

RESOLUCION EXENTA: 11230
Santiago, 08 de octubre de 2026

**REF.: APLICA SANCIÓN A MICHAEL CLARK
VARELA.**

VISTOS

1. Lo dispuesto en los artículos 5, 20 N°4, 36, 37, 38, 39 y 52 del Decreto Ley N°3.538, que crea la Comisión para el Mercado Financiero (“**DL 3.538**”); en el artículo 1° y en el Título III de la Normativa Interna de Funcionamiento del Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, que consta en la Resolución Exenta N°2.684 de 2026; en los Decretos Supremos de Hacienda N°266 de 2026; N°325 de 2026; N°1.430 de 2020; y N°1.500 de 2023.
2. Lo dispuesto en la Ley N°18.045 de Mercado de Valores (“LMV”, “Ley 18.045” o “Ley de Mercado de Valores”).
3. Lo dispuesto en la Ley que Regula la Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, contenida en el artículo primero de la Ley N°20.712 (“LUF”, “Ley Única de Fondos” o “Ley 20.712”).

CONSIDERANDO:

I. ANTECEDENTES GENERALES

1. Por Oficio N°19.743, de fecha 24 de enero de 2025, la Dirección General de Supervisión de Conducta de Mercado (“DGSCM”) denunció a la Unidad de Investigación el incumplimiento de la obligación de realizar una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A. (“Azul Azul”).
2. Por Resolución UI N°23, de fecha 2 de mayo de 2025, se inició una investigación a efectos de determinar si los hechos denunciados podrían ser constitutivos de alguna infracción.

I.1. HECHOS

Los antecedentes recabados por el Fiscal de la UI durante la investigación dieron cuenta de los siguientes hechos:



*Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437*

1. El Sr. Michael Clark Varela, RUN N°13.549.745-2, es dueño del 90% del capital de Inversiones Antumalal Limitada.
2. Azul Azul S.A. es una sociedad anónima abierta, sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF” o “Comisión”).
3. El Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, que era administrado por Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privados S.A., era dueño del 63,07% de las acciones Serie B emitidas por Azul Azul S.A.
4. Hasta el 12 de diciembre de 2024, Asesorías e Inversiones Sartor S.A. era dueña de 6.354.981 cuotas emitidas por el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 90,07% del total de cuotas de dicho fondo.
5. El día 12 de diciembre de 2024, BCI Corredor de Bolsa S.A., en adelante “BCI CB” remitió una carta al Sr. Pedro Pablo Larraín, en su calidad de representante legal de Asesorías e Inversiones Sartor S.A., indicándole que el 4 de diciembre de 2024 venció el plazo que dicha sociedad tenía para pagar el monto de \$5.699.773.640, con motivo de un contrato de operaciones simultáneas, conforme al cual: *“Sartor compró a Bci Corredor cuotas de los fondos de inversión Sartor Proyección y Sartor Leasing, ambos administrados por Sartor AGF”¹*. En dicha carta, BCI CB le hizo presente que *“Bci Corredor estuvo dispuesto a aceptar una prenda sobre cuotas del fondo de inversión privado Tactical Sport a cambio de renovar la simultánea vencida, haciendo una excepción a nuestro requerimiento de garantías líquidas. Sin perjuicio de que Sartor y Bci Corredor acordaron los términos y condiciones del contrato correspondiente, lo que consta en correo electrónico enviado por ustedes el 6 de diciembre pasado a las 21.36 horas, Sartor no llegó a firmarlo a las oficinas de la Bolsa de Comercio de Santiago (la “Bolsa”) en la oportunidad acordada.*

A pesar de este incumplimiento, Bci Corredor estuvo de acuerdo en darles una nueva oportunidad, aceptando una garantía menor, lo que se reflejó en un nuevo contrato de prenda que ustedes formalmente aceptaron por correo electrónico enviado el 10 de diciembre a las 22.29 horas. Sin embargo, nuevamente, Sartor no concurrió a la firma del documento a la hora acordada, dejando en espera, en las oficinas de la Bolsa, a nosotros, a sus propios abogados y a los ejecutivos de la Bolsa.

Ante este triple incumplimiento de sus obligaciones y su palabra y, particularmente, debido al incumplimiento de su obligación de pagar el precio correspondiente, damos por resuelto el contrato de Compraventa.

¹ Documento acompañado en el primer otrosí de la demanda de liquidación en autos Rol C-345-2025, caratulada “BCI Corredor de Bolsa con Asesorías e Inversiones Sartor S.A., ingresada con fecha 9 de enero de 2025 ante el 13° Juzgado Civil de Santiago.



En los próximos días BCI Corredor procederá, de conformidad a la normativa aplicable, a vender en bolsa la totalidad de las cuotas de los fondos de inversión Sartor Proyección y Sartor Leasing, objeto de la Compraventa resuelta, así como la eventual ejecución de las garantías entregadas por Sartor.”²

6. Hasta el día 12 de diciembre de 2024, **Michael Clark Varela**, a través de Inversiones Antumalal Limitada, era dueño de 700.960 cuotas emitidas por el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 9,93% del total de cuotas de dicho fondo.

7. Con fecha 13 de diciembre de 2024, Michael Clark Varela, a través de Inversiones Antumalal Limitada, compró a Asesorías e Inversiones Sartor S.A., 6.354.981 cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 90,07% del total de cuotas del referido fondo, a un precio de USD 0,9 por cuota, sin someterse al procedimiento de oferta contemplado en Título XXV de la Ley 18.045, de Mercado de Valores.

8. El monto total que el Sr. Michael Clark debía pagar por dichas cuotas ascendía a USD\$5.719.483. Sin embargo, al menos hasta el 15 de mayo de 2025 dicho monto no se había pagado, y no se cuenta con evidencia que dé cuenta que el Sr. Michael Clark haya constituido prenda sobre las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, ni que haya extendido garantía alguna en favor de dicha obligación de pago.

9. Dicha adquisición le permitió a Michael Clark Varela, a través de Inversiones Antumalal Limitada tomar el control de Azul Azul S.A, por cuanto, el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport participa en la propiedad de Azul Azul S.A. con un 63,07% de sus acciones Serie B, otorgándole el poder para asegurar la mayoría de los votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de sus directores. Con fecha 20 de diciembre de 2024, Azul Azul S.A. publicó un comunicado en su sitio web en el cual señaló lo siguiente:

1. “Sartor Administradora General de Fondos” NO tiene ninguna relación de propiedad con Azul Azul S.A.
2. El accionista mayoritario de Azul Azul S.A. es el “Fondo de Inversión Privado Táctical Sport”, que no es administrado por Sartor Administradora General de Fondos.
3. Las cuotas del “Fondo de Inversión Privado Tactical Sport” pertenecen íntegramente a Inversiones Antumalal S.A., sociedad perteneciente a Michael Clark, por lo que no existe ningún accionista del grupo Sartor que forme parte de la propiedad de Azul Azul S.A., de manera directa o indirecta.

² Documento acompañado en el primer otrosí de la demanda de liquidación en autos Rol C-345-2025, caratulada “BCI Corredor de Bolsa con Asesorías e Inversiones Sartor S.A., ingresada con fecha 9 de enero de 2025 ante el 13° Juzgado Civil de Santiago.



10. La Memoria Anual del año 2024, enviada por Azul Azul S.A. el día 15 de abril de 2025³, informa que el Sr. Michael Clark Varela tiene, a través de Inversiones Antumalal Limitada, una participación indirecta de 56,764% en Azul Azul S.A.:

PARTICIPACIÓN ACCIONARIA DE EJECUTIVOS PRINCIPALES Y DIRECTORES

Nombre	Cargo	Rut	Participación	Propiedad
Michael Mark Clark Varela	Presidente	13.549.745-2	56,764%	Inversiones Antumalal Ltda.
Andrés Weintraub Pohorille	Director	2.592.188-7	0,0047%	A título personal
Roberto Nahum Anuch	Director	5.946.299-7	0,0045%	A título personal
Paola Davanzo Gartaccio	Directora	5.893.725-8	0,0010%	A título personal
Héctor Hernán Humeres Nogueir	Director	5.632.901-3	0,0002%	A título personal

El resto de directores y directoras, y ejecutivos principales no poseen participación en la propiedad.

I.2. ANTECEDENTES RECOPIADOS

DURANTE LA INVESTIGACIÓN

Durante la investigación el Fiscal de la Unidad de Investigación reunió los siguientes medios probatorios:

1. Oficio N°19.743, de fecha 24 de enero de 2025, por medio del cual la DGSCM formuló una denuncia en contra de Inversiones Antumalal Limitada y Michael Clark Varela, por no haberse aplicado las disposiciones del Título XXV, relativo a las ofertas públicas de adquisición de acciones.

A esta denuncia, acompañó los siguientes antecedentes:

1.1 Imagen del comunicado de Azul Azul S.A. de fecha 20 de diciembre de 2024, que señala:

³ Memoria Anual de Azul Azul S.A. 2024, página 19.





Comunicado oficial

viernes 20 de diciembre de 2024



En relación con diversas informaciones aparecidas hoy referentes a la revocación de la autorización de funcionamiento de "Sartor Administradora General de Fondos", el Club Universidad de Chile señala lo siguiente:

1. "Sartor Administradora General de Fondos" NO tiene ninguna relación de propiedad con Azul Azul S.A.
2. El accionista mayoritario de Azul Azul S.A. es el "Fondo de Inversión Privado Táctical Sport", que no es administrado por Sartor Administradora General de Fondos.
3. Las cuotas del "Fondo de Inversión Privado Tactical Sport" pertenecen íntegramente a Inversiones Antumalal S.A., sociedad perteneciente a Michael Clark, por lo que no existe ningún accionista del grupo Sartor que forme parte de la propiedad de Azul Azul S.A., de manera directa o indirecta.

1.2. Oficio Ordinario N°169.791, de 23 de diciembre de 2024, por el cual este Servicio requirió al Sr. Michael Clark, presidente del Directorio de Azul Azul S.A.:

"1.- Respecto de Azul Azul S.A., se solicita aclarar cómo se habría dado cumplimiento, en su caso, a lo dispuesto en el artículo 54 y el Título XXV de la ley 18.045 de Mercado de Valores, particularmente el artículo 199 de dicho Título y a la Norma de Carácter General N°269 de 2009.

2.- Indicar la fecha, monto, número de cuotas y % adquirido del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport y cualquier otro antecedente para el mejor entendimiento de la eventual o eventuales operaciones.

La información solicitada deberá ser remitida a esta Comisión dentro del plazo indicado más adelante, haciendo mención expresa en su respuesta al número de Oficio y fecha de éste".

1.3. Presentación de Azul Azul S.A. de 24 de diciembre de 2025, por la que respondió el Oficio Ordinario N°169.791, informando, en lo que interesa, lo siguiente:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

“Con fecha 13 de diciembre de 2024, Inversiones Antumalal Limitada adquirió 6.354.981 cuotas, de la serie única, del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, a un valor de USD 0,90 cada cuota, correspondiente al 90% de las cuotas, serie única, de dicho fondo”.

1.4. Oficio N°170.498, de fecha 26 de diciembre de 2024, dirigido a Azul Azul S.A., por el cual, en lo que interesa, se le informó:

“Atendido todo lo expuesto, esta Comisión estima que existió un cambio de control en Azul Azul S.A., mediante la adquisición indirecta efectuada por Inversiones Antumalal Limitada en la forma expuesta. Lo anterior, sin que esa sociedad haya dado cumplimiento a la obligación de informar respecto de los cambios en el control de conformidad a lo dispuesto en el numeral 2.3. del apartado I de la Sección III de la Norma de Carácter General N°30 y la Sección I literal V de la Norma de Carácter General N°104.

En consecuencia, esta Comisión le instruye a esa sociedad proceder a informar sobre el particular conforme dicha normativa a la mayor brevedad posible. Lo anterior, sin perjuicio del eventual ejercicio por parte de esta Comisión de las potestades de supervisión que le competen, o la instrucción de un procedimiento administrativo sancionador en los términos prescritos en el Decreto Ley N°3.538, que Crea la Comisión para el Mercado Financiero”.

1.5. Oficio N°170.499, de fecha 26 de diciembre de 2024, dirigido al Sr. Michael Clark Varela por el cual, en lo que interesa, se le informó lo siguiente:

“En la especie, se puede apreciar que, mediante la adquisición del 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, Ud. ha adquirido indirectamente acciones emitidas por la sociedad anónima abierta Azul Azul S.A. que le permite tomar el control de dicha sociedad. En efecto:

- El Fondo de Inversión Privado Tactical Sport es el propietario de 63,07% de las acciones serie B de Azul Azul S.A

- El 13 de diciembre de 2024, Inversiones Antumalal Limitada adquirió el 90% de las cuotas del fondo de inversión privado de propiedad de Asesorías de Inversiones Sartor S.A., con lo cual adquirió indirectamente el 90% de las acciones serie B de Azul Azul S.A. que mantenía en su poder el mencionado fondo de inversión privado.

- Dicha adquisición le permite tomar el control de Azul Azul S.A., por cuanto dicho fondo de inversión privado participa en la propiedad de Azul Azul S.A. con un 63,07% de sus acciones serie B, lo que le otorga el poder para asegurar la mayoría de votos en las Juntas de Accionistas de Azul Azul S.A. y elegir a la mayoría de sus directores, representada por la Administradora de dicho fondo.

- Ud., a través de Inversiones Antumalal Limitada, es el controlador final de las acciones que el mencionado fondo de inversión privado controla de Azul Azul S.A., por cuanto cuenta con cuotas suficientes para acordar la sustitución de la administradora de dicho fondo de inversión, de



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

acuerdo con los términos del Reglamento Interno del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport en sus artículos 43 y 44.

Así las cosas, se observa que la participación adquirida en el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport le permitiría asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores de Azul Azul S.A.

6.- Ahora bien, su adquisición de control de Azul Azul S.A. no habría dado cumplimiento a la obligación contemplada en el mencionado artículo 199 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, por cuanto no realizó una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A. A su vez, concurriría un incumplimiento a la obligación de informar al público general respecto de una toma de control, directa o indirectamente, de una sociedad anónima abierta conforme al artículo 54 de la misma ley.

Lo anterior representaría una infracción a las normas citadas de la Ley de Mercado de Valores, por lo que este Servicio le instruye a adoptar las medidas pertinentes para subsanar las infracciones expuestas. Lo anterior, sin perjuicio del ejercicio por parte de esta Comisión de las potestades de supervisión que le competen, o la instrucción de un procedimiento administrativo sancionador en los términos prescritos en el Decreto Ley N°3.538, que Crea la Comisión para el Mercado Financiero”.

1.6. Presentación de Azul Azul S.A. de fecha 31 de diciembre de 2024, por la que respondió el Oficio Ordinario N°170.498.

1.7. Presentación del Sr. Michael Clark Varela de 31 de diciembre de 2024, por la que respondió el Oficio Ordinario N°170.499.

1.8. Reposición administrativa en contra del Oficio N°170.499 de 2024, solicitando dejarlo sin efecto o, en su defecto, modificándolo en base a los fundamentos de hecho y derecho que señala.

1.9. Oficio Ordinario N°514 de fecha 3 de enero de 2025, mediante el cual, en lo que interesa, se le informó al Sr. Clark:

“4. En función de lo precedentemente expuesto, se reitera lo instruido en su momento en el Oficio N°170.499 de 26 de diciembre de 2024, en consideración que su adquisición de cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport le permitió tomar el control de Azul Azul S.A., sin haber dado cumplimiento a la obligación contemplada en el artículo 199 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, por cuanto no realizó una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A.; como asimismo concurriendo un incumplimiento a la obligación de informar al público en general respecto de una toma de control, directa o indirectamente, de una sociedad anónima abierta conforme al artículo 54 de la misma ley.

En consecuencia, deberá informar a esta Comisión las medidas pertinentes que adoptará para subsanar las infracciones detectadas y comunicadas en dicho acto administrativo.



5. Al respecto, en relación con su solicitud subsidiaria de la presentación de 31 de diciembre de 2024, las medidas que estime pertinentes y caminos de acción que sean determinados por usted para subsanar las infracciones expuestas, deberán ser informados a esta Comisión en el plazo de 3 días hábiles contados desde la recepción del presente oficio”.

1.10. Presentación del Sr. Michael Clark Varela, que complementa respuesta a Oficio Ordinario N°170.499 y responde el Oficio Ordinario N°514 de 2025, que, en lo que interesa indica:

“No obstante lo anterior, y sin perjuicio de lo que se resuelva en definitiva sobre la materia por las instancias administrativas y judiciales competentes, en el contexto de la exhortación que me formulara esa Dirección General en los Oficios Ord. de la referencia, de comunicar la adopción de medidas para subsanar las infracciones que se me imputan, tocantes a no haber informado el supuesto cambio de control y no haber realizado una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A., sin que lo que propondré a continuación implique un cambio respecto a la posición que sostenemos, ni una renuncia a mis derechos y recursos pendientes o un reconocimiento de hechos o de responsabilidad, comunico a Ud. lo siguiente:

(a) Una sociedad controlada por el suscrito (“Sociedad MC”) informaría al público en general la intención de tomar el control, de conformidad con el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores (“LMV”), de la sociedad anónima abierta Azul Azul S.A.

(b) Tal información estará basada en el lanzamiento -por parte de la Sociedad MC- de una Oferta Pública Voluntaria de Adquisición de Acciones, dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A., para comprar el 100% de las acciones Serie B la referida sociedad (“OPA Voluntaria”).

(c) La OPA Voluntaria se registrará -en todo lo concerniente a procedimientos, plazos y demás términos y condiciones- por las normas legales del Título XXV de la LMV y por las normas administrativas dictadas por la Comisión para el Mercado de Financiero. Las condiciones particulares de la OPA Voluntaria serán informadas, en su oportunidad y en la forma prevista por la ley, a la Comisión para el Mercado Financiero y al público general. Con todo, resulta importante señalar que el precio que se ofertará por cada acción de la serie B de Azul Azul S.A. será establecido en las comunicaciones de la OPA Voluntaria precedentemente indicadas, pagadero de contado, en dinero”.

1.11. Presentación del Sr. Michael Clark Varela, que complementa respuesta a Oficio Ordinario N°170.499 y Oficio Ordinario N°514, que, en lo que interesa indica:

“1) Que con relación al anuncio del lanzamiento de una Oferta Pública Voluntaria de Adquisición de Acciones, dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A., para comprar el 100% de las acciones Serie B (“OPA Voluntaria”), por una sociedad controlada del suscrito, complemento la información proporcionada a Ud., señalando que el precio que se ofertará en la OPA Voluntaria será un valor que se determinará en su oportunidad, pero que no será inferior a \$387,97 por acción y que la OPA Voluntaria se lanzará dentro del primer cuatrimestre de 2025.



2) En lo demás concerniente a la OPA Voluntaria, se mantienen los términos y condiciones informados a esa Comisión en la comunicación de fecha 8 de enero de 2025, que contiene la respuesta a los oficios en referencia”.

1.12. Oficio Ordinario N°4.631, de fecha 14 de enero de 2025.

1.13. Reglamento interno refundido del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport aprobado en Asamblea Extraordinaria de Aportantes de fecha 30 de julio de 2021.

1.14. Dos esquemas de la propiedad de Azul Azul S.A.

1.15. Resolución Exenta N°977, de fecha 22 de enero de 2025 que rechaza reposición del Sr. Michael Clark Varela en contra de Oficio N°170.499 de 26 de diciembre de 2024, que en lo que interesa indica:

“En lo que respecta a las argumentaciones relativas a que en la especie no habría acontecido un cambio de control de Azul Azul S.A. y solamente se habría producido un cambio de titularidad de cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, debe indicarse que aquella argumentación no resulta correcta a la luz de las disposiciones de la Ley N°18.045.

El artículo 199 letra a) de la Ley N°18.045, a diferencia de lo que se sostiene por el recurrente, da cuenta del imperativo de someterse al procedimiento de oferta del Título XXV las adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta que permitan tomar el control de ésta.

Así, el cambio de titularidad de cuotas de un fondo de inversión no excluye la aplicación del artículo 199, pues la adquisición de las acciones emitidas por la sociedad anónima abierta que permiten tomar el control de ésta puede ser realizado por vía directa o indirecta.

En tal sentido, la adquisición de cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport en los términos existentes en la especie le permite detentar la cantidad de cuotas suficiente como para tomar -por sí mismo- la decisión de sustituir la administradora del fondo conforme a los artículos 43 y 44 del Reglamento Interno del mismo, razón por la que resulta inconcusa la existencia de toma de control indirecto -a través de dicho fondo- de las acciones de Azul Azul S.A., como ya se ha señalado”.

2. Documentación enviada el 12 de agosto de 2025 por el Sr. Daniel Schapira Eskenazi:

2.1. Informe en Derecho elaborado por el Sr. Guillermo Caballero Germain.

2.2. Reglamento interno refundido del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport.

2.3. Currículum vitae del Sr. Guillermo Caballero Germain.

2.4. Título certificado del Sr. Guillermo Caballero Germain.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

3. Declaraciones:

3.1. Sr. Michael Clark Varela, quien prestó declaración el día 15 de mayo de 2025.

3.2. Sr. Daniel Schapira Eskenazi, quien prestó declaración el día 8 de mayo de 2025.

II. DESARROLLO DEL PROCEDIMIENTO.

II.1. CARGOS FORMULADOS.

En virtud de los hechos descritos, a través del **Oficio Reservado UI N°400, de fecha 7 de abril de 2026**, el Fiscal de la Unidad de Investigación formuló cargos al señor **MICHAEL CLARK VARELA** por:

“Infracción a la obligación de someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones previsto en el Título XXV de la Ley N° 18.045, establecida en el artículo 199, inciso primero, letra a), en relación con lo dispuesto en los artículos 97, inciso primero, letra a), y 198 del mismo cuerpo legal, por cuanto, con fecha 13 de diciembre de 2024, adquirió el control indirecto de Azul Azul S.A. sin someterse, en la forma y oportunidad legalmente exigidas, a dicho procedimiento, dirigido a la totalidad de los accionistas de la serie B de dicha sociedad.”

