

ANT: 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.

MAT: Informe de aprobación.

Santiago, 13 SEP 2019

A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO (S)

DE : JEFE DE DIVISIÓN DE FUSIONES (S)

De conformidad a lo dispuesto en el Título IV del Decreto con Fuerza de Ley N°1 de 2004 del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo que fija el texto refundido, coordinado y sistematizado del Decreto Ley N° 211 del año 1973 y sus modificaciones posteriores ("DL 211"), presento a usted el siguiente informe relativo a la operación de concentración del antecedente, recomendando la aprobación de la misma en forma pura y simple en virtud de las razones que a continuación se exponen:

I. ANTECEDENTES

A. Investigación

1. Con fecha 26 de junio del año 2019, mediante documento correlativo ingreso N° 03061-19, los apoderados de Brookfield Asset Management Inc. ("**Brookfield**") y Oaktree Capital Group, LLC ("**Oaktree**") y, junto a Brookfield, las "**Partes**") notificaron a esta Fiscalía Nacional Económica ("**Fiscalía**") la eventual operación de concentración por la que Brookfield y Oaktree Capital Group Holdings L.P. ("**OCGH L.P.**") pretenden adquirir el control conjunto sobre Oaktree y su Grupo Operativo (en adelante "**Grupo Operativo**") ("**Notificación**") conforme los términos de la letra b) del artículo 47 del DL 211 ("**Operación**").
2. Por medio de la resolución de la Fiscalía de fecha 10 de julio del año 2019 se declaró la falta de completitud de la Notificación, comunicada a las Partes con igual fecha; cuyos errores y omisiones fueron subsanados mediante el documento presentado con fecha 25 de julio del año 2019, correlativo ingreso N° 03483-19 ("**Complemento**").
3. En consecuencia, mediante resolución de fecha 8 de agosto del año 2019 la Fiscalía ordenó el inicio de la investigación bajo el Rol FNE F204-2019 ("**Investigación**"), la cual fue comunicada a las Partes con igual fecha, iniciando diligencias con objeto de verificar las

¹ Conforme la legislación e información de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, el Grupo Operativo de Oaktree se compone por entidades que actúan como socios generales, asesorando la inversión de fondos y manteniendo intereses en otras entidades que generan ingresos para la compañía. Es controlado de forma indirecta por Oaktree. En adelante, al mencionar a "Oaktree" se entenderá que también se refiere al Grupo Operativo. Información pública disponible en: <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1403528/000140352816000045/a201510-kdoc.htm>> [última visita: 22.08.2019].

características de la industria y evaluar los posibles efectos de la Operación sobre la competencia.

B. Partes y Operación

4. Brookfield es una corporación multinacional registrada en Ontario, Canadá, que cotiza públicamente en las bolsas de valores de Toronto, Nueva York y Euronext. Dedicada a la gestión de activos a nivel global, ofrece productos de inversión tanto públicos como privados principalmente en bienes raíces, infraestructura, energía renovable y capital privado². Presta servicios a fondos de inversión chilenos organizados y constituidos por una administradora general de fondos (“AGF”) y es propietario de una cartera de empresas activas en nuestro país en los sectores de infraestructura y energías renovables, entre otros³.
5. Por su parte, Oaktree es una sociedad limitada constituida en Delaware, Estados Unidos, que cotiza públicamente en la bolsa de valores de Nueva York. Ofrece globalmente productos y servicios de gestión de activos de inversión alternativos públicos y privados principalmente de crédito corporativo, capital privado, activos reales y acciones cotizadas en bolsa. Oaktree brinda servicios de gestión de activos a fondos chilenos de inversión, administradoras de fondos de pensiones (“AFP”), compañías de seguros y otros clientes institucionales. Adicionalmente, es titular o administra una cartera de compañías activas en Chile en los sectores de logística y la provisión de insumos para plantas solares, entre otros⁴⁻⁵. Cabe agregar que Oaktree, a instancias de esta División, informó sobre la eventual adquisición del 20% de la propiedad sobre Singular Asset Management Administradora General de Fondos S.A.⁶.

² Notificación de fecha 26 de junio del año 2019, correlativo ingreso N° 03061-19 (“Notificación”), pp. 3-10.

