

INFORME EN DERECHO

Control preventivo de operaciones de concentración y fondos de inversión: Observaciones a la definición de influencia decisiva, a la delimitación de las partes de la notificación y al análisis competitivo

Preventive merger control and investment funds: comments on the definition of decisive influence, the delimitation of the parties to the filing and the competitive analysis

Macarena Viertel Iñíguez 

Abogada, Chile

RESUMEN Este informe tiene por objetivo revisar las decisiones de la Fiscalía Nacional Económica en materia de fusiones cuando intervienen fondos de inversión y plantear lineamientos para delimitar, por un lado, el análisis competitivo de la autoridad y, por otro, el contenido del formulario de notificación que debe ser presentado por las partes de la operación. Para ello, se plantean algunas interrogantes en relación con los conceptos de control e influencia decisiva, partes de la notificación y traslapes entre las actividades de las administradoras de fondos, los aportantes y la entidad objeto de la operación. Finalmente, se sugieren criterios a tener en consideración en la evaluación de una operación de concentración en que participen fondos de inversión.

PALABRAS CLAVE Control e influencia decisiva, operaciones de concentración, control de fusiones, fondos de inversión, administradora general de fondos.

ABSTRACT The purpose of this report is to review the decisions of the National Economic Prosecutor's Office in merger control when investment funds intervene and, from this, to propose guidelines to delimit, on one hand, the competitive analysis of the authority and, on the other hand, the content of the notification form that must be submitted by the parties to the operation. For this purpose, some questions are raised in relation to the concepts of control and decisive influence, parties to the notification and overlaps between the activities of the fund managers, contributors and the entity object of the operation. Finally, some criteria to be taken into consideration in the evaluation of a concentration operation involving investment funds are suggested.

KEYWORD Control and decisive influence, concentration operations, merger control, investment funds, fund managers.

Introducción

Desde la entrada en vigor del sistema de control obligatorio de operaciones de concentración, regulado en el título IV del Decreto Ley 211, la Fiscalía Nacional Económica ha revisado alrededor de diez¹ transacciones en las que intervienen fondos de inversión, sean públicos o privados, nacionales o internacionales.

Los fondos de inversión presentan una estructura jurídica particular, caracterizada por el encargo a un tercero de la administración del fondo por cuenta y riesgo de los aportantes. Esta situación plantea una serie de interrogantes al momento de notificar y evaluar una operación de concentración, siendo tres las principales: ¿Quién ostenta el control e influencia decisiva sobre el fondo de inversión? ¿Qué intervinientes dentro de la estructura del fondo de inversión deben ser considerados en una notificación de operación de concentración? ¿Cómo se configuran los traslapes verticales u horizontales cuando nos encontramos frente a un fondo de inversión?

En sus análisis hasta la fecha, la autoridad distinguió ocasiones en que el control e influencia decisiva sobre los fondos de inversión lo ejerce la administradora general de fondos (o *general partner* en el caso de los fondos de inversión de origen anglosajón constituidos como *limited partnerships*), como también ocasiones en que dichas atribuciones son ejercidas por los aportantes del fondo de inversión, atendiendo a ciertas prerrogativas que influirían en el comportamiento competitivo del fondo. Estas aprensiones de la autoridad sobre la eventual influencia de los aportantes del fondo en su administración plantean, en forma implícita, la interrogante sobre si debiesen ser considerados como «entidades que toman parte en la operación de concentración», como plantea el nuevo reglamento de notificación de operaciones de concentración vigente desde de noviembre de este año.² En caso afirmativo, sigue consecutivamente la cuestión sobre si las actividades de los aportantes deben ser contempladas en el análisis de la Fiscalía Nacional Económica y, de ser así, cuáles de ellas caerían dentro del escrutinio de la autoridad.

Este informe analiza cada una de estas tres interrogantes sobre la base de la normativa y literatura en la materia, como también a partir de las decisiones de la autoridad sectorial relativas a operaciones de concentración. Finalmente, se sugiere una serie de criterios a tener en consideración, tanto al momento de evaluar el contenido de una notificación como al delimitar el análisis competitivo de la operación.

1. En base a la información pública disponible a la fecha sobre informes de aprobación en el sitio web www.fne.gob.cl.

2. Decreto 41 de 2021, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo.

El control e influencia decisiva en los fondos de inversión

En materia de competencia, el control e influencia decisiva que ejerce un agente económico sobre otro es relevante, toda vez que revela quién es la persona o entidad que toma las decisiones estratégicas y comerciales de dicho agente. En otras palabras, quién influye en el comportamiento competitivo de una empresa en el mercado.

En el régimen de control de operaciones de concentración, el control e influencia decisiva es considerado en distintas etapas del análisis: primero, para determinar si la operación que se informa califica dentro de los supuestos de la letra b) o d) del artículo 47 del Decreto Ley 211, que se refiere a la adquisición de control e influencia decisiva sobre otros agentes económicos o sobre activos relevantes; segundo, para la delimitación de los grupos empresariales de las partes notificantes, y de la entidad objeto de la transacción; y tercero, para evaluar los eventuales efectos en la competencia que acarrearía la operación, atendida la existencia de traslapes verticales u horizontales entre las actividades económicas del adquirente, su grupo empresarial y la entidad o los activos objeto de la operación.

Según se indica en la *Guía de competencia* (Fiscalía Nacional Económica, 2017a: 11), la Fiscalía Nacional Económica utilizará los artículos 96 y siguientes de la Ley 18.045, de Mercado de Valores, para definir las entidades que forman parte de un mismo grupo empresarial y las ventas que deberán ser consideradas para determinar el cumplimiento de los umbrales de notificación. No obstante, para el análisis de competencia que se efectuará, en virtud de los artículos 47 y siguientes del Decreto Ley 211, la autoridad utilizará una acepción más amplia de los conceptos de control e influencia decisiva, considerándolos incluso como sinónimos.

