabilidad relevante del “incremento” y a la asignación de costos comunes. En línea con ello, **el análisis gráfico sugiere que, si bien Speedy QR presenta ingresos superiores a sus gastos directos, Speedy en su conjunto mantiene ingresos inferiores a gastos y registra un aumento relevante de costos e inversiones tras el lanzamiento de Speedy QR**, lo que es consistente, a nivel indicativo, con un esquema de financiamiento agregado de o subsidios cruzados. Este patrón cobra especial relevancia dada la capacidad financiera asociada a la propiedad pública del BCRS, por lo que el informe concluye que corresponde complementar la evidencia preliminar con la aplicación de los *tests* formales descritos.

216. En cuanto al **mercado relevante**, se concluye lo siguiente:

- (i) En primer lugar, la industria de medios de pago presenta características propias de un **mercado de múltiples lados**, en el que plataformas intermedian entre distintos grupos de usuarios, en este caso, los consumidores y comercios. Estos mercados presentan **externalidades de red indirectas**, lo cual implica que el valor de la plataforma aumenta a medida que crece la cantidad de participantes en cada lado, lo que puede reforzar la posición de empresas establecidas y generar barreras relevantes a la entrada.
- (ii) En segundo lugar, con la información disponible se concluye que **no todos los medios de pagos compiten dentro de un mismo mercado relevante del producto**. En esta línea, la evidencia muestra que los distintos medios de pago presentan **patrones de uso diferenciados**, tanto en términos de número de transacciones como de *ticket* promedio, lo que indica que los consumidores utilizan cada instrumento para fines distintos.

Asimismo, la evolución de las transacciones de los distintos medios de pago no evidencia una relación de sustitución directa entre ellos, dado que la expansión de nuevos medios de pago no ha implicado una desaceleración en el crecimiento de los otros medios de pago.

- (iii) Sobre la base de estos antecedentes, el mercado relevante del producto para el lado de los usuarios se define como **el mercado de transacciones realizadas mediante billeteras electrónicas**, en el cual participan plataformas como KuokaNet, ZasApp, BillNet y Trizi. Este mercado presenta **altos niveles de concentración**, con un IHH cercano a 4.000 durante gran parte del período que se analiza.

Por su lado, desde la perspectiva de los comercios, el mercado relevante corresponde **al de aceptación de pagos mediante QR asociados a las billeteras electrónicas.**

- (iv) Finalmente, el mercado geográfico relevante se define a **nivel nacional**, en la medida en que los proveedores de estos servicios operan en todo el territorio del Reino de Sumbaya y las condiciones competitivas se determinan a dicha escala.

217. Finalmente, en lo relativo al **análisis de daños**, se da cuenta de que:

- (i) Respecto del **lucro cesante**, la evidencia económica disponible da cuenta de que la conducta adoptada por el BCRS pudo haber afectado los resultados de KuokaNet a través de distintos mecanismos cuyo impacto se habría materializado en la generación de ingresos futuros. En particular, pudo: (a) limitar la trayectoria de crecimiento que se habría esperado en ausencia de la conducta, reduciendo el ritmo de expansión de la red y las transacciones procesadas por KuokaNet; (b) ejercer una presión a la baja sobre las tarifas percibidas por transacción, disminuyendo el ingreso unitario asociado a los servicios de pago; y (c) debilitar los efectos de red que sustentaban proyecciones ascendentes de crecimiento de la plataforma, reduciendo la probabilidad de alcanzar una mayor escala de operación a largo plazo.
- (ii) **En subsidio a la estimación de lucro cesante**, se ha reconocido la posibilidad de cuantificar el daño considerando que existió la **pérdida de una oportunidad razonable de obtener beneficios económicos**. En el presente caso, dicha aproximación resulta pertinente considerando que el mercado de medios de pago digitales y, en particular, los sistemas de pago mediante códigos QR, corresponden a uno reciente y en rápida expansión, cuya estructura depende en gran medida de las dinámicas de adopción temprana y de efectos de red. En este contexto, la conducta que habría desplegado el BCRS podría haber reducido la probabilidad de KuokaNet para consolidar una posición relevante en el mercado, afectando su oportunidad de capturar una parte del crecimiento proyectado de este sector.
- (iii) En cuanto al **daño emergente**, se ha reconocido que la pérdida económica derivada de una conducta dañosa puede cuantificarse alternativamente al lucro cesante **a partir de inversiones realizadas por la empresa y ciertos costos financieros asociados al negocio afectado**. En el presente caso, aquellos costos financieros asociados al financiamiento de inversiones que realizó KuokaNet pueden interpretarse como una parte de la pérdida económica por la conducta de predación del BCSR, en la medida que tales costos se relacionan con el financiamiento de actividades cuya rentabilidad esperada se vio reducida.
- (iv) En adición a los daños que se habrían generado para KuokaNet, se ha reconocido que intervenciones como aquella analizada pueden **alterar de manera significativa la estructura competitiva del mercado**. Por ejemplo, si Speedy participa ofreciendo sus servicios a tarifas sustancialmente bajas, y cuenta con ciertas ventajas (como es