³ Entre los que se encuentran Amanecer Solar Holding SpA, Amanecer Solar SpA, Schoeller Allibert International Chile SpA, Brookfield Americas Infrastructure Holdings Chile I S.A., Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. y Sociedad Concesionaria Túnel San Cristóbal S.A., entre otros. Respuesta oficio N° 1686 de fecha 16 de agosto del año 2019, correlativo ingreso N° 03852-19 (“Respuesta oficio N° 1686”), pp. 1-2. Notificación, anexo 3.3. Además, información pública disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1599947/000156761917002200/s001920x1_ex10-1.htm>, <<https://www.poscosecha.com/es/suscripcion/ id:1398/>>, <<http://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2019/02/07/Frontal-Trust-y-Banchile-compran-el-33-de-Vespucio-Norte-y-Tunel-San-Cristobal.aspx>> [última visita: 22.08.2019].

⁴ Por su parte, Array Technologies, Inc., Agro Merchants Global, L.P., Boardriders, Dayco LLC, Dayton Superior Corp., Star Bulk Carriers Corp., entre otros. Complemento de fecha 25 de julio del año 2019, correlativo ingreso N° 03483-19, anexo 3.2. Además, información pública disponible en: <<https://www.oaktreecapital.com/strategies/private-equity/corporate-private-equity/power-opportunities/power-portfolio-companies>>, <<https://www.oaktreecapital.com/strategies/private-equity/special-situations/special-situations/special-situations-portfolio-companies>> y <<https://www.starbulk.com/gr/en/ir-board-of-directors/>> [última visita: 22.08.2019].

⁵ Para esta División fue posible descartar relaciones horizontales entre las Partes en relación con las actividades de las entidades que integran su cartera de inversiones. En particular, respecto a una posible relación vertical entre las actividades de Array Technologies y Amanecer Solar, fue posible constatar que las compañías no sostienen actualmente una relación de cliente-proveedor. Respuesta oficio N° 1685 de fecha 16 de agosto del año 2019, correlativo ingreso N° 03853-19 (“Respuesta oficio N° 1685”) y 1686. No obstante, ciertos insumos provistos por Array Technologies podrían potencialmente ser utilizados por Amanecer Solar para el desarrollo de sus actividades de la generación de energía eléctrica a través de una fuente solar; sin embargo, a juicio de esta División es posible descartar riesgos considerando que las Partes luego de la Operación no contarían con la habilidad –dada la participación actual de Oaktree en el capital de Array Technologies– ni los incentivos –atendida la baja participación de Amanecer Solar de un 3,8% en la generación de energía solar– para producir una eventual hipótesis de cierre de insumos en Chile. Véase información pública en: <<https://www.cne.cl/estadisticas/electricidad/capacidad instaladageneracion/>> [última visita: 28.08.2019].

⁶ Conforme los términos informados por las Partes “la transacción no conferiría a Oaktree ningún control o influencia decisiva sobre Singular en los términos de los párrafos 52 y siguientes de la Guía de Competencia de la FNE”.

6. Finalmente, OCGH L.P. es un vehículo de inversiones de propiedad de ejecutivos y empleados de Oaktree y titular de parte de la misma. Tanto Oaktree como OCGH L.P. son controladas en último término por Oaktree Capital Group Holdings GP, LLC⁷.
7. De acuerdo a lo informado en la Notificación, con fecha 13 de marzo del año 2019 fue celebrado un acuerdo de fusión por el cual, tras una serie de transacciones, se espera que Brookfield adquiera la totalidad de las acciones Clase A de Oaktree y un 62% del interés económico sobre su Grupo Operativo⁸; mientras que OCGH L.P. mantenga la propiedad del total de acciones Clase B y un 38% del interés económico respectivo. Por último, ambos adquieran derechos de nombramiento que les confieren control conjunto sobre Oaktree.
8. La Operación permitirá a las Partes ampliar la gama de productos de inversión que pueden ofrecer, sin perjuicio de que pretenden continuar operando bajo sus marcas, administración y equipos de inversión actuales⁹. El monto de la transacción asciende a US\$ 4,8 mil millones en efectivo y acciones¹⁰.

