

ANT.: Adquisición de control en Frontal Trust Administradora General de Fondos S.A. por parte de Toesca.
Rol FNE F459-2026.

MAT.: Informe de aprobación.

Santiago, 26 de mayo de 2026.

A : FISCAL NACIONAL ECONÓMICO

DE : JEFE DIVISIÓN DE FUSIONES

De conformidad con lo establecido en el Título IV del Decreto con Fuerza de Ley N°1, de 2004, del entonces Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, que fija el texto refundido, coordinado y sistematizado del Decreto Ley N°211 de 1973 (“**DL 211**”), presento a usted el siguiente informe (“**Informe**”)¹ relativo a la operación de concentración del Antecedente, recomendando su aprobación, de forma pura y simple, por las razones que a continuación se explican.

I. ANTECEDENTES

1. Con fecha 2 de marzo de 2026, mediante presentación de ingreso correlativo N°69.357-2026 (“**Notificación**”), por una parte, Toesca Holding SpA y Toesca Capital SpA (conjuntamente, “**Compradoras**” o “**Toesca**”) y, por la otra, Frontal Trust S.A. e Inversiones Rinconada SpA (conjuntamente, “**Vendedoras**”, y junto con las Compradoras, “**Partes Notificantes**”), notificaron a la Fiscalía Nacional Económica (“**Fiscalía**”) una operación de concentración, consistente en la eventual adquisición de control en Frontal Trust Administradora General de Fondos S.A. (“**Frontal AGF**” o “**Entidad Objeto**”) por parte de Toesca (en conjunto, “**Partes**”, y a todo, “**Operación**”).
2. La Notificación fue presentada conforme al mecanismo de notificación simplificada contenido en el artículo 6° del Reglamento sobre la Notificación de una Operación de Concentración, aprobado en el Artículo Segundo del Decreto Supremo N°41, de 2021, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo.
3. Por resolución de fecha 16 de marzo de 2026 se declaró incompleta la Notificación. Luego, mediante presentación de fecha 30 de marzo de 2026, ingreso correlativo N°70.158-2026, las Partes Notificantes acompañaron nuevos antecedentes con el objeto de subsanar los errores y omisiones de la Notificación (“**Complemento**”)².
4. Conforme a lo dispuesto en el artículo 50 inciso tercero del DL 211, con fecha 14 de abril de 2026, la Fiscalía instruyó el inicio de la investigación caratulada “*Adquisición de control en Frontal Trust Administradora General de Fondos S.A. por parte de Toesca*” bajo el Rol

¹ El presente Informe contiene información que forma parte del mismo, pero que es confidencial en los términos del artículo 39 letra a) del DL 211. De esta manera, las referencias a “[-]” dicen relación con información censurada y que se encuentra contenida en la versión confidencial del Informe.

² Adicionalmente, junto con la Notificación y el Complemento, las Partes Notificantes solicitaron eximirse de acompañar determinados antecedentes. Mediante resoluciones de fechas 16 de marzo de 2026 y 14 de abril de 2026, la Fiscalía dio lugar a dichas solicitudes.

FNE F459-2026 (“**Investigación**”), con el propósito de analizar los posibles efectos de la Operación en la competencia.

II. PARTES NOTIFICANTES Y OPERACIÓN

5. Las Compradoras, sociedades por acciones constituidas bajo las leyes de la República de Chile, corresponden a sociedades *holding* del grupo financiero Toesca (“**Grupo Toesca**”). La actividad principal del Grupo Toesca se concentra en su filial Toesca S.A. Administradora General de Fondos (“**Toesca AGF**”), sociedad anónima especial activa en la administración de fondos de inversión y fondos mutuos, tanto públicos como privados, con activos tradicionales y alternativos, para clientes calificados y *retail*, utilizando para dichos efectos una estrategia de inversión tanto activa como pasiva³⁻⁴.
6. En cuanto a las Vendedoras, Inversiones Rinconada SpA opera únicamente como vehículo de inversión⁵. Por su parte, Frontal Trust S.A. es una sociedad anónima, existente bajo las leyes de la República de Chile, que administra un único fondo de inversión privado –Fondo de Inversión Privado Echeverría Desarrollo Inmobiliario–⁶.
7. La Entidad Objeto –Frontal AGF– es una sociedad anónima especial que opera en la administración de fondos de inversión, tanto públicos como privados, con activos alternativos, para clientes calificados, utilizando para dichos efectos una estrategia de inversión activa⁷.
8. La Operación consiste en la eventual adquisición de control en Frontal AGF por parte de Toesca, la cual se materializaría a través de la compraventa del total de las acciones de Frontal AGF⁸. En consecuencia, la Operación califica jurídicamente en el supuesto del artículo 47 letra b) del DL 211, al adquirir las Compradoras derechos que les permitirán ejercer influencia decisiva en la administración de la Entidad Objeto.