el financiamiento de su servicio de QR mediante la infraestructura de pagos), puede generarse el desplazamiento de otros agentes.



Jorge Fantuzzi M.
15.637.646-9

Socio FK Economics



Camila Pesce B.

19.605.151-1

Analista FK Economics



Martín Loyola P.

18.925.263-3

Analista FK Economics

8. APÉNDICE

8.1. TASA DE DESCUENTO

218. El concepto del valor presente neto (VPN) o valor actual neto (VAN) es ampliamente usado para aproximar el valor que hoy tienen flujos de dinero que se percibirán en el futuro o que se debiesen haber percibido en el pasado.
219. Una forma de explicarlo de forma sencilla es a través de un ejemplo. Si una persona invierte \$100 pesos a una tasa anual del 5%, al término de un año tendrá \$105, que se obtienen de la operación $\$100 * (1+5\%) = 105$. A los dos años, tendrá \$110,25, que se obtienen de la operación $\$100 * (1+5\%) * (1+5\%) = 110,25$. De esta forma, un monto que se debiese haber percibido en un periodo anterior podría haber sido invertido a una tasa real –esto es, que incluye el interés y el reajuste por inflación que habría obtenido al invertir–. Esta fórmula se puede generalizar para una serie de flujos a recibir cada año, con una determinada tasa de rentabilidad (también denominada “tasa de descuento”) y un número de años.
220. Si una persona invierte \$1 hoy en el banco, obtiene $\$1*(1+r)$ en un año más (suponiendo que r es la tasa de interés anual). Por lo tanto, se dice que el valor futuro de \$1 es $\$1*(1+r)$ en un año. Generalizando el ejemplo, si el valor presente de \$1 pagadero a un año es $\$1/(1+r)$, entonces el valor presente de \$1 pagadero a dos años es $\$1/(1+r)^2$ y el valor presente de \$1 pagaderos en 3 años es $\$1/(1+r)^3$. Por lo tanto, el valor presente de un flujo de dinero de $\$m$ en n años es $\$m/(1+r)^n$.
221. Para calcular un valor presente es necesario entonces determinar tres cosas:
- Flujos de caja;
 - Tasa de interés o de rentabilidad; y
 - Horizonte de tiempo o número de períodos que se considerarán para el valor presente.
222. Dependiendo el caso, los flujos de caja cuyo valor presente hay que calcular a veces son conocidos y ciertos, y en casos en que hay incertidumbre puede ser necesario estimarlos. En lo referido a la tasa de interés, se debe determinar qué tasa refleja de mejor manera la realidad de lo que se está evaluando. Respecto al horizonte o plazo, éste también puede ser objeto de incertidumbre, por lo que puede ser necesario estimarlo.
223. En un contexto de estimación de daños es muy relevante la argumentación de la elección de estos tres conceptos –siendo todos ellos muchas veces estimados con supuestos–, de forma de no abultar artificialmente las pérdidas que se cuantifiquen.
224. El Valor Presente se calcula a partir de una fórmula, que varía dependiendo de si se está calculando el valor actual de flujos que se habría recibido (o incurrido) en el pasado, o el

valor actual de flujos que se espera recibir (o incurrir) en el futuro, como se muestra en lo que sigue.

Valor presente de flujos recibidos en el pasado

225. La fórmula para calcular el valor presente de un flujo que se habría generado en el pasado es:

$$\text{Valor presente} = F * (1 + r)^n,$$

226. Donde “ F ” es el valor del flujo, “ r ” es la tasa de interés anual (también llamada tasa de descuento anual), y “ n ” es el número de años transcurridos desde la fecha en que se habría generado o incurrido ese flujo en el pasado. Cabe notar que esta fórmula asume que el tipo de interés aplicado es compuesto.