II. INDUSTRIA NACIONAL

9. La gestión de activos, principal actividad que desarrollan las Partes, comprende la creación, operación y comercialización –incluyendo los servicios de asesoría y administración– de fondos y/o carteras de inversión que realizan entidades intermediarias por cuenta y riesgo de terceros¹¹. En particular, los fondos corresponden a vehículos de inversión colectivos por los cuales personas naturales o jurídicas reúnen sus patrimonios con el fin de obtener una determinada rentabilidad. Dicha rentabilidad es conseguida mediante diversas estrategias o políticas de inversión, a través de las cuales se determinan los tipos de instrumentos a utilizar considerando la liquidez, riesgo y rentabilidad perseguidas por el fondo.
10. En nuestro país la administración de fondos de terceros se rige por la ley N° 20.712, que regula la actividad de las AGF¹² y la constitución de los fondos mutuos y fondos de inversión –públicos y privados–, entre otras materias. En efecto, de acuerdo a la ley, las AGF son sociedades anónimas especiales cuyo objeto exclusivo es la administración de recursos de terceros a través de fondos mutuos, fondos de inversión y carteras –combinación de activos financieros– sometidos a fiscalización y supeditados a los reglamentos internos de los fondos que predeterminan las políticas de inversión¹³.

Documento de fecha 06 de agosto de 2019, correlativo ingreso N° 03680-19, y hecho esencial N° 2019070132866 disponible en: <<http://www.cmfchile.cl/>> [última visita: 22.08.2019].

⁷ Notificación, pp. 3-10.

⁸ Conforme se detalla en la Notificación, el interés económico comprende el derecho del titular de acciones a participar de los ingresos, ganancias, pérdidas, deducciones, créditos y cuotas de la compañía; pero excluye cualquier otro derecho como de voto, participación de la administración o acceso a información de negocios.

⁹ Notificación, p. 6. En igual sentido, información pública disponible en: <<https://bam.brookfield.com/press-releases/2019/03-13-2019-132118887>> [última visita: 22.08.2019].

¹⁰ Notificación, pp. 3-10. En igual sentido, información pública disponible en: <<https://bam.brookfield.com/press-releases/2019/03-13-2019-132118887>> [última visita: 22.08.2019].

¹¹ Comisión Europea, caso M.8359 - Amundi / Credit Agricole / Pioneer Investments, p. 4.

¹² La ley regula diversos aspectos de las AGF tales como la remuneración, patrimonio, garantía, gobierno corporativo, responsabilidad, instrumentos, deberes y prohibiciones considerando la falta de identidad entre la propiedad y la administración de los recursos. Artículo 52 de la ley N° 20.712.

¹³ Artículo 52 de la ley N° 20.712.

11. El marco jurídico chileno reconoce a los fondos mutuos y de inversión como vehículos de inversión colectiva. Por una parte, los fondos mutuos permiten el rescate total y permanente de sus cuotas, pagaderas en un plazo inferior o igual a 10 días, caracterizándose por su diversificación y liquidez. Por otra parte, los fondos de inversión corresponden a aquellos que no cumplen con la definición precedente en los términos del plazo de rescate, contando además con un número de cuotas limitado¹⁴.
12. A su vez, estos últimos pueden ser clasificados de acuerdo a diversas taxonomías que emanan de la ley o de la práctica de los agentes que participan de la industria. De este modo y sin ser exhaustivo, es posible segmentar los fondos de inversión de acuerdo a: (i) su condición de rescatabilidad –rescatables y no rescatables¹⁵–; (ii) su naturaleza –públicos o privados¹⁶–; (iii) al tipo de gestión –activa y pasiva¹⁷–; y (iv) su objeto de inversión –mobiliarios, inmobiliarios, de capital privado u otros¹⁸–; entre varias.
13. En tanto demandantes de gestión de activos en Chile, los inversionistas nacionales buscan diversificar las alternativas de inversión con objeto de disminuir los riesgos asociados a la exposición a los mercados, adquiriendo vehículos o instrumentos tanto chilenos como extranjeros¹⁹.
14. La demanda por alternativas de inversión colectiva –ya sea en los mercados primarios o secundarios²⁰– proviene tanto de inversionistas, como de fondos administrados por las AGF habilitados para invertir en fondos chilenos y extranjeros. Si la inversión es efectuada en cuotas de fondos de inversión extranjeros, la misma puede realizarse de forma directa o intermediada por otro vehículo homólogo a un fondo local –denominado *feeder*, fondo domiciliado en territorio nacional cuyo objeto es la inversión en cuotas de un fondo de extranjero–²¹.