II.2. ANÁLISIS DEL OFICIO DE CARGOS

El Fiscal de la Unidad de Investigación efectuó el siguiente análisis en el Oficio de Cargos:

“20. A partir de los hechos descritos en la Sección II y de los antecedentes especificados en la Sección III, con relación a las normas citadas en la Sección IV de este Oficio, es posible observar lo siguiente:

21. Conforme lo dispuesto en la letra a) del inciso primero del artículo 199 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, una adquisición de acciones, directa o indirecta, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta, que permita tomar el control de dicha sociedad, debe someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones contemplado en el Título XXV de la Ley de Mercado de Valores, lo que -como se explicará- en la especie no ocurrió.

22. De acuerdo con lo dispuesto en la letra a) del artículo 97 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, es controlador de una sociedad anónima toda persona que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores de tal sociedad anónima.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

23. De ese modo, y de acuerdo con la información recopilada y expuesta precedentemente, es posible afirmar que el Sr. Michael Clark, a través de Inversiones Antumalal, mediante la compra del 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, adquirió indirectamente acciones emitidas por Azul Azul S.A. que le permitieron tomar el control de dicha sociedad, sin dar cumplimiento a la obligación de realizar una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la Serie B de Azul Azul S.A.

24. En efecto, el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport es el propietario de 63,07% de las acciones serie B emitidas por Azul Azul S.A., y desde el 13 de diciembre de 2024, el Sr. Clark a través de Inversiones Antumalal Limitada adquirió 6.354.981 cuotas, de la serie única, del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, a un valor de USD 0,90 cada cuota, correspondiente al 90% de las cuotas, serie única de dicho fondo.

25. Dicha adquisición le permitió tomar el control de Azul Azul S.A., por cuanto tal fondo de inversión privado participa en la propiedad de Azul Azul S.A. con un 63,07% de sus acciones serie B, lo que le otorga el poder para asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas de Azul Azul S.A. y elegir a la mayoría de sus directores, representada por la administradora de dicho fondo.

26. Así las cosas, el Sr. Michael Clark, a través de Inversiones Antumalal Limitada, es el controlador final de las acciones que el mencionado fondo de inversión privado controla de Azul Azul S.A., toda vez que cuenta con cuotas suficientes para acordar la sustitución de la administradora de dicho fondo de inversión, de acuerdo con los términos del Reglamento Interno del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport en sus artículos 43 y 44.

27. De este modo y no obstante que la participación adquirida a través de Inversiones Antumalal con fecha 13 de diciembre de 2024 en el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport le permite al Sr. Clark asegurar el control de Azul Azul S.A., éste no cumplió la obligación contemplada en el inciso primero del artículo 199 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, por cuanto no realizó una oferta pública de acciones dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A.

28. En efecto, conforme lo dispuesto en la letra a) del artículo 199 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, una adquisición de acciones, directa o indirecta, de una o más series, emitidas por una sociedad anónimas abierta, que permita tomar el control de dicha sociedad, debe someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones contemplado en el Título XXV de la Ley de Mercado de Valores, lo que en la especie no ocurrió.”

II.3. MEDIOS DE PRUEBA.

1. Mediante Oficio Reservado UI N°581, de fecha 11 de mayo de 2026, la Unidad de Investigación decretó la apertura de un término probatorio.

2. Por presentación de fecha 25 de mayo de 2026, la Defensa acompañó los siguientes antecedentes:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

2.1. "Oficio Ordinario N°28.435, de 3 de mayo de 2021, de la CMF."

2.2. "Oficio Ordinario N°34.287, de 20 de mayo de 2021, de la CMF."

2.3 "Documentos que dan cuenta de la tramitación y aprobación del prospecto final de la OPA del año 2021 por parte de la CMF".

3. En la referida presentación de fecha 25 de mayo de 2026, la Defensa acompañó los siguientes Informes en Derecho:

3.1. Informe en Derecho, elaborado por el Sr. Carlos Peña, denominado "Informe en derecho titulado "Azul Azul y Comisión para el Mercado Financiero", elaborado por el profesor señor Carlos Peña". Este indica, a modo de conclusión, lo siguiente:

"En suma, a la luz de la literatura y el derecho vigente, puede aseverarse:

a) Un fondo privado de inversión es un patrimonio afecto a un fin separado de su administración, similar en su estructura a un express trust del derecho anglosajón. Los cuota habientes del fondo son titulares de un crédito contra el mismo carentes de derechos potestativos. El aportante o cuota habiente del fondo tiene un crédito contra el mismo; el patrimonio correspondiente al fondo no tiene titular puesto que es una res afecta a un fin; ese patrimonio es administrado por una sociedad que lo gestiona autónomamente por cuenta y riesgo de los cuota habientes o aportantes del fondo sin que, no obstante, actúe ni como agente de los aportantes, ni en su representación en los términos del artículo 1448 del Código Civil.

b) Es, en consecuencia, un error afirmar que las acciones de Azul Azul pertenecen a Tactical Sport, desde que esta entidad es un patrimonio y no una persona, o que Antulamal S.A. al adquirir las cuotas del fondo adquirió un control normativo sobre el mismo.

c) El concepto de control en derecho corporativo, según lo muestra la literatura, y la legislación comparada, es normativo y no fáctico, de manera que es incorrecto considerar control indirecto el control de hecho o toma de control sobrevenida una operación que no supone en modo alguno derechos potestativos.

d) Lo anterior lo confirma el artículo 199 de la ley 18.045 al enunciar el supuesto que ha de verificarse en una toma de control, a saber, la adquisición de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta o de valores convertibles. Como ha quedado dicho, en el caso sobre que versa este informe Antumalal no ha adquirido, en modo alguno, ni de manera directa ni en la forma indirecta que se recoge en el derecho vigente, acciones de Azul Azul.

e) El artículo 93 de la ley 20712 prohíbe hacer oferta pública de las cuotas de un fondo privado, cuyo es el caso de Tactical Sport, de manera que la OPA cuya omisión se reprocha o se insinúa reprochar, por parte de la Comisión para el Mercado Financiero, no era posible de ser efectuada.

Sobre la base de ese precepto había, en efecto, dos alternativas en el caso sobre que versa este informe: o se efectuaba una OPA incluyendo en ella las cuotas del fondo, en cuyo caso se contravenía la ley o, en cambio, se las excluía violando entonces la par condicio que impera en las sociedades anónimas abiertas. Ninguna de las dos son admitidas por el derecho vigente.



f) Reprochar en consecuencia no haber efectuado una OPA o los deberes de informar una toma de control en la situación a que se ha referido este informe carece de justificación en el derecho vigente en Chile”.

3.2. Informe en derecho, elaborado por el Sr. Alejandro Ferreiro, denominado “Informe en derecho titulado “¿Es exigible una OPA en relación a la adquisición por Inversiones Antumalal Ltda. del 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport?”, elaborado por el profesor señor Alejandro Ferreiro”. Este indica, a modo de conclusión, lo siguiente:

“A la luz de lo expuesto, discrepamos respecto de lo afirmado por la CMF en el OF. Ord 170.499 según el cual Michael Clark, a través de la sociedad Inversiones Antumalal Ltda., habría adquirido el control de la sociedad anónima Azul Azul a consecuencia de la compra del 90% de las cuotas del FIP Tactical Sport (poseedor del 63,07% de las acciones de dicha sociedad).

En síntesis, nos apartamos de la referida opinión de la CMF, pues ella supone:

33. Atribuir al aportante mayoritario de un fondo la condición de controlador para los efectos del artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores, lo que supone considerar que un fondo es persona, y no un patrimonio de afectación administrado por un tercero de acuerdo a la ley, al reglamento del fondo y con sujeción a la responsabilidad fiduciaria que le es propia.

34. Desconocer, o negar valor práctico y jurídico, al rol que la propia ley 20.712 asigna a los administradores de fondos, cuyo rol esencial no es otro que ejercer con el debido cuidado los derechos políticos que fluyen de los activos del respectivo fondo. Controla un fondo quien lo administra, y no quien posee la mayoría de sus cuotas. Sostener lo contrario, inevitablemente tiende a confundir la propiedad con la gestión del fondo, y a diluir roles y responsabilidades propias del rol fiduciario del administrador. Esta negación de la naturaleza jurídica de la administración de fondos, que parece atribuirle el carácter de mero y dócil instrumento de la voluntad de los aportantes, se aparta de los principios que inspiran la legislación sobre la materia y puede tener consecuencias indeseables que trasciendan el caso bajo análisis.

35. La tesis de la CMF es, además, inconsistente con pronunciamientos previos y con lo que el mercado natural y legítimamente ha debido entender respecto de quien era, antes de la operación de diciembre de 2024, el controlador de Azul Azul S.A. En efecto, si, según la tesis actual de la CMF, quien posee el 100% de las cuotas de un fondo lo controla, no se advierte razón para no haber sostenido igual conclusión, y de modo categórico, respecto de quien controlaba ya en 2021 el 90% de dichas cuotas. Dicho porcentaje del FIP, como fue debidamente expuesto en el Prospecto de la OPA de ese año, era propiedad de “Asesorías e Inversiones Sartor S.A.”

Sin embargo, ni el referido prospecto, ni la CMF entonces, le asignó a “Asesorías” la condición de controlador del Oferente. Como ya se señaló, si la CMF instruyó entonces la revelación de antecedentes económicos y financieros de Asesorías e Inversiones Sartor SA, fue porque el aportante mayoritario era, a su vez, controlador de la administradora. De esa manera, pudo entender la CMF que en última instancia tanto la propiedad del fondo como el control de su administración dependían de la misma persona. Dicho vínculo, sin embargo, desaparece cuando Inversiones Antumalal adquiere el 90% de las cuotas del Fondo Tactical Sport.

En consecuencia, no existía modo alguno de inferir que la CMF atribuía la condición de controlador al aportante mayoritario de las cuotas del fondo, máxime cuando el prospecto que conocieron los inversionistas el 2011 expuso que el oferente de la OPA del año 2021 era el FIP



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

Tactical Sport controlado por su administradora, esto es, “Sartor Administradora de Fondos de Inversión”. Por ello, la interpretación actual de la CMF, que supone control en quien tiene “cuotas suficientes para acordar la sustitución de la administradora”, carece de asidero legal y resulta manifiestamente contradictoria con lo expuesto en la “OPA” de 2021 y con las intervenciones de la CMF entonces.

36. En cuarto lugar, no es posible justificar el nuevo y expansivo criterio de la CMF, siquiera, por un supuesto propósito del regulador en orden a velar por los objetivos finales de la normativa. En efecto, y como ya se ha expuesto, la protección de los derechos de los accionistas minoritarios de Azul Azul SA no se ha visto amenazada en modo alguno. Ni hubo premio por control, cuya equitativa distribución una OPA pudiese garantizar, ni daño a la liquidez de la acción, toda vez que el FIP Tactical Sport sigue manteniendo el control del 63,07% de las acciones de la sociedad.

37. Un quinto argumento que abona la conveniencia de descartar la tesis de la CMF se desprende de las engorrosas consecuencias prácticas que, en un caso como el de la especie, supondría el desafío de identificar el precio de “acción equivalente”, cuando se deba, para satisfacer la exigencia de igualdad de trato, ofrecer un precio único a todos los accionistas. Ello implicaría identificar y aislar ese precio cuando la acción que suscita la “Oferta” forma parte del activo subyacente de un fondo que además pueda tener otros activos y pasivos que valorar. Este ejercicio, desde luego no contemplado en la ley vigente, conlleva complejidades y potenciales litigios que difícilmente son esperables de una interpretación adecuada de la ley de OPAS en la materia que nos ha ocupado”.

4. Oficio Ordinario N°90.822, de fecha 27 de mayo de 2026, mediante el cual la Dirección General Jurídica dio respuesta al Oficio Reservado UI N°623/2026, adjuntando los siguientes documentos:

4.1. “Carta conductora que informa el inicio de Oferta Pública de Adquisición de acciones de Azul Azul S.A. de 26 de abril de 2021.”

4.2. “Prospecto de Oferta Pública de Adquisición de acciones de Azul Azul S.A. de 26 de abril de 2021.”

4.3. “Aviso de inicio de Oferta Pública de Adquisición de acciones de Azul Azul S.A. de 26 de abril de 2021.”

4.4. “Publicaciones de avisos de inicio de Oferta Pública de Adquisición de acciones de Azul Azul S.A. de 26 de abril de 2021.”

4.5. “Oficio N°28.435 por el que se formulan observaciones al Prospecto y Aviso de inicio de OPA por las acciones de Azul Azul S.A. de 3 de mayo de 2021.”

4.6. “Opinión de director Daniel Shapira sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A.”

4.7. “Opinión de director no individualizado sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A.”

4.8. “Opinión de director no individualizado sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A.”

4.9. “Opinión de director Cristián Aubert Ferrer sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A.”



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

- 4.10. *"Opinión de director Eduardo Schapira Peters sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.11. *"Opinión de director Carolina Andrea Coppo Diez sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.12. *"Opinión de director Sergio B Vargas sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.13. *"Opinión de director no individualizado sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.14. *"Opinión de director Cristián Aubert Ferrer sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.15. *"Opinión de director Rodrigo Goldberg Mierzejewski sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.16. *"Opinión de director Andrés Weintraub sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.17. *"Respuesta al Oficio N°28.435 de Fondo de Inversión Privado Tactical Sport administrado por Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privado S.A. de 4 de mayo de 2021."*
- 4.18. *"Oficio N°30.229 de 7 de mayo de 2021, que formula observaciones respecto de opiniones de directores sobre la Oferta Pública de Adquisición de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.19. *"Opinión de director Andrés Weintraun sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.20. *"Opinión de director Arturo Miranda sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.21. *"Opinión de director Carolina Coppo Diez sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.22. *"Opinión de director Cristián Aubert Ferrer sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.23. *"Opinión de director Daniel Schapira sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.24. *"Opinión de director Eduardo Schapira sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.25. *"Opinión de director Gonzalo Rojas sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.26. *"Opinión de director Jose Luis Navarrete sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.27. *"Opinión de director Mario Conca sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.28. *"Opinión de director Rodrigo Goldberg sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.29. *"Opinión de director Sergio B Vargas sobre la OPA de acciones de Azul Azul S.A."*
- 4.30. *"Oficio N°33.195 de 17 de mayo de 2021 por el que se solicitan antecedentes."*
- 4.31. *"Respuesta al Oficio N°33.195 ingresada a este Servicio con fecha 19 de mayo de 2021."*



- 4.32. *“Contrato de suscripción y pago de cuotas de Fondo de Inversión Privado Tactical Sport y Asesorías e Inversiones Sartor S.A. contenida en respuesta al Oficio N°33.195.”*
- 4.33. *“Respuesta al Oficio N°33.195 ingresada a este Servicio con fecha 19 de mayo de 2021.”*
- 4.34. *“Compraventa de cuotas Fondo de Inversión Privado Tactical Sport de 20 de abril de 2021.”*
- 4.35. *“Respuesta al Oficio N°33.195 de Felipe Divin en representación del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport administrado por Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privado S.A. ingresada a este Servicio con fecha 19 de mayo de 2021.”*
- 4.36. *“Protocolización de reglamento interno refundido. Repertorio N°8840-2021 ante Notario de Santiago María Pilar Gutierrez Rivera de 19 de abril de 2021.”*
- 4.37. *“Oficio N°34.287 de 20 de mayo de 2021.”*
- 4.38. *“Presentación de 25 de mayo de 2021, mediante la que se informa publicación de aviso de rectificación del Prospecto conforme a lo instruido en Oficio N°34.287 de 20 de mayo de 2021.”*
- 4.39. *“Rectificación del Prospecto de Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Control de Azul Azul S.A.”*
- 4.40. *“Prospecto de Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Control de Azul Azul S.A.”*
- 4.41. *“Aviso de Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Control de Azul Azul S.A. de 25 de mayo de 2021.”*
- 4.42. *“Aviso de Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Control de Azul Azul S.A. de 25 de mayo de 2021.”*
- 4.43. *“Presentación de 29 de mayo de 2021, sobre aviso de resultado de oferta pública de adquisición de acciones de Azul Azul S.A.”*
- 4.44. *“Aviso de resultado de oferta pública de adquisición de acciones de Azul Azul S.A.”*
- 4.45. *“Aviso de resultado de oferta pública de adquisición de acciones de Azul Azul S.A. de El Mostrador de 29 de mayo de 2021.”*
- 4.46. *“Aviso de resultado de oferta pública de adquisición de acciones de Azul Azul S.A. de Diario Financiero de 29 de mayo de 2021.”*

II.4. INFORME DEL FISCAL.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 inciso 2° del D.L. N°3.538 y, habiéndose realizado todos los actos de instrucción y vencidos los términos probatorios, mediante **Oficio Reservado UI N°800, de fecha 26 de junio de 2026**, el Fiscal de la Unidad de Investigación



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

remitió al Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero el Informe Final de la Investigación y el expediente administrativo de este Procedimiento, informando el estado de éste y su opinión fundada acerca de la configuración de las infracciones imputadas.

II.5. OTROS ANTECEDENTES DEL PROCESO.

Mediante **Oficio Reservado N°124.656, de fecha 30 de julio de 2026**, se citó a audiencia a la Defensa de conformidad con lo dispuesto en el artículo 52 del Decreto Ley N°3.538, la que se celebró el día **6 de agosto de 2026**.

III. NORMAS APLICABLES

1. Artículo 97 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores:

“Artículo 97.- Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:

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 denominará miembro del controlador.

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

2. Artículo 198 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores:

“Se entenderá que oferta pública de adquisición de acciones es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas abiertas o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.

El oferente podrá hacer la oferta por acciones de sociedades anónimas abiertas, por valores convertibles en ellas o por ambos.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

En todo caso, la oferta por unos no obliga a formular oferta por los otros.

Las disposiciones de este Título se aplicarán tanto a las ofertas que se formulen voluntariamente como a aquellas que deban realizarse conforme a la ley.

Cada vez que en este Título se hable de acciones como objeto de la oferta, dicha expresión comprenderá también los valores convertibles en acciones; y cuando se haga referencia a una oferta, se entenderá que se refiere a una oferta pública de adquisición de acciones.

La Comisión podrá eximir del cumplimiento de una o más normas de este Título, a aquellas ofertas de hasta un 5% del total de las acciones emitidas de una sociedad, cuando ellas se realicen en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas, conforme a la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Comisión.

Las personas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones, los organizadores y los administradores de la oferta quedarán sujetos en relación con esas ofertas a la fiscalización de la Comisión”.

3. El artículo 199 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores:

“Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta:

a) Las que permitan tomar el control de una sociedad....”;

4. Artículo 1°, letra a) de la Ley Única de Fondos:

“Artículo 1º.- Definiciones. Para efectos de la presente ley, debe entenderse por:

a) Administradora: sociedad anónima que, de conformidad a lo dispuesto por esta ley, es responsable por la administración de los recursos del fondo por cuenta y riesgo de los aportantes”.

IV. DESCARGOS Y ANÁLISIS.

IV.1. DESCARGOS.

1. Mediante presentación de fecha 8 de mayo de 2026, la Defensa acompañó sus descargos, los que se transcriben a continuación:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

“RESUMEN EJECUTIVO

*Lo que está en juego en este procedimiento no es simplemente la eventual infracción a una obligación administrativa. Lo que se discute, en su núcleo más profundo, es si la autoridad puede, ex post, **crear un deber inexistente en la ley**, exigir su cumplimiento retroactivo y, luego, sancionar su incumplimiento. Esa es la cuestión de fondo. Y la respuesta, en un Estado de Derecho, no admite ambigüedades.*

La Formulación de Cargos descansa sobre una premisa jurídicamente insostenible: que la adquisición de cuotas de un fondo de inversión privado puede asimilarse, para efectos sancionatorios, a la adquisición de acciones de una sociedad anónima abierta, gatillando así la obligación de realizar una Oferta Pública de Adquisición (“OPA”). Sin embargo, esta equiparación no solo carece de sustento normativo, sino que contradice abiertamente el diseño legal vigente.

***El régimen de OPA en Chile fue concebido –de manera expresa, deliberada y restrictiva– para regular la adquisición de acciones, no de cuotas de fondos de inversión.** La ley es clara en este punto. No hay vacío, no hay ambigüedad, no hay zona gris que habilite a la Administración a completar el sistema mediante interpretaciones creativas. Pretender lo contrario implica cruzar una línea peligrosa: sustituir la ley por el criterio del regulador.*

*Más aún, en este caso la situación reviste un carácter particularmente grave. No se trata solo de extender indebidamente una norma, sino de exigir el cumplimiento de una obligación que, en los hechos, es jurídicamente imposible. **La propia legislación prohíbe expresamente realizar ofertas públicas sobre cuotas de fondos de inversión privados.** Así, la CMF coloca a nuestro representado en una encrucijada insalvable: cumplir implica infringir la ley; no cumplir, ser sancionado. Esta paradoja no es una dificultad técnica, sino que es una contradicción estructural que revela la inconsistencia de la Formulación de Cargos. Pero el problema no se agota en la falta de base legal. **La Formulación de Cargos vulnera principios esenciales que estructuran todo el derecho administrativo sancionador.** Entre ellos, el principio de legalidad y su expresión más exigente: la tipicidad. No basta con que una conducta sea indeseable o inconveniente desde una perspectiva regulatoria; es indispensable que esté expresamente descrita en la ley como infracción. Aquí no lo está.*

*Lo que hace la CMF, en cambio, es algo distinto: toma un supuesto regulado (la adquisición de acciones), identifica una operación distinta (la adquisición de cuotas de un fondo) y, sobre la base de una supuesta similitud, traslada la consecuencia jurídica de uno a otro. Ese ejercicio tiene un nombre técnico preciso: **analogía**. Y en materia sancionatoria, la analogía está prohibida de manera absoluta.*

Permitir este tipo de razonamiento no es una cuestión menor. Implicaría aceptar que los límites del poder sancionador no están definidos por la ley, sino por la creatividad interpretativa de la autoridad. En ese escenario, la seguridad jurídica deja de ser una garantía y pasa a ser una aspiración.



