

**ANT.:** Adquisición de control en Moneda Asset Management SpA. por parte de Patria Investments Limited.  
Rol FNE F292-2021.

**MAT.:** Informe de aprobación.

**Santiago, 17 de noviembre de 2021**

**A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO**

**DE : JEFA DE DIVISIÓN DE FUSIONES**

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

#### **I. ANTECEDENTES**

1. Con fecha 23 de septiembre de 2021, mediante documento correlativo ingreso N°12127-2021 (“**Notificación**”), Moneda Asset Management SpA (“**Moneda**”) y Patria Investments Limited (“**Patria**”) y, con Moneda, (“**Partes**”) notificaron a esta Fiscalía Nacional Económica (“**Fiscalía**”) una operación de concentración, consistente en la eventual adquisición de Moneda y sus filiales<sup>1</sup> (“**Grupo Moneda**”) por parte de Patria.
2. Con fecha 7 de octubre de 2021 se dictó resolución de inicio de una investigación a efectos de analizar la Operación, bajo el rol FNE F292-2021 (“**Investigación**”).
3. Patria es una sociedad de responsabilidad limitada con domicilio en las Islas Caimán, registrada ante la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos<sup>2</sup>. Las inversiones de Patria se concentran principalmente en las áreas de *private equity* e infraestructura<sup>3</sup> en Latinoamérica, formando parte de un conjunto de compañías dedicado a la gestión de fondos de inversión que participan en empresas de su portafolio, activas en diferentes industrias a lo largo de Latinoamérica (“**Grupo Patria**”) <sup>4</sup>.
4. Moneda es una sociedad por acciones chilena, *holding* del Grupo Moneda, dedicado a la gestión de activos de terceros para su inversión. Las inversiones de Moneda se concentran principalmente en acciones de empresas que cotizan en bolsa, títulos de deuda e instrumentos de deuda de emisores latinoamericanos. Dentro del Grupo

---

<sup>1</sup> Moneda S.A. Administradora General de Fondos y Moneda Corredora de Bolsa Limitada y sus filiales extranjeras Moneda International, Inc y Moneda USA, Inc.

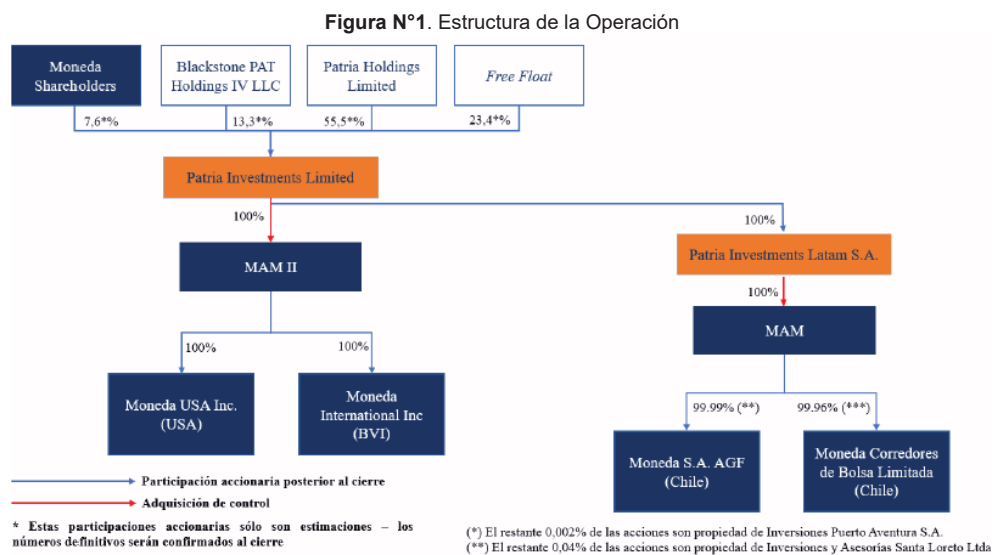
<sup>2</sup> Notificación p. 4.

<sup>3</sup> De acuerdo a documentos internos presentados por Patria junto con la notificación, alrededor del 90% de las inversiones/productos de Patria corresponden a *private equity* e infraestructura. A este respecto, ver documento Anexo 5.1 – Patria Funds.

<sup>4</sup> Tales como agroindustria, construcción civil, edificios corporativos, entre otros. Notificación p.4.