¹⁴ Artículo 28 y 29 de la ley N° 20.712. Además, véase Fiscalía Nacional Económica. Rol FNE F139-2018. Informe de aprobación de adquisición por parte de Inversiones Suizo Chilena S.A. y Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A., de los negocios de seguros colectivos, seguros individuales y administradora general de fondos del grupo Euroamérica.

¹⁵ Los fondos rescatables permiten el rescate total y permanente de cuotas, pagaderas en un plazo de entre 11 y 179 días; mientras que los no rescatables impiden el rescate total y permanente de cuotas o lo autorizan en un plazo igual o superior a 180 días. Artículo 1 de la ley N° 20.712.

¹⁶ Los fondos privados tienen un número limitado de aportantes –menos de 50 que no sean parte de una familia– no hacen oferta pública de sus valores, rigiéndose exclusivamente por sus reglamentos internos y no quedando sujetos a fiscalización; los públicos son aquellos cuyos valores son emitidos en oferta pública y quedan sometidos al control de la Comisión para el Mercado Financiero. Artículo 84 y 85 de la ley N° 20.712 y artículo 4 de la ley N° 18.045.

¹⁷ La gestión de activos activa se basa en estrategias aplicadas por un gestor de inversiones con el fin de superar un punto de referencia; mientras que la pasiva supone replicar el desempeño de un índice. Comisión Europea, caso M.8359 - Amundi / Credit Agricole / Pioneer Investments, p. 4.

¹⁸ Los fondos mobiliarios comprenden inversiones en instrumentos de deuda o bonos corporativos y acciones nacionales o extranjeras; inmobiliarios, inversiones en bienes raíces para el arriendo, obtención de plusvalía y proyectos inmobiliarios para la venta; capital privado, inversiones en empresas desde su origen (capital de riesgo), empresas consolidadas (capital de desarrollo), deuda de empresas de mediana capitalización y cuotas de otros fondos; y otros, inversiones en el desarrollo de infraestructura, fondos de fondos, energías renovables y situaciones especiales. ACAFI. 2016. Anuario de Fondos de Inversión, pp. 12 y ss. Consulta electrónica: <<http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2017/10/Anuario-de-Fondos-de-Inversi%C3%B3n-2016-1.pdf>> [última visita: 26.08.2019].

¹⁹ Declaración actores de la industria, ver **Nota Confidencial N°[1]**.

²⁰ En el mercado primario se emiten y venden por primera vez los activos financieros; mientras que en el secundario se comercializan una vez colocados. Artículo 4 bis de la ley N° 18.045.

²¹ De acuerdo a actores de la industria, existirían motivos tributarios o de capital mínimo requerido que desincentivarían el acceso por vía directa a vehículos de inversión colectiva domiciliados en el extranjero. Al respecto, ver **Nota Confidencial N°[2]**.

15. En base a los criterios contenidos en la ley N° 18.045 sobre mercado de valores, es posible distinguir entre inversionistas minoristas o *retail* que participan de fondos por cuenta propia o por medio de corredores de bolsa; e inversionistas calificados, categoría que comprende tanto a personas naturales o jurídicas que habitualmente realizan operaciones por montos significativos o respecto de los cuales se pueda presumir que cuentan con un conocimiento acabado del mercado de valores; y dentro de estos últimos a los inversionistas institucionales –donde se incluyen bancos, AFP, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro, administradoras de fondos autorizados por ley y otras entidades que autorice la actual Comisión para el Mercado Financiero–²².
16. En específico, las AFP –en tanto demandantes de vehículos de inversión colectiva– están habilitadas para la inversión en instrumentos financieros extranjeros aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo y dentro de límites máximos regulados; ya sea directamente, contratando con agentes intermediarios, o por mandato, con la posibilidad de utilizar mecanismos tributarios contenidos en una regulación especial²³.
17. En relación al vínculo de las Partes con la industria de la gestión de activos en Chile, si bien éstas no tienen la calidad de AGF respecto de fondos mutuos o de inversión constituidos en nuestro país²⁴, existen fondos de inversión *feeder* constituidos en Chile orientados a inversionistas calificados cuyos objetos exclusivos de inversión son fondos de las Partes domiciliados en el extranjero²⁵⁻²⁶.