A ello se suma un elemento que agrava aún más la situación: la propia conducta previa de la CMF. Durante el proceso de OPA del año 2021, la autoridad conoció en detalle la estructura del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport (“Tactical Sport” o el “Fondo”), su naturaleza jurídica y la identidad de sus aportantes. No solo no objetó la eventual aplicación del régimen de OPA a las cuotas del Fondo, sino que sostuvo expresamente que a estos vehículos **no les eran aplicables las normas de control propias de las sociedades anónimas**, según se dará cuenta más adelante. Ese criterio no fue una declaración informal ni ambigua: fue parte de actuaciones oficiales, reiteradas y consistentes. Sobre esa base, nuestro representado estructuró su comportamiento. Cambiar radicalmente esa interpretación años después –y pretender aplicarla retroactivamente para sancionar– no es un simple ajuste de criterio. Es una infracción directa al principio de confianza legítima. El derecho administrativo no prohíbe a la autoridad cambiar de opinión. Pero sí le impone un límite claro: no puede hacerlo a costa de quienes, de buena fe, confiaron en su actuación previa. Lo contrario equivale a convertir la regulación en un terreno inestable, donde las reglas cambian sin aviso y con efecto retroactivo. Finalmente, el proceder de la CMF revela otra deficiencia significativa: la ausencia de orientación clara al señor Clark. Cuando se le solicitó precisar cuáles eran las “medidas pertinentes” para subsanar la supuesta infracción, la autoridad eludió la respuesta, trasladando al propio administrado la carga de definir cómo cumplir una obligación incierta. Este silencio no es neutro. Vulnera directamente el deber de la Administración de resolver de manera expresa y de proporcionar información suficiente sobre las exigencias normativas aplicables. La CMF es una autoridad administrativa independiente cuya misión no se agota en fiscalizar y sancionar, sino que comprende, en primer lugar, un mandato normativo –dictar las reglas que permitan a los operadores conocer con antelación las conductas exigibles–; en segundo lugar, un deber de respetar la autorregulación de los operadores cuando estos actúan dentro del espacio que la ley les reconoce; y, en tercer lugar, una disposición a resolver consultas que orienten a los regulados frente a situaciones de incertidumbre normativa.

En el presente caso, la CMF falló en los tres planos. No existió norma alguna que regulara la disposición de cuotas de fondos de inversión en relación con el régimen de OPA. Fue indiferente al legítimo ejercicio de autorregulación de nuestro representado, quien estructuró su conducta dentro del marco que el propio ordenamiento y los criterios previos de la autoridad le permitían. Y, cuando nuestro representado consultó expresamente cuáles eran las medidas concretas para subsanar la supuesta infracción, la CMF eludió la respuesta y luego pretendió servirse de ese mismo silencio como fundamento de la sanción. Esta forma de proceder no refleja el ejercicio legítimo de una potestad reglada: refleja la pretensión de ejercer **podere implícitos** que el derecho chileno no reconoce a ningún órgano de la Administración.

En síntesis, este caso no trata sobre una infracción. Trata sobre los **límites del poder sancionador**. La CMF pretende sancionar una conducta que no está tipificada, mediante una interpretación analógica prohibida, imponiendo una obligación legalmente inexistente y materialmente imposible de cumplir, en contradicción con su propio criterio previo y sin ofrecer siquiera una guía clara sobre cómo ajustarse a su nueva interpretación.



Aceptar esa lógica no solo implicaría validar una sanción injustificada. Implicaría sentar un precedente en que la certeza jurídica queda subordinada a la discrecionalidad regulatoria.

Y ese es un estándar que el derecho –y el Estado de Derecho– simplemente no pueden aceptar.

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Azul Azul S.A. (“Azul Azul” o la “Sociedad”) es una sociedad anónima abierta cuyo objeto es la administración de la concesión del Club Universidad de Chile.

El Fondo, por su parte, es el accionista mayoritario de Azul Azul, en tanto propietario del 63,07% de las acciones Serie B de la Sociedad, adquiridas mediante una OPA que se llevó a cabo en el año 2021. De conformidad con el artículo 1° letra b) de la ley N°20.712, sobre “[a] dministración de fondos de terceros y carteras individuales” (“Ley 20.712”), el Fondo no reviste la calidad de persona jurídica, sino que constituye un patrimonio de afectación integrado por los aportes de sus partícipes, destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que dicha ley permite, y cuya administración es de responsabilidad de una administradora.

Por otro lado, Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privado S.A. (la “Administradora” o “Sartor”) es la sociedad a quien le corresponde en forma exclusiva la administración del Fondo, así como su representación judicial y extrajudicial, encontrándose investida de todas las facultades de administración sobre los bienes del Fondo, actuando por cuenta y riesgo de los aportantes –sin participar en la propiedad del Fondo–.

En cuanto a la estructura de propiedad de las cuotas de Tactical Sport, hasta el 12 de diciembre de 2024, el 100% de las cuotas del Fondo se distribuía entre dos únicos aportantes: (i) Asesorías e Inversiones Sartor S.A., propietaria de 6.354.981 cuotas, equivalentes al 90,07% del total; y (ii) Inversiones Antumalal Limitada (“Antumalal”), propietaria de 700.960 cuotas, equivalentes al 9,93% restante, sociedad en la que nuestro representado es titular del 90% de los derechos sociales.

I.1. La adquisición de las acciones de Azul Azul por parte del Fondo mediante la OPA de 2021

El 26 de abril de 2021 se informó el Prospecto y Aviso de Inicio original de la OPA mediante la cual el Fondo pretendía adquirir acciones de Azul Azul. En dicho documento se identificó como oferente al Fondo y como su controlador a la Administradora.

Sin embargo, con fecha 3 de mayo de 2021, la CMF emitió el Oficio Ordinario N°28.435, cuestionando la calidad de controladora de la Administradora, señalando que, de conformidad con el artículo 97 de la ley N°18.045, de Mercado de Valores (“Ley 18.045” o “LMV”), la calidad de controlador requiere participación en la propiedad del respectivo emisor u oferente. En ese contexto, dado que la Administradora carecería de participación en la propiedad del Fondo, la CMF concluyó que aquella no reunía los requisitos para ser considerada controladora del oferente e instruyó la incorporación de la información del controlador que correspondiera según la ley.



Ante esto, el 4 de mayo de 2021, la Administradora respondió argumentando que los fondos de inversión privados (“FIP”) –como Tactical Sport–, al no ser sociedades, no tendrían controladores en los términos del artículo 97 de la Ley 18.045. En ese sentido, y con el objeto de dar cumplimiento a las instrucciones de la CMF, incluyó la información de Asesorías e Inversiones Sartor S.A. como matriz de la Administradora y principal aportante del Fondo.

Sin embargo, mediante el Oficio Ordinario N°34.287, de 20 de mayo de 2021, la CMF reiteró que la Administradora no podía ser calificada como controladora del Fondo por carecer de participación en su propiedad. Asimismo, instruyó que, “atendida la particular situación del oferente cuyo administrador tiene como controlador al aportante mayoritario del mismo”, se debían incluir en el prospecto los antecedentes económicos y financieros del aportante mayoritario del Fondo.

Pues bien, entre el 25 y el 29 de mayo de 2021 se tramitó el prospecto final de la OPA, en el que la Administradora dejó constancia de que no tenía participación en el capital del Fondo e informó que el control de la Administradora era ejercido por Asesorías e Inversiones Sartor S.A. La OPA finalizó el 26 de mayo de 2021, publicándose sus resultados el 29 del mismo mes. Mediante dicha OPA, el Fondo adquirió el 63,07% de las acciones Serie B de Azul Azul.

1.2. La adquisición de cuotas por parte de Antumalal en el año 2024

El 13 de diciembre de 2024 Antumalal adquirió de Asesorías e Inversiones Sartor S.A. la totalidad de las 6.354.981 cuotas del Fondo de las que esta última era titular –equivalentes al 90,07% del total–, por un precio de USD 5.719.483, a razón de USD 0,9 por cuota. Como resultado de dicha operación, Antumalal pasó a ser propietaria del 100% de las cuotas del Fondo.

Ante ello, el 20 de diciembre de 2024, Azul Azul publicó un comunicado oficial informando que la totalidad de las cuotas del Fondo pertenecía a Antumalal y que, a partir de esa fecha, no existía ningún accionista del grupo Sartor en la propiedad de Azul Azul, de manera directa ni indirecta.

1.3. La exigencia de OPA obligatoria por parte de la CMF

El 23 de diciembre de 2024, la CMF emitió el Oficio Ordinario N°169.791, solicitando a Azul Azul indicar los montos y porcentajes adquiridos respecto del Fondo y aclarar de qué forma se habría dado cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 199 de la LMV, en materia de OPA obligatoria.

Ante ello, el 24 de diciembre de 2024, Azul Azul respondió informando los términos de la adquisición por parte de Antumalal del 90,07% de las cuotas del Fondo. En dicha oportunidad, se planteó que las normas sobre OPA contenidas en la LMV no resultan aplicables a un fondo de inversión privado, por cuanto este carece de personalidad jurídica y, por ende, de los atributos propios del control corporativo que la regulación presupone.

Con fecha 26 de diciembre de 2024, la CMF despachó el Oficio Ordinario N°170.499 dirigido a Azul Azul, sosteniendo que, al ser Antumalal propietaria del 100% de las cuotas del Fondo, esta contaba con los votos suficientes para acordar en asamblea la sustitución de la Administradora, lo que le permitiría designar a una administradora de su elección. En consecuencia, la CMF



estimó que dicha operación constituía una adquisición indirecta de acciones de Azul Azul que habilitaba a nuestro representado para tomar el control de la Sociedad, infringiendo la obligación de efectuar una OPA previa conforme al artículo 199 de la LMV. Por esta razón, se le instruyó adoptar “las medidas pertinentes para subsanar las infracciones expuestas”.

El 31 de diciembre de 2024, Azul Azul presentó una solicitud ante la CMF requiriendo que se le aclarara de forma explícita cuáles eran las “medidas pertinentes” a que se refería el oficio, dejando constancia, además, de que la propia ley prohíbe realizar una OPA respecto de cuotas de un fondo de inversión privado.

Ante esto, el 3 de enero de 2025, la CMF emitió el Oficio N°514, indicando que correspondía a cada regulado obrar conforme a la norma, concediéndole a mi representado un plazo de tres días para informar las medidas que adoptaría. En la misma fecha, mi representado interpuso recurso de reposición administrativa en contra del Oficio Ordinario N°170.499.

Por su parte, con fechas 8 y 14 de enero de 2025, Michael Clark informó a la CMF que una sociedad bajo su control efectuaría una OPA voluntaria por las acciones Serie B de Azul Azul en el primer cuatrimestre de 2025, dejando expresa constancia de que dicha comunicación no importaba reconocimiento de hechos ni de responsabilidad de ninguna especie. La CMF acusó recibo mediante el Oficio N°4.631, de 14 de enero de 2025.

El 22 de enero de 2025, la CMF dictó la Resolución Exenta N°977, rechazando el recurso de reposición interpuesto por nuestro representado y reafirmando que el cambio de titularidad de cuotas de un fondo de inversión no eximiría al adquirente del cumplimiento de la obligación contemplada en el artículo 199 de la LMV, por cuanto la operación configuraría una toma de control indirecto de la sociedad sujeta a dicha regulación.

Ante ello, con fecha 3 de febrero de 2025, nuestro representado interpuso un reclamo de ilegalidad ante la Ilma. Corte de Apelaciones de Santiago¹ en contra de la Resolución Exenta N°977 –que rechazó el recurso de reposición–, cuestionando la legalidad de la actuación de la CMF en los términos ya expuestos.

El 3 de septiembre de 2025, la Ilma. Corte de Apelaciones de Santiago dictó sentencia, rechazando el reclamo de ilegalidad. Nuestro representado dedujo recurso de apelación, elevando la causa a la Excm. Corte Suprema, donde se encuentra actualmente en tramitación².

En paralelo, con fecha 24 de diciembre de 2025, Michael Clark presentó un requerimiento de inaplicabilidad por inconstitucionalidad ante el Excmo. Tribunal Constitucional³, impugnando los artículos 54 y 199 de la LMV en relación con la gestión pendiente ante la Corte Suprema. El 30 de diciembre de 2025, la Primera Sala del Tribunal Constitucional acogió a trámite el requerimiento y decretó la suspensión del procedimiento en la gestión pendiente. Sin embargo,

¹ Rol N°73-2025.

² Rol N°39.715-2025

³ Rol N°17.241-25-INA.



con fecha 3 de febrero de 2026, la misma Primera Sala declaró inadmisibile este primer requerimiento, alzando en consecuencia la suspensión decretada.

Posteriormente, nuestro representado interpuso un segundo requerimiento de inaplicabilidad por inconstitucionalidad⁴, esta vez dirigido contra el artículo 97, inciso primero, letras a) y b) de la LMV, fue declarado inadmisibile con fecha 6 de mayo de 2026, alzándose por tanto la suspensión decretada.

I.4. La Formulación de Cargos

El 24 de enero de 2025, la Dirección General de Supervisión de Conducta de Mercado de la CMF formuló una denuncia, remitiendo los antecedentes del caso a la Unidad de Investigación de la CMF.

Ante ello, el 7 de abril de 2026, el Fiscal de la Unidad de Investigación emitió el Oficio Reservado UI N°400/2026, formulando cargos en contra de nuestro representado por supuestas infracciones a la obligación de someterse al procedimiento de OPA previsto en el artículo 199 de la LMV y a la obligación de informar la toma de control a que se refiere el artículo 54 de la misma ley.

Sin embargo, las imputaciones formuladas por la CMF carecen de todo asidero, por lo que este procedimiento debe culminar sin aplicación de sanción alguna, por las razones que se explicarán a continuación.

II. SOBRE LA FALTA DE CONCURRENCIA DE LOS REQUISITOS DE LEGALIDAD PARA EL EJERCICIO DE LA POTESTAD SANCIONATORIA EN EL PRESENTE CASO

II.1. Falta de configuración del tipo infraccional imputado

Existe consenso doctrinario y jurisprudencial en que tanto la sanción como los tipos infraccionales deben estar descritos en la ley, sin perjuicio de la colaboración reglamentaria que pueda existir para precisar aspectos accesorios, pudiendo imponerse sanciones únicamente previa instrucción de un procedimiento administrativo que garantice el derecho a defensa del administrado.

En este capítulo se demostrará que la imputación contenida en la Formulación de Cargos no satisface las exigencias constitucionales y legales que rigen el ejercicio de la potestad sancionatoria de la Administración, en particular las derivadas de los principios de legalidad y tipicidad, cuyo contenido ha sido progresivamente delimitado tanto por el Excmo. Tribunal Constitucional como por la Excma. Corte Suprema.

Como se sabe, las sentencias del Excmo. Tribunal Constitucional dictadas en causas roles N°s. 244 y 480 constituyen los pronunciamientos fundacionales del Derecho Administrativo Sancionador chileno. En ellas, el referido Tribunal sentó la doctrina capital conforme con la cual los principios de legalidad y tipicidad sientan una base irrenunciable: que toda conducta que se

⁴ Rol N°17.449-26-INA



pretenda ilícita debe estar expresamente definida y descrita en una norma de rango legal, impidiendo de raíz que la Administración pueda sancionar hechos no previstos en la norma acudiendo a semejanzas, extensiones analógicas o interpretaciones ampliatorias de los tipos infraccionales –aspecto sobre el cual se ahondará infra (§II.2)–.

Así, en sentencia dictada en causa rol N°244, indica el Tribunal que “[l]a legalidad se cumple con la previsión de los delitos e infracciones y de las sanciones en la ley, pero la tipicidad requiere de algo más, que es la precisa definición de la conducta que la ley considera reprochable, garantizándose así el principio constitucional de seguridad jurídica y haciendo realidad, junto a la exigencia de una ley previa, la de una ley cierta”⁵; agregando que “(...) la Constitución precisa de manera clara que corresponde a la ley y solo a ella establecer al menos el núcleo esencial de las conductas que se sancionan”⁶.

En idéntico sentido, en sentencia dictada en causa rol N°480, y tras dar cuenta de que el principio de legalidad resulta plenamente aplicable a la actividad sancionadora de la administración⁷, el Excmo. Tribunal Constitucional indicó que, si bien no se requiere que la conducta esté “completamente” descrita en el precepto legal, toda vez que se admite la colaboración reglamentaria, si se exige que la conducta se encuentre “expresamente” descrita en la ley⁸.

La Excma. Corte Suprema, por su parte, también ha recogido y desarrollado consistentemente la comprensión antes reseñada en torno al contenido y alcance de los principios de legalidad y tipicidad en el derecho administrativo sancionador.

Así, en sentencia dictada en causa rol N°8.568-2009, la Tercera Sala de la Corte Suprema sentenció que:

“(...) como expresión de la actividad administrativa estatal, la potestad sancionatoria debe primordialmente sujetarse al principio de legalidad, que obliga a todos los órganos del Estado a actuar con arreglo a la Constitución y a las normas dictadas conforme a ellas.

En el campo particular del derecho sancionatorio, el principio de la legalidad requiere que tanto las conductas reprochables como las sanciones con que se las castiga estén previamente determinadas en la ley. Este criterio rector encuentra su expresión más específica en otro principio que le sirve de complemento: el de la tipicidad, de acuerdo con el cual no resulta suficiente que la infracción se halle establecida en la ley, sino que a ello debe agregarse la exigencia de que ésta describa expresamente la conducta que la configura, con lo que se resguarda la garantía de la seguridad jurídica, desde que la descripción del comportamiento

⁵ Sentencia del Tribunal Constitucional (“STC”), de 26 de agosto de 1996, rol N°244-2006, considerando 10°.

Salvo indicación en contrario, todos los destacados han sido agregados.

⁶ Ibidem, considerando 12°.

⁷ STC, de 27 de julio de 2006, causa rol N°480-2006, considerando 5°.

⁸ Ibidem, considerando 17°.



indebido pone anticipadamente en conocimiento del destinatario cuál es el deber a que debe ceñirse en su actuar”⁹.

Dicho criterio ha sido reiterado en forma constante por parte del máximo tribunal. Así, en sentencia dictada en causa rol N°28.223-2019, la Excm. Corte Suprema ratificó que “(...) la potestad sancionatoria debe primordialmente sujetarse al principio de legalidad, lo cual implica que tanto las conductas reprochables como las sanciones con que se las castiga estén previamente determinadas en la ley”¹⁰.

Por último, la jurisprudencia más reciente de la Excm. Corte Suprema ha sido categórica en sostener que la sanción impuesta por un hecho que no se enmarca en los supuestos legales o reglamentarios descritos constituye un vicio de legalidad del acto administrativo.

Así, en sentencia dictada en causa rol N°53.828-2025, la Tercera Sala de la Corte Suprema resolvió que: “el hecho por el cual fue sancionado el reclamante es uno muy específico (...) hecho que no está descrito en las normas que se suponen infringidas y que tampoco se puede considerar que corresponda a un supuesto legal descrito por esas mismas normas (...) por lo que no se configura el supuesto que la normativa sanciona, incumpléndose así con el requisito de tipicidad de la conducta considerada como ilícito infraccional”¹¹. Y concluyó que “(...) al tener por configurada una infracción a las normas ya transcritas, por la ocurrencia de un hecho que no se enmarca dentro de los supuestos legales o reglamentarios descritos, la resolución reclamada incurre en una ilegalidad”¹².

De este modo, conforme con la jurisprudencia recién referenciada, es claro que la exigencia de tipicidad, como expresión del principio de legalidad aplicable a la actuación administrativa en general y al derecho administrativo sancionador en particular, impone que la norma describa con suficiente precisión la conducta reprochable, de modo que el administrado pueda conocer de antemano qué comportamientos le están prohibidos y cuáles son las consecuencias jurídicas de su inobservancia. La garantía de seguridad jurídica que subyace a este principio excluye la posibilidad de que la Administración configure ex post un ilícito infraccional que no tenía existencia normativa al momento de verificarse los hechos.

A la luz lo expuesto, es posible sostener que la imputación formulada en contra de esta parte adolece de un vicio de legalidad, por cuanto los hechos que se le reprochan no se encuadran dentro del tipo infraccional invocado por la autoridad administrativa.

En efecto, un examen detenido del Título XXV de la Ley 18.045 –incorporado por la Ley N°19.705– demuestra que el régimen de OPA obligatoria fue concebido exclusiva y excluyentemente para regular la adquisición de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas, sin que sus disposiciones contemplen –ni siquiera tangencialmente– la adquisición de cuotas de fondos de inversión como supuesto habilitante para el ejercicio de la potestad sancionatoria. Dicho de otro

⁹ Sentencia de la Corte Suprema (“SCS”), de 22 de julio de 2011, rol N°8.568-2009, considerando 7°.

¹⁰ SCS, de 5 de mayo de 2020, rol N°28.223-2019, considerando 9°.

¹¹ SCS, de 29 de diciembre de 2025, rol N°53828-2025, considerando 4°.

¹² SCS, de 29 de diciembre de 2025, rol N°53828-2025, considerando 5°.



modo, el marco legal aplicable no impone la obligación de realizar oferta pública de acciones respecto de fondos de inversión.

Así se desprende, ante todo, del propio artículo 199 de la LMV cuyo inciso primero circunscribe el ámbito de aplicación del procedimiento de OPA a “la adquisición, directa o indirecta, de acciones de una o más series emitidas por una sociedad anónima abierta”. Asimismo, las hipótesis específicas descritas en los literales a), b) y c) de la misma disposición¹³ ratifican que el legislador tuvo siempre a la vista un objeto preciso e inequívoco: títulos accionarios que confieren derechos potestativos sobre el gobierno de una sociedad anónima. En ninguna de dichas hipótesis se contempla la adquisición de cuotas de un fondo de inversión, público o privado, como hecho generador de la obligación de formular una OPA.

A la misma conclusión conduce el artículo 198 de la Ley 18.045, que delimita el perímetro objetivo del Título XXV, De la Oferta Pública de Adquisición de Acciones, al señalar que sus disposiciones se aplican a “las ofertas de compra de acciones” y a “valores convertibles en acciones”. Las cuotas de un fondo de inversión, que es la manera en que se expresan los aportes en un fondo de inversión¹⁴, no son acciones ni constituyen valores convertibles en acciones, sino que son títulos representativos de un crédito contra un patrimonio de afectación, carentes de derechos potestativos sobre sociedad alguna.