En ese sentido, es especialmente esclarecedora la indicación que entrega la agencia de competencia en su *Guía*, al señalar que:

El concepto de influencia decisiva o control consagrado en las letras b) y d) del artículo 47 del DL 211, no necesariamente coincide, por ejemplo, con la definición de control dada por la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores en sus artículos 97 y siguientes. En el derecho de sociedades el concepto de control tiene como idea central otorgar transparencia a las relaciones comerciales por medio de la identificación e individualización del grupo con el que se está haciendo negocios, así como también la protección de los accionistas minoritarios. Por su parte, en el derecho de la competencia, el concepto de influencia decisiva o control, busca determinar aquellas situaciones en las cuales una entidad puede influenciar el desempeño competitivo de otra, y con ello eventualmente reducir sustancialmente la competencia en los mercados (Fiscalía Nacional Económica, 2017: 17-18).

Esta aproximación de la Fiscalía Nacional Económica no es sorpresiva y dice relación con lo que Thépot (2019: 3) identifica como la dimensión interna y externa de una firma, en el sentido de que mientras el gobierno corporativo se preocupa de la

dimensión interna de la firma, la ley de competencia enfrenta la *dimensión externa* o las relaciones *entre* firmas. Así, las definiciones tradicionales de control e influencia decisiva contenidas en la Ley 18.045, de Mercado de Valores, no coincidirán necesariamente con su tratamiento en materia de libre competencia, pues en ésta última los conceptos se utilizarán para restringir, o ampliar en caso de ser pertinente, las eventuales relaciones entre diferentes entidades jurídicas, que no se encuentran vinculadas en los términos establecidos por la legislación societaria.

Los conceptos de control e influencia decisiva se encuentran intrínsecamente relacionados con el término grupo empresarial, definido en el artículo 96 de la Ley 18.045, de Mercado de Valores. En efecto, se entiende que un grupo empresarial es un conjunto de entidades con vínculos en términos de propiedad, administración o responsabilidad crediticia que hacen presumir la existencia de un objetivo en común y, por tanto, la toma de decisiones sobre la base de dicho objetivo. Por ello la ley entiende que forman parte de un mismo grupo empresarial una sociedad y su controlador, o todas las sociedades que tienen un controlador común.

Según Luco (1995: 420), la introducción del concepto de grupo empresarial en la recién aludida normativa tuvo por propósito identificar la actuación de varias empresas guiadas por intereses comunes —no dependencia absoluta— para, «con fines de fiscalización, dejar en evidencia los muchas veces sutiles, velados y rápidamente cambiantes vínculos entre empresas». Este, podríamos decir, es el primer indicio respecto a la existencia de vínculos que irían más allá de una mera relación de propiedad.

El artículo 97 define al controlador como una persona o conjunto de personas con un acuerdo de actuación conjunta,³ que tienen poder para realizar —por sí mismas o por medio de otras personas naturales o jurídicas— alguna de las siguientes acciones:

- a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o
- b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer alguno de los poderes señalados en las letras anteriores, cada una de ellas se deno-

3. El concepto de acuerdo de actuación conjunta se define en el artículo 98 de la misma ley, indicándose que corresponde a la participación conjunta de dos o más personas (naturales o jurídicas) en otra sociedad, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión u obtener su control. El artículo además presume la existencia de un acuerdo de actuación conjunta en determinadas relaciones, como representantes y representados, cónyuges, parientes hasta segundo grado de consanguinidad o afinidad, entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, y entre una sociedad y su controlador o cada uno de sus miembros.

minará miembro del controlador. En las sociedades en comandita por acciones se entenderá que es controlador el socio gestor.

Así, la Ley 18.045 encasilla los dos elementos que conforman la esencia del concepto legal de controlador que, en palabras de Pfeffer (2001: 124), se traduce en «la facultad de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa», consistentes en que en la práctica el control corresponderá a la persona natural o jurídica que ostente el 50% o más de las acciones de la entidad⁴ o a aquel que pueda influir en el devenir de la empresa por medio de un acuerdo de actuación conjunta que signifique controlar al menos un 25% de la sociedad.

Respecto del control, Pfeffer (2001: 124) distingue el control legal absoluto del control legal relativo. El primero, también denominado poder de bloqueo, se desprende de la definición legal de control, en el sentido de que corresponderá a quien pueda designar a la mayoría de los directores —sea por la tenencia de la mayoría de las acciones o por un acuerdo de actuación conjunta— y que en virtud de ello tenga la capacidad de bloqueo u oposición respecto de otros interesados en tomar el control. El segundo, también definido como poder precario o sin consolidar, se refiere a que la calidad legal de controlador es inestable, pues «en cualquier momento puede aparecer un tercero o un accionista que reúna un número mayor de acciones o suscriba acuerdos de actuación conjunta, que le dé el derecho a elegir a la mayoría de los órganos de administración de la compañía».

En lo que concierne a la influencia decisiva, la Comisión para el Mercado Financiero la ha definido como «el ejercicio de un predominio que permita adoptar decisiones relativas a la administración de la sociedad».⁵ En el caso específico de las sociedades anónimas, esa entidad pública ha indicado que corresponde al «predominio que un accionista o grupo de ellos pueda ejercer en las decisiones adoptadas por el directorio, que corresponde al órgano de administración de este tipo social».⁶ De la interpretación de la autoridad sectorial es posible observar que control e influencia decisiva son términos —si es que no asimilables— bastantes cercanos, ya que ambos tienen como centro de su definición la capacidad de tomar decisiones estratégicas en el actuar de la entidad económica. Esta cercanía entre ambos conceptos podría explicarse a partir del fenómeno observado a inicios de siglo por especialistas nacionales que ponían de manifiesto una clara y cada vez más pronunciada separación entre la

4. Con la salvedad de las situaciones en que dicho porcentaje no otorgue la calidad de controlador. Sandoval (2010: 209) identifica los casos en que el control de la administración de los bienes de una sociedad pasa a un síndico (liquidador) o cuando el sistema de administración no se relaciona con la mayoría de capital, sino con otras prerrogativas.

5. Oficio Ordinario número 33.730 de la Comisión para el Mercado Financiero, de 17 de diciembre de 2018. Disponible en <https://bit.ly/3JiljrD>.

