

ANT.: Adquisición de control en Global Infrastructure Management por parte de BlackRock.
Rol FNE F385-2024.

MAT.: Informe de aprobación.

Santiago, 3 de junio de 2024.

A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO

DE : JEFE DIVISIÓN DE FUSIONES

De conformidad con lo establecido 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 de 1973 (“**DL 211**”), presento a usted el siguiente informe (“**Informe**”) relativo a la operación de concentración del Antecedente (“**Operación**”), recomendando su aprobación, en forma pura y simple, por las razones que a continuación se explican:

I. ANTECEDENTES

1. Con fecha 12 de marzo de 2024, mediante documento de ingreso correlativo N°50.641-2024 (“**Notificación**”), por una parte, BlackRock Inc. y BlackRock Funding Inc. (“**Compradora**” o “**BlackRock**”) y, por la otra, Global Infrastructure Management Participation, LLC y Global Infrastructure Management 2, LLC (“**Vendedora**” y conjuntamente con la Compradora, “**Partes**”), notificaron a la Fiscalía Nacional Económica (“**Fiscalía**”) una operación de concentración consistente en la adquisición de control en Global Infrastructure Management, LLC (“**Entidad Objeto**” o “**GIM**”) por parte de BlackRock.
2. La Notificación fue presentada conforme al mecanismo de notificación simplificado contenido en el artículo 6° del Reglamento sobre la Notificación de una Operación de Concentración, aprobado en el Artículo Segundo del Decreto Supremo N°41, de 2021, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo.
3. Con fecha 25 de marzo de 2024, la Fiscalía dictó una resolución en virtud de la cual declaró incompleta la Notificación, de conformidad con el artículo 50 inciso final del DL 211. Posteriormente, mediante documento de ingreso correlativo N°51.180-2024, de fecha 9 de abril de 2024, las Partes complementaron la Notificación, acompañando nuevos antecedentes.
4. Conforme a lo establecido en el artículo 50 inciso tercero del DL 211, con fecha 23 de abril de 2024, la Fiscalía instruyó el inicio de una investigación con el propósito de analizar los posibles efectos de la Operación en la competencia, bajo el Rol FNE F385-2024 (“**Investigación**”).

II. PARTES Y OPERACIÓN

5. La Compradora es una compañía con presencia global dedicada a la gestión de activos, soluciones de inversión, asesoramiento y gestión de riesgos financieros¹. En el país opera como gestora de inversiones a través de BlackRock Chile Asesorías Limitada² y, además, capta inversiones mediante fondos *feeder* constituidos en el país por administradoras de fondos locales, según se explicará. Por otro lado, a través de filiales gestiona fondos que controlan inversiones en una cartera de proyectos solares fotovoltaicos en Chile³.
6. Por su parte, la Entidad Objeto es una gestora de activos con presencia global especializada en activos de infraestructura. En Chile capta inversiones mediante fondos *feeder* constituidos por administradoras de fondos locales. Asimismo, GIM administra fondos que controlan, entre otros, a Atlas Energía SpA, entidad que se dedica a la generación de energía eléctrica en base a fuentes renovables, según se explicará *infra*. Además, fondos gestionados por GIM tienen participación accionaria en Naturgy Energy Group, S.A.⁴⁻⁵ y Chile Renovables SpA⁶⁻⁷, empresas que también participan, directa o indirectamente, en la generación eléctrica.
7. Con fecha 12 de enero de 2024, las Partes celebraron un acuerdo denominado “*Transaction Agreement*” en virtud del cual, luego de una reestructuración interna de ambas, BlackRock pretende adquirir el control individual sobre la Entidad Objeto, mediante la compra de la totalidad de las acciones en que se divide su capital⁸. En consecuencia, la Operación corresponde a la hipótesis prevista en la letra b) del artículo 47 del DL 211.

III. INDUSTRIA Y MERCADO RELEVANTE

8. Las Partes afirman en la Notificación que, en Chile, solo superponen horizontalmente sus actividades en la industria de energía, puntualmente en el mercado de generación eléctrica, reconociendo una posible segmentación del mismo según su fuente primaria, produciéndose, en definitiva, un traslape en la generación eléctrica a partir de fuentes renovables⁹.

¹ Notificación, párrafo 31.

² Dicha entidad también ofrece en el país fondos privados extranjeros a través del régimen de colocación privada. Al respecto, véase respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651, de fecha 3 de mayo de 2024.

³ Notificación, párrafo 32.

⁴ En particular, una filial de Naturgy Energy Group, S.A. en Chile, Global Power Generation Chile SpA, opera plantas de generación de energía eléctrica en base a fuentes renovables. Al respecto, véase su sitio web: <https://www.globalpower-generation.com/presencia-geografica/proyectos-en-chile/> [última vista: 3 de junio de 2024].

⁵ Las Partes indican que ciertos fondos de GIM mantienen una participación de un 20,64% en Naturgy Energy Group, S.A. Al respecto, véase: (i) Notificación, párrafo 29; (ii) respuesta de GIM al Oficio Ord. N°750, de fecha 10 de mayo de 2024; y (iii) Informe Anual de Gobierno Corporativo de Naturgy Energy Group, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?e=JEgq3cW9eVtE1zGi8Wng1HlIrGwQJzsvihqOKG%2bTy0YD AeVNxCRAwLPiI3Xzyzk3> [última vista: 3 de junio de 2024].

⁶ Conforme a lo indicado por las Partes, Chile Renovables SpA opera en el país plantas de generación de energía eléctrica de fuentes renovables. Al respecto, véase: respuesta de GIM al Oficio Ord. N°650, de fecha 3 de mayo de 2024.