III. INDUSTRIA Y MERCADO RELEVANTE

9. Conforme fue informado en la Notificación y corroborado por esta División, la Operación generaría una superposición horizontal entre las actividades de Toesca AGF y la Entidad Objeto, en cuanto ambas están constituidas como administradoras generales de fondos, y ofrecen servicios de gestión de activos⁹⁻¹⁰.

³ Notificación, párrafo 30.

⁴ Cabe hacer presente que Toesca AGF ha sido designada por la Comisión para el Mercado Financiero (“**CMF**”) para actuar como liquidador de los fondos administrados anteriormente por Sartor Administradora General de Fondos S.A. La administración de Toesca AGF de dichos activos es meramente provisional y tiene por objeto la liquidación de los activos y pasivos de cada fondo. Por las razones expuestas, dichas entidades no han sido consideradas para el análisis de esta Operación. Véase: Resolución Exenta N°8.213 de fecha 14 de agosto de 2025 de la CMF. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=70cddb76c1bac7fcfce0f7fd7dd52366VFdwQmVVNVVRVfJOUkZVeIRWUlpORTICUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1755207864> [última visita: 26.05.2026].

⁵ Notificación, párrafo 37.

⁶ Notificación, párrafo 34.

⁷ Notificación, párrafos 38-41.

⁸ Notificación, párrafo 4.

⁹ Notificación, párrafos 1, 43 y 45.

¹⁰ Las empresas del portafolio de Toesca AGF están activas en infraestructura, deuda privada, inmobiliario, *farmland* y renta variable, mientras que las de la Entidad Objeto están presentes en los sectores inmobiliario, infraestructura, deuda privada, *agribusiness* y *private equity*. Las Partes Notificantes informaron que, si bien Toesca AGF y Frontal AGF, a través de los fondos que administran, controlan de forma individual o conjunta sociedades con operaciones en los sectores inmobiliario, infraestructura y deuda privada, estos corresponden a modelos de negocios distintos. Véanse: (i) Notificación, párrafos 35, 39 y 45; (ii) Anexo Compradora-2, acompañado por Toesca en la Notificación; (iii) Complemento, párrafos 2-7; (iv) página web de Toesca AGF. Disponible en: <<https://toesca.com/es/estrategias/>> [última visita: 26.05.2026]; y, (v) página web de Frontal AGF. Disponible en: <<https://www.frontaltrust.cl/chile/>> [última visita: 26.05.2026].

10. Con la finalidad de analizar los posibles efectos que la Operación generaría en la competencia, a continuación, se describe la industria involucrada y se evalúan las posibles definiciones de mercado relevante aplicables a las actividades económicas respecto de las cuales existe superposición entre las Partes.
11. La gestión de activos o *asset management* consiste en la prestación de servicios de asesoría y administración de inversiones, realizada por entidades intermediarias por cuenta y riesgo de los inversionistas o aportantes, que incluye la creación, administración y comercialización de fondos o carteras de inversión¹¹.
12. En Chile, la Ley N°20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales (“**Ley N°20.712**”), su reglamento¹² y las normas dictadas al efecto por la CMF¹³, regulan a las Administradoras Generales de Fondos (“**AGF**”), sociedades anónimas especiales cuyo objeto exclusivo es la administración de fondos de terceros, estando sujetas a la regulación referida y a la fiscalización de la CMF. En la actualidad están habilitadas para operar 57 AGF en el país¹⁴, entre las cuales se encuentran Toesca AGF y Frontal AGF¹⁵.
13. La Ley N°20.712 define los fondos como un patrimonio de afectación compuesto por los aportes realizados por los partícipes o inversionistas, destinados exclusivamente a la inversión en valores y bienes permitidos por la ley, y cuya administración recae en una