6. Oficio Ordinario número 33.730 de la CMF.

propiedad y la administración de la compañía, donde el aspecto clave es la gestión del capital más que su propiedad. En materia de sociedades, esta situación se denomina como «control de hecho, fáctico o efectivo», que ya no se vincula con los supuestos legales de control e influencia decisiva revisados anteriormente, sino con la posición de un accionista o grupo de ellos «que se traduce en la capacidad de administrar la compañía y dirigir sus destinos, independientemente de la porción de capital que se posea en la misma o que forme parte de un pacto de accionistas» (Alcalde, 2001: 600).

Esta capacidad de gestionar la entidad económica de forma independiente al porcentaje de propiedad es reconocida en el caso de los fondos de inversión. La Ley 20.712, que regula la administración de fondos de terceros y carteras individuales, conocida como Ley Única de Fondos, implementó una institucionalidad para la inversión en nuestro país, estableciendo que un tercero, constituido bajo la forma de una sociedad anónima especial con giro exclusivo,⁷ estará a cargo de la administración de las inversiones realizadas por los propietarios del capital, responsabilidad que es indelegable, sin perjuicio de los eventuales contratos por servicios externos que pudiesen celebrarse con otros actores.⁸ De acuerdo con el artículo 31 de la Ley 20.712, el aportante adquiere tal calidad⁹ en el momento en que su aporte queda a *libre disposición* de la administradora. Con todo, la actividad de la administradora no solo está regulada por la ley y su reglamento, sino que además por el reglamento interno que obligatoriamente debe tener cada fondo. El reglamento interno¹⁰ contiene las directrices para la actuación de la administradora y los derechos y obligaciones para cada interviniente en el fondo,¹¹ además de indicar los objetivos de rentabilidad y seguridad de las inversiones del fondo.¹²

Esta estructura ha sido explicada por Shenkar, Heemskerk y Fichtner (2017: 53) como la disociación entre los derechos económicos y de control, en los cuales los inversionistas de un fondo no tienen un derecho a las acciones de una empresa de

7. Esto respecto de los fondos públicos, puesto que los fondos de inversión privados pueden ser administrados, alternativamente, por las administradoras definidas en el artículo 1 de la Ley en cuestión y el artículo 1 de su reglamento (contenido en el Decreto 129, de 2014, del Ministerio de Hacienda), como también por sociedades anónimas cerradas inscritas en el Registro de Entidades Informantes, según dispone el artículo 90 de la Ley 20.712.

8. Artículos 15 y 16 de la Ley 20.712.

9. Como complemento, el referido Decreto 129, de 2014, indica en su artículo 7 que la calidad de aportante también puede adquirirse por sucesión por causa de muerte o por adjudicación de las cuotas que se poseían en condominio.

10. De forma independiente al reglamento general de fondos que debe tener una administradora en caso de que gestione más de un fondo, según regula el artículo 50 de la Ley 20.712.

11. Artículo 45 de la Ley 20.712.

12. Artículo 17 de la Ley 20.712.

cartera sino un derecho a recibir del intermediario los beneficios económicos en una proporción similar a la de un accionista directo. En este esquema, el intermediario conserva una completa autoridad sobre las decisiones de inversión y devuelve a los titulares de los derechos los beneficios económicos equivalentes a su participación en la referida acción. Consecuentemente, la propiedad se reestructura. Es esta aproximación, precisamente, la que adoptó inicialmente la Fiscalía Nacional Económica en la *Guía de aplicación de umbrales de notificación de operaciones de concentración* en Chile, expresando que «las decisiones competitivas respecto al agente económico controlado son tomadas por la AGF [administradora general de fondos], y no por el fondo, pues es esta la encargada de efectuar las operaciones del fondo, de conformidad al artículo 52 de la LUF. En estas circunstancias, el control recae en la AGF» (Fiscalía Nacional Económica, 2019: 14). Lo anterior explica que para el cálculo de umbrales se considere también las ventas del grupo empresarial de la administradora general de fondos, incluyendo las ventas de las empresas de su cartera sobre las cuales la administradora ejerza control o influencia decisiva (Fiscalía Nacional Económica, 2019: 39).

Con todo, debe señalarse que la *Guía de competencia* de la Fiscalía Nacional Económica no tiene un apartado específico para definir los límites del control e influencia decisiva en los casos de los fondos de inversión, a diferencia de las directrices empleadas en la Unión Europea. En efecto, la *Comunicación consolidada* de la Comisión Europea sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia¹³ apunta a que, por regla general, los inversionistas participan como socios comanditarios y normalmente no ejercen el control ni individual ni colectivamente, ya que es la sociedad administradora o *sociedad de inversión* la que ejerce el control por medio de la gestión de los fondos y empresas de cartera, acuerdos contractuales o una combinación de ambos, teniendo en cuenta la estructura jurídica particular de los fondos de inversión en el derecho comparado. Por ello, la Comisión Europea evalúa dichas operaciones y sus particularidades caso a caso (Kokkoris y Shelanski, 2014: 134).

Dicho lo anterior y según se adelantó, la aludida *Guía* utiliza indistintamente los conceptos de control o influencia decisiva para referirse a la posibilidad que tiene un agente económico de «determinar —o vetar— la adopción de decisiones sobre la estrategia y comportamiento competitivo de un agente económico» (Fiscalía Nacional Económica, 2017a: 18). Desde un punto de vista positivo, estas decisiones estratégicas se refieren a la composición de los órganos de administración de la entidad, a las prerrogativas respecto de aprobación de presupuestos, a la designación de gerentes y ejecutivos de alto rango y, en general, a cualquier otra atribución relacionada con el desempeño comercial y competitivo de la entidad. A *contrario sensu*, la autoridad también considera como *control negativo* la capacidad de vetar decisiones sobre cual-

13. Se puede consultar en <https://bit.ly/3evUNwp>.

quiera de las facultades indicadas anteriormente. Resulta relevante destacar que la Fiscalía referida considera tanto el control ejercido *de jure* como *de facto*, puesto que lo significativo para la autoridad es la existencia de la *posibilidad* de ejercer algún tipo de influencia en el desenvolvimiento competitivo de los agentes económicos, con independencia de que dichas atribuciones se encuentren formalizadas en contratos, pactos u otro documento jurídico relacionado.