²² Artículo 1 de la ley N° 20.712 y 4 bis de la ley N° 18.045.

²³ Artículo 23, 45 letra j) y 99 del decreto ley N° 3.500 y artículo 12, 19 y 47 del decreto supremo N° 8 del Ministerio del Trabajo y Previsión Social del año 2003, reglamento de inversión de los Fondos de Pensiones en el extranjero. Adicionalmente, artículo 57 bis y 17 N° 3 del decreto ley N° 824 del año 1974.

²⁴ Las Partes no cuentan con fondos inscritos de conformidad con el artículo 5 de la ley N° 18.045. Respuesta oficio N° 1685 y 1686. Adicionalmente, información de la Comisión para el Mercado Financiero <<http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-propertyvalue-18490.html>> [última visita: 23.08.2019].

²⁵ "El Fondo tendrá como objetivo principal invertir (i) en Brookfield Strategic Real Estate Partners III-C L.P., un fondo de inversión extranjero (el "Fondo Brookfield") administrado por Brookfield Strategic Real Estate Partners III GP L.P., o sus continuadores legales o sociedades relacionadas (en adelante "Brookfield"), el cual tiene por objeto invertir en forma directa e indirecta en activos inmobiliarios o en instrumentos de deuda relacionados con negocios inmobiliarios en los Estados Unidos de América; (ii) en otro fondo de inversión equivalente al Fondo Brookfield, el cual deberá ser administrado por Brookfield y sujeto a las normas de las Islas Caimán, cuyo objeto deberá ser la inversión directa e indirecta en activos inmobiliarios o en instrumentos de deuda relacionados con negocios inmobiliarios en países distintos de los Estados Unidos de América; y (iii) en otros vehículos extranjeros (ya sean sociedades o fondos de inversión extranjeros) determinados por Brookfield para efectos de cumplir con el objeto de inversión del Fondo Brookfield, de acuerdo con lo dispuesto en sus estatutos, debiendo este tipo vehículos ser administrados igualmente por Brookfield". Punto 1.1 reglamento interno Econsult BSREP III Fondo de Inversión ("Econsult BSREP III"), información pública Comisión para el Mercado Financiero: <<http://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/versgd.php?s567=02a0adae90c5b805d0b79f45ba27f4cdVFdwQmVFOUVRVEJOUkVFelRVUUm5OVTVuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1568057357>> [última visita: 22.08.2019]. En igual sentido, Fondo de Inversión Security Oaktree Real Estate Income Fund ("Oaktree Real Estate Income"), p. 3 y Fondo de Inversión Security Oaktree Real Estate Opportunities Fund VII ("Oaktree Real Estate Opportunities"), p. 2.

²⁶ En particular, existen compromisos entre las Partes y AGF nacionales en virtud de los cuales las últimas tienen derecho a percibir comisiones por su gestión en la colocación de cuotas en fondos extranjeros de las primeras. Así, respecto de los compromisos entre Oaktree y AGF Security S.A., existen fondos de inversión *feeder* cuyos objetos de inversión son fondos de Oaktree domiciliados en el extranjero dedicados a la renta inmobiliaria, capital privado y deuda. En este mismo sentido, respecto de los compromisos entre Brookfield y Econsult AGF S.A., existen fondos de inversión *feeder* cuyos objetos de inversión son fondos de Brookfield domiciliados en el extranjero ligados a la renta inmobiliaria e infraestructura. Los mencionados compromisos se desprenden de los respectivos reglamentos internos. Así, "(s)e deja expresa constancia que, adicionalmente a la Remuneración de Administración descrita en este número, la Administradora o una o más sociedades relacionadas con la Administradora podrían tener derecho a recibir de Brookfield comisiones de colocación en base al total de los aportes comprometidos por el Fondo en el Fondo Brookfield". Punto 2.3 reglamento interno Econsult BSREP III, información pública Comisión para el Mercado Financiero disponible en: <<http://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/versgd.php?s567=02a0adae90c5b805d0b79f45>>

18. Por último, en relación con la administración de activos para las AFP chilenas, únicamente los fondos administrados por Oaktree se encuentran aprobados para dichos efectos por la Comisión Clasificadora de Riesgo²⁷.