Por otra parte, cabe precisar que Toesca es controlada por la sociedad uruguaya Downalk S.A., cuyo capital se distribuye entre ocho sociedades, tres de las cuales son titulares de un [-]% de las acciones (“**Sociedades Downalk**”). Las Sociedades Downalk son sociedades de inversión, cuyas actividades consisten principalmente en la tenencia, administración y rentabilización de instrumentos financieros. Según lo informado por Toesca, ninguna de las Sociedades Downalk forma parte del grupo empresarial de las Compradoras conforme a los artículos 96 a 99 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores (“**LMV**”). Sin perjuicio de lo anterior, el presente Informe no abarca las actividades de las Sociedades Downalk, en su calidad de accionistas minoritarios no controladores del Grupo Toesca, atendiendo lo informado por Toesca a la Fiscalía. Véanse: (i) Respuesta de Toesca al Oficio Ord. N°798-2026 de fecha 17 de abril de 2026; (ii) complemento de Toesca al Oficio Ord. N°798-2026 de fecha 28 de abril de 2026; y, (iii) respuesta de Toesca al Oficio Ord. N°905-2026 de fecha 8 de mayo de 2026.

¹¹ Véanse: (i) Informe de aprobación “*Fusión entre BICECORP S.A. y Grupo Security S.A.*”, Rol FNE F388-2024 (“**Informe BICE/Security**”), párrafo 118; (ii) Informe de aprobación “*Adquisición de control en Global Infrastructure Management por parte de BlackRock*”, Rol FNE F385-2024 (“**Informe BlackRock/GIM**”), párrafo 11; (iii) Informe de aprobación “*Adquisición de control en Moneda Asset Management SpA por parte de Patria Investment Limited*”, Rol FNE F292-2021 (“**Informe Moneda/Patria**”), párrafo 6; y, (iv) Informe de aprobación “*Adquisición de control conjunto en Oaktree Capital Group, LLC por parte de Brookfield Management Inc. y Oaktree Capital Group Holdings L.P.*”, Rol FNE F204-2019 (“**Informe Brookfield/Oaktree**”), párrafo 9.

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

¹² Véase: Decreto Supremo N°129, de 2014, del Ministerio de Hacienda, que aprueba el Reglamento sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales.

¹³ Al respecto, véanse: (i) artículo 2° de la Ley N°20.712; y, (ii) Normas de Carácter General de la CMF N°532, N°507, N°501 y N°468.

¹⁴ Entre ellas: (i) Larrain Vial Activos S.A. Administradora General de Fondos y LarrainVial Asset Management Administradora General de Fondos (en conjunto, “**LarrainVial**”); (ii) Ameris Capital Administradora General de Fondos S.A. (“**Ameris**”); (iii) Independencia Administradora General de Fondos S.A. (“**Independencia**”); (iv) Asset Administradora General de Fondos S.A. (“**Asset**”); (v) Moneda S.A. Administradora General de Fondos (“**Moneda**”); (vi) BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos (“**BTG Pactual**”); (vii) Banchile Administradora General de Fondos S.A. (“**Banchile**”); (viii) Volcom Capital Administradora General de Fondos S.A. (“**Volcom Capital**”); (ix) MBI Administradora General de Fondos S.A. (“**MBI**”); (x) Quest Administradora General de Fondos S.A. (“**Quest**”); y, (xi) Finasset Administradora General de Fondos S.A. (“**Finasset**”).

¹⁵ Véase listado de las AGF vigentes publicado por la CMF. Disponible en: <<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/consulta.php?mercado=V&Estado=VI&entidad=RGAGF>> [última vista: 26.05.2026].

AGF¹⁶. A su vez, pueden clasificarse en fondos mutuos o fondos de inversión¹⁷, y estos últimos pueden segmentarse entre públicos o privados¹⁸. Por otra parte, cabe hacer presente que las inversiones realizadas por un fondo deben ser desarrolladas siguiendo las disposiciones de su reglamento interno, que delimitan los derechos, obligaciones y políticas respecto de la AGF, el fondo y los aportantes o inversionistas del mismo¹⁹.