En el caso de los fondos de inversión, es posible observar que existen distintos órganos que tendrían la capacidad de influir en el desempeño competitivo de un agente económico. Por un lado, está la administradora general de fondos que, como ya vimos, es la encargada de la gestión de los fondos bajo su administración. Por otro, están aquellas entidades terceras con las cuales la administradora general de fondos celebra contratos relacionados con la gestión de la cartera de inversiones. Pero también se encuentran los aportantes del fondo.

Al efecto, hay ciertas materias reguladas en los artículos 73 y 74 de la Ley Única de Fondos¹⁴ que deberán ser sometidas a asambleas ordinarias o extraordinarias de aportantes, según corresponda. Dentro las materias ordinarias están la aprobación de la cuenta anual, presupuesto, designación de miembros del Comité de Vigilancia y fijación de su remuneración, entre otras, que es posible enmarcar dentro de la idea de resguardar las inversiones de los aportantes.

En cambio, las cuestiones sometidas a aprobación de la asamblea extraordinaria de aportantes dicen relación con aspectos que, a primera vista, podrían influir en la gestión del fondo, tales como la aprobación de modificaciones al reglamento interno, sustitución de la administradora, acuerdos de aumentos y disminuciones de capital, transformaciones, divisiones o fusiones con otros fondos, entre otras. Sin perjuicio de que el ejercicio de estos derechos de los aportantes debe ser revisado caso a caso por parte de la autoridad de competencia al alero de un análisis de operación de concentración, es posible observar *a priori* que estas facultades coinciden en parte con los ejemplos de control negativo que entrega la Guía de Competencia, lo que revela la posibilidad de que el control e influencia decisiva sobre las decisiones competitivas de un fondo no estén radicadas de forma exclusiva en la figura del administrador.

La Fiscalía Nacional Económica ha revisado operaciones de concentración en las cuales ha identificado a otros agentes, distintos de la administradora general de fondos, que tendrían la facultad de ejercer influencia decisiva. En 2019, la autoridad abordó las condiciones bajo las cuales se entiende que un tercero distinto de la administradora general de fondos y de los aportantes podría ejercer influencia decisiva en la administración de un fondo de inversión. Así, en *Cesión de activos de Patio Comercial SpA a un fondo de inversión administrado por Larraín Vial S.A. Administradora General de Fondos (rol FNE F181-2019)*, la Fiscalía señaló que la celebración de un

14. Para el caso de los fondos no rescatables.

contrato de administración de cartera entre la administradora general de fondos con un tercero le otorgaba influencia en decisiones competitivas relevantes a este último, aun cuando la administradora general de fondos conservara las facultades para limitar las operaciones realizadas por el tercero en el fondo y para reemplazar al tercero por otro administrador de cartera en caso de ser necesario.¹⁵

Entre las prerrogativas del tercero que fueron evaluadas por la FNE como el ejercicio de una influencia decisiva están la selección de «inversiones y proyectos inmobiliarios y la inversión de los dineros, monedas, valores, y activos financieros de propiedad del Fondo, con facultades para decidir su inversión, enajenación y demás actividades que corresponda de conformidad al reglamento de éste».¹⁶ La autoridad indicó en el mismo informe que, en caso de que la administradora general de fondo decidiera reemplazar al gestor del contrato de administración de cartera, ello gatillaría la ocurrencia de una nueva operación de concentración y, consecuentemente, una nueva notificación ante la FNE.¹⁷

Otra decisión interesante de la FNE, en materia de influencia decisiva, dice relación con el concepto de fondos de inversión *feeder* o alimentador, que son aquellos fondos cuyo objeto de inversión consiste, a su vez, en la inversión en otros fondos, sean nacionales o extranjeros. En *Adquisición de control conjunto en Oaktree Capital Group LLC por parte de Brookfield Asset Management Inc. y Oaktree Capital Group Holdings L.P. (rol FNE F204-2019)*, la autoridad indicó que el rol de la administradora general de fondos se limitaba a la colocación de los aportes hacia fondos extranjeros de las partes de la operación, ya que eran estas últimas quienes adoptaban las decisiones estratégicas de inversión en último término.¹⁸ Esta aproximación podría asimilarse a los diferentes conceptos de control definidos por Pfeffer (2001: 124), entendiéndose que en este caso particular los aportantes ejercen un control legal absoluto, al poder determinar decisiones estratégicas del fondo de inversión, mientras que la administradora ejercería un control legal relativo o precario, ya que la calidad del control e influencia decisiva en la gestión del fondo sería inestable en relación con las prerrogativas de los aportantes según el análisis de la autoridad.

Siguiendo la misma línea en cuanto a inversiones extranjeras, el año 2020 la FNE abordó el rol de los aportantes en fondos extranjeros (denominados *limited partners*) y la posibilidad de estos de vetar determinadas decisiones competitivas a cargo del administrador (denominado *general partner*). En *Adquisición de control en Southern*

15. Informe de Aprobación rol FNE F181-2019, Fiscalía Nacional Económica (18 de abril de 2019), 11-12. disponible en <https://bit.ly/32sov3d>.

16. Informe de Aprobación rol FNE F181-2019 de la FNE.

17. Informe de Aprobación rol FNE F181-2019 de la FNE.

18. Informe de Aprobación rol FNE F204-2019, Fiscalía Nacional Económica (13 de septiembre de 2019). Disponible en <https://bit.ly/3FxBMI1>.

Cross Latin America Extension Fund IV, L.P., por parte de ICG Malta Partners L.P. (rol FNE F245-2020), la agencia de competencia consideró que la necesidad del voto favorable de uno de los *limited partners* en un consejo asesor constituía un derecho de veto respecto de la administración que ejercía el *general partner* sobre el fondo de inversión extranjero.

