

Memoria Comisión Clasificadora de Riesgo

Índice

Carta de la Presidenta	3
-------------------------------------	----------

Comisión Clasificadora de Riesgo: Origen, funciones y legado

I. Introducción	5
II. Origen de la Comisión Clasificadora de Riesgo	6
III. Creación de la Comisión Clasificadora de Riesgo	8
IV. 1990, año de cambios, nuevos roles y responsabilidades para la Comisión Clasificadora de Riesgo	11
V. Nuevos cambios legales que impactaron el quehacer de la Comisión Clasificadora de Riesgo	18
VI. La Comisión Clasificadora de Riesgo desde un ámbito de acción diferente al asignado desde sus orígenes	30
VII. Mirada Retrospectiva del rol cumplido por la Comisión Clasificadora de Riesgo	37

Anexo I: Integrantes de la Comisión Clasificadora de Riesgo, a contar del año 1990

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones – Superintendencia de Pensiones	39
Superintendencia de Valores y Seguros – Comisión para el Mercado Financiero	40
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras – Comisión para el Mercado Financiero	40
Representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones	40
Secretarios de la Comisión Clasificadora de Riesgo	41

Anexo II: Gestión de la Comisión Clasificadora de Riesgo desde el año 1990, en la revisión de emisores e instrumentos nacionales y extranjeros

A. Emisores Nacionales	42
Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas	42
Instrumentos Representativos de Deuda Nacional	42
Cuotas de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión Nacionales	44
B. Instrumentos Extranjeros	47
Fondos Extranjeros	49
Acciones Extranjeras	51
Gestores y Estrategias de Activos Alternativos	51

Carta de la Presidenta

En el año 2022, a través de un mensaje presidencial, se presentó un proyecto de ley para crear un nuevo sistema de pensiones en Chile, lo que implicaría derogar el D.L. N° 3.500, de 1980. En el marco de esta reforma legal que se estaba proponiendo, la Comisión Clasificadora de Riesgo dejaría de cumplir sus funciones. En la actualidad, la discusión parlamentaria de este proyecto ha experimentado un giro bastante importante, pues la idea es mantener la vigencia del D.L. N° 3.500, introduciéndole eso si importantes modificaciones respecto de muchas materias, entre las cuales no está modificar el quehacer de la Comisión Clasificadora de Riesgo ni decretar su eliminación.

Teniendo presente que el proyecto de ley original pretendía suprimir la Comisión Clasificadora de Riesgo, en su momento los miembros de dicha Comisión acordaron generar un documento que pudiera recoger su historia, quehacer y funciones a lo largo de los años, en la medida que se fueron creando nuevas alternativas de inversión para los recursos de los Fondos de Pensiones. El objetivo del referido documento, ha sido dejar plasmado en un texto consolidado un breve relato de las gestiones realizadas por la Comisión desde el año 1985, fecha de su creación, y los aportes que ella ha realizado para los afiliados y al desarrollo del mercado de capitales chileno.

Con dicho propósito, durante el año 2023, se trabajó arduamente en recopilar toda la información histórica de la Comisión y se construyó de manera cronológica, un relato del rol y funciones que le correspondió desarrollar en el proceso de clasificación de riesgo de las inversiones de los recursos previsionales, conforme a los requerimientos y atribuciones que el D.L. N° 3.500, de 1980 le exigía y otorgaba.

Como resultado de este trabajo, se obtuvo el documento que se presenta a continuación, que recoge de manera bastante precisa el trabajo de la Comisión durante todos estos años, y la forma como fue adaptando sus actuaciones en la medida que se fueron generando los distintos cambios legales que incidieron en el proceso de inversión de los Fondos de Pensiones. De su lectura, se podrá apreciar que la Comisión tuvo y ha tenido un rol relevante en la determinación del riesgo aceptable que debe tener la inversión de los recursos previsionales, en un trabajo coordinado con los reguladores y emisores, tanto locales como extranjeros, y por supuesto, con las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Más allá de la satisfacción que existe del camino recorrido y del trabajo realizado en estos casi 40 años de existencia, que se plasma en el presente documento, es digno destacar la coordinación y actitud colaborativa que ha existido entre el sector público y privado, quienes a través de sus representantes han formado parte de la Comisión y han trabajado incansablemente por constituirla en un eslabón de la cadena de valor que se requería para rentabilizar la inversión de los fondos de pensiones de los afiliados, siempre con la debida prudencia que una tarea de esta naturaleza exige.

Si bien todo indica que la Comisión Clasificadora de Riesgo continuará con sus funciones, se ha estimado importante dejar un testimonio de lo realizado a la fecha, para que se dimensione y valore la trascendencia del trabajo realizado por una organización de composición mixta pública – privada, una organización que ha puesto por sobre cualquier interés la responsabilidad que significa participar de un proceso de clasificación de riesgo de los instrumentos financieros sujetos de inversión por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones, en el contexto de un adecuado equilibrio entre riesgo y rentabilidad de los fondos previsionales. Todo lo anterior, con el propósito de ser un aporte en el proceso de generación de bienestar de los trabajadores que ahorran para obtener una mejor pensión en el futuro.

Francisca Castro Fones
Presidenta
Comisión Clasificadora de Riesgo



Comisión Clasificadora de Riesgo: Origen, funciones y legado

I. Introducción

En momentos en que se discute en el Honorable Congreso Nacional un proyecto de ley que busca crear un nuevo sistema de pensiones o reformar el vigente, se ha planteado entre sus reformas relevantes la eliminación de la Comisión Clasificadora de Riesgo. En razón de ello, se ha estimado conveniente elaborar un documento que dé cuenta de las funciones que le ha tocado desempeñar a dicha Comisión desde que fue creada, y la importancia que ha tenido en el desarrollo del mercado de capitales y en la gestión de inversiones que han llevado a cabo las Administradoras de Fondos de Pensiones en la administración de los recursos de los Fondos de Pensiones.

El presente documento no tiene otra finalidad que la descrita precedentemente, y se preparó para dejar un testimonio de la gestión desarrollada por un grupo de profesionales del sector público y privado, que actuando de manera coordinada y colaborativa, han contribuido a un adecuado manejo del riesgo de las inversiones que se realizan con los recursos de los Fondos de Pensiones de los trabajadores chilenos, administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones.



II. Origen de la Comisión Clasificadora de Riesgo

El 13 de noviembre de 1980 fue publicado en el Diario Oficial el Decreto Ley N° 3.500 (en adelante el “DL 3500”), que creó un nuevo Sistema de Pensiones basado en la capitalización individual, a través de organismos denominados Administradoras de Fondos de Pensiones.

Considerando que la capitalización individual se construía sobre la base de las cotizaciones periódicas de los afiliados al sistema, y fundamentalmente sobre la rentabilidad que dichos fondos pudieran experimentar en el tiempo, se definieron en el artículo 45 del DL 3500 los instrumentos en los cuales podían ser invertidos los recursos de los fondos de pensiones.

Por el hecho de tratarse de un sistema nuevo y sin precedentes, donde la administración e inversión de los recursos previsionales quedó radicada en entes privados, los instrumentos en los cuales podían ser invertidos tales recursos, eran los siguientes:

- a. Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile
- b. Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras;
- c. Títulos garantizados por instituciones financieras;
- d. Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;
- e. Debentures de empresas públicas y privadas, y
- f. Cuotas de otros Fondos de Pensiones.

Por otra parte, se exigía que las instituciones financieras y empresas a que se refieren las letras b), c), d) y e) citadas, estuvieran forzosamente constituidas legalmente en Chile. Por su parte, correspondía al Banco Central de Chile determinar la diversificación de las inversiones entre los distintos tipos genéricos de ellas, sin que pudiera establecer límites para las inversiones señaladas anteriormente inferiores a los siguientes: treinta por ciento las que se indican en las letras b) y c) cuando su plazo de vencimiento no fuere superior a un año; cuarenta por ciento las de las letras b), c) y d) cuando su plazo de vencimiento fuere superior a un año; sesenta por ciento para las de la letra e); y, veinte por ciento, para las de la letra f).

De lo anteriormente expuesto, se desprende que el sistema de inversión de los recursos de los fondos de pensiones era altamente regulado, con una fiscalización muy exigente por parte de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, con instrumentos financieros muy acotados, conservadores y de bajo riesgo.



Producto del sistema de afiliación al nuevo sistema de pensiones (voluntario para los antiguos trabajadores y forzoso o automático para los nuevos trabajadores que empezaron a trabajar a contar del 1° de mayo de 1981) comenzó un crecimiento exponencial de afiliados a las Administradoras de Fondos de Pensiones, lo que trajo como consecuencia que los recursos previsionales comenzaron a incrementarse de manera muy significativa (generado por los aportes periódicos y por la rentabilidad obtenida), lo que hizo necesario buscar nuevas alternativas de inversión, dado que los que estaban aprobados por ley no eran suficientes para satisfacer los requerimientos de inversión que tenían las Administradoras de Fondos de Pensiones.

De igual forma, y en la medida que el nuevo sistema de pensiones fue madurando y las Administradoras y los reguladores fueron mostrando mayor conocimiento y experiencia en la administración de los recursos previsionales y en la fiscalización de la gestión de inversiones por ellas realizada, respectivamente, se consideró necesario dar un paso más allá, generando nuevas alternativas de inversión por la vía legal, que trajeran aparejadas una exposición mayor al riesgo y que se tradujeran en un mejor retorno para dichas inversiones.

Los cambios legales que se fueron discutiendo en esa dirección, trajeron consigo además una serie de otras reformas que buscaron producir un mayor control en las inversiones que se podían realizar con los recursos de los fondos de pensiones, y especialmente en el riesgo asociado a las mismas. Adicionalmente, implicó que las Administradoras de Fondos de Pensiones tuvieran que asumir nuevas responsabilidades asociadas a la gestión de inversiones, vinculadas al manejo del riesgo de inversión, tanto en lo formal como en la materialización de estas.