⁷ Las Partes señalan que ciertos fondos administrados por GIM mantienen una participación de 49% en Chile Renovables SpA, y que el 51% restante es propiedad de AES Andes S.A. Conforme al pacto de accionistas de dicha entidad, los fondos de GIM tienen derecho a nombrar [1] de sus [1] directores y además se le otorga derecho de veto a los fondos GIM sobre ciertas materias relevantes (i.e. [1], entre otros). Al respecto, véase: respuesta de GIM al Oficio Ord. N°650, de fecha 3 de mayo de 2024 y el documento “*Shareholders Agreement*” acompañado por GIM en su respuesta al Oficio Ord. N°750, de fecha 10 de mayo de 2024. **[Nota Confidencial 1]**.

Esta información entre corchetes y su enumeración correlativa se refiere a información de carácter reservada o confidencial, conforme a lo dispuesto en el artículo 39 letra a) del DL 211. Dicha información se encuentra contenida en el Anexo A de Notas Confidenciales.

⁸ Véase: Notificación, párrafo 9, y el documento “*Transaction Agreement*” acompañado a la Notificación.

⁹ Notificación, párrafo 33.

9. Esta División coincide con las Partes respecto a la superposición de sus actividades en generación eléctrica. Sin embargo, considerando la estructura y funcionamiento de la gestión de activos desarrollada por BlackRock y GIM en el país, se estimó necesario también analizar la posible superposición horizontal en dicha actividad, en consideración a la existencia de los fondos *feeder* que operan bajo su control, según se explicará *infra*.
10. En virtud de lo anterior, a continuación se analizarán las actividades de gestión de activos y de generación eléctrica, y se evaluarán las posibles definiciones de mercado relevante de producto y geográfico de cada una de ellas.

III.1 Gestión de activos

11. La gestión de activos o *asset management* consiste en la prestación de servicios de asesoría y administración de inversiones. Asimismo, comprende la creación, administración y comercialización de fondos y/o carteras de inversión que realizan entidades intermediarias por cuenta y riesgo de los inversionistas o aportantes¹⁰.
12. En nuestro país, la Ley N°20.712, sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales (“**Ley N°20.712**”), regula a las Administradoras Generales de Fondos (“**AGF**”), entidades cuyo objeto exclusivo es la administración de fondos de terceros, las cuales deben cumplir los requisitos establecidos en la ley y están sujetas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (“**CMF**”)¹¹⁻¹².
13. Conforme con su definición legal, los fondos corresponden a un patrimonio de afectación integrado por los aportes realizados por los partícipes –los inversionistas–, destinados exclusivamente para su inversión en valores y bienes que permita la ley, cuya administración es de responsabilidad de una AGF. Cabe mencionar que las inversiones desarrolladas por un fondo deben ser realizadas en el ámbito de las disposiciones de su reglamento interno, el cual delimita los derechos, obligaciones y políticas respecto de la AGF, el fondo y los inversionistas del mismo¹³.
14. Asimismo, la ley distingue entre fondos mutuos y fondos de inversión, atendido a si se permite o no el rescate total y permanente de las cuotas en un plazo determinado¹⁴. En atención a que BlackRock y GIM no superponen sus actividades en el país en la administración de fondos mutuos, en el análisis que sigue únicamente se consideran los fondos de inversión.

¹⁰ Véase: Informe de aprobación, Adquisición de control conjunto en Oaktree Capital Group, LLC por parte de Brookfield Management Inc. y Oaktree Capital Group Holdings L.P., Rol FNE F204-2019 (“**Informe Brookfield/Oaktree**”), párrafo 9; e Informe de aprobación, Adquisición de control en Moneda Asset Management SpA por parte de Patria Investment Limited, Rol FNE F292-2021 (“**Informe Moneda/Patria**”), párrafo 6.

En el mismo sentido, véase: (i) Comisión Europea (2009), Caso M.5728 Credit Agricole/Societe Generale Asset Management, párrafo 31; (ii) Comisión Europea (2009), Caso M.5580 BlackRock/Barclays Global Investors UK Holding, párrafo 8; (iii) Comisión Europea (2013), Caso M.6812 SFPI/Dexia, párrafo 31; (iv) Comisión Europea (2017), Caso M.8257 NN Group/Delta Lloyd, párrafo 108; (v) Comisión Europea (2017), Caso M.8359 Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments, párrafo 17; (vi) Comisión Europea (2018), Caso M.8837 Blackstone/Thomson Reuters F&R Business, párrafo 35; (vii) Comisión Europea (2020), Caso M.9810 Natixis Investment Managers/La Banque Postale/JV, párrafo 16; y (viii) Comisión Europea (2023), Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, párrafo 16.

¹¹ Véase los artículos 3° y 4° de la Ley N°20.712.

¹² La CMF mantiene un listado de las AGF vigentes, disponible en: <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-18572.html> [última vista: 3 de junio de 2024].

¹³ Véase la letra j) del artículo 1° de la Ley N°20.720.

¹⁴ Véase el artículo 28 de la Ley N°20.712, que define a los fondos mutuos: “Los fondos que permitan el rescate total y permanente de las cuotas, y que las paguen en un plazo inferior o igual a 10 días, se denominarán “Fondos Mutuos”; y el artículo 29 del mismo cuerpo legal, que define a los fondos de inversión: “Los fondos que no sean Fondos Mutuos de acuerdo con lo definido en el artículo anterior, se denominarán “Fondos de Inversión”.