A mayor abundamiento, la autoridad consideró que la necesidad del voto favorable en materias que formaban parte del giro social de la identidad era lo que diferenciaba un derecho de veto en el desempeño competitivo de un ente de un derecho a cautelar o proteger la inversión realizada. En efecto, «para que se puedan realizar Inversiones Adicionales en las sociedades de cartera de la SPV, el SC GP debe contar necesariamente con el voto favorable de ICG Malta en el AC. Con ello, ICG Malta tendría la posibilidad de vetar la realización de inversiones Adicionales de la SPV, las que, como se indicó, forman parte de su giro social».¹⁹

Debe tenerse en cuenta que esta aproximación es reconocida en la práctica jurídica comparada, en la cual se admite la posibilidad de que un accionista o inversionista minoritario cuente con determinados derechos que le permitan vetar decisiones esenciales en el desempeño competitivo, tales como la designación de presupuesto anual, plan de negocios, inversiones significativas y designación de ejecutivos relevantes, que van más allá de los típicos derechos concedidos para proteger los intereses financieros (Crocco, Nilson y Sarma, 2017: 59-60). La doctrina comparada ha propuesto qué intereses financieros y contactos interpersonales —que son menos evidentes que el ejercicio de una influencia decisiva— podrían, eventualmente, derivar en estrategias comerciales con potenciales efectos anticompetitivos (Athayde y Fujimoto, 2018: 224).

Luego, en la decisión sobre *Adquisición de control en Southern Cross Latin America Extension Fund IV, L.P., por parte de ICG Malta Partners L.P. (rol FNE F245-2020)*, la Fiscalía Nacional Económica volvió a reafirmar el criterio contenido en la *Guía de competencia*, esto es, que basta la existencia de la posibilidad de ejercer un derecho de veto en decisiones estratégicas para que sea considerado como influencia decisiva.²⁰

De la revisión anterior aparece bastante claro que, si bien las decisiones competitivas del día a día de un fondo de inversión están a cargo de la administradora general de fondos, otros sujetos, como los aportantes o terceros con contrato de gestión de cartera, también tienen la posibilidad de ejercer una influencia decisiva en su desempeño competitivo. Lo anterior, naturalmente, obedece a una conclusión que varía caso a caso, dependiendo de los antecedentes de la operación y el papel de los intervinientes.

19. Informe de Aprobación rol FNE F245-2020, Fiscalía Nacional Económica (21 de octubre de 2020), 4. Disponible en <https://bit.ly/3engnDo>.

20. Ver nota anterior.

Definición de los intervinientes que deben ser considerados en una notificación de operación de concentración

Una segunda cuestión relacionada con el alcance del control e influencia decisiva en un fondo de inversión es la definición de las entidades que deben ser consideradas como *partes* de la notificación que se presenta ante la autoridad. El Decreto Ley 211, en el artículo 47, hace referencia a los agentes económicos, pero no define —en forma expresa— cuándo se convierten en partes de la operación. Asimismo, el reglamento de notificación vigente hasta noviembre de 2021²¹ no entregaba definiciones respecto de las partes de una operación, y tampoco lo hacía la *Guía de competencia*.²² No obstante, los antiguos formularios de notificación se referían a los *sujetos activos para efectuar la notificación*, lo que constituía un esbozo de definición entre partes notificantes y partes de la operación. Los primeros corresponden a aquellos agentes económicos que suscribieron el acto en virtud del cual se da origen a la operación de concentración. Es decir, se deben considerar como partes notificantes cada una de las entidades que suscriben la promesa de compraventa, memorándum de entendimiento o cualquier documento similar. Las partes notificantes, además, son las encargadas de firmar los poderes de representación a la asesoría jurídica correspondiente, además de las declaraciones de administración, veracidad y suficiencia de la información entregada en la notificación. Las segundas corresponden a todas las entidades de los respectivos grupos empresariales de las partes notificantes que ofrecen o demandan bienes y servicios en los mercados, que deben ser informadas en la notificación junto con una descripción de sus actividades económicas. Así, si bien no se requiere que una filial u otra entidad del grupo empresarial suscriba poderes o declaraciones, eso no obsta a que sea considerada dentro del análisis competitivo que se realice.²³ El nuevo formulario de notificación profundiza en el concepto de parte (Fiscalía Nacional Económica, 2021a), incorporando las nuevas disposiciones del reglamento.

21. Decreto 33, de 2017, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, que aprueba reglamento sobre la notificación de una operación de concentración, derogado por el artículo primero del Decreto 41, de 2021, de la misma Secretaría de Estado.

22. La *Guía de Competencia* se refiere a la definición de agente económico con el propósito de indicar que básicamente cualquier entidad que desarrolle actividades económicas en Chile será concebida por la autoridad como un agente económico, independiente de su forma jurídica o nacionalidad, entre otras características (Fiscalía Nacional Económica, 2017a: 10).

23. Al efecto, en su oportunidad, se indicó que «la información requerida en virtud del Reglamento en ocasiones se encuentra referida a las Partes Notificantes lo que se señalará expresamente. Salvo indicación en contrario, el concepto de *Parte* incluirá su grupo económico, en general, o bien exclusivamente a determinados agentes económicos, lo que se distinguirá según corresponda en cada caso» (Fiscalía Nacional Económica, 2017b).

Efectivamente, la Fiscalía Nacional Económica revisa el eventual impacto competitivo de una operación, no solo respecto de las partes notificantes —que usualmente corresponden a matrices o sociedades de inversión— sino que respecto de todas aquellas entidades respecto de la cual la entidad adquirente —o parte notificante— tenga una relación de control e influencia decisiva y viceversa. El propósito de la autoridad es ir más allá del concepto formal de grupo empresarial de la Ley de Mercado de Valores e identificar, precisamente, los vínculos de decisión e influencia en la administración.

Este interés ha sido abordado en las directrices más recientes de la Fiscalía Nacional Económica. En el nuevo reglamento de control de operaciones de concentración,²⁴ el artículo 2 extiende el concepto de *parte de la operación* a aquellas entidades cuyo miembro del controlador participe como parte notificante o como parte del grupo empresarial de la parte notificante, o como entidad objeto de la operación o como parte del grupo empresarial de la entidad objeto de la operación.

Es decir, si antes se delimitaba el análisis a la parte notificante, la entidad objeto y sus respectivos grupos empresariales, ahora la Fiscalía Nacional Económica también considerará aquellas sociedades que —sin pertenecer a los grupos empresariales de la parte notificante o de la entidad objeto de la operación— tienen una entidad matriz conformada por una parte notificante o por la entidad objeto de la operación que actúan como *miembro del controlador*, aun cuando dicha entidad no tenga la capacidad de ejercer control o influencia decisiva sobre dicha sociedad, ya que ejerce dichas prerrogativas de forma conjunta con otros agentes económicos independientes y sin vinculación alguna a la operación notificada.