De esta forma, con la autorización de invertir tales recursos en instrumentos de renta variable, que tienen asociado niveles de riesgo mayor a los instrumentos de renta fija que estaban aprobados desde sus inicios, se vio la necesidad de establecer como exigencia previa a una inversión la generación de manera recurrente de informes o proyectos de clasificación de riesgo de todos los instrumentos financieros autorizados por el artículo 45 del DL 3500 (a excepción de los títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile y las cuotas de otros Fondos de Pensiones), y la creación de un organismo que tuviera por función no solo aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los instrumentos de inversión indicados precedentemente, en alguna de las categorías de riesgo definidas legalmente, sino también dar su aprobación a acciones de sociedades anónimas abiertas que pudieran ser adquiridas con los recursos de los Fondos de Pensiones.

Es así como en el año 1985 nace la Comisión Clasificadora de Riesgo, entidad que subsiste hasta la fecha, y que durante sus años de existencia ha experimentado importantes cambios en su estructura e integración, operación y principalmente en sus funciones y responsabilidades.



III. Creación de la Comisión Clasificadora de Riesgo

Con fecha 24 de enero de 1985 se publicó en el Diario Oficial la Ley N° 18.398, que modificó el DL 3500, introduciendo importantes modificaciones en materia de inversiones, entre las cuales estuvo la incorporación del Título XI a través del cual se creó la Comisión Clasificadora de Riesgo, en adelante la “Comisión”.

Su principal función era aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los instrumentos señalados en las letras b), c) d) y e) del artículo 45 del DL 3500, en alguna de las categorías de riesgo definidas por dicho texto legal. Asimismo, le correspondía dar su aprobación a acciones de sociedades anónimas abiertas que pudieran ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones. Importante es mencionar que con esta ley se reemplazó la letra e) del citado artículo 45, sustituyéndose los debentures emitidos por empresas públicas o privadas por bonos de empresas públicas y privadas.

La integración de la Comisión era mixta, y estaba conformada por el Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, quien la presidía; el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras; el Superintendente de Valores y Seguros; tres representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones, elegidos por éstas, y un representante del Banco Central de Chile. Un funcionario de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones actuaba como su secretario y tenía la calidad de ministro de fe respecto de sus actuaciones, deliberaciones y acuerdos. A su vez, la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones actuaba como Secretaría Técnica y Ejecutiva de la Comisión. Las reuniones de la Comisión se celebraban en dependencias de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, y los gastos de funcionamiento eran financiados por dicho organismo público.

Junto con establecerse 5 categorías de riesgo (desde la categoría A hasta la categoría E), se definió que la clasificación que practicara la Comisión sería indicativa de riesgo y sus resoluciones serían consideradas para el solo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que se realizaran con los recursos de los Fondos de Pensiones, en conformidad a lo dispuesto en DL 3500. Dicha clasificación se practicaría respecto de todos los instrumentos que fueren de oferta pública. Las acciones de sociedades anónimas sólo serían sometidas a la aprobación de la Comisión en los casos en que su emisor voluntariamente así lo solicitara. Una vez clasificado un instrumento o aprobada una acción, el emisor estaba obligado a continuar proporcionando toda la información necesaria para que la clasificación se continuara realizando, mientras los recursos de algún Fondo estuvieren invertidos en el respectivo instrumento. En el evento de que el emisor no lo hiciera así, sus instrumentos se clasificarían en categoría E o sus acciones serían desaprobadas, según el caso.



Por otra parte, las acciones que podían ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones debían aprobarse por la Comisión en consideración al riesgo de la rentabilidad esperada y atendiendo preferentemente a las características propias del título, a la solvencia y estabilidad de la sociedad emisora y a la liquidez y presencia del instrumento en el mercado. Una vez aprobadas las acciones, la Comisión debía notificar el acuerdo a la sociedad emisora a fin de que ésta, dentro del plazo de noventa días contado desde la fecha de notificación, adecuara sus estatutos de acuerdo con lo dispuesto en el Título XII del DL 3500. Dicho acuerdo debía indicar si la sociedad emisora quedaba obligada a celebrar un compromiso de desconcentración en los términos de los artículos 123 y siguientes del mismo DL 3500. Y solo una vez modificados los estatutos y celebrado el convenio de desconcentración, en su caso, a satisfacción de la Comisión, ésta autorizaba la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en tales acciones, autorización que debía publicarse por una vez en el Diario Oficial, en el plazo de treinta días contado desde su dictación.

A su vez, las Administradoras de Fondos de Pensiones que invirtieran recursos del Fondo de Pensiones en acciones de sociedades en que el Estado, directamente o por intermedio de sus empresas, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tuvieran el cincuenta por ciento o más de las acciones suscritas y que por su naturaleza estuvieran sometidas a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, podrían ejercer el derecho a retiro de la sociedad en los términos establecidos en los artículos 69 y siguientes de la Ley N° 18.046, en el caso de que la Comisión desaprobare dichas acciones por razones que afectaren negativamente su rentabilidad y derivadas de alguna de las siguientes causales:

- a. La modificación de las normas que las rijan en materia tarifaria o de precios de los servicios o bienes que ofrezcan o produzcan, o relativas al acceso a los mercados;
- b. La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar el precio de esos bienes o servicios en forma que los alteren negativa y substancialmente en relación a los que haya tenido en consideración la Comisión al aprobar las acciones;
- c. La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas u otros bienes o servicios necesarios para su giro que incidan en sus costos, en términos o condiciones más onerosos en relación al promedio del precio en que normalmente se ofrecen en el mercado, sean nacionales o extranjeros, considerando el volumen, calidad y especialidad que la sociedad requiera;
- d. La realización de acciones de fomento o ayuda o el otorgamiento directo o indirecto de subsidios de parte de la sociedad, que no hubieren sido considerados en la época de aprobación de las acciones por la Comisión, siempre que no le fueren otorgados, directa o indirectamente, por el Estado, los recursos suficientes para su financiamiento, y
- e. La realización de cualquiera otra acción similar, dispuesta por la administración de la sociedad o por la autoridad, que sea contraria a los objetivos que establecía el artículo 45 del DL 3500.



En el marco del nuevo proceso de clasificación de riesgo implementado a través de la Ley N° 18.398, dentro de los cinco primeros días de cada mes, las Administradoras de Fondos de Pensiones debían presentar a la Comisión, separadamente u obrando en conjunto dos o más de ellas, un proyecto de clasificación o de modificación de clasificación de riesgo de todos los instrumentos financieros emitidos a que se referían las letras b), c), d) y e) del artículo 45 del DL 3500. En dicho proyecto se expresarían los fundamentos de la clasificación sólo respecto de aquellos instrumentos que no hubieren sido incluidos en proyectos anteriores y de las modificaciones que, a juicio de las Administradoras de Fondos de Pensiones, debían alterar la clasificación vigente. Dentro del mismo plazo debían pronunciarse sobre las acciones ya clasificadas o en proceso de clasificación por la Comisión. Al efecto, se estableció que durante los primeros seis meses contados desde la publicación de la ley, los proyectos de clasificación serían elaborados por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, siendo asumida por las AFP dicha responsabilidad, una vez transcurrido dicho plazo.

Con el objeto de elaborar los proyectos de clasificación, las sociedades emisoras de instrumentos debían proporcionar la información necesaria para la clasificación, por intermedio de la Secretaría Técnica y Ejecutiva, la que debía facilitarla a las Administradoras de Fondos de Pensiones. Dicha información sería siempre pública y no podría ser distinta a la exigida por las respectivas Superintendencias fiscalizadoras de los emisores, sin perjuicio de que las propias sociedades emisoras podrían proporcionar voluntariamente información adicional de uso público, que facilitara una mejor evaluación. Asimismo, la Secretaría Técnica y Ejecutiva podría requerir periódicamente de la Superintendencia de Valores y Seguros o de la de Bancos e Instituciones Financieras, según correspondiera, la información relevante de las instituciones bajo su control, con el objeto de una mejor clasificación de sus instrumentos.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Secretaría Técnica y Ejecutiva podían presentar proposiciones de modificaciones urgentes al acuerdo vigente, en cualquier tiempo, toda vez que circunstancias extraordinarias exigieran reclasificar un instrumento o desaprobado una acción.

La Secretaría Técnica y Ejecutiva debía notificar a cada emisor la clasificación de que hayan sido objeto sus instrumentos financieros por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de sus propias observaciones. El afectado podía proporcionar antecedentes adicionales respecto de los proyectos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las observaciones de esa Secretaría dentro de los cinco días hábiles de recibidos los antecedentes. Cumplidos los plazos anteriores, la Secretaría Técnica y Ejecutiva enviaba a la Comisión todos los antecedentes que aquella hubiere recopilado para que ésta resolviera.

La Comisión debía fundamentar su acuerdo final respecto a todos los instrumentos que cambiaran de clasificación y de aquellos que se contrapusieran con alguno de los proyectos presentados por las Administradoras de Fondos de Pensiones o con las observaciones que formulara la Secretaría Técnica y Ejecutiva.



De esta forma, y sobre la base de las atribuciones que el DL 3500 le asignó, la Comisión tomó un rol relevante en el proceso de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones, e interactuó de manera coordinada con los reguladores, y particularmente con las Administradoras de Fondos de Pensiones, buscando siempre permitir con sus decisiones ampliar las posibilidades de inversión y establecer niveles adecuados de riesgo.

Producto del marcado incremento que experimentaron los Fondos de Pensiones entre el año 1985 y fines de 1989, donde se requerían de nuevas alternativas de inversión que permitieran a las Administradoras de Fondos de Pensiones obtener una adecuada rentabilidad de los fondos administrados, se hizo necesario modificar el DL 3500, con el objeto de aumentar los instrumentos financieros en los cuales se pudieran invertir los fondos previsionales, lo cual trajo aparejado importantes cambios en la Comisión Clasificadora de Riesgo, que serán analizados en detalle en el capítulo siguiente.