14. En atención a las actividades desarrolladas por Toesca AGF y Frontal AGF, las Partes Notificantes plantean como mercado relevante de producto el segmento de gestión de activos alternativos para clientes calificados, mediante fondos de inversión en base a una estrategia de inversión activa²⁰. Respecto al mercado relevante geográfico, sostienen que para clientes minoristas tendría un alcance nacional, mientras que para clientes calificados el mercado sería global o regional. De todas formas, concluyen circunscribiendo el ámbito geográfico a nivel nacional²¹.
15. En análisis anteriores de la Fiscalía, y conforme a la jurisprudencia comparada, se ha reconocido que la gestión de activos presenta segmentaciones según tipo de cliente o inversionista, distinguiendo entre inversionistas minoristas o *retail* e inversionistas calificados –que incluyen a los institucionales–²², en razón de las diferencias que presentan ambas categorías, en cuanto a los tipos de instrumentos de inversión utilizados y a los canales de distribución. Por un lado, los inversionistas *retail* corresponden a aquellos que invierten mayoritariamente en instrumentos estandarizados y su principal canal de comercialización son los bancos; en cambio, los inversionistas calificados invierten en instrumentos más complejos y personalizados, que son comercializados directamente por las AGF²³.
16. Asimismo, en casos anteriores se han evaluado segmentaciones adicionales de mercado de producto por: (i) tipo de fondo, entre fondos mutuos o fondos de inversión, por un lado, y entre fondos públicos o privados, por otro²⁴; (ii) tipo de instrumento de inversión, entre

¹⁶ Véase: Artículo 1° letra b) de la Ley N°20.720.

¹⁷ El artículo 28 de la Ley N°20.712 define a los fondos mutuos como: “[l]os fondos que permitan el rescate total y permanente de las cuotas, y que las paguen en un plazo inferior o igual a 10 días”; y el artículo 29 del mismo cuerpo legal, define a los fondos de inversión como: “[l]os fondos que no sean Fondos Mutuos de acuerdo con lo definido en el artículo anterior”.

¹⁸ Los fondos de inversión públicos son aquellos cuyos valores son emitidos en oferta pública y quedan sometidos a la fiscalización de la CMF. En cambio, los fondos de inversión privados tienen un número limitado de aportantes, no hacen oferta pública de sus valores, no están sujetos a la fiscalización de la CMF, y se rigen exclusivamente por su reglamento interno y por el Capítulo V de la Ley N°20.712. Al respecto, véanse: (i) los artículos 84 y 85 de la Ley N°20.712; (ii) Informe BICE/Security, párrafo 121 y nota a pie de página N°214; (iii) Informe BlackRock/GIM, párrafo 15; y, (iv) Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 12 y nota a pie de página N°16.

¹⁹ Véase: Artículo 1° letra j) de la Ley N°20.712.

²⁰ Notificación, párrafo 51.

²¹ Notificación, párrafos 50 y 51.

²² Véanse: (i) artículo 4° bis letra e) de la LMV: “[i]nversionistas institucionales: a los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizadas por la ley. También tendrán este carácter, las entidades que señale la Comisión mediante norma de carácter general, siempre que se cumplan las siguientes condiciones copulativas: a) que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros; b) que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado”; y, (ii) artículo 4° bis letra f) de la LMV: “[i]nversionistas calificados: a los inversionistas institucionales e intermediarios de valores en operación de cuenta propia, como también aquellas personas naturales o jurídicas que realicen habitualmente operaciones con valores con montos significativos o bien que por su profesión, actividad o patrimonio quepa presumir que poseen un conocimiento acabado del funcionamiento del mercado de valores. La Comisión, mediante norma de carácter general, fijará las condiciones y parámetros que determinen que estas personas califican como inversionistas de esta clase”.

²³ Véanse: (i) Informe BICE/Security, párrafo 123; (ii) Informe BlackRock/GIM, párrafo 19; (iii) Informe Moneda/Patria, párrafo 8; y, (iv) Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 15.

En el mismo sentido, véanse: (i) Comisión Europea (2023), Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, párrafo 17; (ii) Comisión Europea (2017), Caso M.8257 NN Group/Delta Lloyd, párrafo 110; y, (iii) Comisión Europea (2013), Caso M.6812 SFPI/Dexia, párrafo 32.

²⁴ Véanse: (i) Informe BICE/Security, párrafo 12; (ii) Informe BlackRock/GIM, párrafo 14; (iii) Informe Moneda/Patria, párrafo 8; y, (iv) Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 12.

tradicionales o alternativos²⁵; y, (iii) tipo de estrategia de inversión, entre activa o pasiva²⁶. Sin embargo, no se han efectuado definiciones precisas de mercado relevante considerando dichas segmentaciones.