De este modo, pretender subsumir la adquisición de cuotas dentro de las categorías de los artículos 198 y 199 de la LMV importaría desnaturalizar el sentido de dichos preceptos y extender su alcance más allá de lo que su tenor literal y su contexto normativo autorizan.

Por su parte, el artículo 97 de la Ley 18.045 –norma que define el concepto de controlador sobre el que se estructura todo el Título XXV– exige copulativamente dos requisitos para considerar a una persona o grupo de personas como controlador: (i) que se trate de “toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta”, y (ii) que dicha persona o grupo “particip[e] en su propiedad”.

¹³ “Artículo 199.- Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta:

a) Las que permitan tomar el control de una sociedad;

b) La oferta que el controlador deba realizar de acuerdo a lo dispuesto en el 199 bis, siempre que en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad o de la serie respectiva, y

c) Si se pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra sociedad anónima abierta, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, se deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este Título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control”.

¹⁴ En este sentido, véase el artículo 33 de la Ley 20.712, sobre “Administración de fondos de terceros y carteras individuales y deroga los cuerpos legales que indica”, sobre Cuotas del fondo, que indica que “[l]os aportes quedarán expresados en cuotas del fondo, pudiendo existir distintas series de éstas para un mismo fondo”.



Ninguno de dichos requisitos se verifica en el presente caso, toda vez que un fondo de inversión privado no es una persona, ni natural ni jurídica, sino un patrimonio de afectación administrado por un tercero conforme a la ley y a su reglamento interno, según dispone expresamente el artículo 1° letra b) de la Ley 20.712, que define el término Fondo como “patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, cuya administración es de responsabilidad de una administradora”. Por lo demás, el adquirente de cuotas no participa en la propiedad de la sociedad anónima cuyos títulos integran el activo del fondo, toda vez que dichos títulos pertenecen al patrimonio separado del fondo y no al cuotahabiente, quien solamente es titular de un crédito contra dicho patrimonio.

A lo anterior se añade un obstáculo normativo insalvable que confirma que el legislador no previó –ni pudo razonablemente prever– la aplicación del régimen de OPA a operaciones sobre cuotas de fondos de inversión privados. En efecto, el artículo 93 de la Ley 20.712 prohíbe expresamente que las cuotas de los fondos de inversión privados sean objeto de oferta pública, al disponer lo siguiente:

“Artículo 93.- No Oferta Pública. No podrá hacerse oferta pública de las cuotas de fondos privados ni se podrá hacer publicidad o promocionar públicamente el servicio de administración de fondos privados. Tampoco se podrá promocionar públicamente información respecto de la rentabilidad o inversiones que se obtengan o realicen este tipo de fondos.

En cualquier tipo de comunicación o información que emitan administradoras de fondos privados, deberá necesariamente señalarse que se trata de fondos no regulados y no fiscalizados por la Superintendencia”.

De este modo, resulta jurídicamente imposible formular una OPA que comprenda las cuotas de un fondo de inversión privado como el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, toda vez que la propia ley veda la oferta pública respecto de dichos títulos.

Estos y otros aspectos, que dan cuenta de la improcedencia de efectuar una OPA tratándose de un fondo de inversión y, por tanto, de los cargos formulados al señor Michael Clark, son abordados con mayor detalle infra (§III.).

Así las cosas, no existiendo ni en la LMV, ni en la Ley 20.712, ni en ninguna otra norma de rango legal, un supuesto infraccional como el que acá se imputa, resulta claro que la Formulación de Cargos infringe el principio de legalidad y de tipicidad de la infracción, al iniciar un procedimiento administrativo sancionatorio por la supuesta transgresión de un deber de realizar OPA respecto de un fondo de inversión, que no se encuentra siquiera establecida como una conducta infraccional administrativa.

II.2. *En materia sancionadora, existe una prohibición absoluta de interpretar tipos infraccionales administrativos en términos analógicos*

En materia sancionadora administrativa, el principio de legalidad y su expresión de tipicidad imponen, además, una prohibición absoluta de extender, por vía analógica, los tipos



infraccionales a conductas no expresamente descritas y sancionadas por el legislador. Esta garantía, reconocida transversalmente por el Excmo. Tribunal Constitucional, la Excm. Corte Suprema y la Contraloría General de la República (“Contraloría”), constituye un límite infranqueable al ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración.

En efecto, el Excmo. Tribunal Constitucional ha consolidado de manera inequívoca la proscripción absoluta de la analogía en el ejercicio de la potestad administrativo-sancionadora. Esta doctrina se asienta sobre la base de que las prohibiciones en el derecho público son de “derecho estricto” y, por consiguiente, obligan únicamente a acatar los términos literales de su mandato.

Así, en primer lugar, en causa rol N°2.538¹⁵, el Excmo. Tribunal Constitucional estableció directamente que “(...) las prohibiciones en derecho público, son de derecho estricto y no obligan, por tanto, sino a respetar los términos de su mandato, el que no puede extenderse, por interpretación analógica, a otras situaciones que las expresamente descritas y sancionadas en la norma de que se trata”. De este modo, el Tribunal fija un estándar categórico, en el sentido de que el intérprete carece de competencia para ampliar el ámbito de aplicación de un tipo infraccional más allá de su tenor literal.

En este mismo orden de cosas, el Excmo. Tribunal Constitucional ha señalado que “la interpretación extensiva de la ley es perfectamente lícita, sin que quepa confundirla con la analogía. En aquélla, el caso está comprendido en la ley, pese a las deficiencias de lenguaje. En la analogía, en cambio, se parte de la base que el caso no está contemplado, pero se aplica a la situación porque se asemeja, o el caso es muy similar (...) A través de ella se transfiere una regla de un caso normado, a uno que no lo está, argumentando la semejanza existente”¹⁶. Por ello, ha indicado que “[l]a analogía vulnera la reserva legal, pues implica aplicar una ley a un caso no previsto expresamente”¹⁷.

*Del mismo modo, conforme con la jurisprudencia del Excmo. Tribunal Constitucional, los requisitos de derecho estricto sólo cabe aplicarlos en los términos precisos en que lo contempló la norma¹⁸. Indicándose además que la aplicación de limitaciones de derecho público “(...) debe dirigirse solamente a los casos expresa y explícitamente contemplados en la Constitución [o la ley], toda vez que se trata de preceptos de derecho estricto, y **no puede hacerse extensiva a otros, sea por similitud, analogía o extensión**, conforme al principio de interpretación restrictiva de los preceptos de excepción unánimemente aceptado por la doctrina, aplicado reiteradamente por este Tribunal”¹⁹.*

La Excm. Corte Suprema, por su parte, ha tenido el mismo criterio en la materia. En particular, cabe destacar la reciente sentencia, dictada en marzo del presente año, en donde la Tercera Sala

¹⁵ STC, de 9 de septiembre de 2014, causa rol N°2.538-13-INA, considerando 18°.

¹⁶ STC, de 14 de agosto de 2009, roles N°1.281-08-INA, considerando 24°. En el mismo sentido: STC, de 20 de mayo de 2010, rol N°1.351-09-INA, considerando 39°; y STC, de 20 de mayo de 2010, rol N°1.352-09-INA, considerando 39°.

¹⁷ 17 STC, de 30 de octubre de 2014, rol N°2.615-14-INA, considerando 27°.

¹⁸ STC, de 12 de mayo de 1989, rol N°67-89, considerando 7°.

¹⁹ STC, de 7 de diciembre de 1994, rol N°190-94, considerando 10°.



anuló las sanciones impuestas por el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia por interlocking horizontal, descartando categóricamente que existiera infracción al tipo perseguido, y rechazando de plano la posibilidad de efectuar interpretaciones de lege ferenda o por analogía.

En efecto, en relación con la posibilidad de extender el tipo infraccional imputado so pretexto de una interpretación finalista, el máximo tribunal fue categórico en señalar que ello no resulta procedente. Señala la Corte que “(...) so pretexto de ‘comprender el fin de la norma’ no está permitido al intérprete extender el tipo administrativo específico, desconociendo su tenor literal y correcto sentido”²⁰.

Y en cuanto a la consecuencia directa de una interpretación analógica –la creación de conductas ilícitas–, la Corte resolvió que ampliar “(...) el sentido y alcance de la sanción que se analiza, al extremo de ‘crear’ una nueva conducta ilícita”, es algo que “está vedado al intérprete en el ordenamiento jurídico, en resguardo del principio de legalidad”²¹. Asimismo, la Corte descartó de plano que pudiera recurrirse a teorías como el “principio de realidad” para ampliar el ámbito de aplicación del tipo, tratándose de normas cuya naturaleza sea de derecho estricto²².

Por último, resulta necesario tener presente que la interpretación finalista es restrictiva tratándose de sanciones administrativas. Y es que, si bien en el Derecho Público prima, como regla general, una interpretación finalista o teleológica de las normas, esta regla reconoce una excepción fundamental tratándose de sanciones, impuestos y demás normas restrictivas de derechos. En estos ámbitos, una interpretación finalista no puede llegar a desvirtuar la circunstancia de que solo pueden sancionarse las conductas que el legislador expresamente ha tipificado, sin que el intérprete pueda expandir analógicamente el ámbito de lo sancionable invocando los “fines” de la norma.

Dicho de otro modo, la interpretación teleológica no puede transformarse en una herramienta para suplir deficiencias de tipificación legislativa. Ello es precisamente lo que señala la Corte en los casos recién citados de interlocking; pero también, lo que ha sido reafirmado por la jurisprudencia de la Contraloría, en el sentido de que la interpretación administrativa no puede suplir el silencio de la ley.

En efecto, la Contraloría ha indicado que no resulta posible colmar vacíos legales mediante interpretaciones integradoras, al dictaminar que, ante la presencia de un vacío legal respecto de una materia, aquel “no puede llenarse por la vía de la interpretación administrativa”²³. Idéntico raciocinio, y con mayor razón, resulta aplicable al ámbito sancionador, quedándole vedada la posibilidad de crear o ampliar tipos infraccionales por vía interpretativa.

²⁰ SCS, de 2 de marzo de 2026, rol N°29.850-2025, considerando 9°; SCS, de 2 de marzo de 2026, rol N°21.436-2025, considerando 9°.

²¹ SCS, de 2 de marzo de 2026, rol N°29.850-2025, considerando 15°; SCS, de 2 de marzo de 2026, rol N°21.436-2025, considerando 15°.

²² SCS, de 2 de marzo de 2026, rol N°29.850-2025, considerando 16°; SCS, de 2 de marzo de 2026, rol N°21.436-2025, considerando 16°.

²³ Dictamen N° D230, de 2026.



De este modo, es claro que existe un consenso transversal en el Derecho chileno en torno a la prohibición absoluta de la analogía en materia sancionadora, cuestión que resulta directa y determinadamente aplicable al presente caso.

En efecto, tal como se indicó en el acápite precedente (§II.1), el Título XXV de la Ley 18.045 fue concebido para regular la adquisición de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas. Sus disposiciones –en particular, los artículos 198 y 199– no contemplan, ni expresa ni tácitamente, la adquisición de cuotas de fondos de inversión como supuesto habilitante de la obligación de formular una OPA. Tampoco el artículo 97, que define el concepto de controlador sobre el cual se estructura todo el régimen, resulta aplicable al caso, toda vez que exige copulativamente que se trate de una persona o grupo de personas que participe en la propiedad de la sociedad; requisitos que no concurren respecto del cuotahabiente de un fondo de inversión, que no es propietario de los activos del fondo sino titular de un crédito contra un patrimonio de afectación, administrado por un tercero.

Sin perjuicio de lo anterior, la Formulación de Cargos pretende extender analógicamente el ámbito de aplicación de dichas normas a una operación de naturaleza jurídica distinta –la adquisición de cuotas de un fondo de inversión privado–, equiparando, sin sustento normativo alguno, la posición de cuotahabiente con la de accionista y la adquisición de cuotas con la toma de control de una sociedad anónima.

En otras palabras, la autoridad administrativa ha procedido a transferir una regla de un caso normado –la adquisición de acciones– a uno que no lo está –la adquisición de cuotas de un fondo de inversión–, argumentando la semejanza existente entre ambas operaciones, lo cual constituye precisamente una interpretación por analogía, que se encuentra categóricamente proscrita del ámbito sancionador.

A ello se añade que la interpretación finalista o teleológica que pudiera invocarse para justificar la extensión del régimen de OPA a este supuesto resulta igualmente improcedente. Como se expuso, tratándose de normas sancionadoras –que son, por su naturaleza, de derecho estricto–, la interpretación teleológica no puede servir de vehículo para suplir deficiencias de tipificación legislativa ni para ampliar el ámbito de lo sancionable más allá de lo que el tenor literal de la norma autoriza. Y en el presente caso, y según se ahondará infra (§III.), ni siquiera concurren los fines que la regulación de OPA busca proteger.

En suma, la Formulación de Cargos incurre en una interpretación analógica proscrita por el ordenamiento jurídico, al pretender subsumir la adquisición de cuotas de un fondo de inversión privado en un tipo infraccional que contempla exclusivamente la adquisición de acciones de sociedades anónimas abiertas, y de este modo, configurar un ilícito infraccional no expresamente establecido en la normativa.

III. SOBRE LOS FUNDAMENTOS Y ALCANCE DE LA INAPLICABILIDAD DE LA OBLIGACIÓN DE REALIZAR OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES RESPECTO DE FONDOS DE INVERSIÓN



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

III.1. Inexistencia de una obligación legal de realizar OPA por parte de Fondos de Inversión Privados

En Chile, el régimen de OPA obligatoria es de derecho estricto, circunscribiéndose su ámbito de aplicación exclusivamente a la adquisición de acciones de sociedades anónimas abiertas.

Al respecto, el inciso primero del artículo 199 de la LMV es claro al delimitar el procedimiento de OPA a las “adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta”, sin incluir en ninguno de sus supuestos²⁴ la adquisición de cuotas de un fondo de inversión como un hecho generador de esta obligación.

Es más, el marco regulatorio que rige el mercado de valores chileno establece un tratamiento normativo diferenciado para los FIP, incorporando una regla especial que los exime de la obligación de realizar una OPA al transar sus cuotas. Esto, pues el artículo 93 de la Ley 20.712 es categórica al respecto, prohibiendo expresamente que se haga oferta pública de las cuotas de fondos privados.

Aquello tiene sentido –como se revisará infra– considerando que la adquisición de acciones, por una parte, y de cuotas de un FIP, por la otra, pertenecen a regímenes jurídicos distintos y otorgan derechos de naturaleza diametralmente opuesta.

En consecuencia, exigir el sometimiento al procedimiento contemplado en el Título XXV de la LMV para la adquisición de cuotas de un FIP constituye una imposición contra legem, que somete al regulado a un deber jurídicamente imposible de cumplir, y que desconoce la racionalidad económica y técnica que subyace a la decisión del legislador de excluirlos del régimen de OPA obligatoria.

Esto, pues el principio rector de toda OPA es la par conditio o igualdad de trato entre accionistas, lo que exige ofrecer un precio idéntico y justo a todos los tenedores de valores de una misma clase²⁵. Aquello, sin embargo, resulta imposible de alcanzar respecto de las distintas cuotas de un FIP, al resultar técnicamente inviable determinar un precio de cuota de fondo que sea equivalente al precio de una acción de sociedad anónima bursátil.

Como se ha adelantado, y se detallará infra, a diferencia de las acciones –que constituyen un título individual de propiedad sobre el capital de una sociedad operativa– un FIP es un patrimonio de afectación que contiene una multiplicidad de activos y pasivos, costos de administración y comisiones de gestión.

²⁴ “a) Las que permitan tomar el control de una sociedad;

b) La oferta que el controlador deba realizar de acuerdo a lo dispuesto en el 199 bis, siempre que en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad o de la serie respectiva, y

c) Si se pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra sociedad anónima abierta, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, se deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este Título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control”.

²⁵ Historia de la Ley N°19.705. Mensaje, p. 5.



En ese contexto, para fijar un precio equivalente que cumpla con la normativa de las OPA obligatorias, se requeriría una tasación individual de todos los activos del fondo, restar las deudas, deducir los costos de la administradora, entre otras operaciones que resultan imposibles de realizar atendida la especial naturaleza del Fondo²⁶. Cabe señalar, además, que la LMV no contempla fórmula alguna –ni pudo contemplarla– para realizar este desglose, lo que se explica, principalmente, en lo injustificado de generar simetrías de precios en un instrumento que, por su naturaleza, no lo permite.

Es así, que la exigencia de una OPA en este caso sitúa a nuestro representado ante una paradoja jurídica de la que es imposible salir sin infringir el ordenamiento, por cuanto, por una parte, efectuar una OPA incluyendo las cuotas del fondo contravendría la prohibición absoluta del artículo 93 de la Ley 20.712, que veda la oferta pública de cuotas de fondos privados; y, por la otra, efectuar la OPA excluyendo las cuotas, violaría irremediablemente la par conditio que rige a las sociedades anónimas abiertas y que justifica el régimen de OPA obligatoria.

En palabras de Carlos Peña,

“(...) la única forma de efectuar una oferta pública de compra de las acciones de Azul Azul en este caso, habría exigido excluir a aquellas que integran el patrimonio de Tactical Sport porque de otra forma se había hecho oferta pública relativa a las cuotas, contraviniendo el artículo 93 de la ley 20712. Ahora bien, como habría sido ilegal formular una oferta a los accionistas de Azul Azul que incluyera a Tactical Sport desde que se encuentra prohibido ofertar la adquisición de las cuotas de esta última, la única forma posible habría sido que la oferta la excluyera; pero ¿podría haberse formulado una oferta pública de compra de acciones de Azul Azul excluyendo de ella a Tactical Sport? Tampoco, porque algo así hubiera equivalido a formular una oferta pública infringiendo la par conditio que es lo que en el derecho nacional y comparado se protege mediante la oferta pública de adquisición, o por esta vía se hubieran transformando las acciones que integran el patrimonio organizado como fondo de inversión privado en un objeto fuera del comercio”²⁷.

Por dicha razón, el reproche de la Comisión presente en la Formulación de Cargos carece de justificación, pues pretende forzar una conducta que el derecho vigente no admite en ninguna de sus formas.

En efecto, la Formulación de Cargos carece de todo fundamento legal, por cuanto el régimen de OPA obligatoria contemplado en el Título XXV de la LMV fue concebido exclusivamente para regular la adquisición de acciones de sociedades anónimas abiertas, sin que sus disposiciones – en particular, los artículos 198 y 199– contemplen la adquisición de cuotas de fondos de inversión privados como supuesto habilitante de dicha obligación. A ello se suma la prohibición expresa del artículo 93 de la Ley 20.712, que veda la oferta pública de cuotas de fondos privados,

²⁶ Ferreiro, Alejandro. 2025. Informe en derecho: ¿Es exigible una OPA en relación a la adquisición por Inversiones Antumalal Ltda. del 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport?, p. 17.

²⁷ Peña, Carlos. Informe en derecho: Azul Azul y Comisión para el Mercado Financiero, p. 12.



tornando jurídicamente imposible el cumplimiento del deber que la CMF pretende imponer, sin configurarse –de ese modo– el supuesto infraccional invocado.

III.2. *Los derechos de los accionistas minoritarios que la OPA busca proteger no se ven afectados en este caso*

La imposición de una OPA en una operación constituye un mecanismo instrumental diseñado por el legislador para proteger intereses jurídicos específicos. Esto, pues la Ley N°19.705 nació con el objetivo de evitar que los beneficios derivados de un cambio de control en una sociedad anónima abierta queden radicados exclusivamente en los accionistas mayoritarios, en desmedro de los minoritarios²⁸.

En ese contexto, como se ha visto, la regulación busca asegurar el principio de par conditio o trato igualitario, permitiendo que el minoritario participe del mayor valor económico de la transacción en igualdad de condiciones de precio e información; y evalúe su permanencia en la sociedad ante un cambio trascendental en las políticas de negocios y administración.

Sin embargo, para que los objetivos antes descritos se activen, la ley exige, como presupuesto fáctico ineludible, la adquisición, directa o indirecta, de acciones emitidas por una sociedad anónima abierta, cuestión que, tal como se ha revisado, no concurre en este caso.

En efecto, en este caso, la titularidad de las acciones de Azul Azul no ha cambiado, pues las acciones que detentaba Tactical Sport antes del 13 de diciembre de 2024 continúan siendo de propiedad del mismo Fondo con posterioridad a dicha fecha. Esto, por cuanto nuestro representado, a través de Antumalal, no ha adquirido ni un solo título accionario de Azul Azul, sino que adquirió cuotas de participación en un patrimonio de afectación.

Así, dado que las acciones de Azul Azul no han sido objeto de transacción alguna, la posición de los accionistas minoritarios de la sociedad permanece estrictamente idéntica, por cuanto la operación se limitó al mercado de cuotas del fondo y, desde la perspectiva de Azul Azul, su accionista controlador sigue siendo Tactical Sport, cuya administración es ejercida de manera autónoma e indelegable por la Administradora, conforme al mandato legal de la Ley 20.712.

Lo anterior se ve confirmado al examinar el impulso legislativo que dio origen al régimen de OPA obligatoria, que se encuentra en el denominado Caso Chispas²⁹, y en el que los ejecutivos de Enersis S.A. acordaron la venta de la compañía a Endesa España, distribuyendo el premio por control exclusivamente entre los accionistas de acciones clase B –que representaban apenas el 0,06% del capital social, pero ejercían el control –en comparación con las acciones clase A³⁰.

Así, el problema que motivó la intervención legislativa fue, en su raíz, una inequidad entre accionistas de una sociedad anónima abierta en el reparto del premio por control. En consonancia con lo anterior, el Mensaje presidencial fijó cuatro objetivos, todos referidos

²⁸ Historia de la Ley N°19.705. Mensaje, p. 4-5.

²⁹ Según consta en diversas intervenciones en la Historia de la Ley N°19.705.