Esta aproximación es bastante particular, considerando que los miembros de un controlador no forman parte de un mismo grupo empresarial, salvo aquellos casos excepcionales en que la Comisión para el Mercado Financiero lo determine, sobre la base del artículo 96 numeral 3 letra c) de la Ley de Mercado de Valores.²⁵

24. Contenido en el artículo segundo del Decreto 41, de 2021, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo.

25. A modo de ejemplo: «teniendo claro que Pampa Calichera y Kowa son cada uno miembros de un controlador, corresponde analizar si ellos se encuentran en la situación descrita en el numeral 3, letra c), del artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores, disposición que se encarga de otorgarle a la Superintendencia la facultad para que determine si una sociedad que es miembro de un controlador forma parte de un mismo grupo empresarial; cuando existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero de la misma disposición; que son: que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por lo intereses comunes del grupo o subordinada a estos, o que existan riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten. Ahora bien, a esta fecha y considerando los antecedentes disponibles, no es posible concluir que existan los intereses o los riesgos comunes a que se refiere la citada disposición, entre Pampa Calichera y Kowa. En consecuencia, esta Superintendencia no puede determinar que las entidades antes señaladas pertenezcan a un mismo

La explicación de que se haya adoptado este criterio en el nuevo reglamento de notificación consistiría en la existencia de vacíos respecto de eventuales «traslapes entre agentes económicos pertenecientes a grupos empresariales compuestos por un grupo controlador [que] no son comprendidos en posibles mercados afectados» y cuyos «vínculos accionarios o derechos» son relevantes para el análisis competitivo que realiza la autoridad (Fiscalía Nacional Económica, 2021b).

En el caso de las operaciones de concentración en que participaban fondos de inversión como partes notificantes, tradicionalmente se informaban las actividades tanto de la administradora del fondo —en su calidad de representante legal del mismo— junto con las actividades de otros fondos gestionados por la administradora y sociedades controladas o controladoras de la administradora. A modo de ejemplo, el informe de archivo de *Adquisición de las acciones de GasValpo por Marubeni y Toesca (rol FNE F133-2018)*, al describir a las partes de la operación, se limita a describir al fondo, su administradora y otros fondos gestionados por la misma.²⁶ Sin embargo, podemos entender que este criterio ha ido cambiando con el análisis de operaciones más recientes, como por ejemplo en *Adquisición de control de activos en Forestal Arauco S.A por parte de Vista Hermosa Inversiones Forestales SpA (rol FNE F279-2021)*, en donde en la sección referida a la descripción de las partes de la operación, el informe de archivo hace mención a los aportantes del fondo de inversión adquirente.²⁷

Habiendo expuesto el desarrollo del criterio en cuanto a las partes de una notificación, tanto en el reglamento, en las directrices de la autoridad y en los casos más recientes, parece razonable considerar como partes de una notificación, en el caso de que intervenga un fondo de inversión, al fondo, a la administradora general de fondos, a otros fondos gestionados por la administradora, a sociedades controladas o controladoras de la administradora, pero también a los aportantes del fondo. Esta aproximación puede ser bastante discutida por quienes presentan una notificación ante la autoridad, dada la extensión de los vínculos de control e influencia decisiva, más allá de lo que tradicionalmente se entiende por tal según la Ley de Mercado de Valores y el eventual costo que podría implicar recopilar dicha información. Sin embargo, esta postura supone, al mismo tiempo, ventajas de economía procesal, al informar desde un principio a todos los agentes económicos que la autoridad, de una u otra manera, tiene interés en investigar. Este criterio además vendría en subsanar

grupo empresarial y como efecto de ello concluir que son entidades relacionadas de acuerdo a la letra a) del artículo 100 de la Ley de Mercado de Valores». Oficio Ordinario número 4550, de 2007, de la entonces Superintendencia de Valores y Seguros, hoy Comisión para el Mercado Financiero, disponible en <https://bit.ly/3JludVe>.

26. Informe de Aprobación rol FNE F133-2018, Fiscalía Nacional Económica (3 de julio de 2018), disponible en <https://bit.ly/3eru4kU>.

27. Informe de Aprobación rol FNE F279-2021, Fiscalía Nacional Económica (26 de julio de 2021), disponible en <https://bit.ly/3EwgC9T>.

—en parte— las asimetrías de información entre la Fiscalía Nacional Económica y los particulares en los procesos de notificación, que están, precisamente, concebidos como obligatorios para que la autoridad pueda detectar aquellas fusiones con potenciales efectos anticompetitivos y prohibirlas (Caviedes, 2014: 358).

Observando el desarrollo del criterio de la Fiscalía Nacional Económica en casos de fondos de inversión, se podría intuir que hay una intención de aplicar un principio de precaución en lo referente a las relaciones de control e influencia decisiva que se pueden dar entre los distintos intervinientes de un fondo de inversión y cómo esto podría incidir en el análisis de competencia de la operación. Esto último podría incluso suponer la inversión de la carga de la prueba en el procedimiento administrativo de notificación, debiendo las partes involucradas argumentar la inexistencia de un eventual impacto anticompetitivo derivado de dichos lazos de propiedad e influencia (Chible, 2021: 14-18).

Configuración de los traslapes en operaciones de concentración con fondos de inversión

Las dos interrogantes anteriormente planteadas nos revelan que el control e influencia decisiva en un fondo de inversión lo pueden ejercer agentes económicos distintos de la administradora general de fondos, tal como sucede en casos específicos con las prerrogativas que ostentan los aportantes, y que, por lo mismo, se ha ampliado —tanto en la práctica como de forma reglamentaria— el concepto de parte en una operación de concentración. Dicho lo anterior, ¿cómo se deben configurar, entonces, los traslapes de las actividades económicas en aquellos casos en los que interviene un fondo de inversión?