17. Para los efectos del presente Informe, esta División optó, conforme a los lineamientos de la Guía para el Análisis de Operaciones de Concentración Horizontales de la Fiscalía de mayo de 2022 (“**Guía de Análisis Horizontal**”)²⁷, por analizar los efectos de la Operación bajo un enfoque conservador que maximice sus efectos, considerando las segmentaciones ya expuestas, y no siendo por tanto necesario definir con exactitud el mercado relevante. En atención a que Frontal AGF no ofrece servicios a clientes *retail*, no está activo en la gestión de fondos mutuos, no invierte en activos tradicionales ni utiliza una estrategia de inversión pasiva, desde la perspectiva del producto la Operación únicamente generaría traslapes en la gestión de fondos de inversión para inversionistas calificados, mediante inversión en instrumentos alternativos, en base a una estrategia de inversión activa, siendo posible segmentar entre fondos públicos y privados.
18. En cuanto al mercado relevante geográfico, la Fiscalía ha señalado que este tendría un alcance nacional para inversionistas *retail*, y un alcance regional o global para los inversionistas institucionales y calificados²⁸. Para el examen realizado se utilizó el alcance a nivel nacional, en línea con informes anteriores de esta División, y en ausencia de antecedentes que justifiquen adoptar una postura distinta.

IV. ANÁLISIS COMPETITIVO

19. Siguiendo los parámetros de la Guía de Análisis Horizontal²⁹, esta División realizó un análisis estructural respecto de la gestión de fondos de inversión para inversionistas calificados, mediante inversión en instrumentos alternativos, en base a una estrategia de inversión activa, concluyendo que, incluso bajo la definición de mercado más conservadora plausible, la materialización de la Operación no implica riesgos para la competencia³⁰.

²⁵ Véanse (i) Informe BICE/Security, párrafo 124; (ii) Informe BlackRock/GIM, párrafo 20; (iii) Informe Moneda/Patria, párrafo 8; y, (vi) Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 12.

²⁶ Véanse: (i) Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 12 y nota a pie de página N°17; y, (ii) Informe BlackRock/GIM, nota a pie de página N°30.

En el mismo sentido, véanse: (i) Comisión Europea (2023), Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, párrafo 21; (ii) Comisión Europea (2020), Caso M.9810 Natixis Investment Managers/La Banque Postale/JV, párrafo 18; (iii) Comisión Europea (2017), Caso M.8359 Amundi/Credit Agricole/Pioneer Investment, párrafo 18; (iv) Comisión Europea (2009), Caso M.5728 Credit Agricole/Societe Generale Asset Management, párrafo 35; y (v) Comisión Europea (2009), Caso M.5580 BlackRock/Barclays Global Investors UK Holdings, párrafos 11-13.

²⁷ Véase: Guía de Análisis Horizontal, párrafo 13. Disponible en: <<https://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2022/05/20220531.-Guia-para-el-Analisis-de-Operaciones-de-Concentracion-Horizontales-version-final-en-castellano.pdf>> [última visita: 26.05.2026].

²⁸ Véanse: (i) Informe BICE/Security, párrafo 125; (ii) Informe Moneda/Patria, párrafo 12; y, (iii) Informe Brookfield/Oaktree, párrafo 20.

²⁹ Véase: Guía de Análisis Horizontal, párrafo 28.

³⁰ Dado que Toesca AGF administra fondos de inversión en activos tradicionales y alternativos, tanto públicos como privados, dirigidos a clientes *retail* y calificados, mediante estrategias de inversión activas y pasivas, mientras que Frontal AGF administra fondos de inversión en activos alternativos, tanto públicos como privados, orientados a clientes calificados, mediante estrategias de inversión activas, esta División evaluó las distintas segmentaciones plausibles de mercado con el objeto de verificar si, bajo alguna de ellas, se superarían los umbrales establecidos en la Guía de Análisis Horizontal. Sobre dicha base, se concluyó que la definición de mercado más conservadora plausible –en la que se maximizaría tanto la participación conjunta de las Partes como la variación proyectada en el Índice de Herfindahl–Hirschman (“IHH”)– correspondería a la gestión de activos de fondos de inversión para inversionistas calificados, en activos alternativos en base a una estrategia de inversión activa, segmentando entre fondos públicos y privados. A su vez, dicha definición correspondería a la segmentación más estrecha plausible, atendidas las características de los activos administrados por las Partes.