15. Los fondos de inversión pueden ser públicos o privados; los primeros son aquellos cuyos valores son emitidos en oferta pública y quedan sometidos a la fiscalización de la CMF, mientras que los segundos tienen un número limitado de aportantes, no hacen oferta pública de sus valores y no están sujetos a la fiscalización de la CMF, rigiéndose exclusivamente por su reglamento interno y el Capítulo V de la Ley N°20.712¹⁵⁻¹⁶.
16. Las AGF son las entidades habilitadas por la Ley N°20.712 para constituir y administrar fondos en el país. Dentro de sus actividades, las AGF pueden constituir fondos de inversión orientados a inversionistas calificados, cuyo objeto exclusivo es la inversión en fondos internacionales, los cuales son administrados —a su vez— por gestoras de activos con presencia global, tales como Brookfield, Oaktree, EQT, BlackRock y GIM. Este tipo de fondos se denominan fondos *feeder*, en tanto que el fondo internacional en el que invierten se conoce como *master funds*¹⁷. De acuerdo con información de la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (“ACAFI”), el 32,88% de los activos administrados por fondos de inversión públicos en 2023 correspondían a fondos *feeder*, porcentaje que aumenta a 43,82% si solo se considera a los fondos de inversión en activos alternativos¹⁸⁻¹⁹.
17. Al respecto, y como ha sido señalado por esta División con anterioridad, es posible afirmar que son las gestoras de activos internacionales —que administran los *master funds*— quienes ejercen influencia decisiva sobre los activos provenientes de los fondos *feeder* constituidos en el país²⁰⁻²¹. Ello, considerando en especial que su estructura y políticas de inversión contenidas en sus reglamentos internos, y que definen el destino de sus fondos, se limitan a establecer que su objeto es la inversión en los *master funds*²². Ello implica que son las

¹⁵ Véase los artículos 84 y 85 de la Ley N°20.712.

¹⁶ Véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 12 y nota a pie de página N° 16.

¹⁷ A mayor abundamiento, antecedentes de la Investigación dan cuenta de que los gestores de inversión internacionales celebran acuerdos con AGF locales para la distribución de sus productos de inversión en el país. En el marco de dichos acuerdos se constituyen los fondos *feeder*. Véase: (i) respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651, de fecha 3 de mayo de 2024: [2]; (ii) respuesta de GIM al Oficio Ord. N°750, de fecha 10 de mayo de 2024: [2]; y (iii) declaración de representante de Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos, de fecha 3 de mayo de 2024: [2]. **[Nota Confidencial 2]**.

¹⁸ Véase: ACAFI, Resultados Fondos Públicos, Industria de Fondos de Inversión en Chile, septiembre de 2023. Disponible en: <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2024/01/Resultados-Fondos-Publicos-3Q-Completo.pdf> [última vista: 3 de junio de 2024].

¹⁹ Antecedentes de la Investigación dan cuenta de que invertir a través de fondos *feeder* constituye una alternativa más atractiva que invertir directamente en fondos internacionales para muchos inversionistas calificados, debido a las exigencias de mínimos de inversión en fondos internacionales que exceden su capacidad de inversión y los trámites necesarios para realizar las inversiones directas. Además, al invertir a través de fondos *feeder* pueden acceder al régimen tributario de los fondos nacionales, establecido en los artículos 81 y 82 de la Ley N°20.712. Al respecto, véase: declaración de representantes de Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos: “FNE: ¿Cuáles son las diferencias, digamos, entre invertir en un fondo *feeder* y de manera directa? ¿existen ciertos elementos que permitan o que hagan optar a un cliente por hacerlo de determinada manera? Declarante: **[Nota Confidencial 3]**.”

²⁰ Véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 23 “[...] 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 locales, *son las Partes quienes ejercen influencia decisiva sobre los mismos, en los términos de la Guía de Competencia del año 2017*” (énfasis añadido).

²¹ Al respecto, véase: respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651 de fecha 3 de mayo de 2024: [4]; y respuesta de GIM al Oficio Ord. N°750 de fecha 10 de mayo de 2024: [4]. **[Nota Confidencial 4]**.

²² Conforme a lo establecido en el artículo 1° letra j) de la Ley N°20.712. En efecto, los reglamentos internos de los fondos *feeder* de BlackRock y GIM en el país indican expresamente que su objetivo es invertir, directa o indirectamente, en fondos extranjeros, administrados —a su vez— por BlackRock y GIM. Al respecto, véase: (i) Reglamento interno del Fondo de Inversión Larraín Vial Global Infrastructure Partners IV. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=9771&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABP4TAAp&vig=VI&control=svs&pestanía=56>; (ii) Reglamento interno del Fondo de Inversión Falcom BlackRock DLF IX. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=9795&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABP4VAAf&vig=VI&control=svs&pestanía=56>; (iii) Reglamento interno del Fondo de Inversión BICE Global Credit Opportunities. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=9627&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABP4VAAf&vig=VI&control=svs&pestanía=56>; y (iv) Reglamento interno del Fondos de Inversión

gestoras internacionales, y no las AGF respectivas, quienes adoptan las decisiones estratégicas sobre los activos provenientes de los fondos *feeder*. En definitiva, las AGF nacionales que constituyen los fondos *feeder* actúan, una vez constituido el fondo y celebrado el convenio, como meros distribuidores o agentes colocadores en Chile de los productos de inversión de las gestoras internacionales.