³⁰ Agosín, Manuel y Pastén, Ernesto. “Corporate Governance in Chile”. Documentos de Trabajo (Banco Central de Chile), N°209, 2003, pp. 8-9.



exclusivamente a acciones de sociedades anónimas abiertas: (i) mejorar la regulación sobre tomas de control de “sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones”; (ii) establecer un marco orgánico para las OPA; (iii) tipificar conductas ilícitas relacionadas con información privilegiada; y (iv) mejorar las disposiciones de OPA para mayor claridad³¹. A su turno, el entonces Subsecretario de Hacienda, don Manuel Marfán, definió como elementos centrales el reparto justo del “premio por control incorporado en el precio de las acciones” y la transparencia de la información para evitar asimetrías³².

El bien jurídico que la OPA pretende tutelar –evitar que el premio por control quede radicado exclusivamente en el vendedor mayoritario– simplemente no existe tratándose de las cuotas de un FIP: no existe un “precio de acción” en la cuota, no hay “premio por control” en un instrumento que no confiere derechos de gobierno corporativo, y la transparencia buscada se refiere a la posición del accionista frente a un nuevo controlador de su sociedad.

En suma, los cargos formulados por la CMF resultan también improcedentes desde la perspectiva de los bienes jurídicos que la OPA obligatoria pretende tutelar. En efecto, dado que la titularidad de las acciones de Azul Azul no ha variado (continuando radicadas en el patrimonio del Fondo), los accionistas minoritarios de la sociedad no han experimentado ninguna modificación en sus derechos, su información ni su posición frente a un eventual cambio de control. La operación se ejecutó exclusivamente en el mercado de cuotas del fondo, sin afectar en modo alguno la estructura accionaria de Azul Azul ni la posición relativa de sus accionistas, es que no se verifica el supuesto de hecho que justifica la imposición del procedimiento de OPA, por lo que la Formulación de Cargos carece asimismo de sustento material.

III.3. La naturaleza jurídica del Fondo impide que pueda efectuarse OPA a su respecto

La imputación de la CMF en la Formulación de Cargos desconoce la estructura jurídica fundamental de los FIP en Chile, pretendiendo aplicar categorías diseñadas para sociedades a una entidad que carece de personalidad jurídica.

Como ha sido adelantado, un fondo de inversión privado –como Tactical Sport– es, por definición legal, un “patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita”³³. En otras palabras, un FIP no constituye una persona natural ni jurídica, sino exclusivamente un conjunto de bienes. Dicha naturaleza jurídica resulta incompatible con el concepto de controlador que regula el artículo 97 de la LMV, que lo define como “toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad”. En ese sentido, al no constituir una persona –o un grupo de personas–, el Fondo (como patrimonio de afectación) no puede ser identificado como un controlador capaz de adquirir derechos y contraer obligaciones por sí mismo, ni de detentar el control de una sociedad en los términos que exige el artículo 199 de la LMV para someter una

³¹ Historia de la Ley N°19.705. Mensaje, p. 3.

³² Historia de la Ley N°19.705. Informe de la Comisión de Hacienda, sesión ordinaria N°31, Cámara de Diputados, p. 29.

³³ Artículo 1° letra b) de la Ley 20.712.



operación al procedimiento de OPA. Así, [a]tribuir al aportante mayoritario de un fondo la condición de controlador para los efectos del artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores, (...) supone considerar que un fondo es persona, y no un patrimonio de afectación administrado por un tercero de acuerdo a la ley, al reglamento del fondo y con sujeción a la responsabilidad fiduciaria que le es propia”³⁴. Por su parte, cabe señalar que el ámbito de control que exige la LMV resulta ajeno al Fondo y resulta, exclusivamente, aplicable a las sociedades anónimas abiertas. Esto, por cuanto la adquisición de cuotas de un FIP –a diferencia de la adquisición de acciones de una sociedad anónima abierta– no confiere a su titular derechos potestativos sobre los activos que componen el fondo y, en consecuencia, no otorgan control jurídico. En este caso, las cuotas del Fondo representan un crédito contra un patrimonio de afectación (y no la propiedad directa de los bienes que lo integran). Así, el aportante se hizo dueño de las cuotas, pero los títulos accionarios de Azul Azul se mantuvieron legalmente en un patrimonio separado del fondo.

Aquello es relevante, por cuanto, a diferencia de las acciones, que vinculan indisolublemente la propiedad y el control, las cuotas de un fondo no otorgan facultades de administración ni derechos políticos sobre la sociedad subyacente³⁵, existiendo una separación funcional entre propiedad y administración, careciendo por tanto el dueño de las cuotas de un FIP de la potestad normativa de participar en las decisiones sociales de la empresa en la que el fondo invierte.

Dicha conclusión es consistente en el derecho comparado, al equipararse, por ejemplo, los fondos de inversión privado con la figura del trust. Así, “(...) en la literatura se discute si acaso el trust es una variación del derecho de obligaciones o una modalidad del derecho de dominio o una combinación de ambos; pero la separación entre el beneficiario y el trustees está admitida sin excepciones, al igual como ocurre en el fondo de inversión, al extremo que si el cuota habiente tiene derechos de control la figura se desnaturaliza y se le hace responsable directo”³⁶.

La Corte Suprema de los Estados Unidos ha ratificado esta posición, estableciendo justamente que el criterio determinante para distinguir un trust de una asociación es precisamente la ausencia de derechos de control de los beneficiarios sobre la gestión del patrimonio³⁷.

En el mismo sentido, el derecho de valores estadounidense reconoce que la separación entre aportante y gestor es un rasgo estructural definitorio de los vehículos de inversión colectiva. Así, la Corte Suprema de los Estados Unidos³⁸, ha señalado que un esquema de inversión se caracteriza precisamente porque el inversor aporta capital esperando rendimientos que dependen exclusivamente del esfuerzo de un tercero –el administrador– sin ejercer control sobre la gestión. En el caso que nos convoca, el cuotahabiente ocupa exactamente la posición del inversor en este esquema, aportando capital, pero careciendo de control sobre la gestión de los activos, y dependiendo del desempeño del administrador. Pretender que ese cuotahabiente es,

³⁴ Ferreiro, Alejandro. Op. Cit., p. 20.

³⁵ Peña, Carlos. Op. Cit., p. 6.

³⁶ Ibid., p. 4.

³⁷ U.S. Supreme Court. *Morrissey v. Commissioner*, 296 U.S. 344 (1935)

³⁸ U.S. Supreme Court. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).



al mismo tiempo, el controlador de los activos subyacentes contradice la lógica misma que el derecho comparado utiliza para caracterizar este tipo de vehículos.

Esto, en consecuencia, impide que una operación sobre cuotas de un FIP pueda calificarse como una adquisición de acciones que permita tomar el control de acuerdo con el artículo 199 letra a) de la LMV –a diferencia del régimen aplicable a las sociedades anónimas abiertas, en que “la transferencia de los títulos supone, a la vez, transferir la titularidad del crédito y el derecho potestativo que lleva adscrito”³⁹–.

A ello se suma, que, por mandato legal expreso, la gestión y representación de los activos de un fondo corresponden exclusivamente a su sociedad administradora, quien tiene plena autonomía en dicha labor y ejerce sus derechos políticos.

En efecto, el artículo 1° letra a) de la Ley 20.712 establece que la sociedad administradora “(...) es responsable por la administración de los recursos del fondo por cuenta y riesgo de los aportantes”, asumiendo los derechos políticos del Fondo.

Por esta razón, la esencia de la OPA –regular las transferencias de derechos políticos para proteger a los accionistas minoritarios– se ve trabada por expresa disposición legal al intentar aplicarse al Fondo, ya que tales derechos los detenta la Administradora de forma autónoma, participando en las juntas de accionistas y ejerciendo el poder de voto de las acciones que componen la cartera. En otras palabras, la Administradora ejerce el control normativo para incidir en el gobierno corporativo, no resultando relevante –para efectos de configurar la obligación de realizar una OPA– la posición fáctica que puedan adquirir los aportantes del Fondo.

En ese sentido, el hecho de que una mayoría de aportantes pueda eventualmente proponer la sustitución de la Administradora –según el reglamento interno del Fondo– no altera la naturaleza jurídica del control, por cuanto los derechos políticos seguirán siendo ejercidos por la nueva administradora que se designe, siempre bajo un mandato legal autónomo e indelegable⁴⁰.

Así las cosas, la naturaleza jurídica del Fondo, en cuanto patrimonio de afectación carente de personalidad jurídica, resulta radicalmente incompatible con el concepto de controlador definido en el artículo 97 de la LMV y con el régimen de OPA obligatoria del artículo 199 del mismo cuerpo legal. Siendo la administración y los derechos políticos ejercidos de forma exclusiva, autónoma e indelegable por la sociedad administradora, y no por los cotahabientes, la adquisición de cuotas por parte de Antumalal no implicó ni legal ni fácticamente la adquisición del control de Azul Azul en los términos que la ley exige para someter una operación al procedimiento de OPA. En consecuencia, los cargos formulados en este punto adolecen de un error fundamental en la calificación jurídica de la operación y del vehículo a través del cual esta se estructuró.

La conclusión anterior encuentra respaldo adicional en la propia práctica de esta autoridad en materia de control indirecto. En efecto, en el caso SQM/Pampa Calichera, el año 2016, la entonces Superintendencia de Valores y Seguros estableció que el estándar para determinar si

³⁹ Peña, Carlos. Op. Cit., p. 6.

⁴⁰ Ferreiro, Alejandro. Op. Cit., p. 9.



una adquisición indirecta gatilla la obligación de OPA es si el adquirente puede “asegurar la elección de integrantes del Directorio (...) en una cantidad y calidad suficiente para que ellos puedan dominar la toma de decisiones” del órgano societario⁴¹.

Este estándar –fijado por la propia CMF– resulta estructuralmente imposible de satisfacer a través de la adquisición de cuotas de un FIP, porque el cuotahabiente carece de derechos de voto en las juntas de accionistas de la sociedad subyacente. Quien ejerce esos derechos es, por mandato legal contemplado en el artículo 1° letra a) de la Ley 20.712, la sociedad administradora del fondo, con plena autonomía.

En otras palabras, aplicando el propio criterio de esta autoridad, la adquisición de cuotas de Tactical Sport no confiere la capacidad de asegurar la elección de directores de Azul Azul, porque esa facultad pertenece exclusivamente a la Administradora del Fondo.

III.4. *La exclusión de los fondos de inversión privados del régimen de OPA fue una opción deliberada del legislador, no existiendo vacío normativo alguno en la materia*

Como se sabe, en el año 2000, la Ley N°19.705 no solo introdujo el régimen de OPA, sino que también incluyó reformas sustanciales a la Ley N°18.815, que regulaba los fondos de inversión (“Ley 18.815”) antes de la entrada en vigor de la Ley 20.712.

En dicha oportunidad, el legislador reguló de manera coordinada ambas materias, introduciendo expresamente los supuestos de OPA obligatoria, mediante la incorporación del Título XXV a la LMV, circunscribiendo su aplicación a las sociedades anónimas abiertas y excluyendo –como se ha visto– a los fondos de inversión privados. En dicha instancia, se regularon otras cuestiones relativas a los FIP, pero nada se señaló respecto de la exigencia de OPA obligatoria, la que quedó reservada para otros supuestos.

Posteriormente, con la reforma introducida mediante la Ley 20.712, que reemplazó el régimen aplicable a los fondos de inversión, se estableció una exclusión expresa a la oferta pública de las cuotas de fondos privados, mediante la incorporación del ya mencionado artículo 93.

En ese sentido, el hecho de haber regulado simultáneamente la OPA obligatoria en sociedades anónimas abiertas y el funcionamiento de los fondos de inversión, y haber decidido –pese a ello– circunscribir la obligación de OPA exclusivamente a la adquisición de acciones y valores convertibles en acciones –excluyendo expresamente a los fondos de inversión privados–, da cuenta de una voluntad manifiesta del legislador de no incluir a los FIP en el régimen de OPA obligatoria, atendido su especial régimen jurídico.

Aquello implica, en consecuencia, que no existe laguna o vacío legal alguno que deba ser completado, sino que, por el contrario, el legislador reguló de forma concreta los supuestos en que resulta exigible la OPA obligatoria. En ese contexto, pretender incorporar otros supuestos al régimen mediante un ejercicio de interpretación analógica de la norma implicaría ir más allá de la voluntad del legislador, cuestión que resulta jurídicamente inadmisibles.

⁴¹ Oficio Ordinario N°29.632, de 22 de noviembre de 2016, de la Superintendencia de Valores y Seguros.



Esto es especialmente relevante considerando que, tal como señala el Mensaje de la Ley N°19.705, el objetivo de aquella era contar con “mecanismos de regulación prudente y mínima”⁴², lo que impide en consecuencia realizar interpretaciones extensivas de la normativa, sobre todo en aquellos casos –como el presente– en que la propia naturaleza jurídica de los instrumentos impide la utilización de mecanismos propios de las sociedades anónimas.

Es dicha circunstancia la que, además, da cuenta de la improcedencia de sostener una eventual interpretación en el sentido de que la adquisición de las cuotas de un fondo de inversión implicaría la adquisición indirecta del control de una sociedad, por cuanto, aquello supondría extender los supuestos de aplicación de la OPA obligatoria y, además, desconocería el hecho evidente de que, en cualquier caso, el control normativo de los fondos de inversión recae sobre la Administradora, y no sobre los propietarios de las cuotas.

Por último, cabe recalcar que, si el legislador hubiese buscado que los cambios de titularidad en los fondos de inversión gatillaran una OPA, lo habría dispuesto expresamente, tal como lo hizo en el literal c) del artículo 199 de la LMV para la adquisición del “control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra sociedad anónima abierta, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado”.

En suma, la exclusión de los fondos de inversión privados del régimen de OPA obligatoria no constituye un vacío normativo susceptible de ser integrado por vía interpretativa, sino una decisión deliberada y consciente del legislador, adoptada precisamente en el contexto de la Ley N°19.705 que introdujo dicho régimen, y ratificada con la dictación de la Ley 20.712, que incorporó la prohibición expresa de oferta pública respecto de cuotas de fondos privados. Pretender, como lo hace la Formulación de Cargos, extender el ámbito de aplicación de la OPA obligatoria a operaciones sobre cuotas de fondos de inversión privados, constituye una interpretación analógica expresamente proscribida en materia sancionatoria y una trasgresión a la voluntad manifiesta del legislador. En consecuencia, no existiendo norma legal que imponga la obligación cuyo incumplimiento se le reprocha a nuestro representado, los cargos formulados deben ser íntegramente desestimados.

IV. LA ACTUACIÓN DE LA COMISIÓN EN EL PROCEDIMIENTO DEL AÑO 2021 GENERÓ LA CONFIANZA LEGÍTIMA DE QUE EL FONDO NO DEBÍA EFECTUAR UNA OPA, ANTE LO CUAL, DE BUENA FE, ESTA NO FUE REALIZADA

El principio de protección de la confianza legítima –derivado de la garantía constitucional de seguridad jurídica– constituye un límite sustantivo al ejercicio de las potestades públicas, incluida la potestad sancionatoria. Su contenido ha sido progresivamente desarrollado por la jurisprudencia de la Excm. Corte Suprema, la Contraloría y la doctrina especializada.

La Excm. Corte Suprema ha sostenido que este principio “(...) exige que se mantengan las situaciones que han creado derechos a favor de sujetos determinados, quienes confían en la continuidad de las relaciones surgidas de actos firmes de la Administración”⁴³. Asimismo, ha

⁴² Historia de la Ley N°19.705. Mensaje, p. 4.

⁴³ SCS, 28 de mayo de 2019, rol N°2.514-2019, considerando 7°.



resuelto que “la estabilidad de la inversión particular descansa en el análisis de la autoridad, circunstancia que se encargó de precisar y reglamentar expresamente el legislador, remarcando los conceptos generales de presunción de legalidad, confianza legítima y hecho propio de la autoridad administrativa”⁴⁴.

En el mismo sentido, la Contraloría ha dictaminado que “en virtud del principio de confianza legítima, quienes adquirieron derechos de buena fe dentro del procedimiento administrativo, no pueden ver afectadas situaciones jurídicas consolidadas a consecuencia de las actuaciones de los órganos de la Administración”⁴⁵.

La doctrina ha precisado el contenido de este principio indicando que la confianza legítima digna de protección es aquella “(...) generada por la propia Administración, de forma que el titular del acto tenía motivos para confiar en la estabilidad del contenido jurídico autorizado o permitido por el acto administrativo”⁴⁶. En términos más amplios, se ha señalado que el principio de protección de la confianza legítima se traduce en “(...) una garantía del ciudadano que ha acomodado su actuación a como legítimamente podía suponerse que iba a actuar la Administración ponderando los precedentes, la legalidad aplicable, y las situaciones ya consolidadas”⁴⁷.

Por lo demás, la literatura ha propuesto una taxonomía de cuatro escenarios que permite identificar qué tipo de protección resulta procedente en cada caso, en función de la naturaleza de la confianza creada y de la intensidad del perjuicio que su defraudación produce. Aunque el marco ha sido elaborado a partir de la jurisprudencia inglesa, resulta útil como herramienta analítica para sistematizar los criterios que también ha venido construyendo la jurisprudencia chilena y a los cuales se ha hecho referencia⁴⁸.

Un primer escenario es el de la promesa comunicada directamente al individuo, en donde evidentemente la protección a la confianza legítima del destinatario es la más intensa. Pero un segundo escenario, que es aquel donde nos encontramos en el presente caso, es el aquel que concurre en caso de incumplimiento de la política propia, esto es, cuando la Administración actúa de modo incongruente con sus criterios previos, publicados o establecidos. Se trata del supuesto más cercano al precedente administrativo, requiriéndose su abordaje, además, como un problema de razonabilidad del cambio, esto es, que el órgano debe explicar por qué se aparta de la política respecto a la cual él mismo generó una determinada expectativa –cuestión que, como veremos, no se ha verificado en el presente caso—. Por último, otro supuesto de confianza legítima, de menor intensidad, son aquellos que concurren ante cambios de política sin medidas

⁴⁴ SCS, 13 de enero de 2020, rol N°20.741-2019, considerando 7°.

⁴⁵ Dictamen N°610, de 2000. En el mismo sentido, dictámenes N°s 19.025, de 2015; 73.967 y 462, ambos de 2014; 60.958, 51.775, 49.863, 38.825 y 16.730, todos de 2013; 7.430, de 2012, 75.915, 6.518, 4.212 y 75.915; todos de 2011, 57.284, de 2010; 41.190 y 5.156; ambos de 2009; 8.617, de 2008, y 54.179, de 2004, entre otros.

⁴⁶ Iglesias, Felipe. *La revocación de actos administrativos favorables*, Tirant lo Blanch, 2017, p. 233.

⁴⁷ Martínez Moya, José Antonio. *El principio de la confianza legítima en la actuación de la Administración. Su origen y tratamiento jurisprudencial*, Diego Marín Librero Editor, Murcia, 2012, p. 141.

⁴⁸ Bell, J. *The Anatomy of Administrative Law*, Hart Publishing, Oxford, 2020, cap. 5, pp. 130-170.



transitorias para un grupo, y de declaración pública de intención no dirigida a ningún destinatario específico.

En este contexto, es posible sostener que la propia actuación de la CMF durante el procedimiento de OPA del año 2021 generó en nuestro representado la confianza legítima de que la adquisición de cuotas de un fondo de inversión privado no gatillaba la obligación de efectuar una OPA.

En efecto, como consta de los antecedentes de hecho ya reseñados, durante el procedimiento de la OPA de 2021 la CMF adoptó una serie de actuaciones formales que, en su conjunto, constituyen un precedente inequívoco sobre la posición de la autoridad respecto de la relación entre los fondos de inversión privados y el régimen de OPA obligatoria. Dichas actuaciones pueden sintetizarse de la siguiente manera:

- (i) *Mediante el Oficio Ordinario N°28.435, de 3 de mayo de 2021, la CMF señaló expresamente que, a los fondos de inversión privado, dada su naturaleza jurídica de patrimonio de afectación, no le son aplicables las disposiciones de la LMV relativas al control de sociedades anónimas. En efecto, indica el referido Oficio:*

“(...) el Oferente es un fondo de inversión privado y que, por tanto, en su calidad de tal, dado su naturaleza jurídica de patrimonio de afectación, no le son aplicables las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores relativas al control de sociedades anónimas, y en especial el artículo 97 de ésta, en relación a personas naturales o jurídicas que pudieran ejercer el control del Oferente”.

Cabe notar que en esta oportunidad la CMF no formuló observación alguna sobre la necesidad de que la operación se sometiera al régimen de OPA obligatoria en lo que respecta a las cuotas del Fondo.

- (ii) *Mediante el Oficio Ordinario N°34.287, de 20 de mayo de 2021, la CMF reiteró su posición respecto de la imposibilidad de considerar a la Administradora como controladora del Fondo e instruyó incluir en el prospecto los antecedentes económicos y financieros del aportante mayoritario. En este sentido, señala expresamente dicho Oficio:*

“(...) debe considerarse como claramente se expone en el Oficio Ordinario N°28.435 que, el artículo 97 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores define al controlador como una persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta respecto de una sociedad, que participe en su propiedad y tenga poder para realizar determinadas actuaciones en el ámbito de la administración, y considerando que el Oferente corresponde a un Fondo de Inversión Privado y que la administradora no participa en la propiedad del mismo, esta última no resulta ser la controladora del Fondo”.



Nuevamente, la CMF se limitó a solicitar correcciones al prospecto en materia de información sobre la estructura de propiedad, sin formular observación alguna sobre la necesidad de que la operación se sometiera al régimen de OPA obligatoria en lo que respecta a las cuotas del Fondo.

- (iii) *Finalmente, en mayo de 2021, la CMF tramitó y aprobó el prospecto final de la OPA –en el que constaba expresamente que la Administradora no tenía participación en el capital del Fondo y que las cuotas se distribuían entre Asesorías e Inversiones Sartor S.A. y Antumalal–.*

Y es que, en las propias palabras de la CMF, atendida la “particular situación del oferente”, en el acápite referido al controlador del oferente señaló expresamente que “el Oferente es un fondo de inversión privado y que, por tanto, en su calidad de tal, dado su naturaleza jurídica de patrimonio de afectación, no le son aplicables las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores relativas al control de sociedades anónimas, y en especial el artículo 97 de ésta, en relación a personas naturales o jurídicas que pudieran ejercer el control del Oferente”.