IV. 1990, Año de cambios, nuevos roles y responsabilidades para la Comisión Clasificadora de Riesgo

Con fecha 10 de marzo de 1990, se publicó en el Diario Oficial la Ley N° 18.964 que modificó el DL 3500 en diversas materias. Entre las modificaciones introducidas, se sustituyó el artículo 45 del citado decreto ley, permitiendo nuevas alternativas de inversión para los recursos de los Fondos de Pensiones. De esta forma, dichos recursos podrían ser invertidos en los siguientes instrumentos financieros, que se enumeran por la relación que ellos tienen con las nuevas funciones y atribuciones que le serían asignadas a la Comisión Clasificadora de Riesgo:

- a.** Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile y Letras de Crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización
- b.** Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras;
- c.** Títulos garantizados por instituciones financieras;
- d.** Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;
- e.** Bonos de empresas públicas y privadas;
- f.** Cuotas de otros Fondos de Pensiones;
- g.** Acciones de sociedades anónimas abiertas sujetas al Título XII, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo, según lo dispuesto en el artículo 106;
- h.** Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias abiertas, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo, según lo dispuesto en el artículo 106 del DL 3500;
- i.** Acciones de sociedades anónimas abiertas no sujetas a lo dispuesto en el Título XII de esta ley, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo, según lo dispuesto en el artículo 106 del DL 3500;



- j. Cuotas de Fondos de Inversión, a que se refiere la ley N° 18.815, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo, según lo dispuesto en el artículo 106 del DL 3500;
- k. Efectos de comercio representativos de letras de cambio o pagarés con plazo de vencimiento no superior a un año, desde su inscripción en el Registro de Valores, no renovable, y
- l. Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias extranjeras o internacionales aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo, que se transen diariamente en los mercados internacionales y que cumplan a lo menos con las características que señale el Reglamento.

Las instituciones financieras a que se refieren las letras b), c) y d) precedentes debían estar constituidas legalmente en Chile o autorizadas para funcionar en el país. Por su parte, las empresas referidas en las letras e), g), h), i) y k), como también los Fondos de Inversión referidos en la letra j), debían estar constituidos legalmente en Chile. A su vez, todos los instrumentos señalados en las letras b), c), d), e) y k), debían estar clasificados en alguna categoría de las señaladas en el artículo 104 del DL 3500. Finalmente, los instrumentos de las letras b) y c) que fueren seriados y los señalados en las letras e), g); h), i), j) y k) debían estar inscritos, de acuerdo con la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores, en el respectivo registro de valores que llevaban las entonces Superintendencia de Valores y Seguros o de Bancos e Instituciones Financieras, según correspondiera.

Con los cambios introducidos a los instrumentos financieros que podían ser invertidos con los recursos de los Fondos de Pensiones, se hizo necesario modificar sustancialmente el rol que debía cumplir la Comisión Clasificadora de Riesgo, lo que se tradujo en importantes reformas en cuanto a su estructura, financiamiento, atribuciones y responsabilidades. A continuación, se indican las principales modificaciones que impactaron a la Comisión:

1. La Comisión pasó a ser una persona jurídica de derecho público, autónoma, con composición mixta, con personalidad jurídica, patrimonio propio y financiamiento privado, como se detallará más adelante.
2. Se le fijaron las siguientes funciones y nuevas atribuciones:
 - a. Aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los instrumentos señalados en las letras b), c), d), e) y k) del artículo 45, en alguna de las categorías que dispone el artículo 104 del DL 3500;
 - b. Dar su aprobación a las acciones de sociedades anónimas abiertas, señaladas en las letras g), h) e i) del artículo 45 y a las cuotas de fondos de inversión mencionadas en la letra j) del artículo 45, que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones;
 - c. Establecer las características de las categorías de riesgo indicadas en el artículo 104 y los procedimientos de clasificación de riesgo de los instrumentos financieros que puedan ser adquiridos con los recursos de los Fondos de Pensiones. También le corresponderá aprobar o rechazar las modificaciones que en esta materia propusieren las Administradoras o algunos de sus miembros;



8. Se establecieron las siguientes categorías en que deberían clasificarse los instrumentos financieros a que se refieren las letras b), c), d), e) y k) del artículo 45 del DL 3.500, en consideración a la probabilidad de no pago del capital e intereses pactados, a las características del instrumento, a la solvencia del emisor y a la liquidez del instrumento en el mercado; y los factores que en cada caso se indican:
 - a. Categoría A con factor 1, 0 (uno);
 - b. Categoría B, con factor 0,8 (cero coma ocho);
 - c. Categoría C con factor 0,4 (cero coma cuatro);
 - d. Categoría D con factor 0 (cero), y
 - e. Categoría E con factor 0 (cero), sin información disponible para clasificar.
9. La Comisión debía establecer las características de cada categoría y los procedimientos de clasificación de los instrumentos financieros señalados, mediante un Acuerdo que se publicaría en el Diario Oficial. Los acuerdos de modificación de las características de las categorías de riesgo y de los procedimientos de clasificación debían ser fundados. La Secretaría Administrativa debía poner a disposición de la Comisión las proposiciones de modificación de las características de las categorías de riesgo y de los procedimientos de clasificación que le hicieran llegar las Administradoras o los miembros de la Comisión.
10. Los instrumentos señalados en la letra l) del artículo 45 del DL 3.500 se clasificarían, a petición de alguna Administradora de Fondos de Pensiones, en función de la clasificación que organismos internacionales hubieren realizado y que el Banco Central de Chile hubiere publicado en el Diario Oficial según el artículo 48 de la Ley N° 18.840.
11. La Comisión debería establecer las equivalencias entre las categorías de clasificación internacionales y las señaladas precedentemente, sin perjuicio de que podía establecer factores adicionales adversos que pudieran modificar la clasificación final.
12. La clasificación que practicaría la Comisión sería indicativa de riesgo y sus resoluciones serían consideradas para el solo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que se realizaran con los recursos de los Fondos de Pensiones en conformidad al DL 3.500. Dicha clasificación se practicaría respecto de todos los instrumentos que fueren de oferta pública.
13. Las acciones de las sociedades anónimas señaladas en las letras g) y h) del artículo 45 y las cuotas de los fondos de inversión señalados en la letra j) del artículo 45 sólo serían sometidos a la aprobación de la Comisión en los casos en que su emisor voluntariamente así lo solicitara. Por su parte, las acciones de las sociedades señaladas en la letra i) del artículo 45, serían sometidas a aprobación si alguna Administradora de Fondos de Pensiones lo solicitare. Una vez clasificado un instrumento o aprobadas las acciones de una sociedad de las señaladas en las letras g) o h) del artículo 45, o las cuotas de un fondo de inversión, el emisor estaría obligado a continuar proporcionando toda la información necesaria para que la clasificación o aprobación se continuara realizando, mientras los recursos de algún Fondo estuvieren invertidos en el respectivo instrumento. En el evento de que el emisor no lo hiciera así, sus



instrumentos se clasificarían en categoría E o sus acciones o cuotas serán desaprobadas, según sea el caso.

14. Las acciones que podían ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones deberían aprobarse por la Comisión en consideración al riesgo de la rentabilidad esperada y atendiendo preferentemente a las características propias del título, a la solvencia y estabilidad de la sociedad emisora y a la liquidez y presencia del instrumento en el mercado. Sin perjuicio de lo anterior, las acciones de sociedades anónimas inmobiliarias que tuvieran menos de cinco años de existencia deberían aprobarse por la Comisión en consideración al riesgo de éstas, el cual dependería de la participación de los distintos componentes de los activos de la sociedad. Así, para el caso de inversión en bienes raíces, el riesgo dependería de la diversificación por tipo de inmuebles, por valor de éstos y por arrendatario, y de la tasa de desocupación de los inmuebles de propiedad de la sociedad. Cuando se tratara de inversión en mutuos hipotecarios con cláusula a la orden, el riesgo estaría dado por la diversificación por monto nominal de los mutuos, por la tasa de morosidad y por el monto de las garantías asociadas a ese tipo de instrumentos. Asimismo, las cuotas de fondos de inversión deberían aprobarse por la Comisión en consideración al tipo de fondo de inversión de que se tratara y a una ponderación de los montos y los riesgos asociados a los distintos valores instrumentos y bienes componentes de la cartera de inversión de ellos.
15. Dentro de los cinco primeros días de cada mes, las Administradoras de Fondos de Pensiones debían presentar a la Comisión y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, separadamente u obrando en conjunto dos o más de ellas, un proyecto de clasificación o de modificación de clasificación de riesgo de todos los instrumentos financieros emitidos a que se refieren las letras b), c), d), e) y k) del artículo 45, en el que se expresarían los fundamentos de la clasificación sólo respecto de aquéllos instrumentos que no hubieren sido incluidos en proyectos anteriores y de las modificaciones que, a juicio de las Administradoras, debían alterar la clasificación vigente. Dentro del mismo plazo deberían pronunciarse sobre las acciones y cuotas ya clasificadas o en proceso de clasificación por la Comisión.
16. Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones y los miembros de la Comisión Clasificadora podrían presentar proposiciones de modificaciones urgentes al acuerdo vigente, en cualquier tiempo, toda vez que circunstancias extraordinarias exigieran reclasificar un instrumento o desaprobado una acción o cuota.
17. Los representantes legales de las Administradoras de Fondos de Pensiones o terceros que intervinieran en la elaboración de los proyectos, como asimismo los funcionarios de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, los integrantes de la Secretaría Administrativa o los miembros de la Comisión, que maliciosamente presentaren o difundieren noticias falsas o tendenciosas respecto de los instrumentos que se debían clasificar o aprobar, sufrirían las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio, salvo que probaren que estos antecedentes habían sido proporcionados por el emisor, en cuyo caso éste respondería penalmente sin perjuicio de las acciones civiles que correspondieran.