18. Considerando lo descrito en el párrafo anterior, esta División considera que existiría una superposición entre las actividades de BlackRock y GIM en la gestión de activos en Chile, siendo, por tanto, necesario incluir en el análisis del presente Informe a aquellos fondos *feeder* de terceros destinados a invertir en fondos de BlackRock y GIM. Así, fue posible constatar que GIM mantiene en el país un fondo *feeder* especializado en activos alternativos, constituido por Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos, denominado Fondo de Inversión Larraín Vial Global Infrastructure Partners IV²³. De la misma forma, BlackRock mantiene en el país tres fondos *feeder*, los que fueron constituidos por BICE Inversiones Administradora General de Fondos S.A.²⁴ y por Falcom Administradora General de Fondos S.A.²⁵, también especializados en activos alternativos.
19. Al respecto, en decisiones anteriores se ha reconocido una posible segmentación de la gestión de activos según tipo de cliente o inversionista, distinguiendo entre inversionistas minoristas o *retail* e inversionistas calificados, considerando las importantes diferencias en los tipos de instrumentos de inversión de ambas categorías y sus canales de distribución²⁶. Por un lado, los inversionistas *retail* son aquellos que invierten mayoritariamente en instrumentos estandarizados (*off-the-shelf*), especialmente a través de bancos, los que constituyen su principal canal de comercialización²⁷. Por otro lado, los inversionistas calificados –que incluyen a los inversionistas institucionales²⁸, como las Administradoras de

BICE Global Credit Opportunities II. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10156&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQKHAAe&viq=V1&control=svs&pestanía=56> [última vista: 3 de junio de 2024].

²³ Véase: respuesta de GIM al Oficio Ord. N°750, de fecha 10 de mayo de 2024: [5] y CMF, Información de Fiscalizados y otras instituciones registradas. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=9771&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABP4TAAp&viq=V1&control=svs&pestanía=1> [última vista: 3 de junio de 2024]. **[Nota Confidencial 5]**.

²⁴ En particular, los fondos de inversión BICE Global Credit Opportunities Fondo de Inversión y BICE Global Credit Opportunities II Fondo de Inversión. Al respecto, véase: respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651, de fecha 3 de mayo de 2024 y CMF, Información de Fiscalizados y otras instituciones registradas. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=9627&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABP4VAAF&viq=V1&control=svs&pestanía=1>, respecto al primer fondo de inversión y <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10156&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQKHAAe&viq=V1&control=svs&pestanía=1>, respecto al segundo [última vista: 3 de junio de 2024].

²⁵ Fondo de Inversión Falcom BlackRock DLF IX. Al respecto, véase: respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651, de fecha 3 de mayo de 2024 y CMF, Información de Fiscalizados y otras instituciones registradas. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=9795&tipoentidad=FINRE&viq=V1&row=AAAw+cAAhAABP4WAAm&control=svs&pestanía=1> [última vista: 3 de junio de 2024].

²⁶ En particular, se han considerado los tipos de inversionistas contemplados en la Ley N°18.045, de Mercado de Valores ("**Ley N°18.045**"), según se explicará *infra*. Al respecto, véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 15 e Informe Moneda/Patria, párrafo 8.

²⁷ Véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 20 e Informe Moneda/Patria, párrafo 11. En el mismo sentido, véase: (i) Comisión Europea (2013), Caso M.6812 SFPI/Dexia, párrafo 32; (ii) Comisión Europea (2017), Caso M.8257 NN Group/Delta Lloyd, párrafo 110; y (iii) Comisión Europea (2023), Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, párrafo 17.

²⁸ Véase el artículo 4° bis letra e) de la Ley N°18 045: "[i]nversionistas institucionales: a los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizadas por la ley. También tendrán este carácter, las entidades que señale la Comisión mediante norma de carácter general, siempre que se cumplan las siguientes condiciones copulativas: a) que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros; b) que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado"; y el artículo 4° bis letra f) del mismo cuerpo legal "[i]nversionistas calificados: a los inversionistas institucionales e intermediarios de valores en operación de cuenta propia, como también aquellas personas naturales o jurídicas que realicen habitualmente operaciones con valores con montos significativos o bien que por su profesión, actividad o patrimonio quepa presumir que poseen un conocimiento acabado del funcionamiento del mercado de

Fondos de Pensiones (“AFP”), bancos o compañías de seguros– invierten en instrumentos de inversión más complejos y personalizados, los que generalmente son comercializados de forma directa por los gestores de activos²⁹.

20. También se ha considerado una posible segmentación según el tipo de instrumento de inversión, entre tradicionales y alternativos³⁰. Los activos tradicionales se refieren principalmente a activos financieros transables como acciones y bonos, mientras que los activos alternativos comprenden a todos aquellos activos no tradicionales y generalmente de menor liquidez, como capital privado (*private equity*), deuda privada (*private debt*), forestal y agricultura, inmobiliarios, infraestructura y energía, y otros de similares características³¹.
21. En definitiva, y sin que sea necesario definir de forma precisa, el presente Informe analizará los posibles efectos de la Operación en el mercado de producto consistente en la gestión de activos a través de fondos de inversión públicos especializados en activos alternativos, atendido a que esta constituiría la alternativa más conservadora en los términos de la Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración Horizontales de esta Fiscalía (“Guía”)³²⁻³³. Lo anterior, conforme a lo expuesto *supra*, debido a que los fondos *feeder* de GIM y BlackRock constituidos en el país corresponden a fondos de inversión públicos especializados en activos alternativos, de manera que bajo esta alternativa BlackRock y GIM superponen sus actividades, presentándose como el escenario en donde concentrarían una mayor participación³⁴.
22. Respecto al mercado relevante geográfico, en línea con decisiones anteriores de la Fiscalía, se analizarán los efectos de la Operación en el contexto que se maximizan, esto es con una dimensión nacional³⁵.

valores. La Comisión, mediante norma de carácter general, fijará las condiciones y parámetros que determinen que estas personas califican como inversionistas de esta clase”.

²⁹ Véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 15; e Informe Moneda/Patria, párrafo 11.