III. MERCADO RELEVANTE Y ANÁLISIS COMPETITIVO

19. Las Partes identifican como mercado relevante declarable a propósito de la Operación el de provisión de servicios de gestión de activos a nivel global, reconociendo ciertas segmentaciones adicionales en virtud del tipo de cliente y la gestión provista²⁸.
20. La jurisprudencia comparada ha distinguido entre servicios para clientes minoristas, que comprenden la creación y manejo de fondos mutuos comercializados de forma estandarizada o por medio de distribuidores –generalmente la banca–; e institucionales, incluyendo fondos a la medida y gestión de carteras a fondos de pensiones, instituciones, organizaciones internacionales e inversores privados. Desde un punto de vista geográfico, ha considerado una extensión nacional o local para la gestión de activos destinada a clientes minoristas, mientras que para los inversionistas institucionales ha adoptado un enfoque regional o global²⁹.
21. Al respecto, esta División estima que es posible descartar una afectación sustancial a la competencia como consecuencia de la Operación con independencia de la alternativa de mercado relevante que se adopte, siendo posible dejar abierta su definición en este caso.
22. No obstante, y sólo para efectos del análisis competitivo realizado, esta División expone el impacto en la concentración conforme al escenario más conservador que magnifica los efectos de la Operación teniendo en consideración las actividades desarrolladas por las Partes en Chile. Así, dicho escenario corresponde a la gestión activa de activos invertidos en bienes inmobiliarios localizados en el extranjero para clientes calificados con un alcance

[ba27f4cdVfdwQmVFOUVRVEJOUkVFeIRVUm5OVTvuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1568057357](https://www.ccr.cl/uploads/inversion/extranjero/aprobado/fonmuext.pdf) [última visita: 26.08.2019]. En igual sentido, Oaktree Real Estate Income, p. 7 y Oaktree Real Estate Opportunities p. 7.

²⁷ Información pública de la Comisión de Clasificadora de Riesgos disponible en: <https://www.ccr.cl/uploads/inversion/extranjero/aprobado/fonmuext.pdf> [última visita: 22.08.2019]. Más aún, de acuerdo con la información proporcionada por las Partes, no existe superposición respecto de fondos mutuos al carecer Brookfield de capital chileno administrado en dichos instrumentos. Respuesta oficio N° 1686, pp. 2-3.

²⁸ Notificación, pp. 19-22.

²⁹ Comisión Europea, caso IV/JV14 PanAgora DG Bank, pp. 4 y ss; caso M.8359 - Amundi / Credit Agricole / Pioneer Investments, pp. 6 y ss; caso M.6812 - SFPI/ DEXIA, pp. 7 y ss; y caso M.3894 - Unicredito / HVB, pp. 7 y ss. A su vez, ha diferenciado en virtud de la estrategia de gestión entre aquella activa, que persigue superar un punto de referencia, y la pasiva, que replica el desempeño de un índice. Comisión Europea, caso M.5580, Blackrock / Barclays Global, Investors UK Holdings, pp. 2 y ss. Las Partes declaran participar únicamente de la gestión de activos activa. Notificación, p. 20.

geográfico nacional, atendido que cualquier definición alternativa conllevaría una menor concentración que la segmentación planteada³⁰⁻³¹⁻³².

23. En efecto, es posible afirmar que las Partes son activas en el escenario en análisis por cuanto, si bien los fondos de inversión *feeder* –cuyos objetos exclusivos de inversión son fondos de las Partes domiciliados en el extranjero– registran como administradoras a AGF chilenas³³, son las Partes quienes ejercen influencia decisiva sobre los mismos, en los términos de la Guía de Competencia del año 2017³⁴ y en consonancia con los resultados de la presente Investigación³⁵. Ello dado su estructura y las políticas de inversión contenidas en sus respectivos reglamentos internos³⁶. Así, las respectivas AGF chilenas limitan sus gestiones a la colocación de aportes hacia fondos de las Partes situados en el extranjero, siendo en definitiva éstas –en el marco de la administración de dichos fondos extranjeros– quienes adoptan las decisiones estratégicas sobre los activos provenientes de dichos fondos *feeder*, redundando la administración efectuada por las Partes en pérdidas o utilidades para los aportantes de estos últimos³⁷.