Moneda destacan también Moneda S.A. Administradora General de Fondos, dedicada a la gestión de activos de terceros, ya sea como administradora de fondos de inversión o como administradora de carteras; y Moneda Corredores de Bolsa Limitada, dedicada al corretaje de valores y la administración de carteras.

- La Operación consiste en la adquisición de Moneda y sus filiales por parte de Patria, adquiriendo esta última el control exclusivo del Grupo Moneda<sup>5</sup>. Dicha adquisición se materializará mediante una reestructuración corporativa que integrará a las distintas entidades del Grupo Moneda, de manera de permitir su adquisición por parte de Patria, sin perjuicio que los accionistas de la adquirida recibirán una compensación en el capital de Patria, en la forma que se muestra en la Figura N°1 siguiente. La Operación cumple con los presupuestos para calificarla jurídicamente como una operación de concentración, de conformidad con lo preceptuado en el artículo 47 letra b) del DL 211.



Fuente: Notificación, p.22.

## II. INDUSTRIA Y MERCADO RELEVANTE

- La gestión de activos –principal actividad que desarrollan las Partes– consiste en la prestación de servicios de inversión, comprendiendo la creación, operación y comercialización de fondos y/o carteras de inversión que realizan entidades intermediarias por cuenta y riesgo de terceros, incluyendo los servicios de asesoría y administración de estos<sup>6</sup>.
- En nuestro país, la administración de fondos de terceros se rige por la Ley N°20.712 sobre “*Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales*”, que regula la

<sup>5</sup> En virtud de un acuerdo denominado *Transaction Agreement*, Patria, Moneda y los Accionistas de Moneda acordaron materializar la Operación conforme a dos fases.

<sup>6</sup> Comisión Europea, caso M.8359 – Amundi / Credite Agricole / Pioneer Investments, p. 4.

actividad de las administradoras generales de fondos<sup>7</sup> (“AGF”) y la constitución de fondos de inversión –públicos o privados–, entre otras materias. De acuerdo a esta ley, las AGF son sociedades anónimas especiales cuyo objeto exclusivo es la administración de recursos de terceros a través de fondos mutuos, fondos de inversión y carteras –combinaciones de activos financieros– sometidos a fiscalización y supeditados a los reglamentos internos de los fondos que predeterminan las políticas de inversión<sup>8</sup>.

8. En particular, los fondos corresponden a vehículos de inversión colectivos, por los cuales personas naturales o jurídicas reúnen sus patrimonios con el fin de obtener una determinada rentabilidad. Dicha rentabilidad está a su vez determinada por las diversas estrategias o políticas de inversión, pudiendo optarse entre diferentes tipos de instrumentos considerando la liquidez, riesgo y rentabilidad perseguidas por cada fondo, dependiendo de las necesidades particulares de los inversionistas<sup>9</sup>. En efecto, es posible identificar diversos segmentos de actividad de los fondos de inversión, distinguiendo según su naturaleza de fondos públicos o privados, las condiciones de rescate, el objeto de la inversión (fondos mobiliarios, inmobiliarios, de capital privado y otros) o el tipo de gestión<sup>10</sup>.
9. Los inversionistas, en tanto demandantes de alternativas de gestión de activos, buscan diversificar sus inversiones con el objeto de disminuir los riesgos asociados a la exposición a los mercados, adquiriendo diferentes vehículos o instrumentos tanto chilenos como extranjeros. En base a lo estipulado en la Ley N°18.045 sobre Mercado de Valores, es posible distinguir entre inversionistas minoristas o *retail* que participan de fondos por cuenta propia o por medio de corredores de bolsa, e inversionistas calificados, categoría que comprende tanto a personas naturales como jurídicas que habitualmente realizan operaciones por montos significativos o respecto de los cuales se pueda presumir que cuentan con un conocimiento acabado del mercado de valores y, dentro de estos últimos, a los inversionistas institucionales, donde se incluyen bancos, AFP, sociedades financieras, compañías de seguros, reaseguradoras y otras que autorice la Comisión para el Mercado Financiero<sup>11</sup>.
10. Las Partes señalan que, atendidas las diferencias entre los tipos de instrumentos y estrategias de inversión de Grupo Patria y Grupo Moneda, y las áreas geográficas donde se encuentran los clientes de cada una de las empresas, no habría traslape entre las empresas del portafolio de las Partes que se encuentran activas en el mercado chileno, por lo que la Operación no daría lugar a mercados declarables. Sin perjuicio de lo anterior, atendido lo señalado previamente por esta Fiscalía, las Partes identifican como único mercado relevante declarable en la Operación el de prestación de servicios de gestión de activos a clientes institucionales a nivel latinoamericano<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> La ley regula diversos aspectos de las AGF tales como la remuneración, patrimonio, garantía, gobierno corporativo, administración de los recursos, etc.