- 18.** La Secretaría Administrativa debía notificar a cada emisor, dentro de los diez días siguientes al vencimiento del plazo señalado en el número 16) anterior, la clasificación de que fueron objeto sus instrumentos financieros en el proyecto presentado por las Administradoras de Fondos de Pensiones. El afectado podría proporcionar antecedentes adicionales respecto de los proyectos de clasificación de las Administradoras de Fondos de Pensiones dentro de los cinco días hábiles de haber sido notificados. Copia de dichos antecedentes debían ser enviados por la Secretaría Administrativa a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones dentro de las veinticuatro horas siguientes de haberlos recibido. Cumplidos los plazos anteriores, la Secretaría Administrativa enviaría a la Comisión todos los antecedentes que aquélla hubiere recibido para que ésta resolviera. La Comisión debía fundamentar su acuerdo final respecto a todos los instrumentos que cambiaran de clasificación y de aquellos que se contrapusieran con alguno de los proyectos presentados por las Administradoras de Fondos de Pensiones.
- 19.** Las deliberaciones de la Comisión serían secretas hasta la publicación del acuerdo final, que debía hacerse en el Diario Oficial, a más tardar el primer día hábil del mes siguiente al de la adopción del acuerdo. La publicación debía contener los principales fundamentos que motivaron un cambio de clasificación.
- 20.** Las actas de la Comisión y demás antecedentes que hubieren llevado a adoptar el acuerdo final debían ponerse a disposición del público que los solicitara.
- 21.** Con el objeto de elaborar los proyectos indicados precedentemente, las sociedades y los fondos de inversión emisores de los instrumentos, excluidas las de los señalados en la letra i) del artículo 45, debían proporcionar a las Administradoras la información necesaria para la clasificación. Dicha información debía ser siempre pública y no podía ser distinta a la exigida por las respectivas superintendencias fiscalizadoras de los emisores, sin perjuicio de que las propias sociedades emisoras pudieran proporcionar voluntariamente información adicional de uso público, que facilitara una mejor evaluación. Asimismo, la Comisión podría requerir periódicamente de la Superintendencia de Valores y Seguros o de la de Bancos e Instituciones Financieras, según correspondiera, información acerca de las instituciones bajo su control, las que proporcionarían la que ellas estimaren relevantes para una mejor clasificación de los instrumentos. Esta información debía remitirse directamente a las Administradoras.

Como consecuencia de esta reforma legal, la Comisión comenzó una nueva etapa, que involucró cambios en el lugar físico donde funcionaba (desde las oficinas de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones a sus oficinas en el Edificio Santiago Centro); se contrató a su Secretario y al equipo que conformaba la Secretaría Administrativa (jefe, analistas y personal de apoyo); se dictó el Reglamento que regulara el funcionamiento de la Comisión y de la Secretaría Administrativa; se iniciaron las coordinaciones con las Administradoras de Fondos de Pensiones para determinar los montos que se requerían para financiar las operaciones de la Comisión, y se generó el marco jurídico para proceder a la elección los 4 representantes de dichas Administradoras en la Comisión.



Adicionalmente, y quizás una de las tareas más complejas que tuvo que hacer frente la Comisión, fue la generación de los Acuerdos para establecer las características de cada categoría de riesgo, para aprobar los proyectos de clasificación, definir los procedimientos de clasificación de los distintos instrumentos financieros que por disposición legal debía aprobar la Comisión, y establecer las equivalencias entre las categorías de riesgo internacionales y las definidas por el DL 3.500, conforme sus nuevas funciones y atribuciones. Lo anterior requirió de mucho trabajo y de una coordinación estrecha tanto con la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones como con las propias Administradoras de Fondos de Pensiones. De igual forma, fue necesario generar una manera de relacionarse muy colaborativa con los respectivos emisores y con los clasificadores de riesgo, para que el proceso de clasificación fuera fluido y expedito para así poder aprobar los instrumentos financieros en los cuales se requerían invertir los recursos de los Fondos de Pensiones.

De esta forma, para poder cumplir con sus funciones y atribuciones, la Comisión dictó los siguientes Acuerdos:

- **Acuerdo N° 1** – Mayo 1991, mediante el cual se establecieron los requisitos para aprobar los instrumentos de Renta Fija, Acciones y Fondos de Inversión todos Nacionales. Se definieron las categorías A, B, C, D y E para cada instrumento. Asimismo, para la clasificación se consideraron los siguientes indicadores:
 - Solvencia del emisor
 - Riesgo de la cartera de inversión (para Fondos de Inversión)
 - Características del instrumento
 - Margen de protección (el nivel de seguridad que se otorga al tenedor de instrumentos respecto al pago de los mismos)
 - Mercado líquido

Los títulos del Acuerdo fueron los siguientes:

Título I	De las Categorías de Riesgo
Título II	Deuda de Instituciones Financieras
Título III	Bonos de Empresas Públicas y Privadas
Título IV	Títulos Garantizados por Instituciones Financieras
Título V	De la Clasificación de los Instrumentos en Categoría E
Título VI	Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas Título XII
Título VII	Bonos Emitidos por Empresas de Leasing
Título VIII	Acciones de Sociedades Anónimas Inmobiliarias Abiertas
Título IX	Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas no sujetas al Título XII
Título X	Cuotas de Fondos de Inversión

- **Acuerdo N° 2 – Octubre 1991**, mediante el cual se agregó al Acuerdo N° 1 el Título XI de Efectos de Comercio.
- **Acuerdo N° 3 – Mayo 1992**, en el que se introdujeron modificaciones menores al Acuerdo N° 1 y se agregaron los siguientes títulos:
 - Título XII Bonos de Empresas con menos de tres años de historia
 - Título XIII Instrumentos de Estados, Bancos Centrales o Bancos extranjeros
- **Acuerdo N° 4 – Octubre 1992**, donde se introduce una modificación menor a artículo 216 del Título XII (deuda extranjera), estableciéndose que debe tener al menos dos clasificaciones.
- **Acuerdo N° 5 – Octubre 1992**, por el cual se dictó el Reglamento de la Comisión.



V. Nuevos cambios legales que impactaron el quehacer de la Comisión Clasificadora de Riesgo

El 19 de marzo de 1994 fue publicada en el Diario Oficial la Ley N° 19.301, que introdujo importantes cambios para perfeccionar la legislación que regula el funcionamiento del mercado de capitales. Los objetivos fundamentales que perseguía esta reforma fueron:

- i. Ampliar los instrumentos financieros en que podían invertir las compañías de seguros, fondos mutuos, fondos de pensiones y fondos de inversión con los debidos resguardos para cautelar la fe pública, los ahorros voluntarios de las personas y los ahorros previsionales;
- ii. Modificar los límites de inversión para las compañías de seguros, fondos mutuos y fondos de pensiones, de modo de propender y permitir una mejor diversificación de los portafolios, ampliando el espectro de instrumentos y emisores en los que se puede invertir y, al mismo tiempo, reduciendo la concentración de los portafolios en ciertas clases de instrumentos, sectores y emisores;
- iii. Mejorar las normas de regulación del mercado de capitales, especialmente en lo que se refiere a normas para reducir los conflictos de interés de sociedades que administran fondos de terceros e intermediadoras de valores, el fortalecimiento del sistema de clasificación de riesgo, los resguardos y sistemas de control de cumplimiento de los contratos en la emisión de títulos de deuda.

Lo anterior se enmarcó en la necesidad de profundizar y modernizar el mercado de capitales chileno, especialmente en lo que decía relación con el mercado de valores y el rol que desempeñan en dicho mercado los principales inversionistas institucionales. Lo anterior, dada la importancia que tiene un mercado de valores y el hecho que funcione en forma adecuada, con transparencia y profundidad, ya que ello hacía posible que los recursos de la economía fueren asignados eficientemente en el proceso de ahorro e inversión, aspecto clave para el incremento de la capacidad productiva del país y que, en definitiva, permitiría la mantención de un crecimiento alto, sostenido y con estabilidad en precios.

El Presidente de la República de la época señaló en el Mensaje de la ley que en “el proceso de ahorro e inversión le ha cabido un rol preponderante al sector privado, en particular a los inversionistas institucionales, haciendo que la función del mercado de valores sea más trascendente en nuestra economía que en otros países de igual grado de desarrollo relativo. El ejemplo más evidente de lo anterior, lo representan los fondos de pensiones pues sus cuantiosos recursos deben ser invertidos básicamente en títulos financieros transados en los mercados de valores.

Así, a diciembre de 1992, dichos inversionistas acumulaban activos por más de doce mil millones de dólares de los Estados Unidos de América, o el equivalente al 38% del Producto Geográfico Bruto (P.G.B.); y para fines de esta década se estima que sus recursos alcanzarán montos cercanos al P.G.B.



Sin embargo, con el desarrollo de los citados inversionistas institucionales y otros, se ha ido generando poco a poco, una situación de escasez relativa de instrumentos de inversión en relación a los elevados montos de recursos que ellos manejan y que deben ser colocados en el mercado de valores. Así, la mantención de niveles de rentabilidad y de seguridad adecuadas por parte de éstos, se ha visto cada vez más limitada y sus tenencias de instrumentos se han ido concentrando en determinados tipos de instrumentos y sectores económicos. En razón de lo anterior, se hace necesario y urgente promover nuevos instrumentos financieros que representen alternativas factibles para la inversión de los recursos de los citados inversionistas; facilitando también la ampliación de los plazos de las inversiones en conformidad con la naturaleza de sus obligaciones.”

En resumen, los esfuerzos estaban dirigidos a perfeccionar y modernizar el funcionamiento del mercado, abriendo nuevas posibilidades pero, al mismo tiempo, manteniendo un esquema de regulaciones compatibles con el desarrollo sano, estable y eficiente de dicho mercado.