Lo anterior, nuevamente, fue efectuado sin hacer reparo alguno sobre la estructura de propiedad indirecta del Fondo ni exigir que futuras transferencias de cuotas debieran someterse al procedimiento de OPA.

De este modo, de la secuencia descrita se desprende con meridiana claridad que aun cuando la CMF tuvo pleno conocimiento de la estructura de propiedad del Fondo, de la existencia de aportantes específicos y de la posibilidad de que las cuotas fueran objeto de transferencia, en ningún momento señaló que una eventual adquisición de cuotas del Fondo pudiera dar lugar a la obligación de formular una OPA. Por el contrario, la autoridad administrativa fue explícita en excluir la aplicación de las normas de la LMV para el caso de fondos de inversión; y, además, dio por sentado, implícita pero inequívocamente, que la transferencia de cuotas del Fondo no se encontraba sujeta al régimen del Título XXV de la LMV.

Dicha conducta de la autoridad constituye un acto propio de la Administración que, conforme con la doctrina y jurisprudencia uniformes, genera en el administrado una confianza legítima digna de protección. Ello, pues fue el recién referido criterio, consistente en requerir únicamente información sobre la estructura de propiedad y control del Fondo sin exigir OPA, el que guió la conducta de nuestro representado y de los demás intervinientes en la operación.

Sin embargo, el 26 de diciembre de 2024, mediante Oficio Ord. N°170.499, la CMF modificó radicalmente su posición, sosteniendo por primera vez que la adquisición de cuotas del Fondo configuraría una toma de control indirecto sujeta al régimen de OPA obligatoria de conformidad con la LMV. Este cambio de criterio interpretativo, aplicado por lo demás a una operación ya consumada, vulnera frontalmente el principio de confianza legítima y la prohibición de venire contra factum proprium.



La jurisprudencia ha sido enfática en sancionar este tipo de conductas. La Ilma. Corte de Apelaciones de Santiago ha sostenido que la doctrina de los actos propios “proclama el principio general de derecho que norma la inadmisibilidad de actuar contra los propios actos cuando este actuar daña a la contraparte. Constituye un límite al ejercicio de un derecho subjetivo, por aplicación del principio de buena fe y, particularmente, de la exigencia de observar un comportamiento coherente por parte de la autoridad regulatoria”⁴⁹. En tal sentido, ha precisado que lo que se sanciona “no es el legítimo derecho de cambiar de opinión, sino lo inadmisibile que aparece un actuar en principio lícito, pero objetivamente contradictorio respecto del propio comportamiento anterior efectuado por el mismo sujeto”⁵⁰.

Aún más, la Excm. Corte Suprema ha declarado ilegal la actuación de la Administración cuando esta actúa contra hecho propio⁵¹; precisando que la doctrina de los actos propios:

“(…) ha sido recogida en diversas disposiciones de nuestro Código Civil, como los artículos 1683, 1481, 1546, la que tiene su origen en uno de los puntales de nuestro sistema jurídico, esto es el principio de la buena fe. En efecto, la conducta contraria o disociada a una previa, por acción u omisión, importa una contravención al mencionado principio, toda vez que ante una misma situación jurídica la parte modifica su actuar con el objeto de obtener un beneficio en un litigio, apartándose del proceder que antes mantuvo. En otras palabras, el efecto que produce la teoría en mención es, fundamentalmente, que una persona no puede sostener con posterioridad, por motivos de propia conveniencia, una posición jurídica distinta a la que tuvo durante el otorgamiento y ejecución del acto, por haber cambiado las circunstancias y, si así lo hace, habrán de primar las consecuencias jurídicas de la primera conducta u omisión, debiendo rechazarse la pretensión que se invoca, apoyada en una nueva tesis, por envolver un cambio de comportamiento que no se acepta”⁵².

En efecto, la contradicción entre el criterio sostenido por la CMF durante el procedimiento de 2021 –donde expresamente excluyó la aplicación de las normas de control de la LMV respecto de fondos de inversión privados y tramitó sin observación alguna una OPA que exponía la estructura de propiedad del Fondo– y la posición adoptada en el Oficio Ord. N°170.499 de 2024 y, posteriormente, mediante la Formulación de Cargos que da origen al presente procedimiento, configura precisamente la hipótesis que la jurisprudencia prohíbe.

Nuestro representado actuó en todo momento de buena fe, ajustando su conducta al criterio que legítimamente podía deducir de la actuación previa de la autoridad. La operación de adquisición de cuotas por parte de Antumalal se realizó bajo la convicción, fundada en la propia

⁴⁹ Sentencia de la Ilma. Corte de Apelaciones de Santiago, de 10 de octubre del 2019, rol N°5.302-2018, considerando 7°. Confirmada mediante SCS, de 3 de noviembre de 2020, rol N°34.105-2019.

⁵⁰ Ídem.

⁵¹ SCS, de 9 de abril de 2021, rol N°71.888-2020, considerando 8°.

⁵² SCS, de 31 de octubre de 2017, rol N°9.299-2017, considerando 15°.



conducta de la CMF durante el procedimiento de 2021, de que dicha transacción no se encontraba sujeta al régimen de OPA obligatoria.

En este contexto, se verifican en la especie los presupuestos que la doctrina y la jurisprudencia exigen para la operatividad del principio de confianza legítima como límite a la potestad sancionatoria, a saber:

(a) Una conducta previa de la Administración, consistente en los pronunciamientos formales de la CMF durante el procedimiento de OPA del año 2021, que estableció un criterio interpretativo claro respecto de la inaplicabilidad de las normas de control de la LMV a los fondos de inversión privados;

(b) La objetiva idoneidad de dicha conducta para generar en el administrado la expectativa razonable de que la adquisición de cuotas de un fondo de inversión privado no se encontraba sujeta al régimen de OPA obligatoria; y

(c) La efectiva adecuación del comportamiento de nuestro representado a dicho criterio, quien obró de buena fe al abstenerse de formular una OPA que, conforme al precedente sentado por la propia autoridad, no resultaba exigible.

De este modo, la actuación de nuestro representado se encontró en todo momento amparada por la confianza legítima generada por los actos propios de la CMF y por la buena fe que presidió la totalidad de la operación.

Los antecedentes del procedimiento de OPA del año 2021 demuestran que la CMF tuvo pleno conocimiento de la estructura de propiedad del Fondo y, pese a ello, jamás sostuvo que una eventual transferencia de cuotas pudiese dar lugar a la obligación de formular una OPA. Por el contrario, la autoridad fue explícita en excluir la aplicación de las normas de control de la LMV a los FIP, generando –así– en nuestro representado una confianza legítima indubitada sobre la que estructuró su conducta.

El Oficio Ord. N°170.499, de 26 de diciembre de 2024, no solo contradice frontalmente la postura oficial sostenida en 2021, sino que pretende aplicarse de forma retroactiva a una operación ya consumada. Esta conducta infringe el principio de confianza legítima y la doctrina de los actos propios, ambos reconocidos de manera uniforme por la Excma. Corte Suprema y la Contraloría como límites sustantivos al ejercicio de la potestad sancionatoria de la Administración. Nuestro ordenamiento jurídico no puede tolerar que quien actuó de buena fe, apoyado en el criterio expreso de la autoridad regulatoria, sea sancionado sobre la base de un nuevo y contradictorio criterio interpretativo. En consecuencia, los cargos formulados carecen de sustento también en este capítulo y deben ser desestimados en su totalidad.



V. LA OMISIÓN DE RESPUESTA CONCRETA DE LA CMF AL REQUERIMIENTO DE ACLARACIÓN SOBRE LAS MEDIDAS PERTINENTES PARA LA SUBSANACIÓN ACARREA UNA INFRACCIÓN A LAS REGLAS DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO

Como se ha venido señalando, mediante el Oficio Ordinario N°170.499, de 26 de diciembre de 2024, la CMF manifestó su nuevo criterio interpretativo, al indicar que la adquisición de control de Azul Azul no dio cumplimiento a la obligación contemplada en el artículo 199 de la LMV, por cuanto no se realizó una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la Serie B de Azul Azul y se le instruyó adoptar las “medidas pertinentes” para subsanar tales infracciones, debiendo comunicarse éstas en un plazo de 3 días hábiles administrativos contados desde la recepción del oficio.

Ante ello, con fecha 31 de diciembre de 2024, nuestro representado solicitó formalmente a la autoridad que esclareciera cuales eran las “medidas pertinentes” que debían adoptarse para subsanar la supuesta infracción; requiriendo a la CMF aclarar la instrucción dispensada, en cuanto a “señalar de forma explícita y concreta cuales serían a juicio de la autoridad ‘las medidas pertinentes para subsanar las infracciones expuestas’ que se nos instruye adoptar”.

Ante esta solicitud legítima y oportuna, la CMF se limitó a responder, mediante el Oficio N°514, de 3 de enero de 2025, que correspondía a cada regulado obrar conforme a la norma, sin indicar de manera alguna el camino concreto para dar cumplimiento a un deber cuya existencia y contenido eran, cuando menos, discutibles. En particular, indicó que “no resulta procedente que determine el mecanismo definitivo o los términos específicos que permitirían dar adecuado cumplimiento a las normas de la Ley N°18.045 aplicables a la situación particular”; añadiendo que “no resulta posible a este Servicio instruir una determinada forma de proceder al cumplimiento de lo dispuesto al efecto en la Ley N°18.045 y las normas que regulan la oferta pública de adquisición de acciones, sino supervisar las medidas que Ud. adopte, sin perjuicio del ejercicio de sus atribuciones fiscalizadoras y sancionatorias de ser el caso”.

La autoridad, en otras palabras, se desentendió del requerimiento, delegando en el propio administrado la determinación de un curso de acción que la normativa vigente no contempla de modo expreso y que, más aún, el propio ordenamiento jurídico podría tornar impracticable – considerando la prohibición de oferta pública de cuotas de fondos de inversión privados–.

Esta omisión de respuesta sustantiva por parte de la CMF constituye, en sí misma, una infracción al deber de la Administración de resolver expresamente las solicitudes de los administrados.

En efecto, el artículo 14 de la Ley N°19.880, que “Establece bases de los procedimientos administrativos que rigen los actos de los órganos de la Administración del Estado” (“LBPA”), consagra el principio de inexcusabilidad, conforme al cual: “La Administración estará obligada a dictar resolución expresa en todos los procedimientos y a notificarla, cualquiera que sea su forma de iniciación”.



Este principio impone a la Administración un deber positivo de pronunciamiento sustantivo. No basta con emitir una respuesta formal que, en los hechos, se limite a devolver la pregunta al administrado. La resolución expresa a que se refiere la norma debe contener un pronunciamiento efectivo sobre la cuestión planteada, particularmente cuando el interesado solicita orientación respecto de un deber cuyo contenido concreto resulta incierto.

En el mismo sentido, el artículo 41 de la LBPA prescribe en su inciso quinto que “en ningún caso podrá la Administración abstenerse de resolver so pretexto de silencio, oscuridad o insuficiencia de los preceptos legales aplicables al caso”. La CMF no puede, entonces, excusarse de indicar las medidas concretas de subsanación alegando que corresponde al regulado determinarlas, pues la oscuridad o insuficiencia del precepto –si la hay– no la exime de resolver.

Pero más relevante aún es lo que dispone el artículo 17, letra i), de la LBPA, que reconoce expresamente el derecho de las personas a “obtener información acerca de los requisitos jurídicos o técnicos que las disposiciones vigentes impongan a los proyectos, actuaciones o solicitudes que se propongan realizar”. La solicitud de aclaración formulada por nuestro representado encuadra exactamente en esta hipótesis, toda vez que el regulado requirió a la CMF que le informara cuáles eran los requisitos jurídicos o técnicos concretos que debía satisfacer para dar cumplimiento al nuevo criterio interpretativo. La negativa a precisar tales requisitos vulnera directamente este derecho del administrado.

Al respecto, cabe notar que Contraloría ha dictaminado que en virtud de la disposición que preceptúa que las personas, en sus relaciones con la Administración, tienen derecho a obtener información acerca de los requisitos jurídicos o técnicos que las disposiciones vigentes impongan a los proyectos, actuaciones o solicitudes que se propongan realizar; procede que se adopten las medidas tendientes a dar fundada respuesta a la persona interesada⁵³.

En el presente caso, en cambio, la CMF exige, por un lado, adoptar “medidas pertinentes” de subsanación bajo apercibimiento del ejercicio de sus potestades sancionatorias; pero, por otro lado, se niega a indicar cuáles son esas medidas, afirmando que no le corresponde determinar “el mecanismo definitivo o los términos específicos”. Esta postura pone al administrado en una situación en extremo compleja, al imponérsele un deber de conducta cuyo contenido se desconoce, y sin que se le informe como cumplirlo, aun mediando una solicitud expresa en tal sentido.

Con ello, es evidente la transgresión al derecho que la LBPA consagra respecto de todas las personas en sus relaciones con la Administración, de obtener información acerca de los requisitos jurídicos o técnicos que las disposiciones vigentes les impongan.

En este orden de cosas, es claro que la conducta de la CMF impone un deber de subsanación cuyo contenido no precisa, pese a ser requerida expresamente para ello de conformidad con el artículo

⁵³ Dictamen N°52.161, de 2014.



17 letra i) de la LBPA; situación que resulta particularmente gravosa si se considera que la supuesta infracción se funda en un criterio interpretativo novedoso de la CMF, que no se compadece con la práctica regulatoria anterior ni con la literalidad de la norma aplicable.

En suma, la negativa de la CMF a precisar las medidas concretas de subsanación, pese al requerimiento expreso y oportuno del administrado, constituye una infracción a las normas del procedimiento administrativo, en particular, al principio de inexcusabilidad consagrado en el artículo 14 de la LBPA, que obliga a la Administración a dictar resolución expresa sobre las materias sometidas a su conocimiento; a la prohibición de abstenerse de resolver establecida en el artículo 41, inciso quinto, de la LBPA que veda excusarse invocando oscuridad o insuficiencia de los preceptos legales; y, más aún, al derecho del administrado a obtener información sobre los requisitos jurídicos o técnicos, garantizado en el artículo 17, letra i), de la LBPA.

La paradoja es evidente: la CMF exigió adoptar medidas de subsanación bajo apercibimiento de sanción, pero al mismo tiempo rehusó indicar cuáles eran esas medidas. Esta actitud coloca a nuestro representado en una situación de absoluta indefensión, especialmente grave si se considera que la obligación cuyo incumplimiento se imputa descansa en un criterio interpretativo novedoso, que no se compadece con la práctica regulatoria anterior ni con la literalidad de la norma. La Administración no puede pretender sancionar una conducta cuyas exigencias concretas se niega a precisar: ello vulnera no solo las normas del procedimiento administrativo, sino los principios más elementales del Estado de Derecho”.

2. Mediante presentación de fecha 4 de agosto de 2026, la Defensa formuló observaciones al Informe Final del Fiscal de la UI:

“Conforme con lo dispuesto en los artículos 51 y siguientes de la Ley N°21.000 y, en los artículos 10 y 17 de la Ley N°19.880, vengo en formular las siguientes observaciones al Informe Final, con el objeto de que sean consideradas por este Consejo al resolver, y de dejar constancia de las inconsistencias, omisiones y defectos de fundamentación que aquél presenta, y que impiden tener por configurada la infracción que se propone sancionar.

I. EL INFORME FINAL EFECTÚA UNA RECARACTERIZACIÓN DE LOS HECHOS SIN REFUTAR LOS DESCARGOS

La tesis central del Informe Final sostiene que los descargos parten de una “premisa equivocada”¹ que sería que la Unidad de Investigación formuló cargos por no haber realizado una oferta pública de acciones (“OPA”) sobre las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport (“FIP” y “Fondo”, respectivamente) y que aquello sería un error pues la infracción materia de cargos sería “haber adquirido el control indirecto de Azul Azul S.A. sin someterse, en la forma y

¹ Numeral 75, del Informe Final. En el mismo sentido numerales 81 y 82 del Informe Final.



oportunidad legalmente exigidas, al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones, dirigido a la totalidad de los accionistas de la serie B de dicha sociedad”².

Esta aclaración, lejos de fortalecer la imputación, evidencia su inconsistencia estructural por los siguientes motivos:

(i) El propio Informe describe el hecho reprochado en los mismos términos que nuestra defensa. En efecto, en el numeral 18, al fijar los “Hechos materia de la formulación de cargos”, el Informe afirma:

*“Con fecha 13 de diciembre de 2024, el Sr. Clark, a través de INVERSIONES ANTUMALAL LIMITADA, compró a Asesorías e Inversiones Sartor S.A., 6.354.981 cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 90,07% del total de cuotas del referido fondo, a un precio de USD 0,9 por cuota, **sin someterse al procedimiento de oferta contemplado en Título XXV de la Ley 18.045, de Mercado de Valores**”³.*

De este modo, el reproche se construyó –textualmente– sobre la adquisición de cuotas y su falta de sometimiento al Título XXV. La lectura que esta defensa hizo de la Formulación de Cargos no fue una inferencia, sino que fue la transcripción de lo indicado.

(ii) La distinción que el Informe propone –entre el objeto de la OPA omitida (acciones serie B) y el hecho que la habría gatillado (compra de cuotas)– no fue controvertida por esta parte. En efecto, los descargos no discutieron a quién debía dirigirse la hipotética OPA; sino que discutieron si la adquisición de cuotas de un FIP es o no un hecho subsumible en la hipótesis del artículo 199, inciso primero, letra a), de la Ley N°18.045 (“Ley 18.045” o “LMV”), que exige una “adquisición de acciones, directa o indirecta”.

De este modo, la pregunta jurídica de fondo (cuya respuesta negativa, el Informe Final, no logra desvirtuar) sigue siendo la misma: ¿puede la adquisición de cuotas de un FIP configurar, en los términos del artículo 199 letra a) de la LMV, la “adquisición indirecta de acciones” que activa la obligación de OPA? La respuesta, tal como se sostuvo en los descargos, es que no puede, por las siguientes razones:

(a) El artículo 199 inciso primero de la Ley 18.045 somete al procedimiento de OPA las “adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta”. El artículo 198 del mismo cuerpo legal delimita el ámbito objetivo del Título XXV a las “ofertas de compra de acciones” y a los “valores convertibles en acciones”.

(b) Las cuotas de un FIP no son acciones, ni valores convertibles en acciones. Son títulos representativos de un crédito contra un patrimonio de afectación, en los términos del artículo 1°

² Numeral 76 del Informe Final. Los énfasis son del original.

³ Los énfasis contenidos en las citas de esta presentación han sido agregados por su autor, salvo se indique lo contrario.



letra b) de la Ley N°20.712, que define el fondo como “patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, cuya administración es de responsabilidad de una administradora”. El cuotahabiente no es propietario de los activos del fondo –entre ellos, las acciones de Azul Azul–, sino titular de un crédito contra ese patrimonio separado.

(c) La pretensión del Informe Final de calificar la adquisición de cuotas como “adquisición indirecta de acciones” implica, precisamente, la integración analógica que la jurisprudencia prohíbe, como se analiza infra. La noción de adquisición indirecta de acciones, incorporada al artículo 199 de la LMV, presupone una cadena en que el titular final adquiere derechos sobre las propias acciones a través de una persona jurídica interpuesta. Lo que ocurrió en el presente caso es estructuralmente distinto: mi representado adquirió cuotas de un fondo, que es un patrimonio de afectación sin personalidad jurídica, cuya administración y representación –incluido el ejercicio de los derechos políticos sobre las acciones de Azul Azul S.A.– corresponde exclusiva y autónomamente a la sociedad administradora, en los términos del artículo 1° letra a) de la Ley N°20.712.

II. EL INFORME FINAL EXTIENDE EL TIPO INFRACCIONAL POR VÍA ANALÓGICA, EN CONTRADICCIÓN CON EL ORDENAMIENTO JURÍDICO

El Informe Final sostiene que la conducta está “descrita de manera suficiente”⁴ en la letra a) del inciso primero del artículo 199 de la LMV, y que “se trata de una conducta que se basta a sí misma para que los destinatarios conozcan con certeza que el incumplimiento de la misma es susceptible de ser sancionado”⁵, por lo que la calificación se produce “sin dejar espacio a interpretaciones acerca del alcance de la conducta descrita”⁶. Por ello, la subsunción de los hechos en dicha norma no implicaría extensión analógica.

Adicionalmente, para descartar el vicio de legalidad formulado en los descargos, en cuanto que los hechos no se encuadran en el tipo infraccional invocado, el Informe Final se apoya en un único pronunciamiento de la Excm. Corte Suprema de 27 de febrero de 2023, rol de ingreso 17.185-2022, conforme con el cual el principio de tipicidad administrativa supone que la acción u omisión constitutiva de una infracción administrativa se encuentre, solo en sus elementos esenciales, descrita por la ley⁷.

Si bien esa cita es correcta, se debe tener presente que la atenuación del estándar de tipicidad en el derecho administrativo sancionador se refiere al grado de detalle con que la ley debe describir una conducta que sí se encuentra descrita y no habilita –en forma alguna– a subsumir en el tipo una conducta distinta de la descrita, como lo hace el Informe Final.

⁴ Numeral 79 del Informe Final.

⁵ Numeral 79 del Informe Final.

⁶ Numeral 80 del Informe Final.

⁷ Numeral 78 del Informe Final.



Así, en este caso, no se discute si el artículo 199 de la LMV describe con suficiente precisión la obligación de realizar una OPA cuando se adquieren acciones –eso nadie lo niega–. Lo que se discute es algo previo: si la adquisición de cuotas de un FIP puede ser calificada, en primer lugar, como “adquisición de acciones, directa o indirecta” en los términos de esa norma. El Informe Final no responde esa pregunta; la elude, dando por supuesto lo que precisamente debe demostrar. La atenuación del estándar de tipicidad en el derecho administrativo sancionador – que el Informe invoca correctamente– opera sobre el grado de detalle con que la ley debe describir una conducta que ya se encuentra en el tipo, pero **no habilita a subsumir en ese tipo una conducta distinta de la descrita**. Elevar la adquisición de cuotas al rango de adquisición indirecta de acciones no es interpretar el artículo 199 de la LMV con amplitud razonable, sino **que es incorporar un supuesto que el texto no contempla, que los artículos 97 y 198 de la misma ley no respaldan, y que el artículo 93 de la Ley N°20.712 hace materialmente imposible de cumplir**. Eso es justamente el ejercicio de una analogía que el derecho administrativo sancionador no permite.