En los primeros informes de archivo relacionados con fondos de inversión, la agencia de competencia dejaba entrever que, en su análisis sustantivo, se consideraban las actividades económicas de otros fondos gestionados por la administradora general de fondos. A modo de ejemplo, en *Adquisición de las acciones de GasValpo por Marubeni y Toesca (rol FNE F133-2018)*, la autoridad señaló que una de las adquirentes administraba «fondos de inversión cuyas actividades no tienen relación con la industria del gas, no existiendo, por tanto, traslapes entre sus actividades y las de GasValpo».²⁸ Como anticipamos en la sección anterior, ni la resolución de aprobación²⁹ ni el informe de archivo se refieren a las actividades económicas de los aportantes del fondo o a la existencia de derechos que les permitan ejercer algún tipo de

28. Informe de Aprobación rol FNE F133-2018, Fiscalía Nacional Económica (3 de julio de 2018), 5. Disponible en <https://bit.ly/3eru4kU>.

29. Resolución de Aprobación rol FNE F133-2018, Fiscalía Nacional Económica (4 de julio de 2018), disponible en <https://bit.ly/32uFVfb>.

influencia en la administración del mismo y, en consecuencia, de la empresa a incorporar en su cartera de inversiones.

Debe precisarse que no necesariamente los aportantes de un fondo de inversión ejercerán derechos que tengan la aptitud para influir en la administración del fondo. Siguiendo a Posner, Scott Morton y Weyl (2017: 6), el *quid* de la cuestión estará en la naturaleza del gobierno corporativo, ya que en la industria se observan inversionistas institucionales con una aproximación formalista al gobierno corporativo, mientras que otros inversionistas —de mayor tamaño— hacen un mejor trabajo de gobierno corporativo a través del voto de miembros en las juntas, revisión y votación de la compensación a ejecutivos, y la evaluación de la dirección estratégica general de la empresa.

A nivel societario, la doctrina nacional ha diferenciado entre accionistas empresarios y accionistas inversores, en donde los últimos «buscan simplemente rentabilizar su inversión», dejando a los primeros la labor de la administración (Jequier, 2014: 146).

Por lo tanto, operaciones de concentración en donde los aportantes de un fondo tengan poca o nula incidencia en la administración del mismo no es algo atípico ni excepcional, pero, por supuesto, dichos inversores no están ejerciendo una función valiosa de gobierno corporativo (Posner, Scott Morton y Weyl, 2017: 6). En estos casos, pareciera que revisar las actividades económicas de aportantes que no tienen incidencia en la administración del fondo no aportaría al análisis competitivo que debe realizar la autoridad, a diferencia de lo que ocurriría con aportantes que tengan poder de decisión en aspectos competitivos de un fondo o las sociedades de su cartera.

En efecto, es posible identificar roles más activos adoptados por algunos *limited partners* en las decisiones competitivas de un fondo de inversión, a propósito de la participación parcial conjunta de competidores y eventuales efectos anticompetitivos (Burnside y Kidane, 2020: 510). Por otra parte, se plantea que los aportantes de un fondo podrían ejercer sus derechos como inversionistas de tal forma que, primero, utilizan su *voz* para comunicar sus estrategias de mercado preferidas; segundo, usan estructuras de *incentivos* en la administración (i.e. remuneración) que recompensan implícitamente a los gestores por una competencia menos agresiva; y tercero, usan el poder de su *voto* para frustrar a los accionistas no diversificados que presionan por más competencia (Azar, Schmalz y Tecu, 2018: 46). En estos casos, es evidente que interesará a la Fiscalía Nacional Económica evaluar la extensión de las prerrogativas de los aportantes en la práctica, atendido, sobre todo, que la evaluación de los potenciales efectos para la competencia derivados de una operación son de carácter prospectivos.

El desarrollo de la aplicación de los conceptos de control e influencia decisiva en los fondos de inversión por parte de la Fiscalía Nacional Económica en estos últimos años tiene directa incidencia en los traslapes que considerará la autoridad en su

análisis, incorporando la revisión de las actividades económicas de los aportantes de un fondo de inversión con el propósito de identificar superposiciones entre sus actividades y la entidad objeto de la operación. Esta técnica podría asimilarse a lo que la doctrina conoce como el levantamiento del velo o *disregard of legal entity* (Jequier, 2014: 137), en el sentido de que la autoridad de competencia busca evitar el fraude a la normativa de operaciones de concentración por medio de un escrutinio más minucioso de los vínculos entre los distintos intervinientes en un fondo de inversión.

Esta construcción queda plasmada en una de las decisiones más recientes de la autoridad relacionada a fondos de inversión. En *Adquisición de control de activos en Forestal Arauco S.A por parte de Vista Hermosa Inversiones Forestales SpA (rol FNE F279-2021)*, la Fiscalía Nacional Económica directamente se refiere en su informe a la revisión de las actividades del grupo empresarial de la compradora —que incluye a su respectiva administradora general de fondos— y de los aportantes del fondo. Así, la autoridad expresa «esta División advierte que la Operación no sería apta para reducir sustancialmente la competencia, considerando que no existiría traslape horizontal ni vertical entre las actividades de la Compradora, así como de su grupo empresarial, ni de los Aportantes, en relación con los activos que son enajenados por la Vendedora».³⁰

En consecuencia, es posible observar que el análisis de traslapes efectuado por la autoridad está considerando, en la actualidad, las actividades económicas de los aportantes, lo que es natural a la luz de los avances en la interpretación de los vínculos entre aportantes, administradores y fondos de inversión.

Conclusiones y sugerencias

La intervención de los fondos de inversión en las operaciones de concentración plantea, sin duda, un desafío en el marco del control obligatorio de fusiones. En efecto, los fondos de inversión poseen una estructura particular, en la cual la administración del patrimonio y las decisiones competitivas y estratégicas del fondo se encuentran en manos de una figura distinta de los aportantes, correspondiente a la administradora general de fondos. De acuerdo con la normativa sectorial, esta entidad es la responsable de las actuaciones del fondo ante la ley y ante terceros.