<sup>8</sup> Véase el artículo 3° de la Ley N°20.712.

<sup>9</sup> Comisión Europea, caso M.5580 – Blackrock / Barclays Global Investors UK Holdings, p. 8.

<sup>10</sup> Con respecto a los distintos tipos de fondos de inversión véase Anuario 2020 de Fondos de Inversión de la Asociación Chilena Administradora Fondos de Pensión pp. 16 y ss. Disponible en <<https://www.acafi.cl/anuario-de-fondos-de-inversion/>> [última visita: 11 de noviembre de 2021].

<sup>11</sup> Artículo 1 de la ley N°20.712 y 4 bis de la ley N°18.045.

<sup>12</sup> Notificación p. 30-31.

11. A este respecto, la jurisprudencia comparada y decisiones previas de esta Fiscalía<sup>13</sup> han planteado una posible segmentación que distingue entre servicios para clientes minoristas o *retail*, que comprenden la creación y manejo de fondos mutuos comercializados de forma estandarizada o por medio de distribuidores –generalmente los bancos–; y servicios a clientes institucionales, incluyendo fondos a la medida y gestión de carteras a fondos de pensiones, aseguradoras, organizaciones internacionales, entre otros<sup>14</sup>.
12. Desde un punto de vista geográfico, esta misma jurisprudencia ha considerado una extensión nacional o local para la gestión de activos destinada a clientes minoristas y un alcance global o regional para los servicios prestados a inversionistas institucionales<sup>15</sup>.
13. Según se expone *infra*, atendido que los antecedentes de la Investigación permiten descartar que el perfeccionamiento de la Operación genere una reducción sustancial a la competencia como consecuencia de la Operación, con independencia de la alternativa de mercado relevante que se adopte, es posible dejar abierta su definición en este caso concreto.

### III. ANÁLISIS COMPETITIVO

14. Como se señaló supra (§8), en la gestión de activos de terceros las administradoras de fondos pueden invertir en una serie de instrumentos que se diferencian en liquidez, horizonte temporal, rentabilidad, etcétera. Dentro de estos instrumentos es posible identificar *public equity* (acciones de oferta pública), crédito, *private equity* (inversión en empresas no abiertas en bolsa), sector inmobiliario, infraestructura, entre otros<sup>16</sup>.
15. En la Tabla N°1 se muestra una descripción de los activos administrados por las Partes, segmentado por tipo de inversión. Según se observa, éstas tendrían estrategias de inversión diferenciadas y complementarias, donde Moneda invierte principalmente en *public equity* y crédito mientras Patria invierte principalmente en *private equity* e infraestructura.

**Tabla N°1:** Proporción de activos administrados (AuM) por las Partes según tipo de inversión

Tipo de inversión	Moneda	Patria
<i>Public Equity</i>	[20%-30%]	[0%-10%]
Crédito	[50%-60%]	[0%-10%]
<i>Client Advisory &amp; Distribution</i>	[10%-20%]	-
Inmobiliario	[0%-10%]	[0%-10%]
<i>Private Equity</i>	-	[60%-70%]
Infraestructura	-	[30%-40%]
Otros	-	[0%-10%]

Elaboración propia en base a respuesta de moneda a Oficio Ord. N° 1487-21 y respuesta de Patria a Oficio Ord. N° 1486-21

<sup>13</sup> Informe de Aprobación de la adquisición de control conjunto en Oaktree Capital Group LLC por parte de Brookfield Asset Management Inc. y Oaktree Capital Group Holdings Rol FNE F204-2019.

<sup>14</sup> Comisión Europea, caso M.5580 – Blackrock / Barclays Global Investors UK Holdings, p. 3. Comisión Europea, caso M.8359 – Amundi / Credite Agricole / Pioneer Investments, p. 4-5.

<sup>15</sup> Comisión Europea, caso M.5580 – Blackrock / Barclays Global Investors UK Holdings, p. 4; y Comisión Europea, caso M.8359 – Amundi / Credite Agricole / Pioneer Investments, p. 6.