De esta forma, con la dictación de esta ley se incorporaron nuevas alternativas de inversión para los Fondos de Pensiones, las que con una combinación adecuada de rentabilidad y riesgo, permitirían a las Administradoras de Fondos de Pensiones canalizar en forma eficiente y segura la inversión de los cuantiosos recursos de ahorro previsional, que a la fecha se habían acumulado y que se estimaba, se duplicarían en los siguientes cinco años. Por otra parte, el sistema de límites vigente a esa fecha imponía serias restricciones a las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones, donde el foco estaba puesto en las restricciones de inversión por instrumentos específicos, sin considerar debidamente la estructura de portafolio global que indujera a optimizar la combinación riesgo - retorno para las inversiones de los Fondos de Pensiones, lo que aumentaba el nivel de riesgo del sistema al inducir una concentración exagerada de la cartera de inversiones en unos pocos sectores de la economía, clases de instrumentos y emisores.

Otro de los objetivos buscados con esta ley fue asignar una mayor importancia a la clasificación privada de riesgo, en la determinación del juicio sobre el riesgo de los instrumentos autorizados para la inversión de los Fondos de Pensiones, lo que se tradujo en un cambio relevante en el rol de la Comisión Clasificadora de Riesgo, centrado en la aprobación de cada uno de los instrumentos en que invierten dichos fondos, dejando que la clasificación de riesgo propiamente tal fuere efectuada por las entidades clasificadoras privadas. Para ello, se estableció la posibilidad de que pudiera requerir una tercera clasificación en caso que no le satisficieran los antecedentes proporcionados por los clasificadores y, también, la potestad de rechazar un instrumento independientemente de su clasificación privada. Por último, para títulos accionarios se reemplazó el requisito de clasificación de riesgo por uno de elegibilidad, que requería que en el caso de que el emisor no cumpliera con determinados requisitos de información y de indicadores financieros, debiera contratar a dos entidades clasificadoras, para presentar esos acuerdos de clasificación a la Comisión. Por otra parte, cuando se tratase de acciones de sociedades anónimas inmobiliarias del DL N° 3.500 y cuotas de fondos de inversión, la Comisión Clasificadora podría fijar criterios de aprobación adicionales a los requisitos de registro de la Superintendencia de Valores y Seguros.



De esta forma, los principales cambios introducidos por esta ley que impactaron a la Comisión, fueron los siguientes:

1. Se estableció que los recursos de los Fondos de Pensiones, sin perjuicio de los depósitos en cuenta corriente a que se refiere el artículo 46, debían ser invertidos en:
 - a. Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile; letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización; Bonos de Reconocimiento emitidos por el Instituto de Normalización Previsional u otras Instituciones de Previsión, y otros títulos emitidos o garantizados por el Estado de Chile;
 - b. Depósitos a plazo; bonos, y otros títulos representativos de captaciones, emitidos por instituciones financieras;
 - c. Títulos garantizados por instituciones financieras;
 - d. Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;
 - e. Bonos de empresas públicas y privadas;
 - f. Bonos de empresas públicas y privadas canjeables por acciones, a que se refiere el artículo 121 de la Ley N° 18.045;
 - g. Acciones de sociedades anónimas abiertas;
 - h. Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias abiertas.
 - i. Cuotas de Fondos de inversión inmobiliarios a que se refiere la ley N°18.815;
 - j. Cuotas de Fondos de inversión de desarrollo de empresas a que se refiere la ley N° 18.815;
 - k. Efectos de comercio emitidos por empresas públicas y privadas, que correspondan a pagarés u otros títulos de crédito o inversión, con plazo de vencimiento no superior a un año desde su inscripción en el Registro de Valores, no renovables;
 - l. Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias extranjeras o internacionales; acciones y bonos emitidos por empresas extranjeras, y cuotas de participación emitidas por Fondos Mutuos y Fondos de Inversión Extranjeros, aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo, que se transen habitualmente en los mercados internacionales y que cumplan a lo menos con las características que señale el Reglamento. Asimismo, las Administradoras con recursos de los Fondos de Pensiones podrán efectuar operaciones que tengan como único objetivo la cobertura de riesgos financieros de los instrumentos señalados en esta letra, referidas a riesgos de fluctuaciones entre monedas extranjeras o riesgo de tasas de interés en una misma moneda extranjera, todo lo cual se efectuará de conformidad a las condiciones que señale el citado Reglamento;
 - m. Cuotas de Fondos de inversión mobiliarios a que se refiere la ley N°18.815;
 - n. Cuotas de fondos de inversión de créditos securitizados a que se refiere la ley N° 18.815, y
 - o. Operaciones que tengan como objetivo la cobertura del riesgo financiero que pueda afectar a las inversiones del Fondo de Pensiones, que se efectúen habitualmente en los mercados secundarios formales, y que cumplan con las características señaladas por normas de carácter general que dictará la Superintendencia.



2. Se modificaron las funciones de la Comisión Clasificadora de Riesgo, por las siguientes:
 - a. Aprobar o rechazar los instrumentos representativos de capital, deuda y cobertura de riesgo susceptibles de ser adquiridos con recursos de los Fondos de Pensiones, de conformidad a lo dispuesto en el inciso cuarto del artículo 45;
 - b. Asignar una categoría de riesgo, de aquellas señaladas en el artículo 105, a los instrumentos de deuda a que alude la letra a) anterior, salvo que se trate del rechazo de un instrumento en la forma establecida en el inciso quinto del artículo 105, en cuyo caso no procederá tal asignación;
 - c. Establecer los procedimientos específicos de aprobación de acciones de sociedades anónimas inmobiliarias, de cuotas de Fondos de Inversión, de instrumentos representativos de capital y de operaciones de cobertura de riesgo financiero incluidos en la letra l), y de las operaciones para la cobertura de riesgo financiero a que se refiere la letra ñ), así como establecer, en conformidad con lo dispuesto en el artículo 106, los requisitos mínimos para la aprobación de acciones de la letra g), todas del artículo 45;
 - d. Establecer las equivalencias entre las clasificaciones de los títulos de deuda señalados en la letra l) del artículo 45, realizadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas y publicadas en el Diario Oficial, según lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley N° 18.840, y las categorías de riesgo definidas en el artículo 105, y
 - e. Aprobar, modificar o rechazar las clasificaciones practicadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas, a los instrumentos de deuda señalados en la letra l) del artículo 45, en virtud de lo establecido en el artículo 105.
3. Se estableció la figura del Vicepresidente de la Comisión, que subrogaría al Presidente en caso de ausencia o impedimento de éste.
4. Se modificó el quórum de los acuerdos para aprobar o mantener la aprobación de inversión en títulos de acciones de las sociedades a que se refieren los incisos segundo y tercero del artículo 112, requiriendo el voto favorable de a lo menos dos representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones.
5. Se estableció que en caso de ausencia o impedimento de alguno de los Superintendentes de Administradoras de Fondos de Pensiones, Valores y Seguros y Bancos e Instituciones Financieras, integraría la Comisión un funcionario de la respectiva Superintendencia que por la jerarquía de su cargo, profesión y área de especialidad, pudiera subrogar al titular, debiendo designarlo para tal efecto el propio Superintendente.
6. Se determinó que los miembros de la Comisión elegidos por las Administradoras de Fondos de Pensiones durarían dos años en sus cargos y serían elegidos en la forma que determinara un Reglamento que acordarían las Administradoras actuando en conjunto. Dichos miembros debían reunir los requisitos exigidos por las leyes para ser director de una sociedad anónima abierta y no podían ser corredores de bolsa o agentes de valores, ni ser gerentes, administradores o directores de estas entidades, de un banco o de una institución financiera.



A su vez, no podrían ser personas relacionadas a alguna Administradora de Fondos de Pensiones o ser socios, administradores o miembros del consejo de clasificación de las entidades clasificadoras a que se refiere la Ley N° 18.045. Junto con su designación, debía también designarse un miembro suplente, quien reemplazaría al respectivo titular en caso de ausencia o impedimento de éste.

7. Los miembros titulares o suplentes que de conformidad al artículo 82 de la Ley N° 18.045, fueren personas con interés en un emisor cuyos instrumentos se sometían a la aprobación de la Comisión, debían abstenerse de participar en el debate y en la adopción de cualquier acuerdo relativo a dichos instrumentos, debiendo retirarse de la sesión respectiva.
8. Los miembros de la Comisión, los integrantes de la Secretaría Administrativa, los funcionarios públicos o aquellas personas que tomaran conocimiento de las proposiciones de aprobación de instrumentos o de las clasificaciones presentadas a la Comisión para su consideración, que presentaren o difundieren información falsa o tendenciosa respecto de los instrumentos que aquella deba aprobar o rechazar, sufrirían la pena de reclusión menor en sus grados mínimos a medio e inhabilitación para cargos en la Comisión Clasificadora y en cualquier oficio público por todo el tiempo de la condena, sin perjuicio de las acciones civiles que correspondan.
9. La Comisión debería considerar para su aprobación o rechazo, y asignarle una categoría de clasificación de las indicadas en el artículo 105, si correspondiere, a todos aquellos títulos de deuda que contaran con dos clasificaciones de riesgo efectuadas en conformidad a lo dispuesto en la Ley N° 18.045. Esta asignación la efectuaría para el solo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que se realizaran con los recursos de Fondos de Pensiones.
10. La Comisión consideraría para su aprobación o rechazo aquellas acciones de la letra g) del artículo 45, exceptuadas las señaladas en el inciso cuarto del artículo 45 que de acuerdo con la información que le debía proporcionar semestralmente la Superintendencia de Valores y Seguros y la de Bancos e Instituciones Financieras, no fueren objeto de las prohibiciones que establece el inciso primero del artículo 45 bis y cumplieran con los requisitos a que alude el artículo 106. Sin perjuicio de lo anterior, la Comisión consideraría estas acciones para su aprobación o rechazo cuando el emisor así lo solicitara, mediante la presentación de dos clasificaciones hechas en conformidad a la Ley N° 18.045, siempre que tales acciones no fueren objeto de las citadas prohibiciones. Las acciones de sociedades anónimas inmobiliarias y las cuotas de fondos de inversión serían consideradas por la Comisión Clasificadora para su aprobación o rechazo cuando así lo solicitara su emisor.
11. Los instrumentos financieros a que se refiere la letra l) del artículo 45, serían considerados por la Comisión para su aprobación o rechazo, cuando lo solicitara alguna Administradora de Fondos de Pensiones. Asimismo, los títulos a que se refiere la letra ñ) del citado artículo 45 que no fueren títulos de deuda o acciones de sociedades anónimas, serían considerados por la Comisión para su aprobación o rechazo, a solicitud del emisor o de alguna Administradora, según determinara el Banco Central de Chile al autorizar el título.