³⁰ A mayor abundamiento, en decisiones anteriores también se ha evaluado una posible segmentación por estrategia de inversión (i.e. activa, pasiva). Sin embargo, atender a dicha segmentación no modifica las conclusiones del presente análisis, toda vez que con ella las participaciones de BlackRock y GIM variarían de forma marginal. Al respecto, véase: documento “202312-Informe-Activos-1.xlsx”. Disponible en: <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2024/04/> [última vista: 3 de junio de 2024]. Respecto a la segmentación por estrategia de inversión, véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 12 y nota a pie de página N°17. En el mismo sentido, véase: (i) Comisión Europea (2009), Caso M.5728, Credit Agricole/Societe Generale Asset Management, párrafo 35; (ii) Comisión Europea (2017), Caso M.5580 BlackRock/Barclays Global Investors UK Holdings, párrafos 11-13; (iii) Comisión Europea (2017), Caso M.8359 Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investment, párrafo 18; (iv) Comisión Europea (2020), Caso M.9810 Natixis Investment Managers/La Banque Postale/JV, párrafo 18; y (v) Comisión Europea (2023), Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, párrafo 21.

³¹ Respecto a la posible segmentación entre activos tradicionales o alternativos, véase: Comisión Europea (2017), Caso M.8359 Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investment, párrafo 24.

Por otro lado, los tipos de activos alternativos son aquellos considerados por la ACAFI. Véase: ACAFI, Resultados Fondos Públicos, Industria de Fondos de Inversión en Chile, Septiembre de 2023. Disponible en: <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2024/01/Resultados-Fondos-Publicos-3Q-Completo.pdf> [última vista: 3 de junio de 2024].

³² Véase: Guía, mayo de 2022, párrafo 13. Disponible en: <https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2022/05/20220531.-Guia-para-el-Analisis-de-Operaciones-de-Concentracion-Horizontales-version-final-en-castellano.pdf> [última vista: 3 de junio de 2024].

³³ Si bien una definición de mercado más conservadora incluiría solo a clientes calificados, los datos disponibles no permiten identificar, a nivel agregado, cuáles fondos son exclusivamente para inversionistas calificados. De esta manera, para aproximarnos a dicha alternativa se consideraron únicamente fondos de inversión, puesto que este tipo de instrumento de inversión se encuentra dirigido a dicha categoría de cliente, excluyendo a los fondos mutuos, orientados principalmente a clientes *retail*. Al respecto, véase: declaración de representante de Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos: **[Nota Confidencial 6]**.

³⁴ Esta definición de mercado resulta más conservadora que una definición más estrecha, como, por ejemplo, por clase de activo, ya que en tal caso las Partes no superpondrían sus actividades. Véase: información pública de los fondos, disponible en la página web de la CMF, citada en las notas al pie 23, 24 y 25.

³⁵ Véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 22.

III.2 Generación eléctrica

23. El sistema eléctrico corresponde al conjunto de instalaciones de centrales eléctricas, líneas de transporte, subestaciones eléctricas y líneas de distribución interconectadas entre sí, que permite generar, transportar y distribuir energía eléctrica dentro de un sistema. Así, en un sistema eléctrico se pueden identificar las actividades de generación, transmisión y distribución. En Chile es posible identificar el Sistema Eléctrico Nacional (“**SEN**”) y otros sistemas medianos, como el de Magallanes y los de interconexión internacionales³⁶.
24. La generación consiste en la producción de energía eléctrica transportable dentro del sistema respectivo, a partir de diversas fuentes de energía primaria, sean estas renovables o no renovables³⁷⁻³⁸. La energía generada puede ser comercializada mediante contratos de suministro adjudicados en procesos de licitación de empresas concesionarias de distribución a clientes regulados, o a través de negociación directa con clientes libres³⁹. Asimismo, las generadoras pueden inyectar directamente energía al sistema, la que se compensa al llamado precio *spot*. El marco en que se realiza este balance energético y la remuneración de aquellos generadores que presentan excedentes se denomina mercado *spot*⁴⁰.

³⁶ Véase, entre otros: (i) Informe de aprobación. Adquisición de TerraForm Power y otros por Orion US Holdings 1 L.P. Rol FNE F91-2017 (“**Informe TerraForm/Orion**”), párrafo 16; (ii) Informe de aprobación. Adquisición por parte de Generadora Metropolitana SpA de la participación de AES Gener S.A. y Norgener Foreign Investment SpA en Sociedad Eléctrica Santiago SpA. Rol FNE F107-2017 (“**Informe Generadora Metropolitana/ESSA**”), párrafo 13; (iii) Informe de aprobación. Adquisición de control en Eletrans S.A. y otros por parte de Chilquinta Energía S.A., y adquisición de control en Chilquinta S.A. por parte de State Grid International Development Limited. Rol FNE F219-2019 (“**Informe Eletrans/Chilquinta/State Grid**”), párrafo 24; y (iv) Informe de aprobación. Adquisición de control por parte de State Grid International Development Limited en NII Agencia en Compañía General de Electricidad S.A. y otros. Rol FNE F255-2020 (“**Informe CGE/State Grid**”), párrafo 25.