Por último, el Informe Final se limita a consignar, que en los descargos se “cita jurisprudencia del Excmo. Tribunal Constitucional y de la Exma. Corte Suprema”⁸, sin identificarla ni pronunciarse sobre ella, lo que resulta especialmente significativo pues omite hacerse cargo de la jurisprudencia la Excmo. Corte Suprema de marzo de 2026 – posterior al criterio que el Informe defiende y anterior a su emisión–, que precisamente anula las sanciones impuestas por el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia por interlocking horizontal, descartando categóricamente que existiera infracción al tipo perseguido, y rechazando de plano la posibilidad de efectuar interpretaciones de lege ferenda o por analogía.

III. LA CONSTRUCCIÓN DEL INFORME EN CUANTO A QUIEN ES “CONTROLADOR FINAL DE LAS ACCIONES” ES TAMBIÉN UN EJERCICIO DE EXTENSIÓN ANALÓGICA QUE CARECE DE RAZONABILIDAD

El Informe Final sostiene que el señor Clark, al ser titular del 100% de las cuotas del Fondo, puede sustituir a la administradora conforme con los artículos 43 y 44 del Reglamento Interno de dicho Fondo, y que ello lo constituye en “controlador final” de Azul Azul S.A. en los términos de la letra a) del artículo 97 de la LMV⁹.

Dicha conclusión es errada por diversos motivos:

(i) El artículo 97 de la LMV define al controlador como quien “participa en su propiedad” –la de la sociedad– y tiene poder para asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas o elegir a la mayoría de los directores. Mi representado no participa en la propiedad de Azul Azul S.A., toda vez que las acciones de esa sociedad pertenecen al patrimonio de afectación del Fondo, no a sus cuotahabientes. El análisis que el Informe Final construye sobre la base de que mi

⁸ Numerales 38 y 43 del Informe Final.

⁹ Numeral 90 del Informe Final.



representado tenga el 100% de las cuotas del Fondo, el que a su vez es dueño de acciones de Azul Azul S.A., y que por dicha circunstancia sea el controlador final de la sociedad Azul Azul S.A., no satisface el requisito de participación en la propiedad de la sociedad cuyo control se invoca, porque en ninguna de las etapas de ese análisis mi representado es propietario de las acciones de Azul Azul S.A. Dicho de otro modo, la categoría de “controlador final de las acciones” al que hace referencia el Informe (numeral 90) no existe en la norma, sino que se trata más bien de una construcción del Informe Final que busca conectar la titularidad de cuotas con el artículo 97, sin que aquello tenga sustento legal.

(ii) El Informe Final aplica al Fondo la segunda hipótesis de la letra a) del artículo 97 de la LMV, prevista expresamente para “otro tipo de sociedades”. Pero un FIP no es una sociedad de ningún tipo, sino que es un “patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes”, según la definición del artículo 1° letra b) de la Ley N°20.712, y carece de personalidad jurídica. Por tanto, **la posición jurídica del cuotahabiente respecto del Fondo no puede asimilarse a la del accionista respecto de una sociedad**. Adicionalmente, el cuotahabiente no participa en la propiedad de las acciones de Azul Azul S.A., que pertenecen al patrimonio de afectación del Fondo y no al aportante. Las cuotas representan un crédito contra dicho patrimonio, **no una participación de propiedad sobre los activos que lo integran**, por lo que extender a un patrimonio de afectación una hipótesis normativa cuyo supuesto de aplicación son las sociedades es efectuar una aplicación analógica de un tipo infraccional.

El que extender a un patrimonio de afectación una hipótesis normativa cuyo supuesto de aplicación son las sociedades constituye una aplicación analógica del tipo infraccional es una conclusión que se desprende no solo de los descargos, sino que es precisamente lo que sostienen los informes en derecho de los profesores Peña y Ferreiro, cuyas conclusiones el propio Informe Final transcribe en su numeral 72, sin hacerse cargo de ellas. En ese sentido, el profesor Ferreiro señala explícitamente que “atribuir al aportante mayoritario de un fondo la condición de controlador para los efectos del artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores (...) supone considerar que un fondo es persona, y no un patrimonio de afectación administrado por un tercero”. El Informe cita esa conclusión y no la refuta.

(iii) El Informe Final se refiere a una serie de actos, los que no acreditan el control que el artículo 97 de la LMV exige. En efecto, para llegar desde la titularidad de las cuotas hasta la mayoría de votos en la junta de accionistas de Azul Azul S.A. se requiere: (a) convocar una asamblea extraordinaria de aportantes; (b) acordar la sustitución de la administradora; (c) que una nueva administradora habilitada acepte el encargo; y (d) que esa nueva administradora ejerza los derechos políticos de las acciones. El artículo 97 letra a) de la referida ley exige poder “asegurar” la mayoría de votos, no la posibilidad de promover una secuencia de actos futuros cuyo último eslabón corresponde a un tercero. Y ese tercero –la administradora– ejerce sus facultades por mandato legal, con autonomía y sujeción a responsabilidad fiduciaria, como reconoce el artículo 1° letra a) de la Ley N°20.712. El Informe Final no se hace cargo de dicho argumento, sino que lo



desestima afirmando que la administradora “es sólo la persona jurídica por medio de la cual el controlador ejerce un control indirecto”¹⁰.

De este modo, si la administradora de un fondo es “sólo” un instrumento del aportante mayoritario, carente de autonomía propia, entonces resulta incoherente el conjunto de deberes fiduciarios que la Ley N°20.712 le impone y que esta Comisión fiscaliza y sanciona.

Lo anterior conduce a una inconsistencia que el Informe Final no resuelve. En su apartado II.2.3, el propio Informe da cuenta de que mi representado fue sancionado mediante Resolución Exenta N°11.869 de 2025 por infracciones a los artículos 17 y 20 de la Ley N°20.712, esto es, por normas que presuponen la autonomía de la administradora y su responsabilidad fiduciaria como centro independiente de deberes legales. La Comisión, en ese procedimiento, sancionó a mi representado precisamente porque la administradora tenía deberes propios que él no podía sustituir ni dirigir.

Sostener ahora, en este mismo expediente, que esa misma administradora es “sólo la persona jurídica por medio de la cual el controlador ejerce un control indirecto” (numeral 89 del Informe Final) implica negar la autonomía que la propia Comisión fiscalizó y sancionó. La administradora no puede ser un centro autónomo de responsabilidad fiduciaria cuando ello sirve para sancionar a su administrador, y al mismo tiempo un mero instrumento del aportante cuando ello sirve para atribuirle control. Esa posición es internamente contradictoria y carece de razonabilidad como fundamento de una sanción.

IV. LA IMPOSIBILIDAD JURÍDICA DE CUMPLIR LA OBLIGACIÓN IMPUTADA SE MANTIENE

La paradoja que se expone en este capítulo no solo evidencia la imposibilidad jurídica del cumplimiento exigido, sino que confirma, desde otro ángulo, la recaracterización de los hechos analizada supra (I.). El Informe Final sostiene que el cargo no consiste en no haber realizado una OPA sobre las cuotas del Fondo, sino en no haber efectuado una OPA dirigida a los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A. Si esa distinción fuera real y operativa, debería ser posible formular esa OPA. Sin embargo, no lo es: cualquier OPA por acciones de Azul Azul S.A. debe enfrentar el hecho de que el Fondo es titular del 63,07% de esas acciones. Si la OPA incluye al Fondo como oferido, se estaría formulando indirectamente una oferta sobre sus cuotas, en contravención directa del artículo 93 de la Ley N°20.712. Si la OPA excluye al Fondo, se vulnera el principio de par conditio, que exige que la oferta se dirija a todos los accionistas de la serie en igualdad de condiciones. Ninguna de las dos alternativas es jurídicamente viable.

Que el obstáculo persista aun después de la recaracterización efectuada por el Informe demuestra que esa distinción es nominal: el hecho que se reprocha sigue siendo, en su sustancia, la adquisición de cuotas sin OPA previa, y no existe forma de cumplir la obligación sin pasar por la prohibición del artículo 93 de Ley N°20.712.

¹⁰ Numeral 89 del Informe Final.



Así, el Informe Final no controvierte ni aborda el obstáculo normativo que plantea dicho artículo, que prohíbe expresamente hacer oferta pública de las cuotas de fondos de inversión privados al indicar que “[n]o podrá hacerse oferta pública de las cuotas de fondos privados ni se podrá hacer publicidad o promocionar públicamente el servicio de administración de fondos privados”.

En esa línea, como se expuso en los descargos, la exigencia de OPA coloca al señor Clark ante una paradoja estructural que el propio ordenamiento jurídico no permite resolver:

(i) Efectuar una OPA que incluya las cuotas del Fondo contravendría frontalmente la prohibición del artículo 93 de la Ley N°20.712.

(ii) Efectuar una OPA que excluya las cuotas del Fondo, es decir, dirigida solo a los accionistas minoritarios de Azul Azul S.A. vulneraría el principio de par conditio que es el fundamento mismo del régimen de OPA obligatoria, pues el accionista mayoritario (el Fondo) no participaría en condiciones iguales.

El Informe Final tampoco cuestiona que el legislador reguló de manera coordinada, en la Ley N°19.705, el régimen de OPA obligatoria para sociedades anónimas abiertas, quedando los FIP expresamente excluidos.

Por lo anterior, no puede sancionarse el incumplimiento de una obligación que el propio ordenamiento hace materialmente imposible de ejecutar. Admitir lo contrario implica aceptar que el poder sancionador puede operar sobre conductas que el mismo derecho prohíbe realizar, lo que resulta incompatible con los principios más elementales del Estado de Derecho.

V. EL INFORME FINAL NO DESVIRTÚA LA VULNERACIÓN DEL PRINCIPIO DE CONFIANZA LEGÍTIMA

V.I. El Informe Final reconstruye retrospectivamente el criterio de 2021

El Informe Final sostiene que las instrucciones de la CMF durante la OPA de 2021 son consistentes con lo instruido en 2024, y que no puede existir confianza legítima porque la Comisión le indicó expresamente que la Administradora no era la controladora del Fondo¹¹. Esta conclusión no se sostiene, por los siguientes motivos:

*(i) El numeral 85 del Informe transcribe parcialmente el Oficio Ordinario N°28.435, de 3 de mayo de 2021, omitiendo el pasaje en que la CMF declaró que, al ser el oferente un FIP, “**dado su naturaleza jurídica de patrimonio de afectación, no le son aplicables las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores relativas al control de sociedades anónimas, y en especial el artículo***

¹¹ Numerales 83-91 del Informe Final.



97 de ésta en relación a personas naturales o jurídicas que pudieran ejercer el control del Oferente”.

Ese es, precisamente, el pasaje sobre el cual los descargos construyen la alegación de confianza legítima, y que consta en los documentos acompañados al expediente. No obstante, el Informe, en su numeral 87, concluye que no puede existir confianza legítima sobre la base de una transcripción que suprime el fundamento de la alegación que dice descartar.

(ii) El numeral 83 del Informe invoca los Oficios Ordinarios N°169.791 y N°170.499, ambos de diciembre de 2024, como prueba de que la CMF mantuvo un criterio consistente. El problema que esto presenta es que la operación que se juzga es del 13 de diciembre de 2024, y esos oficios son del 23 y 26 del mismo mes. Un acto administrativo posterior a la conducta no puede desvirtuar la expectativa que existía al momento de ejecutarla, de modo que invocarlo para ese fin es, exactamente, la aplicación retroactiva de criterio denunciada por esta parte en los descargos.

(iii) El numeral 84 del Informe afirma que en 2021 las acciones fueron compradas por el Fondo, “cuyo controlador era Asesoría e Inversiones Sartor S.A.”. Esa afirmación es incompatible con los numerales 85 y 86 del mismo Informe, que transcriben los oficios en que la CMF sostuvo que al Fondo, por su naturaleza de patrimonio de afectación, no le eran aplicables las normas de control de la LMV. En efecto, la CMF de 2021 no identificó controlador alguno del Fondo, y de allí que requirió información económica y financiera del aportante mayoritario invocando deberes de fe pública, mas no normas de control societario. En este sentido, el propio informe del profesor Ferreiro, transcrito en el numeral 72 del Informe Final, confirma que la CMF no atribuyó entonces la condición de controlador al aportante por la sola titularidad de cuotas.

V.2. El Informe Final no ofrece razón para apartarse del precedente

Como se sostuvo en los descargos, la Excma. Corte Suprema ha declarado que la doctrina de los actos propios constituye un límite al ejercicio de potestades públicas, y que una persona no puede sostener con posterioridad, por motivos de propia conveniencia, una posición jurídica distinta a la que tuvo durante el otorgamiento y ejecución del acto¹². Mi representado estructuró su conducta sobre la base del criterio expresamente declarado por la CMF en 2021. La modificación de ese criterio –introducida en diciembre de 2024 y ratificada por el Informe Final– se aplica, sin embargo, retroactivamente a una operación ya consumada.

En esa línea, si la titularidad del 90,07% de las cuotas confería el control del Fondo –como afirma el numeral 84 del Informe–, entonces ese criterio debió aplicarse a Asesorías e Inversiones Sartor S.A. en 2021; cuestión que, sin embargo, no fue efectuada por la Comisión –con lo que el cambio de criterio queda, así, acreditado–. Si, en cambio, la titularidad del 90,07% de las cuotas no confería control –como la Comisión sostuvo expresamente en 2021–, entonces el Informe debe

¹² Sentencia de la Excma. Corte Suprema rol N°9.299-2017, considerando 15°.



explicar cuál es la norma legal en virtud de la cual el 100% sí lo confiere, siendo que ambos porcentajes son suficientes para acordar la sustitución de la administradora conforme a los artículos 43 y 44 del Reglamento Interno. El Informe no ofrece explicación alguna para aquello.

El numeral 88 del Informe se limita a sostener que el silencio de la Comisión en 2021 no equivale a validación y que no existe una contradicción en la secuencia de los actos administrativos.

No obstante ello, la confianza legítima invocada por mi representado no se fundó en el silencio, sino en dos pronunciamientos expresos y reiterados –Oficios N°28.435 y N°34.287– que fueron suprimidos de la transcripción del Informe, y en los que la CMF sostuvo que los fondos de inversión privado, dada su naturaleza jurídica de patrimonio de afectación, no le son aplicables las disposiciones de la LMV relativas al control de sociedades anónimas. Aún más, el numeral 89 del Informe desliza un cambio de posición sin advertirlo, pues tras negar que exista contradicción, afirma que los actos de 2021 “no excluyen que se configuren los presupuestos para una OPA obligatoria”. Ambas argumentaciones son legítimas por separado; sin embargo, sostenidas conjuntamente, revelan que ninguna resulta suficiente. Lo cierto es que, ante un cambio de criterio interpretativo, el estándar exige que el órgano explique la razonabilidad del apartamiento de su propia práctica anterior. El Informe Final no ofrece esa explicación en ninguno de sus apartados”.

IV.2. ANÁLISIS.

1. CONSIDERACIONES GENERALES.

En relación con lo expuesto en los descargos y en los antecedentes del expediente administrativo, debe precisarse, en primer término, que no se han controvertido los siguientes hechos:

- i. El Sr. Michael Clark Varela es dueño del 90% del capital de Inversiones Antumalal Limitada.
- ii. Azul Azul S.A. es una sociedad anónima abierta emisora de valores de oferta pública.
- iii. El Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, administrado por Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privados S.A., es dueño del 63,07% de las acciones Serie B emitidas por Azul Azul S.A.
- iv. Hasta el 12 de diciembre de 2024, Asesorías e Inversiones Sartor S.A. era dueña de 6.354.981 cuotas emitidas por el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 90,07% del total de cuotas de dicho fondo.
- v. Hasta el día 12 de diciembre de 2024, el señor Clark, a través de Inversiones Antumalal Limitada, era dueño de 700.960 cuotas emitidas por el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 9,93% del total de cuotas de dicho fondo.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

vi. El 13 de diciembre de 2024, el señor Clark, a través de Inversiones Antumalal Limitada, compró a Asesorías e Inversiones Sartor S.A., 6.354.981 cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, equivalentes al 90,07% del total de cuotas del referido fondo, a un precio de USD 0,9 por cuota.

vii. La Memoria Anual del año 2024 de Azul Azul S.A., informa que el Sr. Michael Clark Varela tiene, a través de Inversiones Antumalal Limitada, una participación indirecta de 56,764% en Azul Azul S.A.

2. CARGO FORMULADO

Que se imputó al formulado de cargos “Infracción a la obligación de someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones previsto en el Título XXV de la Ley N° 18.045, establecida en el artículo 199, inciso primero, letra a), en relación con lo dispuesto en los artículos 97, inciso primero, letra a), y 198 del mismo cuerpo legal, por cuanto, con fecha 13 de diciembre de 2024, adquirió el control indirecto de Azul Azul S.A. sin someterse, en la forma y oportunidad legalmente exigidas, a dicho procedimiento, dirigido a la totalidad de los accionistas de la serie B de dicha sociedad.”

3. CONFIGURACIÓN DE LA INFRACCIÓN IMPUTADA

En los descargos se expone que “... los hechos que se le reprochan no se encuadran dentro del tipo infraccional invocado por la autoridad administrativa.

En efecto, un examen detenido del Título XXV de la Ley 18.045 –incorporado por la Ley N°19.705– demuestra que el régimen de OPA obligatoria fue concebido exclusiva y excluyentemente para regular la adquisición de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas, sin que sus disposiciones contemplen –ni siquiera tangencialmente– la adquisición de cuotas de fondos de inversión como supuesto habilitante para el ejercicio de la potestad sancionatoria. Dicho de otro modo, el marco legal aplicable no impone la obligación de realizar oferta pública de acciones respecto de fondos de inversión.

Así se desprende, ante todo, del propio artículo 199 de la LMV cuyo inciso primero circunscribe el ámbito de aplicación del procedimiento de OPA a “la adquisición, directa o indirecta, de acciones de una o más series emitidas por una sociedad anónima abierta...”

A lo anterior se añade un obstáculo normativo insalvable que confirma que el legislador no previó –ni pudo razonablemente prever– la aplicación del régimen de OPA a operaciones sobre cuotas de fondos de inversión privados...



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

De este modo, resulta jurídicamente imposible formular una OPA que comprenda las cuotas de un fondo de inversión privado como el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, toda vez que la propia ley veda la oferta pública respecto de dichos títulos.”

En relación con lo expuesto, debe precisarse que existió una toma control indirecta de la sociedad anónima abierta Azul Azul S.A. por parte del Sr. Clark por medio de Inversiones Antumalal Limitada, materializada a través del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, por lo que, de acuerdo con lo previsto en la Ley de Mercado de Valores (LMV), debió realizarse una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) de la serie B de Azul Azul.

En ese sentido, al haberse materializado las condiciones previstas en el artículo 199 de la LMV, esto es, una adquisición indirecta de acciones que permitió tomar el control de la sociedad, pues el Sr. Clark podía asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores de Azul Azul por la vía de determinar el administrador del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, resultaba necesario que, con dicho objeto, realizara una oferta pública de adquisición de acciones, lo que no ocurrió, pues con la adquisición de las cuotas de un fondo de inversión privado, se omitió desarrollar tal oferta.

A estos efectos, el artículo 199 de la LMV impone la realización de una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad anónima abierta, en los siguientes términos:

“Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta:

a) Las que permitan tomar el control de una sociedad;”

De acuerdo con el tenor de la norma, la operación materializada por parte del Sr. Clark infringió el imperativo legal de proceder a la realización de una OPA para obtener el control de una sociedad anónima abierta.

En este caso, se pudo verificar la concurrencia de la totalidad de los elementos establecidos en la norma, pues por la vía de adquirir las cuotas del FIP, que era titular del 63,07% de las acciones Serie B emitidas por Azul Azul, se tomó el control indirecto de esa sociedad anónima abierta. La operación desarrollada por el Investigado implicó la toma de control indirecto de aquella sociedad anónima abierta, mediante la compra del 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport.

Cabe hacer presente, que como ha sostenido esta Comisión en **Oficio N°170.499 de 2024**, *“En la especie, se puede apreciar que, mediante la adquisición del 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, Ud. ha adquirido indirectamente acciones emitidas por la sociedad anónima abierta Azul Azul S.A. que le permite tomar el control de dicha sociedad. En efecto:*



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

- El Fondo de Inversión Privado Tactical Sport es el propietario de 63,07% de las acciones serie B de Azul Azul S.A

- El 13 de diciembre de 2024, Inversiones Antumalal Limitada adquirió el 90% de las cuotas del fondo de inversión privado de propiedad de Asesorías de Inversiones Sartor S.A., con lo cual adquirió indirectamente el 90% de las acciones serie B de Azul Azul S.A. que mantenía en su poder el mencionado fondo de inversión privado.

- Dicha adquisición le permite tomar el control de Azul Azul S.A., por cuanto dicho fondo de inversión privado participa en la propiedad de Azul Azul S.A. con un 63,07% de sus acciones serie B, lo que le otorga el poder para asegurar la mayoría de votos en las Juntas de Accionistas de Azul Azul S.A. y elegir a la mayoría de sus directores, representada por la Administradora de dicho fondo.

- Ud., a través de Inversiones Antumalal Limitada, es el controlador final de las acciones que el mencionado fondo de inversión privado controla de Azul Azul S.A., por cuanto cuenta con cuotas suficientes para acordar la sustitución de la administradora de dicho fondo de inversión, de acuerdo con los términos del Reglamento Interno del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport en sus artículos 43 y 44.

Así las cosas, se observa que la participación adquirida en el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport le permitiría asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores de Azul Azul S.A.”

Ahora bien, para tomar el control de Azul Azul no realizó una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la serie B de Azul Azul S.A., como lo exige el citado artículo 199 de la LMV.