12. Se establecieron nuevas categorías y factores de riesgo para los instrumentos financieros a que se refieren las letras b), c), d), e), f) y l) del artículo 45, cuando éstos fueren de largo plazo. Lo mismo ocurrió para los instrumentos de deuda de corto plazo, donde se fijaron nuevos niveles y factores de riesgo. La Comisión debería asignar al instrumento la categoría de mayor riesgo de entre las que le hubieren otorgado las clasificadoras contratadas por el emisor del título de deuda, de conformidad a la Ley N° 18.045. Sin perjuicio de lo anterior, la Comisión podría solicitar al emisor, una clasificación adicional de un tercer clasificador privado, elegido por éste, de aquellos a que alude la citada ley. En este último caso la Comisión Clasificadora debería asignar al instrumento la categoría indicativa de mayor riesgo de entre las tres propuestas. Sin embargo, la Comisión podría, mediante decisión fundada y con el voto de al menos cinco de sus miembros, omitir la consideración de una de las tres proposiciones, debiendo asignar al instrumento la categoría indicativa de mayor riesgo de entre las restantes dos proposiciones.
13. La Comisión podría rechazar un título de deuda con el voto favorable de la mayoría de los miembros asistentes a la sesión, debiendo constar la fundamentación en el acta, salvo que la Comisión determinare que ésta requería reserva. Cuando se tratare de instrumentos de deuda de la letra l) del artículo 45, la clasificación se haría en función de la clasificación que entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas hubieren realizado y que el Banco Central de Chile hubiera publicado en el Diario Oficial. Cuando se tratare de instrumentos de capital, éstos se aprobarían de conformidad con los procedimientos que para tal efecto debía establecer la Comisión, de acuerdo con lo dispuesto en la letra e) del artículo 99.
14. La Comisión debería establecer las equivalencias entre las categorías de clasificación internacionales y las señaladas en el inciso primero de este artículo, sin perjuicio de que podría establecer factores adicionales adversos que pudieran modificar la clasificación final. Estos criterios de equivalencia se establecerían mediante un acuerdo que entraría en vigencia desde su publicación en el Diario Oficial, para el solo efecto de la clasificación de los instrumentos de deuda a que se refiere la letra l) del artículo 45.
15. Las acciones a que se refiere la letra g) del artículo 45, con excepción de las señaladas en el inciso cuarto del artículo 45, serían sometidas a la aprobación de la Comisión en consideración al cumplimiento de los requisitos mínimos que serían determinados en base a la información pública histórica que el emisor haya entregado a la entidad fiscalizadora que corresponda. Para que una acción pudiera ser aprobada por la Comisión, bastaría que su emisor cumpliera con los citados requisitos mínimos. La especificación conceptual, la metodología de cálculo y el valor límite de los indicadores considerados en estos requisitos, los determinaría la Comisión, previa opinión favorable de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, debiendo publicarlos en el Diario Oficial.
16. Los requisitos mínimos relativos a las acciones considerarían respecto del emisor, la disponibilidad de estados financieros auditados para los últimos tres años, con resultados positivos al menos en los dos últimos, un nivel de cobertura de gastos financieros y una adecuada liquidez, requiriéndose que en



dicho período no se hayan producido cambios que pudieren provocar efectos positivos o negativos en la administración, la propiedad, el giro, los activos esenciales, los procesos productivos u otros cambios que pudieren afectar su solvencia. Y en el caso de acciones de bancos o de instituciones financieras o de empresas de leasing, se considerarían como requisitos mínimos, la disponibilidad de estados financieros auditados para los últimos tres años, con resultados positivos al menos en los dos últimos, y un determinado nivel de endeudamiento económico, requiriéndose que en dicho período no se hubieren producido cambios que pudieren provocar efectos positivos o negativos en la administración, la propiedad, el giro, los activos esenciales u otros cambios que pudieren afectar su solvencia. Con todo, la Comisión Clasificadora podría rechazar una acción con el voto favorable de la mayoría de los miembros asistentes a la sesión, debiendo constar la fundamentación en el acta, salvo que la Comisión determinara que ésta requiera reserva.

17. Las Superintendencias de Valores y Seguros o de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, efectuarían el cálculo de los requisitos mínimos y confeccionarían una nómina de emisores de acciones de la letra g) del artículo 45 que cumplieran con ellos, nómina que sería remitida semestralmente a la Comisión y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, a más tardar los días diez de mayo y diez de octubre de cada año, pudiendo sin embargo ser modificada o complementada en cualquier fecha.
18. Cuando las acciones de un emisor hubieran sido rechazadas por la Comisión por una causal distinta a la establecida en el artículo 107, o cuando éste no cumpliera con los requisitos señalados en el inciso segundo, podría solicitar una nueva consideración de la Comisión presentando a ésta y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, dos informes completos de clasificación de riesgo de sus acciones, elaborados en conformidad a lo señalado en la Ley N° 18.045, por diferentes clasificadoras privadas. Tales informes se justificarían sólo cuando contuvieran opiniones en que se califique la solvencia del emisor en base a antecedentes adicionales a los considerados por la Comisión. No obstante, ella podía requerir al emisor la presentación de una clasificación adicional de conformidad a lo dispuesto en la citada ley, elaborada por otro clasificador elegido por éste. Lo anterior no sería impedimento para que la Comisión Clasificadora pudiera ejercer nuevamente su derecho a rechazar el instrumento.
19. Las cuotas de fondos de inversión y las acciones de sociedades anónimas inmobiliarias se aprobarían a solicitud de los emisores en consideración a los objetivos de inversión y las políticas destinadas a cumplirlos, a la calificación de los recursos profesionales de la administración y a otros aspectos que determinara la Comisión, los cuales deberían darse a conocer mediante acuerdo publicado en el Diario Oficial.
20. Los instrumentos representativos de capital aludidos en la letra l) del artículo 45, se aprobarían en función de los procedimientos que al efecto establecería la Comisión, los que habrían de considerar, al menos, el riesgo país, la existencia de sistemas institucionales de fiscalización y control sobre el emisor y sus títulos en el respectivo país, y en consideración a la liquidez del título en los correspondientes mercados secundarios.



- 21.** Las Administradoras que hayan invertido recursos del Fondo de Pensiones que administran en acciones de sociedades en que el Estado, directamente o por intermedio de sus empresas, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tuviere el cincuenta por ciento o más de las acciones suscritas y que por su naturaleza estuvieren sometidas a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, podrían ejercer el derecho a retiro de la sociedad en los términos de los artículos 69 y siguientes de la Ley N° 18.046, en caso de que la Comisión rechazare dichas acciones por alguna de las siguientes causales:
- a.** La modificación de las normas que las rijan en materia tarifaria o de precios de los servicios o bienes que ofrezcan o produzcan, o relativas al acceso a los mercados;
 - b.** La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar el precio de esos bienes o servicios en forma que los alteren negativa y substancialmente en relación a los que se hayan tenido en consideración al aprobar las acciones;
 - c.** La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas u otros bienes o servicios necesarios para su giro que incidan en sus costos, en términos o condiciones más onerosos en relación al promedio del precio en que normalmente se ofrecen en el mercado, sean nacionales o extranjeros, considerando el volumen, calidad y especialidad que la sociedad requiera;
 - d.** La realización de acciones de fomento o ayuda o el otorgamiento directo o indirecto de subsidios de parte de la sociedad, que no hubieren sido considerados en la época de aprobación de las acciones por la Comisión, siempre que no le fueren otorgados directa o indirectamente, por el Estado, los recursos suficientes para su financiamiento, y
 - e.** La realización de cualquiera otra acción similar, dispuesta por la administración de la sociedad o por la autoridad, que sea contraria a los objetivos que establece el artículo 45.
- 22.** Se estableció que dentro de los cinco primeros días de cada mes, las clasificadoras a que se refiere la Ley N° 18.045 presentarían a la Comisión Clasificadora y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, una lista de clasificaciones de riesgo de los instrumentos de deuda, que les hayan sido encomendados y que hubieren efectuado el mes anterior, con los respectivos informes públicos, de acuerdo a lo que determinara la Superintendencia de Valores y Seguros. Adicionalmente, se acompañarían los informes de actualización periódica que debieran presentar a la referida Superintendencia y a la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda. Cuando existiera información relevante que pudiera incidir en la clasificación de riesgo de un instrumento o la aprobación de acciones o cuotas, las entidades clasificadoras señaladas debían informar este hecho a la Comisión y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, mediante la remisión a éstas de la misma información que debían enviar al organismo que fiscalizara el correspondiente proceso de clasificación, respecto de la o las sesiones extraordinarias de su consejo de clasificación en que se hubiere reevaluado el instrumento.