227. Esta fórmula es conocida también como valor futuro, ya que puede usarse para ver cuánto valdrá en el futuro un flujo que se percibe o incurre hoy. A modo de ejemplo, esta fórmula es útil para ver cuánto dinero generará un depósito a plazo en el que se invierte un monto “ F ” a una tasa “ r ” por “ n ” periodos.

Valor presente de flujos que se recibirán en el futuro

228. La fórmula para calcular el valor presente de un flujo que se espera recibir o incurrir en el futuro es:

$$\text{Valor presente} = \frac{F}{(1 + r)^n}$$

229. Donde “ F ” es el valor del flujo, “ r ” es la tasa de interés anual, y “ n ” es el número de años en que se espera recibir o incurrir en ese flujo. Cabe notar que, nuevamente, esta fórmula asume que el tipo de interés aplicado es compuesto.

230. Ahora bien, esta fórmula se puede generalizar para un mayor número de flujos a recibir en varios períodos, con una determinada tasa de interés “ r ” y un número de períodos. Si se supone que una empresa tiene flujos netos de costos de F_0 actualmente, F_1 el próximo año, F_2 en dos años y así sucesivamente, por “ n ” períodos, su valor presente neto sería de:

$$\text{Valor presente} = F_0 + \frac{F_1}{(1 + r)} + \frac{F_2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1 + r)^n}$$

A) TASA WACC: CONCEPTO Y ESTIMACIÓN

Tasa WACC como tasa de descuento relevante

231. En lo que se refiere a la tasa de descuento, la rentabilidad mínima que suele considerarse en finanzas corresponde a la tasa de interés que dan los bonos del Banco Central de un país económicamente estable, que en economías estables suelen tener bajo riesgo de no pago. Cuando se considera que la tasa de un Banco Central (o alguna otra tasa) no tiene riesgo de no pago se le denomina “tasa libre de riesgo”.
232. La tasa libre de riesgo suele ser levemente mayor a la inflación esperada de dicho país (en el contexto de una economía estable), por lo que reflejaría una leve ganancia por sobre el reajuste de inflación.
233. Lo usual es que las empresas tengan una rentabilidad mayor a la tasa libre de riesgo, pues de lo contrario en lugar de realizar su negocio les sería más conveniente invertir en estos bonos. En particular, se considera que la tasa mínima para actualizar los flujos de una empresa es la tasa a la que ésta se financia, tasa que es conocida como el Costo de Capital Promedio Ponderado (o WACC por sus siglas en inglés⁶⁹).
234. Al tratarse de la tasa a la que se financia una empresa, la tasa WACC corresponde a la tasa que mejor refleja el costo de oportunidad de una empresa. En otras palabras, se debe la tasa WACC si los flujos que se perdieron se habrían utilizado para reinvertirlos en la empresa que fue afectada por la acción generadora de daños, ya que el costo de financiamiento de una empresa (dado por esta tasa) corresponde al retorno mínimo que se le debiese exigir a los activos de dicha empresa.
235. La tasa WACC pondera ambas fuentes de financiamiento (la deuda y el patrimonio) con su respectivo costo, y corresponde a la tasa a la que normalmente se financian las empresas.
236. Así, si una empresa se financia únicamente con deuda, el costo de financiamiento de ésta estaría dado por la tasa que le cobren las entidades financieras por dicha deuda.
237. Si, por el contrario, la firma se financiara solo con patrimonio, solamente sería relevante la tasa que los accionistas exijan a la empresa, comúnmente referida como el costo del patrimonio.
238. En el caso en que se utilicen ambas fuentes de financiamiento, entonces se considerará tanto la estructura de financiamiento de la empresa, como las tasas exigidas por ambas fuentes (las que dependen de la industria en la que se desarrolle el negocio).
239. La ecuación para calcular el WACC es la siguiente:

⁶⁹ *Weighted Average Cost of Capital.*

$$WACC = k_e \frac{Equity}{Activos} + k_d(1 - Impuestos) \frac{Deuda}{Activos}$$

240. Donde:

- k_e es el costo del capital propio, y fue definido anteriormente.
- *Deuda* corresponde al valor económico de la deuda de la empresa.
- *Equity* corresponde al valor económico del patrimonio de la empresa.
- *Activos* corresponde al valor económico de los activos de la empresa.
- k_d es la tasa a la que se puede endeudar la empresa.