Cabe recordar que, en su oportunidad, en la Memoria Anual del año 2024 de Azul Azul, se informó que el Sr. Clark tenía, a través de Inversiones Antumalal Limitada, una participación indirecta de 56,764% en esa sociedad:



PARTICIPACIÓN ACCIONARIA DE EJECUTIVOS PRINCIPALES Y DIRECTORES

Nombre	Cargo	Rut	Participación	Propiedad
Michael Mark Clark Varela	Presidente	13.549.745-2	56,764%	Inversiones Antumalal Ltda.
Andrés Weintraub Pohorille	Director	2.592.188-7	0,0047%	A título personal
Roberto Nahum Anuch	Director	5.946.299-7	0,0045%	A título personal
Paola Davanzo Gartaccio	Directora	5.893.725-8	0,0010%	A título personal
Héctor Hernán Humeres Noguera	Director	5.632.901-3	0,0002%	A título personal

El resto de directores y directoras, y ejecutivos principales no poseen participación en la propiedad.

Al efecto, el artículo 97 de la LMV da cuenta que *“Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:*

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...”

Con todo, resulta necesario precisar que en este caso no existía limitación para que Inversiones Antumalal Limitada realizara una oferta de adquisición de acciones de Azul Azul dirigida a todos los accionistas serie B, a la que se encontraba obligado, lo que incluía aquellas de propiedad del FIP, sin perjuicio de la facultad de estos accionistas de vender o no sus acciones. Ello no implicaba, de ninguna forma, una oferta pública de las cuotas del FIP, que corresponden a un instrumento de inversión diverso de la acción.

Al haber operado de esa forma, el FIP habría podido enajenar sus acciones junto con los restantes accionistas, sin que se observara una oferta pública de sus cuotas, de forma que no cabe sino concluir que el formulado de cargos incurre en una confusión al entender que debería haber hecho una oferta pública de las cuotas del FIP.

En efecto, el proceso que se resuelve por el presente acto administrativo dice relación con la constatación de la infracción incurrida por no realizar una oferta pública de adquisición de las acciones de la serie B de la sociedad anónima abierta Azul Azul, para la adquisición del control de dicho emisor.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

En atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos.

4. SOBRE LA EVENTUAL ANALOGÍA.

En torno a esta alegación, la Defensa plantea que *“.... la Formulación de Cargos pretende extender analógicamente el ámbito de aplicación de dichas normas a una operación de naturaleza jurídica distinta –la adquisición de cuotas de un fondo de inversión privado–, equiparando, sin sustento normativo alguno, la posición de cuotahabiente con la de accionista y la adquisición de cuotas con la toma de control de una sociedad anónima.*

En otras palabras, la autoridad administrativa ha procedido a transferir una regla de un caso normado –la adquisición de acciones– a uno que no lo está –la adquisición de cuotas de un fondo de inversión–, argumentando la semejanza existente entre ambas operaciones, lo cual constituye precisamente una interpretación por analogía, que se encuentra categóricamente proscrita del ámbito sancionador.

A ello se añade que la interpretación finalista o teleológica que pudiera invocarse para justificar la extensión del régimen de OPA a este supuesto resulta igualmente improcedente....”

Respecto de esa alegación, y tal como se detallara precedentemente, el presente proceso administrativo dice relación con la inobservancia de la obligación de realizar una oferta pública de adquisición de acciones de Azul Azul, para su toma de control indirecta, regulación expresamente establecida en la Ley de Mercado de Valores: *“Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta: a) Las que permitan tomar el control de una sociedad”.*

En efecto, en la especie el Sr. Clark adquirió el control indirecto del emisor, a través de la compra de las cuotas del FIP por Inversiones Antumalal Limitada, pese a que, de acuerdo con la normativa, se encontraba obligado a realizar esa toma de control mediante una OPA dirigida a los accionistas de Azul Azul, lo que no ocurrió.

En síntesis, lo que se reprocha al Sr. Clark, es no haber lanzado una OPA por Azul Azul, hipótesis expresamente prevista en la Ley de Mercado de Valores para el caso de una toma de control indirecta de una sociedad anónima abierta, y no una supuesta hipótesis de adquisición de cuotas.

Lo expuesto permite establecer claramente que la Comisión en modo alguno ha asimilado regímenes distintos ni ha interpretado analógicamente las disposiciones en aplicación, pues ante un eventual incumplimiento, ha formulado cargos y ha instruido el correspondiente proceso, fundado en la normativa vigente.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

En atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos.

5. OBLIGACIÓN LEGAL DE REALIZAR OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES POR PARTE DE FONDOS DE INVERSIÓN PRIVADOS.

En relación con esta alegación, y para evitar repeticiones innecesarias atendido que en los puntos anteriores este aspecto ya fue abordado, se reiteran las conclusiones antes expuestas.

No obstante, se debe recordar que no se ha imputado haber omitido una OPA respecto a cuotas de un fondo de inversión, lo que se lee claramente del cargo formulado: *“adquirió el control indirecto de Azul Azul S.A. sin someterse, en la forma y oportunidad legalmente exigidas, a dicho procedimiento, dirigido a la totalidad de los accionistas de la serie B de dicha sociedad”*.

Tampoco ha sido materia de discusión, una posible oferta pública de cuotas de un FIP, porque lo que ha tratado el presente caso, es haber omitido una oferta de compra de acciones, como lo señala el artículo 199 de la LMV *“las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series...”*. Nunca se ha tratado de una oferta de cuotas, esto es, poner a disposición del público, para su adquisición, cuotas de un FIP.

En definitiva, la imputación no se refiere a *“operaciones sobre cuotas de fondos de inversión privados”*, como parece entender la defensa, sino a operaciones sobre acciones de un emisor de valores, hipótesis a que se refiere el artículo 199 letra a) de la LMV, la que no fue realizada, estando obligado a hacerlo.

En síntesis, la obligación incumplida ha sido la de no realizar una oferta pública de adquisición de acciones para la toma de control indirecta de Azul Azul, y no una supuesta oferta de cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport.

En atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos.

6. DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS.

En su defensa, entre otros aspectos, precisa que *“... en este caso, la titularidad de las acciones de Azul Azul no ha cambiado, pues las acciones que detentaba Tactical Sport antes del 13 de diciembre de 2024 continúan siendo de propiedad del mismo Fondo con posterioridad a dicha fecha. Esto, por cuanto nuestro representado, a través de Antumalal, no ha adquirido ni un solo título accionario de Azul Azul, sino que adquirió cuotas de participación en un patrimonio de afectación.*

Así, dado que las acciones de Azul Azul no han sido objeto de transacción alguna, la posición de los accionistas minoritarios de la sociedad permanece estrictamente idéntica, por cuanto la operación se limitó al mercado de cuotas del fondo y, desde la perspectiva de Azul Azul, su



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

accionista controlador sigue siendo Tactical Sport, cuya administración es ejercida de manera autónoma e indelegable por la Administradora, conforme al mandato legal de la Ley 20.712.”

En torno a esta alegación, cabe hacer presente que la situación de los accionistas minoritarios no ha sido objeto de reproche en el presente procedimiento administrativo, sin perjuicio de reiterar que se efectuó una toma de control sin sujetarse a las regulaciones contenidas en la Ley de Mercado de Valores para tal efecto.

No obstante, se debe tener presente que justamente lo que buscó la Ley, fue que los accionistas pudieran vender sus acciones en los mismos términos que el controlador de una sociedad anónima abierta, en los casos de toma de control directa o indirecta, posibilidad que fue negada a los accionistas de Azul Azul, al omitir la OPA.

En atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos.

7. SOBRE LA CONFIANZA LEGÍTIMA

La defensa sostiene que *“la Comisión habría modificado sustancialmente su posición en vulneración al principio de confianza legítima que debe regir los actos de la Administración”*.

Sobre el particular, debe hacerse presente que el Oficio N°28.435 de fecha 3 de mayo de 2021 consigna en lo pertinente:

“2. En el apartado 3. sobre “Identificación del controlador del oferente”, en el párrafo final del numeral 3.1. “Controlador del Oferente”, se señala que Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privado S.A. corresponde al controlador del Oferente en virtud de influir decisivamente en la administración del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport.

Al respecto, en consideración a que el artículo 97 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores define al controlador como una persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta respecto de una sociedad, que participe en su propiedad y tenga poder para realizar determinadas actuaciones en el ámbito de la administración, y considerando que el Oferente corresponde a un Fondo de Inversión Privado y que la Administración no participa en la propiedad del mismo, la Administradora no resulta ser la controladora del fondo Oferente, por lo que deberá ajustar lo informado, tanto en el apartado 3 como en el 4, incorporando las referencias e información del controlador del Oferente que corresponda”.

Lo observado en su momento a propósito del prospecto y aviso de inicio de la oferta pública de adquisición de acciones de 2021, correspondió a la constatación de que, en el contexto de una oferta pública de adquisición de acciones, siendo el oferente un fondo de inversión privado, la sociedad administradora *“no resulta ser la controladora del fondo Oferente”*. Así, en base a ello, se instruyó en orden a incorporar *“las referencias e información del controlador del Oferente que corresponda”*.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

En estos términos, la sociedad administradora era un vehículo por medio del cual el controlador podía influir en la sociedad emisora de valores.

Posteriormente, el Oficio N°34.287 de 20 de mayo de 2021 reiteró el entendimiento explicitado anteriormente. Se indicó en dicho acto administrativo: *“2.- Por su parte, en lo concerniente a la observación relativa a que Sartor Administradora de Fondos de Inversión Privado S.A. no resulta ser la controladora del fondo Oferente, debe considerarse como claramente se expone en el Oficio Ordinario N°28.435 que, el artículo 97 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores define al controlador como una persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta respecto de una sociedad, que participe en su propiedad y tenga poder para realizar determinadas actuaciones en el ámbito de la administración, y considerando que el Oferente corresponde a un Fondo de Inversión Privado y que la administradora no participa en la propiedad del mismo, esta última no resulta ser la controladora del Fondo.*

Por su parte, conforme a lo dispuesto en el artículo 1 del Decreto Ley N°3538, que crea la Comisión para el Mercado Financiero, a la Comisión le corresponde velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. En ese contexto y atendida la particular situación del oferente cuyo administrador tiene como controlador al aportante mayoritario del mismo, se deberá incluir en el apartado 4 del Prospecto, los antecedentes económicos y financieros del referido aportante mayoritario”.

De este modo, no puede sino rechazarse que exista una supuesta confianza legítima por parte del formulado de cargos, toda vez que no existe una plena coincidencia entre la operación de 2021 y la del Sr. Clark.

En tal sentido, se debe considerar que, en la operación de 2021, no se excluyó a los aportantes del fondo como controladores de Azul Azul, sino por el contrario, en el Oficio N°34.287 se precisó que dada la *“situación del oferente cuyo administrador tiene como controlador al aportante mayoritario del mismo, se deberá incluir en el apartado 4 del Prospecto, los antecedentes económicos y financieros del referido aportante mayoritario”*, esto es, razonando que el aportante mayoritario resultaba ser el controlador del oferente (el Fondo) por lo que debía entregar sus antecedentes económicos y financieros, situación análoga a la del caso de marras, con la única diferencia que en ese caso, ese aportante mayoritario era también el controlador de la Administradora.

En ambos casos, el control del Fondo implicaba la posibilidad de asegurar la mayoría de los votos en la junta de accionistas de Azul Azul, por la vía de controlar la sustitución de la administradora.

En atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos.

8. FALTA DE ACLARACIÓN DE LA COMISIÓN.

En torno a esta alegación, y por tratarse de actuaciones distintas a la que informan el presente proceso sancionatorio, debe ser desestimada, pues la solicitud de aclaración a que alude dice



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

relación con actividades desarrolladas en el marco de un proceso de supervisión, que resulta ajeno a este procedimiento.

Así también, esta solicitud de aclaración se refiere a la forma de abordar un incumplimiento que ya había materializado una infracción.

En atención a lo expuesto, se rechazarán los descargos.

9. EN ATENCIÓN A LO EXPUESTO, SE RECHAZARÁN LOS DESCARGOS.

10. Que, respecto a una eventual medida para mejor resolver, referida a la resciliación de la adquisición de las cuotas del fondo, no se accederá por tratarse de hechos posteriores a la infracción.

V. CONCLUSIONES

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 199 de la Ley de Mercado de Valores, la toma de control de una sociedad anónima abierta, directa o indirecta, como ocurre en el caso de marras, debe someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones, mecanismo de protección de accionistas minoritarios expresamente establecido en la Ley.

Como se ha acreditado en el presente procedimiento, el formulado de cargos, a través de Inversiones Antumalal Limitada, compró a Asesorías e Inversiones Sartor S.A. 6.354.981 cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport equivalentes al 90,07% del total de cuotas del referido fondo, que a la fecha era dueño del 63,07% de las acciones Serie B emitidas por Azul Azul S.A.

Esa compra implicó el cambio de control del emisor de valores, por la vía de que el control de las acciones de Azul Azul pasó a radicarse en el formulado de cargos, a través de Inversiones Antumalal Limitada.

Sin embargo, pese a adquirir indirectamente el control de dicho emisor y en incumplimiento de sus obligaciones normativas, no realizó la correspondiente oferta pública de adquisición de acciones que la Ley consagra en beneficio de todos los accionistas.

La operación implicó que el señor Clark, a través de Inversiones Antumalal Limitada, adquiriera indirectamente el control de Azul Azul sin dar cumplimiento a la exigencia de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones prevista en el referido artículo 199 de la LMV, lo que implicó una contravención directa a la normativa que rige en la materia.

Esa adquisición le permitió al formulado de cargos tomar el control de la sociedad anónima, ya que el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport participaba en la propiedad de Azul Azul con un 63,07% de sus acciones serie B, lo que otorgaba el poder para asegurar la mayoría de votos en



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

las Juntas de Accionistas y elegir a la mayoría de los directores de dicha sociedad, representado por la Administradora del fondo.

De este modo, el Sr. Clark pasó a ser, a través de Inversiones Antumalal Limitada, el controlador final de las acciones por el cual el mencionado fondo de inversión privado controlaba Azul Azul, por cuanto tenía cuotas suficientes para acordar la sustitución de la administradora del fondo.

VI. DECISIÓN

1. Que, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero ha considerado todas las presentaciones, antecedentes y pruebas contenidos en el procedimiento administrativo, llegando al convencimiento que el señor **MICHAEL CLARK VARELA** ha incurrido en la siguiente infracción:

Infracción a la obligación de someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones previsto en el Título XXV de la Ley N° 18.045, establecida en el artículo 199, inciso primero, letra a), en relación con lo dispuesto en los artículos 97, inciso primero, letra a), y 198 del mismo cuerpo legal, por cuanto, con fecha 13 de diciembre de 2024, adquirió el control indirecto de Azul Azul S.A. sin someterse, en la forma y oportunidad legalmente exigidas, a dicho procedimiento, dirigido a la totalidad de los accionistas de la serie B de dicha sociedad.

2. Que para efectos de determinar la sanción que se resuelve aplicar, además de la ponderación de todos los antecedentes incluidos en el procedimiento administrativo, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero ha tenido en consideración los parámetros que establece la legislación aplicable, especialmente:

2.1. La gravedad de la conducta:

La exigencia de realizar una oferta pública de adquisición de acciones, contemplada en el artículo 199 de la Ley N° 18.045, tiene por objeto, entre otros, resguardar la equidad en el Mercado de Valores frente a una toma de control, de modo que todos los accionistas puedan concurrir a vender sus acciones en los mismos términos, para que los beneficios se repartan entre todos quienes participan de la propiedad de la sociedad y no se radiquen sólo en aquellos que tienen una posición predominante, objetivo de la llamada Ley de Opas.

Por su parte, tanto la emisión de valores de oferta pública para obtener recursos de los inversionistas y financiar negocios y proyectos, como sus transacciones, obliga a sujetarse a regulaciones imperativas para que estas se realicen en términos tales que permitan a los inversionistas participar con equidad en las operaciones del mercado de valores. Por lo mismo, las transacciones de valores, en este caso las ofertas públicas de adquisición, deben funcionar



adecuadamente, ya que han sido establecidas como un especial mecanismo de protección a inversionistas.

Es por ello que la omisión de este procedimiento, en cuanto mecanismo de protección de inversionistas, reviste la máxima gravedad, pues la Oferta Pública de Adquisición de Acciones busca que todos los accionistas de una sociedad puedan vender sus acciones en las mismas condiciones, particularmente como lo ha previsto la Ley ante una toma de control, que puede implicar cambios tanto en la administración de la sociedad como en la posibilidad de vender los títulos en el futuro.

2.2. El beneficio económico obtenido con motivo de la infracción, en caso de que lo hubiere:

Cabe señalar que no es posible establecer la cuantía del beneficio económico derivado de la infracción, dadas las características especiales de esta operación.

2.3. El daño o riesgo causado al correcto funcionamiento del Mercado Financiero, a la fe pública y a los intereses de los perjudicados con la infracción:

Para la determinación del monto de la multa, este Consejo ha procurado que su aplicación resulte óptima para el cumplimiento de los fines que la ley le encomienda, especialmente velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado, considerando para estos efectos los intereses de los inversionistas y el resguardo de la fe pública que han sido atropellados por el Investigado.

El investigado infringió las regulaciones del Título XXV de la Ley de Mercado de Valores, omitiendo realizar una oferta pública de adquisición de acciones, afectando la protección normativa a los accionistas minoritarios, que busca que todos participen del valor económico del control de una sociedad.

Cabe tener presente que la Ley buscó que todos los accionistas pudieran vender sus acciones en los mismos términos, en los casos de toma de control directa o indirecta, lo que no ocurrió en este caso.

2.4. La participación de los infractores en la misma:

Que, no se ha desvirtuado la participación directa que cabe al Investigado en la infracción.

2.5. El haber sido sancionado previamente por infracciones a las normas sometidas a fiscalización:

Revisados los archivos de esta Comisión, se observa la siguiente sanción previa aplicada al Investigado:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

Resolución Exenta N°11.869 de 2025 que aplicó una multa de 65.000 UF, por infracción a los artículos 17 y 20 letras c) y e) de la Ley única de Fondos, en relación a los artículos 61 letras d) y e) y 62 de la misma Ley, artículo 41 de la Ley 18.046, artículo 78 del Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas, Circular N°1.869 de 2008; los artículos 59 letra a) y 62 letra f) de la Ley 18.045, en relación con lo señalado en la Circular N°1.998 de 2010, el Oficio Circular N°592 de 2010, y en la IFRS 9; y la sanción accesoria de inhabilitación temporal por 5 años para el ejercicio del cargo de director o ejecutivo principal de las entidades descritas en el artículo 36 y en el inciso primero del artículo 37 del DL N°3.538 de 1980, por haber incurrido en la conducta descrita en el artículo 59 letra a) de la Ley N°18.045.

Esta sanción se encuentra actualmente en reclamación judicial.

2.6. La capacidad económica de la infractora:

Que, en este Procedimiento Sancionatorio no se rindieron medios de prueba a fin de establecer la capacidad económica del investigado.

2.7. Las sanciones aplicadas con anterioridad por esta Comisión en similares circunstancias:

Que, de acuerdo con la información que consta en los archivos de esta Comisión, no se registran sanciones previas por infracción a la obligación de someterse al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones previsto en el Título XXV de la Ley N° 18.045.

2.8. La colaboración que la infractora haya prestado a esta Comisión antes o durante la investigación que determinó la sanción:

No se acreditó en este Procedimiento Sancionatorio una colaboración especial, que no fuera responder los requerimientos del Fiscal y de esta Comisión a los que legalmente se encuentran obligados.

3. Que, en virtud de lo expuesto, y habiendo considerado todas las presentaciones, antecedentes y pruebas contenidos en el procedimiento administrativo, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, en **Sesión Ordinaria N°516, de 1 de octubre de 2026**, dictó esta Resolución.

EL CONSEJO DE LA COMISIÓN PARA EL MERCADO

FINANCIERO RESUELVE:

1. Aplicar al señor **MICHAEL CLARK VARELA**, la sanción de multa a beneficio fiscal, ascendente a **20.000 Unidades de Fomento**, pagaderas en su equivalente en pesos a la fecha efectiva de su pago, **por infracción al artículo 199 inciso primero letra a), en relación con lo dispuesto en los artículos 97 inciso primero letra a) y 198, todos de la Ley de Mercado de Valores.**



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437

2. Remítase al sancionado copia de la presente Resolución, para los efectos de su notificación y cumplimiento.
3. El pago de la multa deberá efectuarse en la forma prescrita en el artículo 59 del Decreto Ley N° 3.538 de 1980. Para ello, deberá ingresar al sitio web de la Tesorería General de la República, y pagar a través del Formulario N° 87. El comprobante de pago deberá ser ingresado utilizando el módulo "CMF sin papeles" y enviado, además, a la casilla de correo electrónico multas@cmfchile.cl, para su visado y control, dentro del plazo de cinco días hábiles de efectuado el pago. De no remitirse dicho comprobante, la Comisión informará a la Tesorería General de la República que no cuenta con el respaldo de pago de la multa, a fin de que ésta efectúe su cobro. Sus consultas sobre pago de la multa puede efectuarlas a la casilla de correo electrónico antes indicada.
4. En caso de ser aplicable lo previsto en el Título VII del DL N°3.538, díctese la resolución respectiva.
5. Contra la presente Resolución procede el recurso de reposición establecido en el artículo 69 del Decreto Ley N° 3.538 de 1980, el que debe ser interpuesto ante la Comisión para el Mercado Financiero, dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la notificación de la presente resolución, y el reclamo de ilegalidad dispuesto en el artículo 71 del D.L. N° 3.538 de 1980, el que debe ser interpuesto ante la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago dentro del plazo de 10 días hábiles computado de acuerdo con lo establecido en el artículo 66 del Código de Procedimiento Civil, contado desde la notificación de la resolución que impuso la sanción, que rechazó total o parcialmente el recurso de reposición o desde que ha operado el silencio negativo al que se refiere el inciso tercero del artículo 69.

Anótese, notifíquese, comuníquese y archívese.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437



Catherine Tornel León
Presidente
Comisión para el Mercado Financiero



Beltrán De Ramón Acevedo
Comisionado
Comisión para el Mercado Financiero



Osvaldo Adasme Donoso
Comisionado
Comisión para el Mercado Financiero



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>
FOLIO: RES-11230-26-29498-V SGD: 2026100652437