³⁰ La segmentación por cliente calificado propia de nuestra legislación reconoce los mismos criterios que motivan a la jurisprudencia comparada a efectuar una distinción entre inversionista minorista e institucional. En efecto, el inversionista calificado es aquel inversor sofisticado, con el conocimiento y experiencia en negocios y asuntos financieros suficiente como para evaluar los méritos y riesgos de invertir en algún fondo; caracterización que tiene un correlato directo con los pronunciamientos de la Comisión Europea respecto a clientes institucionales. Al respecto, véase Comisión Europea, caso IV/JV14 PanAgora / DG Bank, pp. 4 y ss.

³¹ Otras posibles alternativas consideran combinaciones entre tipo de cliente, vehículo o gestión y alcance geográfico nacional e internacional. Tras ser analizadas por esta División fue posible concluir que éstas constituyen escenarios que diluyen la participación de la Partes en el escenario post Operación.

³² Si bien el presente análisis evalúa las participaciones de los actores medidas según capital invertido o desembolsado –fiscalizado por la Comisión para el Mercado Financiero–, de considerarse también el capital comprometido o no desembolsado de los fondos gestionados por las Partes sería posible descartar una afectación sustancial a la competencia. Ello dado que las participaciones combinadas no superarían el 19,6%, mientras que el HHI post Operación sería de 1040 y su delta de 193. Se trata de un escenario sobreestimado considerando que esta División no cuenta con datos de capital comprometido aún no invertido para los demás competidores del mercado. Al respecto, respuesta aclara oficio N° 1686 de fecha 10 de septiembre del año 2019, correlativo de ingreso N° 04215-19.

³³ Información para Econsult BSREP III, Oaktree Real Estate Income y Oaktree Real Estate Opportunities de la Comisión para el Mercado Financiero disponible en: <<http://www.cmfchile.cl/>> [última visita: 22.08.2019].

³⁴ “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. Guía de Competencia, pp. 17 y ss.

³⁵ En particular, y en consonancia con el escenario conservador analizado, se considerará para el cálculo de participaciones el AuM –véase definición a pie de página 38– asociado al fondo Econsult BSREP III para Brookfield; y la suma del AuM de los fondos Oaktree Real Estate Income y Oaktree Real Estate Oportunities para Oaktree, sin perjuicio de la existencia de otros fondos *feeder* constituidos en Chile cuyo objeto de inversión exclusivo son fondos de inversión de las Partes respecto de los cuales no existe traslape atendido sus objetos de inversión.

³⁶ Para reglamentos internos, ver nota al pie 26.

³⁷ Dada la distribución de dividendos, cualquier tipo de repartos o el valor del rescate de las cuotas del fondo al que tienen derecho los aportantes en virtud del punto 5 del reglamento interno Econsult BSREP III, pp. 15 y ss, 5 del Oaktree Real Estate Income, pp. 15 y ss. y 5 del Oaktree Real Estate Opportunities, pp. 15 y ss.

24. Los resultados del análisis planteado se presentan en la Tabla 1 siguiente.

Tabla 1

Participaciones y concentración en gestión activa de activos invertidos en bienes inmobiliarios localizados en el extranjero para clientes calificados en Chile.

Administradora	AuM (MMUS\$, %) ³⁸
Oaktree ³⁹	8,9%
Brookfield	2,4%
HHI Post Operación	926
Cambio HHI	43

Fuente: XXXIX Catastro de Fondos de Inversión primer trimestre del año 2019 ACAFI⁴⁰ e información pública de la Comisión para el Mercado Financiero.