23. En cumplimiento de sus funciones, la Comisión podría efectuar consultas a las clasificadoras privadas que hayan intervenido en la clasificación del instrumento analizado. Los miembros de la Comisión podrían presentar proposiciones de modificaciones urgentes al acuerdo vigente, toda vez que circunstancias extraordinarias exigieran modificar la aprobación de un instrumento.
24. A su vez, la Comisión podría solicitar a los emisores la presentación voluntaria de dos informes de evaluación elaborados por clasificadores privados, cuando sus acciones hubieran sido aprobadas atendiendo solamente al cumplimiento de requisitos mínimos y hayan surgido nuevos antecedentes que, a juicio de la Comisión, hicieren aconsejable rechazar el instrumento. La solicitud de estos informes de evaluación tendría por objeto ofrecer al emisor la oportunidad de aportar información adicional en forma previa al nuevo acuerdo que eventualmente adoptara la Comisión.
25. Se estableció que las deliberaciones de la Comisión serían secretas hasta la publicación del acuerdo final, que debería hacerse en el Diario Oficial a más tardar el primer día hábil del mes siguiente al de la adopción del acuerdo. Dicha publicación debería contener las categorías de clasificación asignadas a los instrumentos de deuda, y la aprobación de los instrumentos representativos de capital, así como los principales fundamentos del acuerdo adoptado.
26. Las actas de la Comisión Clasificadora deberían ponerse a disposición del público que las solicitara, salvo que existieren razones para mantener reserva respecto a aspectos confidenciales que afectaren los negocios del emisor. En este caso las clasificadoras de riesgo podían requerir que se omitiera la publicación de los fundamentos de la clasificación en el Diario Oficial, en cuanto dijere relación con la información de carácter reservado, y que se mantuviera la confidencialidad de las actas y de los antecedentes de clasificación, en lo que fuere pertinente. La Comisión podía disponer igual medida cada vez que lo estimare procedente. Sin embargo, la reserva respecto de los fundamentos de la clasificación no sería aplicable al emisor o al clasificador, salvo que la Comisión así lo determinare, debiendo proporcionárseles información cuando la requieran, sobre las circunstancias que afectaron la evaluación de riesgo del instrumento.
27. Si debido a peritajes o antecedentes pendientes, la Comisión no resolviera la aprobación o rechazo, o la asignación de una categoría de riesgo en su caso, respecto de instrumentos previamente aprobados, éstos mantendrían su condición de tales y su correspondiente categoría de riesgo. No obstante, una vez que se resolviera sobre ellos, el acuerdo respectivo debería publicarse.

Para implementar estos cambios legales, la Comisión procedió a dictar los siguientes Acuerdos:

- **Acuerdo N° 6 – Julio 1994**, a través del cual se modificó completamente el Título VIII de Acciones de Sociedades Anónimas Inmobiliarias Abiertas y el Título XIII de Instrumentos de Estados, Bancos Centrales o Bancos extranjeros. Adicionalmente, se cambiaron las equivalencias de las categorías de riesgo, conforme las nuevas definiciones legales.



- **Acuerdo N° 7 – Septiembre 1994**, con el que se modificaron completos los Títulos VI y IX de Acciones sujetas o no al Título XII del DL 3500. Además, se incorporaron los requisitos mínimos para aprobar acciones.
- **Acuerdo N° 8 – Agosto 1994**, mediante el cual se modificaron completos los requerimientos de Fondos de Inversión y de Sociedades Anónimas Inmobiliarias. Para Fondos de Inversión:
 - Se aprueban a solicitud del emisor
 - En consideración a los objetivos de inversión, a las políticas destinada a cumplirlos y a la calificación de los recursos profesionales de la administración
 - Emisor presenta informe a la Comisión
 - Se evaluarían las políticas de financiamiento, de liquidez, de inversión, de seguimiento de las inversiones, y de garantías y resguardos con terceros
 - Si el Fondo era rechazado podía solicitar reconsideración presentando dos informes de clasificación de riesgo
- **En abril 1995**, no se dictó un Acuerdo, pero se dejó de “clasificar” a los Bonos en las Categorías establecidas en el Acuerdo N° 1 (A,B,C,D, y E) y se cambió a “aprobar y asignar” las categorías de riesgo definidas en el DL 3500.
- **Acuerdo N° 9 – Junio 1995**, a través del cual se modificó el Reglamento de la Comisión, eliminándose las definiciones para la elección de los miembros representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y estableciéndose que ellos serán elegidos por un Reglamento que definirán las mismas AFPs.
- **Acuerdo N° 10 – Agosto 1995**, en el que se incorporan a los instrumentos extranjeros, requerimientos para acciones y bonos de empresas extranjeras, cuotas de fondos mutuos y de inversión y operaciones de cobertura de riesgo financiero.
- **Acuerdo N° 11 – Noviembre 1995**, donde se modifica el Acuerdo N° 10, eliminándose las equivalencias de clasificación con Securities Valuation Office (categorías 1,2,3..) y se incorporan equivalencias con las agencias de clasificación internacionales: S&P, IBCA, D&P y Moody’s.
- **Acuerdo N° 12 – Enero 1996**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 10 para permitir los títulos de créditos soberanos que sean garantizados por otros estados soberanos.
- **Acuerdo N° 13 – Octubre 1996**, mediante el cual se introducen cambios menores al Acuerdo N° 8 de Fondos de Inversión (se incorporan referencias a la existencia de mecanismos de información a los aportantes). Asimismo, se modifica el Acuerdo N° 10 de Fondos Extranjeros (se incorpora concentración a través de relacionados y compromiso del administrador extranjero de aportar los antecedentes que requiera la Comisión, se modifica pasivos máximos desde 50% de los activos a 33% de los activos, se permite a la Comisión evaluar cuando concentración sea mayor a 20% y se introduce una modificación respecto de la rescatabilidad de las cuotas).



- **Acuerdo N° 14 – Noviembre 1996**, en el cual se modifica Acuerdo N° 8 de Fondos de Inversión, para considerar nuevas políticas a evaluar: políticas de aumentos de capital, de endeudamiento, de uso de instrumentos derivados, de liquidez, de inversión, de seguimiento de las inversiones, y de garantías y resguardos con terceros. Se incorpora límite de endeudamiento: los pasivos exigibles y los gravámenes y prohibiciones que mantenga el fondo no podrán exceder del 50% de su patrimonio.
- **Acuerdo N° 15 – Marzo 1997**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 8 de Fondos de Inversión incorporándose el concepto de “claridad y coherencia” de los objetivos de inversión. Se establece que se tiene que incluir, aparte del Reglamento, el prospecto de las correspondientes emisiones de cuotas, de los últimos estados financieros de la administradora y del fondo, de la resolución exenta de autorización de existencia de la administradora y de su respectivo certificado, de la resolución exenta de aprobación del reglamento interno del fondo y del certificado de inscripción de las emisiones de cuotas. Adicionalmente, se exige que el informe, al igual que sus antecedentes de respaldo, deberán ser actualizados anualmente, en el mes en que se aprobaron por primera vez las cuotas del fondo, y cada vez que ocurran hechos que modifiquen en forma substancial los antecedentes.
- **Acuerdo N° 16 – Junio 1998**, en el cual se modifica el Acuerdo N° 7 de Acciones Nacionales (las razones de endeudamiento económico para acciones de instituciones financieras y niveles para endeudamiento económico para acciones de empresas).
- **Acuerdo N° 17 – Enero 1999**, donde se introducen varias modificaciones al Acuerdo N° 10 y se refunde dicho Acuerdo (se modifican equivalencias de clasificaciones, se incorpora actualización anual de fondos, si no tienen inversiones de AFPs, debe mediar una solicitud de AFP, categoría mínima de AA- para país en aprobación de acciones y de fondos, hasta 35% de endeudamiento y otros cambios menores).
- **Acuerdo N° 18 – Septiembre 2000**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 10, respecto a la información, compromiso y actualización anual de fondos. Se separa país de constitución (Categoría A) y regulación (Categoría AA) y se establece excepción para cuando no cumplen. Se incorpora requisito de US\$ 20 millones de activos para cada fondo.
- **Acuerdo N° 19 – Marzo 2001**, mediante el cual se modifica el Acuerdo N° 10, con cambios menores, principalmente en equivalencias de clasificaciones.
- **Acuerdo N° 20 – Diciembre 2001**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 8, introduciéndose un nuevo Título II - De la aprobación de Cuotas de Fondos de Inversión y Fondos Mutuos. Entre los principales cambios:
 - Las cuotas se aprobarán en consideración a los antecedentes contenidos en los informes de clasificación de riesgo de sus cuotas y a factores adicionales adversos.
 - Se requieren dos informes de clasificación privados.
 - Se pide que los informes de clasificación se pronuncien acerca de: a) Objetivos de inversión, b) Políticas orientadas a cumplir los objetivos, c) Conflictos de interés, d) Recursos profesionales de la administración, e) Política de valoración de las inversiones y f) Características del fondo.