³⁷ Las energías renovables son aquellas que provienen de fuentes consideradas inagotables, y que se caracterizan porque en sus procesos de transformación y aprovechamiento no se consumen a escala humana, ya sea por la inmensa cantidad de energía que contienen o porque son capaces de regenerarse en el tiempo. Entre ellas se consideran la hidráulica, la solar, la eólica y la de los océanos. De igual forma, dependiendo de su modo de explotación, también pueden ser catalogadas como renovables la energía proveniente de la biomasa, la energía geotérmica y los biocombustibles. Las energías renovables suelen clasificarse en convencionales y no convencionales. Se definen como fuentes de Energías Renovables No Convencionales (“**ERN**”) a la eólica, la pequeña hidroeléctrica (centrales hasta 20 megawatts) la biomasa, el biogás, la geotermia, la solar y la energía de los mares. Véase: si io web del Ministerio de Energía. Disponible en: <https://energia.gob.cl/educacion/que-son-las-energias-renovables> [última vista: 3 de junio de 2024].

³⁸ En Chile, la normativa otorga libertad a los agentes económicos para determinar su localización, niveles de inversión, la fuente primaria a utilizar y el modelo de concesión, sin perjuicio de estar sujetos a la fiscalización del Coordinador Eléctrico Nacional (“**Coordinador**”) y a ciertas obligaciones específicas. Al respecto, véase –entre otros– los artículos 8° bis, 72-2, 72-8, 72-17 del Decreto con Fuerza de Ley N°4, de 2006, del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, que fija el texto refundido, coordinado y sistematizado del Decreto con Fuerza de Ley N°1, de 1982, del Ministerio de Minería, Ley General de Servicios Eléctricos (“**LGSE**”). Asimismo, véase: (i) Informe Generadora Metropolitana/ESSA, párrafo 16; (ii) Informe TerraForm/Orion, párrafo 16; (iii) Informe Eletrans/Chilquinta/State Grid, párrafo 24; y (iv) Informe CGE/State Grid, párrafo 28.

³⁹ Los clientes regulados son aquellos con requerimientos de potencia menores de 500 kilowatts (“**KW**”), quienes quedan afectos a regulación de precios en atención a las características de monopolio natural del mercado. Los clientes libres son aquellos usuarios finales con requerimientos mayores a 5000 KW, quienes disponen de libertad de precios al suponer su capacidad negociadora o posibilidad de suministro alternativo. Por último, los usuarios finales con requerimientos entre 500 y 5.000 KW, tienen derecho a optar por un régimen de tarifa regulada o de precio libre, por un período de cuatro años de permanencia en cada régimen. Véase los artículos 147, 149 y 166 de la LGSE.

En el mismo sentido, véase: Honorable Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (“**H. TDLC**”), Resolución ERN N°27-2021, considerando 92: “[a]sí, las empresas generadoras no tienen precios regulados. Ellas pueden participar de las licitaciones convocadas por la CNE y venderles energía a las distribuidoras al precio que resulte de dicho proceso siempre que se adjudiquen su suministro, también pactar libremente con cliente, denominados “clientes libres” o inyectar energía al sistema, la que se compensa al llamado precio spot” (énfasis añadido).

⁴⁰ Al respecto, véase los artículos 162 y siguientes de la LGSE, y la Norma Técnica de Transferencias de Potencia entre Empresas Generadoras de la CNE del año 2016. Asimismo, véase: (i) Informe TerraForm/Orion, párrafo 17; (ii) Informe Eletrans/Chilquinta/State Grid, párrafo 25; (iii) Informe de aprobación, Adquisición de control en Parque Solar Fotovoltaico Luz del Norte SpA por parte de Toesca S.A. Administradora General de Fondos (“**Informe Luz del Norte/Toesca**”), párrafo 11.

25. Cabe tener presente que, junto con las grandes y medianas generadoras, existen otros actores de menor tamaño activos en la generación de energía, denominados Pequeños Medios de Generación Distribuida (“PMGD”), cuyos excedentes de potencia suministrables son de potencia menor o igual a 9 MW. Los PMGD se conectan al SEN a través de instalaciones de empresas concesionarias de distribución, o a instalaciones de una empresa que posea líneas de distribución de energía eléctrica que utilicen bienes nacionales de uso público, y pueden recibir como remuneración un precio estabilizado⁴¹⁻⁴².
26. Según lo expuesto *supra*, las Partes señalan que serían plausibles tanto el mercado de generación de energía sin segmentar por tipo de fuente primaria, como el mercado de generación de energía a partir de fuentes renovables, en ambos escenarios con un alcance nacional⁴³.
27. En efecto, si bien tradicionalmente la energía ha sido considerada como un bien homogéneo, en pronunciamientos recientes esta División ha identificado como plausible un mercado de producto acotado a la generación de energía eléctrica de fuentes renovables, atendida la creciente relevancia del carácter renovable de la energía para clientes libres y a las obligaciones regulatorias a las que están sujetan las empresas generadoras⁴⁴⁻⁴⁵. A ello abona la existencia de un mercado incipiente de certificaciones que respaldan el carácter renovable de la energía comercializada⁴⁶.
28. Considerando que todas las plantas de generación controladas por BlackRock y la Entidad Objeto solo utilizan como fuentes ERNC⁴⁷, en base a los criterios expuestos en la Guía⁴⁸, el presente Informe evaluará los posibles efectos de la Operación asumiendo una segmentación de mercado relevante de producto en la generación de energía a partir de fuentes renovables.
29. En cuanto al alcance del mercado relevante geográfico, en línea con lo resuelto en decisiones anteriores⁴⁹ esta División estima que correspondería a la extensión del SEN, sistema al que se inyecta la energía generada⁵⁰.