<sup>16</sup> Una distinción de los tipos de fondos por estos tipos de inversión se observa en el Anuario 2020 de Fondos de Inversión de la Asociación Chilena Administradora Fondos de Pensión p. 21. Disponible en <<https://www.acafi.cl/anuario-de-fondos-de-inversion/>> [última visita: 11 de noviembre de 2021].

16. Estos contrastes en los tipos de activos administrados permiten concluir la existencia de diferencias importantes en la forma en que las Partes llevan a cabo sus inversiones. En este sentido, cabe destacar que Moneda lleva a cabo una estrategia de inversiones no controladoras y gestionada de forma activa, mientras que Patria usualmente posee una participación controladora en las empresas en que invierte, con el objeto de crear valor a través de iniciativas de crecimiento orgánico e inorgánico en compañías<sup>17</sup>.
17. Asimismo, existiría una diferenciación por el lado de la demanda de servicios de gestión de activos. Los principales clientes de las Partes son inversionistas institucionales, quienes realizan operaciones por montos muy altos y presumiblemente cuentan con un conocimiento acabado del mercado de valores. Consecuentemente, los clientes institucionales presentan necesidades particulares de inversión y preferencias específicas en relación a los tipos de activos financieros (acciones, crédito, activos alternativos, etc.), por lo que si bien existen puntos de contacto entre los tipos de inversión que maneja un fondo, existe una diferenciación relevante entre las Partes de cara a los clientes. De esta manera, es posible afirmar que las Partes serían poco cercanas en la competencia por la búsqueda de inversionistas, observándose por el contrario un portafolio de inversiones complementario<sup>18</sup>.
18. Por su parte, otro factor diferenciador viene dado por la ubicación geográfica de los inversionistas clientes de las Partes. En el caso de Patria, la mayoría de éstos se encuentran localizados en Estados Unidos, Asia Pacífico, Europa y el Medio Oriente. De hecho, más del [80%-90%] de los inversionistas de Patria vienen desde fuera de Latinoamérica, con sólo siete clientes en el mercado chileno<sup>19</sup>. Por el contrario, el [80%-90%] de los clientes de Moneda tienen residencia en Chile<sup>20</sup>.
19. Por último, de la información recabada en la Investigación es posible observar que, una vez perfeccionada la Operación, existirá un amplio número de AGF y otros gestores de activos de terceros equivalentes que serían proveedores alternativos de los servicios de las Partes, una vez integradas. En Chile es posible identificar a Larraín Vial, Compass, BTG Pactual, Banchile, entre otros<sup>21</sup>, mientras que a nivel latinoamericano es posible identificar a Sura, XP Asset Management, Gavea Inversiones, Clarita Inversiones, Vinci Partners como actores alternativos a

<sup>17</sup> Notificación p. 27-29. En el mismo sentido, declaración de doña Fernanda Bonfim en su calidad de Private Equity Director de Patria

<sup>18</sup> Coinciden en ello las declaraciones de: a) don César Soto, gerente legal de AFP Capital; b) don Raimundo Valdés, gerente general de Compass Group Chile; c) don Alfonso Duval García-Huidobro, gerente general de Moneda; y d) doña Fernanda Bonfim, Private Equity Director de Patria.

<sup>19</sup> Notificación pp. 25 y 27.

<sup>20</sup> Moneda, Memoria Anual 2020. Información pública disponible en <<https://www.moneda.cl/documentos-2>> [última visita: 11 de noviembre de 2021].

<sup>21</sup> El XLVII Catastro de Fondos de Inversión Primer Trimestre (2021) realizado por la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión identifica 49 AGF activos en Chile, donde también destacan Volcomcapital, Picton, Ameris Capital e Independencia.

Adicionalmente, de acuerdo a la información provista por la Superintendencia de Pensiones, respecto a la Diversificación de los Fondos de Pensiones en cuotas de Fondos de inversión, Fondos mutuos nacionales y Fondos de Inversión en Capital Extranjero, es posible identificar a Ameris Capital, Banchile, BCI, Bice BTG Pactual, Compass, Itaú, Larraín Vial, Moneda, Picton, Santander, Security, Toesca y Volcomcapital, entre otras como AGF donde invierten las administradoras de fondos de pensiones en Chile. Información pública disponible en:

<<https://www.spensiones.cl/apps/centroEstadisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinfp&menuN2=NOID>> [última visita: 11 de noviembre de 2021].