Sin embargo, la defensa de la libre competencia exige, en ciertas circunstancias, desdibujar los límites de los conceptos definidos por otros cuerpos legales y construir nuevas aproximaciones, sobre la base de las particularidades de las figuras jurídicas bajo análisis. Por este motivo, y dadas ciertas atribuciones susceptibles de ser ejercidas por los aportantes del fondo de inversión, la Fiscalía Nacional Económica ha

30. Informe de Aprobación rol FNE F279-2021, Fiscalía Nacional Económica (26 de julio de 2021), 3. Disponible en <https://bit.ly/3EwgC9T>.

desarrollado en los últimos años las circunstancias en virtud de las cuales entiende que el control e influencia decisiva en un fondo de inversión lo ostenta una persona natural o jurídica distinta de la administradora general de fondos, interpretación que a su vez se aplica a la definición de las partes relevantes para la notificación y también para el análisis sustantivo de traslapes entre actividades económicas de agentes adquirentes y la entidad objeto de la operación.

En ese sentido, es posible plantear algunas sugerencias al momento de enfrentar una operación de concentración en donde intervenga un fondo de inversión. En primer lugar, resultará relevante la revisión del reglamento interno del fondo, a fin de descifrar las prerrogativas que tienen los aportantes y si estas entregan el control o influencia decisiva sobre las decisiones competitivas, según los criterios expuestos en este informe. Ello permitirá a los asesores de las partes realizar solicitudes de información más específicas y asertivas sobre el rol de los aportantes, anticipando las observaciones iniciales de la autoridad y, eventualmente, evitará una resolución de incompletitud de la notificación.

Para la autoridad, la revisión de dicho reglamento interno permitirá definir *a priori* la complejidad de los vínculos en el fondo de inversión y la necesidad de profundizar en las actividades económicas de los aportantes. En segundo lugar, la entrega de la información sobre las actividades económicas de los aportantes, al momento de notificar, puede constituir una postura conservadora, pero al mismo tiempo puede significar reducir o incluso prescindir de los plazos de incompletitud cuando el documento anticipa las preocupaciones de la autoridad, lo que no es menor considerando que el tiempo es una de las principales preocupaciones en un proceso de fusión o adquisición de otra entidad. En tercer término, esta entrega de información sobre las actividades de los aportantes y el rol de los mismos sobre el fondo de inversión debe estar limitada a aquellas actividades que efectivamente tengan un impacto en la competencia o que sean relevantes para el estudio de la autoridad en consideración de las prerrogativas de los aportantes, puesto que, de lo contrario, podría distorsionarse el análisis de competencia al incorporar factores que, tanto en la teoría como en la práctica, no resulten atinentes para la aprobación o rechazo de una operación de concentración.

Referencias

- ALCALDE, Enrique (2001). «Regulación sobre la venta control en la ley de OPAS: ¿Un caso de iniquidad o simplemente un error?», *Revista Chilena de Derecho*, 28 (3): 599-614.
- ATHAYDE, Amanda y Monica Fujimoto (2018). «Brazil: Common ownership by institutional investors and its impact on competition», *Concurrentes*, 1: 218-224.

- AZAR, José, Martin Schmalz y Isabel Tecu (2018). «Anticompetitive Effects of Common Ownership». *The Journal of Finance*, 73 (4). Disponible en <https://bit.ly/3psRKeP>.
- BURNSIDE, Alec y Adam Kidane (2020). «Common ownership: an EU perspective». *Journal of Antitrust Enforcement*, 8 (3): 456-510. Disponible en <https://bit.ly/312TCSi>.
- CAVIEDES, Cristóbal (2014). «Control de fusiones y nueva guía para el análisis de operaciones de concentración: lo positivo, lo que falta y lo que sólo el legislador puede solucionar». *Ius et Praxis*, 20 (2): 357-374.
- CHIBLE, Pía (2021). «Riesgos y principio de precaución: Una alternativa disponible para el control de operaciones de concentración en Chile». *Revista de Derecho Económico*, 78 (1): 7-26.
- CROCCO, Luca, Tomas Nilson y Stella Sarma (2017). «Private Equity and EU Merger Control - Selected Issues». Disponible en <https://bit.ly/3psCRt1>.
- FISCALÍA NACIONAL ECONÓMICA (2017a). *Guía de competencia*. Disponible en <https://bit.ly/3JlE2Co>.
- . (2017b) *Formulario de notificación ordinario*. Disponible en <https://bit.ly/3He1HCZ>.
- . (2019) *Guía práctica para la aplicación de umbrales de notificación de operaciones de concentración en Chile*. Disponible en <https://bit.ly/3Jh5DEN>.
- . (2021a). *Formulario de notificación de operaciones de concentración*. Disponible en <https://bit.ly/3mBoEFs>.
- . (2021b). *Presentación nuevo reglamento sobre notificación de operaciones de concentración*. Disponible en <https://bit.ly/3z7XjCQ>.
- JEQUIER, Eduardo (2014). «Premisas para el tratamiento de los grupos empresariales y administradores de hecho en el derecho chileno» *Revista Chilena de Derecho*, 41 (1): 121-152.
- KOKKORIS, Ionanis y Howard Shelanski (2014). *EU Merger Control. A Legal and Economic Analysis*. Oxford: Oxford University Press.
- LUCO, Nicolás (1995). «Protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad anónima abierta». *Revista Chilena de Derecho*, 22 (3): 417-438.
- PFEFFER, Francisco (2001). «Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones». *Revista Chilena de Derecho*, 28 (1): 113-141.
- POSNER, Eric, Fiona Scott Morton y Glen Weyl (2017) «A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors». *Antitrust Law Journal* 81 (3): 669-728.
- SANDOVAL, Ricardo (2010). *Derecho Comercial. Sociedades de personas y de capital. Tomo I, volumen 2*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.

SHENKAR, Carmel, Eelke Heemskerk y Jan Fichtner (2017). «The new mandate owners: passive asset managers and the decoupling of corporate ownership». *Anti-trust Chronicle*, 3: 51-57.

THÉPOT, Florence (2019). *The interaction between competition law and corporate governance: Opening the black box*. Cambridge: Cambridge University Press.

Sobre la autora

MACARENA VIERTEL IÑÍGUEZ es abogada de la Universidad de Chile. Su correo electrónico es macarena.viertel@gmail.com.  <https://orcid.org/0000-0002-6998-6440>.