⁴¹ El artículo 2° letra a) del Decreto Supremo N°88, de 2019, del Ministerio de Energía, que aprueba Reglamento para Medios de Generación de Pequeña Escala define a los PMGD como aquellos: “[m]edios de generación de pequeña escala cuyos excedentes de potencial suministrables al sistema sean menores o iguales a 9.000 kilowatts, conectados a instalaciones de una Empresa Distribuidora, o a instalaciones de una empresa que posea líneas de distribución de energía eléctrica que utilicen bienes nacionales de uso público”. Asimismo, véase: CNE, Norma Técnica de conexión y operación de PMGD en instalaciones de media tensión, de julio de 2019. Disponible en: <https://www.cne.cl/wp-content/uploads/2019/07/NTCO-PMGD-Julio-2019.pdf> [última vista: 3 de junio de 2024].

⁴² Asimismo, conforme a lo establecido en el inciso quinto del artículo 149 de la LGSE, los PMGD pueden sujetarse al mecanismo de estabilización de precios contenido, a su vez, en el Decreto Supremo N°88, de 2019, del Ministerio de Energía, que aprueba Reglamento para Medios de Generación de Pequeña Escala.

⁴³ Notificación, párrafos 46 y 47.

⁴⁴ Asimismo, en decisiones anteriores se ha evaluado la comercialización de energía a clientes libres o regulados. Al respecto, véase: Informe Eletrans/Chilquinta/CGE, párrafo 81 e Informe CGR/State Grid, párrafo 60. Sin embargo, dicha posible segmentación no resulta pertinente para el presente análisis, debido a que las plantas generadoras de BlackRock actualmente no suministran energía a clientes libres o regulados. Al respecto, véase respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651, de fecha 3 de mayo de 2024.

⁴⁵ Véase: Informe de aprobación, Adquisición de control en Aela Generación S.A. y Aela Energía SpA por parte de Innergex Wind SpA. Rol FNE F310-2022, párrafo 20 e Informe Luz del Norte/Toesca, párrafo 16 y nota a pie N°23.

⁴⁶ Véase: Informe Luz del Norte/Toesca, párrafo 16.

⁴⁷ Véase: (i) Notificación, párrafos 49 y 52; (ii) Complemento de la Notificación, acompañado por las Partes con fecha 9 de abril de 2024; (iii) respuesta de GIM al Oficio Ord. N°650 de fecha 3 de mayo de 2024; y (iv) respuesta de BlackRock al Oficio Ord. N°651 de fecha 3 de mayo de 2024: **[Nota Confidencial 7]**.

⁴⁸ Guía, párrafo 13.

⁴⁹ Véase, entre otros: Informe Luz del Norte/Toesca, párrafo 19.

⁵⁰ Lo anterior, sin perjuicio de que antecedentes de investigaciones anteriores de esta División darían cuenta de que, en el último tiempo, durante ciertos tramos horarios, se produce un desacoplamiento del SEN a raíz de una

IV. ANÁLISIS DE COMPETENCIA

30. Conforme a lo expuesto, en la presente sección se analizarán los posibles efectos a la competencia que el perfeccionamiento de la Operación puede producir en el segmento de gestión de activos en fondos de inversión públicos, de carácter alternativo, a nivel nacional, y en el segmento de generación eléctrica a partir de fuentes renovables en el SEN.

IV.1 Gestión de activos

31. En primer lugar, y de acuerdo con lo establecido en la Guía, se efectuó un análisis estructural, calculando las participaciones de mercado y la variación en la concentración utilizando el Índice de Herfindahl – Hirschman (“IHH”)⁵¹. De esta manera, se calcularon las participaciones de mercado en la gestión de fondos de inversión públicos alternativos a nivel nacional, en base a los activos administrados por BlackRock y GIM a través de sus fondos *feeder*.

Tabla N°1: Participaciones en fondos de inversión públicos de carácter alternativo en Chile (2021-2023)

Gestora de activos	Fondo <i>feeder</i>	AUM (USD)⁵²		
		2021	2022	2023
BlackRock	BICE Global Credit Opportunities	0,06%	0,05%	0,04%
	BICE Global Credit Opportunities II	-	0,02%	0,03%
	Fondo de Inversión Falcom BlackRock DLF IX	0,07%	0,10%	0,09%
GIM	Fondo de Inversión Larraín Vial Global Infrastructure Partners IV	0,04%	0%	0%
Competidores		99,83%	99,83%	99,84%
Conjunta		0,17%	0,17%	0,16%
Variación IHH		0,01	0,01	0,01

Fuente: Elaboración propia en base a información de la CMF y la ACAFI⁵³.

32. En la Tabla N°1 se observa que la participación conjunta de BlackRock y GIM alcanzaría un 0,17%, con una variación del IHH inferior a uno. De esta manera, no se superan los

elevada congestión en ciertas líneas de transmisión, lo que genera que los precios nudo de la energía en distintas subestaciones varíen significativamente. Dicho desacoplamiento podría generar que eventualmente corresponda definir el mercado relevante geográfico desde una perspectiva más acotada. Véase: Informe de aprobación, Adquisición de control en Alba S.A. y otras por parte de ENGIE Energía Chile S.A., Rol FNE F329-2022, párrafo 20.

Sin perjuicio de lo anterior, al no existir una superposición geográfica entre las plantas generadoras concernidas en un escenario de desacoplamiento, las conclusiones del presente Informe no se ven modificadas si se considera una definición más estrecha del mercado relevante geográfico.

⁵¹ Guía, párrafo 24.

⁵² La sigla AUM se refiere a *assets under management* o activos administrados, y corresponde a la forma habitual de calcular participaciones de mercado en la industria de gestión de activos. Al respecto, véase: Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 24 e Informe Moneda/Patria, párrafo 15.