20. Al efecto, se estimaron las participaciones de mercado en base al valor de los activos administrados a diciembre de 2025³¹, segmentando entre fondos de inversión públicos y privados, calculando los índices de concentración y su variación proyectada utilizando el IHH³². A continuación, la Tabla N°1 expone los resultados.

Tabla N°1: Participaciones de mercado en la gestión de fondos de inversión públicos y privados, para inversionistas calificados, en activos alternativos en base a una estrategia de inversión activa, medidas en AUM a diciembre de 2025.

Empresa	Participaciones de mercado (%)	
	Fondos públicos	Fondos privados
Toesca	[0-5]%	[0-5]%
Frontal AGF	[5-10]%	[10-20]%
Conjunta	[5-10]%	[10-20]%
LarrainVial	[10-20]%	[20-30]%
Ameris	[10-20]%	[10-20]%
Independencia	[5-10]%	[-]
Asset	[5-10]%	[0-5]%
Moneda	[5-10]%	[-]
BTG Pactual	[5-10]%	[-]
Banchile	[0-5]%	[5-10]%
Volcom Capital	[0-5]%	[5-10]%
MBI	[0-5]%	[5-10]%
Quest	[0-5]%	[5-10]%
Finasset	[-]	[5-10]%
Otros	[20-30]%	[5-10]%
Variación IHH	49	57
IHH Posterior	882	1.362

Fuente: Elaboración propia a partir de información aportada por las Partes y terceros³³.

21. A partir de la información presentada en la Tabla N°1 anterior, es posible observar que no se superan los umbrales de concentración establecidos en la Guía de Análisis Horizontal. De forma adicional, fue posible constatar que no concurren circunstancias especiales que ameriten un análisis en mayor profundidad³⁴.
22. En consecuencia, dados los antecedentes tenidos a la vista por esta División durante la Investigación, se concluye que la Operación no resulta apta para reducir sustancialmente la competencia en los segmentos relativos a la actividad de gestión de activos desarrollada por las Partes.

³¹ Esta División estimó las participaciones de mercado en base al valor de los activos administrados (“AUM”, por sus siglas en inglés de *Assets Under Management*) de las empresas que participan de la gestión de activos, conforme a los criterios adoptados anteriormente por la jurisprudencia comparada, así como lo considerado por la Fiscalía en pronunciamientos anteriores. Al respecto, véanse: (i) Comisión Europea, Caso M.11111 UBS/Credit Suisse, Tabla N°1; y, (ii) Informe BICE/Security, nota a pie de página N°225 y párrafo 183.

³² Véase: Guía de Análisis Horizontal, párrafo 33.

³³ En base a los activos administrados tanto por las Partes como por la totalidad de aquellos competidores que, habiendo sido destinatarios del Oficio Circ. Ord. N°40-2026, acompañaron en su respuesta la información relativa al valor de los activos administrados. Véanse: (i) Respuesta de Toesca al Oficio Ord. N°798-2026 de fecha 17 de abril de 2026; (ii) respuesta de Frontal Trust al Oficio Ord. N°797-2026 de fecha 17 de abril de 2026; y, (iii) respuestas de 50 competidores al Oficio Circ. Ord. N°40-2026.

Fueron agrupados en la categoría “Otros” todos aquellos competidores –que dieron respuesta al Oficio– cuya participación no supera el [0-5] en ninguno de los segmentos analizados.

³⁴ En efecto, la Guía de Análisis Horizontal detalla ciertos supuestos en que, pese a no superarse los umbrales de concentración, se requiere un análisis en mayor profundidad. Estos son la existencia de competencia potencial o de un entrante reciente, innovación, cercanía competitiva o vínculos estructurales o contractuales, cuya concurrencia no se verifica en el presente caso. Véase: Guía de Análisis Horizontal, párrafo 36.

V. CONCLUSIONES

23. En base a los antecedentes expuestos, esta División ha llegado a la convicción de que la Operación no cuenta con la aptitud para reducir sustancialmente la competencia.
24. Por tanto, en atención a los antecedentes y al análisis realizado en el presente Informe, se recomienda aprobar la Operación en forma pura y simple, salvo el mejor parecer del señor Fiscal Nacional Económico. Lo anterior, sin perjuicio de la facultad de la Fiscalía de velar permanentemente por la libre competencia en los mercados analizados.

ANÍBAL PALMA MIRANDA
JEFE DIVISIÓN DE FUSIONES

CSC/VBS/MPD