Patria en el mercado de inversión en instrumentos financieros privados<sup>22</sup>. Lo anterior se encuentra en línea con lo señalado por actores presentes en la industria en la Investigación, quienes consideran que el mercado de gestión de activos para clientes institucionales es altamente competitivo<sup>23</sup>.

20. De esta manera, atendida la diferenciación de los productos y servicios ofrecidos por las Partes como consecuencia de sus estrategias de inversión, la diferenciación en las preferencias y ubicación geográfica de sus clientes y la existencia de diversos actores que podrían disciplinar competitivamente a las Partes de materializarse la Operación, es posible descartar la existencia de riesgos horizontales en la gestión de activos de clientes institucionales derivados de la Operación<sup>24</sup>.
21. Por otro lado, y en relación a un posible efecto de conglomerado que podría generar la Operación al permitir que las Partes puedan desplegar estrategias de empaquetamiento y/o de ventas de manera conjunta de ambos tipos de inversión, la información recabada en la Investigación permite descartarlos, por cuanto no existiría la habilidad de las Partes de llevar a cabo una conducta de este tipo. Como ya fue mencionado, las Partes enfrentan a clientes con un alto nivel de sofisticación (infra, §17), que estarían ubicados en zonas geográficas diferentes, y cuentan con un amplio número de competidores en el mercado de gestión de activos de clientes institucionales que ejercerían presión competitiva relevante. En efecto, en la actualidad ya existen AGF que ofrecen un amplio número de oportunidades de inversión, y las AGF que ofrecen un número de productos más limitados compiten de manera efectiva en el mercado, como es el caso de Moneda.
22. Finalmente, tampoco existiría traslape horizontal ni relaciones verticales o de conglomerado entre las sociedades del portafolio de Grupo Moneda y Patria activas en Chile<sup>25</sup>.

#### IV. CONCLUSIONES

23. En atención a los antecedentes y análisis realizado en este Informe, se recomienda aprobar la presente operación de concentración de manera pura y simple, al no resultar apta para reducir sustancialmente la competencia, salvo el mejor parecer del

---

<sup>22</sup> Notificación Anexo 6.2 Preqin, Private Market LatAm – Private Equity, Private Debt and Real Estate.

<sup>23</sup> Véase la declaración de don Raimundo Valdés, gerente general de Compass Group Chile. Esta empresa, una de las principales competidoras de Moneda en Chile, señaló no tener conocimiento sobre la presencia de Patria en el mercado chileno o latinoamericano. De igual manera, véase la declaración de don César Soto, director general de AFP Capital. En esta compañía, uno de los principales clientes de Moneda, señaló de igual manera no contar con amplio conocimiento respecto a Patria.

<sup>24</sup> Incluso en el caso de considerar el mercado como regional sin distinguir por tipo de inversión, es posible descartar un incremento relevante de la concentración de mercado producto de la Operación. El informe "Global Asset Management" de Boston Consulting Group, acompañado por Patria en su respuesta a Oficio Ord. N° 1486-21, estima el monto de los activos gestionados por administradoras de fondos en Latinoamérica en 1.9 trillones de dólares para el año 2019. Considerando esta cifra como el tamaño de mercado, las Partes tendrían una participación conjunta de 1,24%.

<sup>25</sup> Las empresas del portafolio de Patria que operan en Chile son activas en los mercados de generación eléctrica, gimnasios, desalinización de agua, servicios de consultoría de ciberseguridad y operación de infraestructura digital, mientras que las empresas de cartera controladas por Moneda en Chile a través de sus fondos de administración son dos empresas vehículos para fines especiales que invierten en una bodega cada una y una compañía constituida para recibir pagos en especie derivados de préstamos respecto de los cuales una de las sociedades de Grupo Moneda es acreedor. Notificación p. 27-29. En un sentido similar: declaración de don César Soto, gerente legal de AFP Capital y de don Raimundo Valdés, gerente general de Compass Group Chile.

señor Fiscal. Lo anterior, sin perjuicio de la facultad de la Fiscalía para velar permanentemente por la libre competencia de los mercados analizados.

Francisca  
Javiera Levín  
Visic

Firmado digitalmente  
por Francisca Javiera  
Levín Visic  
Fecha: 2021.11.17  
16:58:14 -03'00'

**FRANCISCA LEVIN VISIC  
JEFE DE DIVISIÓN DE FUSIONES**

PTG/JMC