En el mismo sentido, véase: (i) Comisión Europea (2009), Caso M.5580 BlackRock/Barclays Global Investors UK Holdings, párrafo 32; (ii) Comisión Europea (2009), Caso M.5728 Credit Agricole/Societe Generale Asset Management, párrafo 43; (iii) Comisión Europea (2013), Caso M.6812 SFP/Dexia, párrafo 42; (iv) Comisión Europea (2017), Caso M.8359 Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investments, párrafo 46; y (v) Comisión Europea (2023), Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, párrafo 43.

⁵³ El tamaño del mercado se calculó en base a los reportes de la ACAFI, y los AUM de cada fondo en base a la información financiera de cada uno publicado en el sitio web de la CMF. En particular, véase: (i) Resultado Industria Fondos de Inversión Públicos 4° Trimestre de 2021. Disponible en: <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2022/05/Resultados-2021-Fondos-Publicos-2021.pdf>; (ii) Resultados Fondos Públicos Industria de Fondos de Inversión en Chile. Diciembre de 2022. Disponible en: <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2023/04/Resultados-Industria.pdf>; (iii) Resultados Fondos Públicos Industria de Fondos de Inversión en Chile. Septiembre de 2023. Disponible en: <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2023/04/Resultados-Industria.pdf>; y (iv) la información financiera de cada fondo de inversión analizado. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-43336.html> [última vista: 3 de junio de 2024].

umbrales establecidos en la Guía⁵⁴. Además, respecto de la Operación no concurren circunstancias especiales que ameriten un análisis en mayor profundidad⁵⁵.

33. Según lo expuesto, de conformidad a los antecedentes de la Investigación, esta División estima que la Operación no resulta apta para reducir sustancialmente la competencia en el mercado de gestión de activos.

IV.2 Generación eléctrica

34. Al igual que en el segmento de gestión de activos, de acuerdo con lo establecido en la Guía, se efectuó un análisis estructural, calculando las variaciones en la concentración de acuerdo al índice IHH. De esta manera, se calcularon las participaciones de mercado en base a la capacidad instalada de generación de ERNC en el SEN para el año 2023⁵⁶.

Tabla N°2: Participaciones en capacidad instalada de generación eléctrica en MW (ERNC) (2023)

Gestora de activos	Propietario plantas generadoras	Participación
BlackRock	PMGD Holdco SpA	
GIM	Atlas Energía SpA	
	Chile Renovables SpA	
	Global Power Generation Chile SpA	
Conjunto		
Variación IHH		13

Fuente: Elaboración propia en base a información de la CNE⁵⁷⁻⁵⁸.

35. En la Tabla N°2 se observa que no se ven superados los umbrales de la Guía. Además, no existen antecedentes que justifiquen un análisis en mayor profundidad. Por lo tanto, como consecuencia del perfeccionamiento de la Operación, no se producirá una variación relevante en la concentración en el mercado de generación eléctrica en base a fuentes de ERNC, por lo que la misma no es apta para reducir sustancialmente la competencia.

V. CONCLUSIONES

36. En base a los antecedentes expuestos, esta División ha podido constatar que la Operación no resulta apta para reducir sustancialmente la competencia en el mercado nacional de gestión de activos a través de fondos de inversión públicos especializados en activos alternativos y en el mercado de generación eléctrica a partir de fuentes renovables en el SEN.

⁵⁴ Guía, párrafo 35 “[...] por lo general la FNE descartará un mayor análisis si, con posterioridad a la Operación, el índice de concentración del mercado es: i. Inferior a un IHH de 1500; ii. Superior a un IHH de 1500 e inferior a un IHH de 2500 (índice expresivo de un mercado moderadamente concentrado), con una variación menor a 200; o iii. Superior a IHH de 2500 (índice expresivo de un mercado altamente concentrado), con una variación proyectada de IHH (o Δ IHH) menor a 100”.

⁵⁵ La Guía contempla ciertos supuestos en que, pese a no superarse los umbrales de concentración, se requiere un análisis en profundidad. Estos son la existencia de competencia potencial o de un entrante reciente, innovación, cercanía competitiva o vínculos estructurales o contractuales, de los que no se verifica ninguno. Véase Guía, párrafo 36.

⁵⁶ En el análisis se asumió, de manera conservadora, la existencia de control exclusivo de GIM sobre las sociedades que son titulares de las plantas generadoras, esto es, Chile Renovables SpA y Global Power Generación Chile SpA, toda vez que las conclusiones del presente Informe no se ven modificadas. Lo anterior, en los términos de la Guía de Competencia de esta Fiscalía, de junio de 2017, párrafos 68-69. Disponible en: <https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2017/10/Guia-de-competencia.pdf> [última vista: 3 de junio de 2024].

⁵⁷ CNE, Reporte capacidad instalada de generación, abril de 2024. Disponible en: <https://www.cne.cl/normativas/electrica/consulta-publica/electricidad/> [última vista: 3 de junio de 2024].

⁵⁸ En el presente análisis —y de manera conservadora— solo se consideraron las ERNC, debido a que las plantas generadoras de BlackRock y GIM en el país solo operan en base a ERNC. Además, la base de datos referida en la nota a pie de página anterior solo distingue entre las plantas que operan en base a ERNC y aquellas que no.

37. Por tanto, en atención a los antecedentes y al análisis realizado en el presente Informe, se recomienda aprobar la Operación de forma pura y simple, salvo el mejor parecer del señor Fiscal Nacional Económico. Lo anterior, sin perjuicio de la facultad de la Fiscalía para velar permanentemente por la libre competencia en los mercados analizados.

Aníbal
Enrique
Palma
Miranda

Firmado
digitalmente por
Aníbal Enrique
Palma Miranda
Fecha: 2024.06.03
19:24:12 -04'00'

ANÍBAL PALMA MIRANDA
JEFE DIVISIÓN DE FUSIONES

MPD/MLA/EAM