25. En su Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración de octubre del año 2012 (“Guía”)⁴¹ la Fiscalía ha establecido determinados umbrales basados en el índice Herfindahl-Hirschman (“IHH”) que, en el evento de ser sobrepasados, fundamentan la necesidad de realizar un análisis pormenorizado de los efectos de la operación en el respectivo mercado.
26. Sin embargo, como se puede apreciar en la Tabla 1 anterior, la participación combinada de las Partes sería del 11,3% en el segmento analizado, mientras que el cambio en la concentración del mercado medido bajo IHH se encontraría por debajo de los umbrales establecidos por la Guía.
27. Por otra parte, cabe constatar que al cierre del año 2018 en Chile existían 45 AGF activas en el mercado chileno de las cuales 13 –distintas de las Partes– realizaban gestión activa de activos invertidos en bienes inmobiliarios localizados en el extranjero para clientes calificados⁴². Además, en la actualidad no existirían restricciones legales para que AGF nacionales establezcan acuerdos de distribución con alguna de las más de 100 administradoras internacionales que gestionan actualmente activos inmobiliarios por montos superiores a los 6.600 millones de euros⁴³; o bien, para que constituyan fondos de inversión propios cuyo objeto sea invertir directamente en activos inmobiliarios foráneos.

³⁸ El AuM o *Asset under Management* se refiere al monto de los activos que generan comisiones para la Administradora de Fondos.

³⁹ Dadas las prerrogativas de Oaktree en Singular Asset Management Administradora General de Fondos S.A. conforme el tenor informado por las Partes, sus actividades no se incluyen en las participaciones que sirvieron de base para este cálculo. En cualquier evento, dicha entidad participa de un segmento distinto al que participan las Partes, centrandose sus actividades en la gestión pasiva de activos.

⁴⁰ Información pública de la Asociación Chilena de Fondos de Inversión, disponible en: <<http://www.acafi.cl/estudios-y-estadisticas/catastro-de-fondos/>> [última visita: 28.08.2019].

⁴¹ Fiscalía Nacional Económica. 2012. Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración.

⁴² Información pública Comisión para el Mercado Financiero disponible en: <<http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-propertyvalue-21506.html>> y <<http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2019/04/Memoria-Anual-Acafi-2018.pdf>> [última visita: 26.08.2019].

⁴³ Información pública disponible en: <<https://realassets.ipe.com/top-100-and-surveys/top-100-real-estate-investment-managers-2018/realassets.ipe.com/top-100-and-surveys/top-100-real-estate-investment-managers-2018/10027996.fullarticle>> [última visita: 28.08.2019]. De acuerdo con la fuente anterior, nótese que si se consideran las principales 100 administradoras internacionales que gestionan activos inmobiliarios a nivel internacional, las Partes contarían con una participación combinada del 5% respecto del total de activos gestionados por dichas administradoras.

28. Así también, esta División pudo constatar que en la Operación tampoco concurren circunstancias especiales adicionales tanto respecto a la estructura del mercado, como a la entidad de las Partes que ameriten o justifiquen un análisis pormenorizado de la misma⁴⁴, descartándose, asimismo, la posibilidad de que la entidad objeto de la Operación contase con características que la convirtieran en una empresa *maverick*⁴⁵.
29. Finalmente, esta División verificó que no se constatan riesgos de entidad horizontal, vertical o de conglomerado entre las sociedades con presencia en Chile administradas por los fondos gestionados por las Partes concentradas. De tal manera, a juicio de esta División el perfeccionamiento de la Operación carece de la entidad para reducir sustancialmente la competencia en Chile.

IV. CONCLUSIONES

30. En atención a los antecedentes y análisis realizado a lo largo de este Informe, se recomienda aprobar la presente operación de concentración de manera pura y simple por no resultar apta para reducir sustancialmente la competencia, salvo el mejor parecer del señor Fiscal. Ello sin perjuicio de la facultad de la Fiscalía para velar permanentemente por la libre competencia en los mercados.

Saluda atentamente a usted,

DRU



ANIBAL PALMA MIRANDA
JEFE DIVISIÓN DE FUSIONES (S)

⁴⁴ La Guía dispone que "(a)un cuando una operación de concentración no exceda los umbrales establecidos, la FNE podrá analizarla detenidamente cuando concurren circunstancias especiales, tales como: a. Que una de las Partes involucradas en la operación sea un competidor potencial, o un actor recién ingresado, con una cuota de mercado pequeña que no necesariamente refleje su participación potencial en un futuro razonablemente previsible; b. Que alguna de las Partes de la concentración sea un innovador importante o un competidor especialmente vigoroso e independiente (una empresa *maverick*), en un sentido que no se refleje en las cuotas de mercado; o, c. Que haya indicios actuales de coordinación, o los haya habido en el pasado reciente", p. 14.

⁴⁵ Guía, p. 14.