- ▶ Se incorporan los factores adicionales adversos, que serán una combinación de elementos cualitativos y cuantitativos que proporcionen información adicional a la contenida en los informes de clasificación de riesgo de las cuotas, los que se clasificarán en: nivel - 1 y nivel 0.
- **Acuerdo N° 21 – Mayo 2002**, a través del cual se modifican las fechas de implementación de nuevos requerimientos estipulados en el Acuerdo N° 20.
- **Acuerdo N° 22 – Diciembre 2002**, mediante el cual se modifica el Acuerdo N° 10:
 - ▶ Se incorporan emisiones de empresas y bancos chilenos en el extranjero y también otros instrumentos de oferta pública autorizados por el Banco Central.
 - ▶ Se incorpora un número mínimo de aportantes y años de experiencia de la matriz
 - ▶ Se incorpora clasificación requerida para contratos de derivados de corto plazo en el extranjero (nivel 1). Ya no se aprueba uno a uno a las contrapartes si no que sólo deben cumplir con los requisitos de clasificación.
 - ▶ Se incorporan requisitos cuando contraparte extranjera tenga sólo una clasificación de riesgo.
- **Acuerdo N° 23 – Marzo 2004**, mediante el cual se modifica el Acuerdo N° 10. Se incorporan las notas estructuradas y los títulos representativos de índices accionarios extranjeros. Se introducen modificaciones a las equivalencias y se establecen requisitos para cuando una sucursal de un banco extranjero tenga sólo una clasificación. Igualmente se fijan requisitos para ETFs, por ejemplo, clasificación de país de radicación de bolsa o entidad que construye los índices.
- **Acuerdo N° 24 – Junio 2004**, donde se modifican los Acuerdos N°s 7 y 16 de Acciones Nacionales (se modifica razones de endeudamiento económico para acciones de instituciones financieras).
- **Acuerdo N° 25 – Octubre 2006**, a través del cual se vuelve a modificar por completo el Título II - De la aprobación de Cuotas de Fondos de Inversión y Fondos Mutuos:
 - ▶ Se incorpora que después de 1 año de aprobados los fondos pueden reducir a una las clasificaciones de riesgo.
 - ▶ Se detalla en los pronunciamientos de los clasificadores acerca de Políticas orientadas a cumplir los objetivos;
 - › En Políticas de Inversión, las circunstancias en que el Fondo pueda invertir más de un 30% de su cartera fuera de su objetivo de inversión.
 - › En Política de Endeudamiento, que los pasivos más los gravámenes y prohibiciones que mantenga el Fondo, no podrán exceder del 50% de su patrimonio. Sin perjuicio de lo anterior, podrá excederse este límite de 50%, llegando hasta 100% del patrimonio del Fondo, cuando se trate únicamente de la constitución de gravámenes y prohibiciones sobre las acciones o participación en sociedades que formen parte de su cartera de instrumentos.
 - › En Conflictos de interés, se detallan los conflictos entre fondos de una administradora y entre un fondo y su administradora.



- **Acuerdo N° 26 – Noviembre 2006**, que modifica los Acuerdos N°s 7 y 16 de Acciones Nacionales, principalmente, en la forma de cálculo de las proyecciones de utilidades y utilidad operacional para cálculo de coberturas de gastos financieros.
- **Acuerdo N° 27 – Junio 2007**, destinado a modificar el Acuerdo N° 10, incorporando bonos extranjeros inscritos en Chile, bonos municipales y regionales o locales extranjeros y títulos representativos de índices de renta fija y commodities,
- **Acuerdo N° 28 – Agosto 2007**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 10 para establecer una adecuada cobertura de derivados.

VI. La Comisión Clasificadora de Riesgo desde un ámbito de acción diferente al asignado desde sus orígenes

Con la dictación de la Ley N° 20.255, publicada en el Diario Oficial el 17 de marzo de 2008, se buscó hacer más dinámico el proceso de inversión de los Fondos de Pensiones, creando un marco regulatorio favorable para una gestión eficiente de las inversiones de los Fondos de Pensiones. Como consecuencia de ello, las Administradoras podrían alcanzar una adecuada rentabilidad y seguridad de dichos fondos, y además asumir progresivamente una mayor responsabilidad en las decisiones de inversión de dichos Fondos.

Este cambio legal implicó efectuar importantes modificaciones al artículo 45 del D.L. N° 3500. Respecto al rol que ejercía la Comisión, la reforma tuvo por objeto dar una mayor relevancia a la industria privada de clasificación de riesgo, atendida la evolución que ésta había experimentado en el tiempo. Estos cambios impactaron fuertemente a los títulos de deuda nacionales y extranjeros, que no requirieron más de la aprobación previa de la Comisión para ser adquiridos por los Fondos de Pensiones, sujetándose su aprobación a la clasificación efectuada por las entidades privadas, mientras que para el caso de las acciones nacionales éstas podrían ser adquiridas por los Fondos cuando cumplieran con los requisitos establecidos en la ley, eliminándose la atribución de la Comisión de aprobar dichos títulos.

De esta forma, las principales modificaciones legales, en lo que a la Comisión se refiere, fueron las siguientes:

1. Se efectuaron varias modificaciones al artículo 45 del DL N° 3500, entre ellas:
 - i. Se eliminaron las acciones de sociedades anónimas inmobiliarias;
 - ii. Se aprobaron como instrumentos elegibles los efectos de comercio emitidos por empresas públicas y privadas; los títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias extranjeras o internacionales; acciones



y bonos emitidos por empresas extranjeras y cuotas de participación emitidas por Fondos Mutuos y Fondos de Inversión extranjeros, que se transen habitualmente en los mercados internacionales y que cumplan a lo menos con las características que señale el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones; títulos representativos de índices de instrumentos financieros, depósitos de corto plazo y en valores extranjeros del título XXIV de la Ley N° 18.045 que se transen en un mercado secundario formal nacional; y celebrar contratos de préstamos de activos; otros valores e instrumentos financieros, realizar operaciones y celebrar contratos de carácter financiero, que autorizara la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile, y bajo las condiciones que establezca el Régimen de Inversión, y otros instrumentos de oferta pública, cuyos emisores sean fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros o la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, que autorice la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile.

2. Se reemplazaron en el artículo 99 del DL 3500 las funciones y atribuciones de la Comisión por las siguientes:
 - a. Aprobar o rechazar cuotas emitidas por fondos de inversión y cuotas emitidas por fondos mutuos a que se refiere la letra h); instrumentos representativos de capital de la letra j) y, a solicitud de la Superintendencia, los títulos de la letra k), todas del inciso segundo del artículo 45. Asimismo, aprobar o rechazar las contrapartes para efectos de las operaciones con instrumentos derivados de la letra l) del citado artículo;
 - b. Rechazar, de acuerdo a lo establecido en el artículo 105, las clasificaciones practicadas por clasificadoras de riesgo en conformidad a lo dispuesto en la Ley N° 18.045, a los instrumentos de deuda señalados en las letras b), c), d), e), f), i) y k), todas del inciso segundo del artículo 45, respecto de los instrumentos cuyas dos clasificaciones de mayor riesgo sean iguales o superiores a BBB o N-3;
 - c. Establecer los procedimientos específicos de aprobación de cuotas de fondos de inversión y de cuotas de fondos mutuos de la letra h), de instrumentos representativos de capital de la letra j), de instrumentos contemplados en la letra k) y de las entidades contrapartes de operaciones con instrumentos derivados a que se refiere la letra l), todas del inciso segundo del artículo 45;
 - d. Establecer las equivalencias entre las clasificaciones de los títulos de deuda señalados en la letra j) del inciso segundo del artículo 45, realizadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas, y las categorías de riesgo definidas en el artículo 105, y
 - e. Establecer, no obstante lo señalado en la letra c) anterior, los procedimientos específicos de aprobación de los instrumentos representativos de capital incluidos en la letra j) del inciso segundo del artículo 45, que se transen en los mercados formales nacionales.
3. Se estableció que la Comisión podía ser integrada por un funcionario de la Superintendencia de Pensiones, de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y de la Superintendencia de Valores y Seguros, cada uno designado por su respectivo Superintendente, no siendo necesario que la integrara el Superintendente o su subrogante legal.



4. Se definió que en caso de ausencia o impedimento de alguna de las personas que representarían a las Superintendencias en la Comisión, los respectivos Superintendentes designarían a su suplente.
5. Se hicieron ajustes en la redacción al artículo 104, para adecuarlo a las nuevas funciones y atribuciones asignadas a la Comisión.
6. Se establecieron las siguientes categorías de riesgo para los instrumentos financieros a que se refieren las letras b), c), d), e), f), i), j) y k) del inciso segundo del artículo 45, si se tratare de instrumentos de deuda de largo plazo:
 - Categoría AAA;
 - Categoría AA;
 - Categoría A;
 - Categoría BBB;
 - Categoría BB;
 - Categoría B;
 - Categoría C;
 - Categoría D, y
 - Categoría E, sin información disponible para clasificar.
7. Se establecieron los siguientes niveles de riesgo para los instrumentos financieros a que se refieren las letras b), c), i), j) y k), del artículo 45, si se tratare de instrumentos de deuda de corto plazo:
 - Nivel 1 (N 1);
 - Nivel 2 (N 2);
 - Nivel 3 (N 3);
 - Nivel 4 (N 4), y
 - Nivel 5 (N 5), sin información disponible para clasificar.
8. Se definió que para ejercer la atribución a que se refiere la letra b) del artículo 99, la Comisión debería solicitar al emisor respectivo una clasificación adicional, que debía ser efectuada por un clasificador privado, elegido por aquél, de aquellos a que alude la Ley N° 18.045. La clasificación adicional podría ser solicitada cuando hubiera ocurrido algún hecho que a juicio de dos miembros de la Comisión pudiera impactar negativa y sustancialmente en los resultados de la sociedad y que pudiera modificar la categoría de riesgo del título. Una vez presentada la clasificación adicional, la Comisión podría rechazar todas las clasificaciones de riesgo del instrumento con el voto favorable de la mayoría de los miembros asistentes a la sesión, debiendo constar en acta el fundamento del rechazo, salvo que se determinara que éste requería reserva. Asimismo, podría rechazar la menor clasificación de riesgo, en cuyo caso sería necesario el voto conforme de cinco miembros.
9. Se estableció en el artículo 106 del DL 3500 que las cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos a que se refiere la letra h) del inciso segundo del artículo 45, con excepción de las señaladas en el inciso décimo quinto de dicho artículo, serían sometidas a la aprobación de la Comisión, previa solicitud de una Administradora, en consideración al cumplimiento de ciertos requisitos, que serían determinados en base a la información pública histórica que el emisor hubiere entregado a la entidad fiscalizadora que corresponda. Los requisitos de aprobación considerarían una adecuada diversificación de las



inversiones, el cumplimiento de los objetivos de inversión y otros aspectos que determinare la Comisión, debiendo estos últimos darse a conocer mediante acuerdo publicado en el Diario Oficial. Adicionalmente, se consideraría que al momento de la aprobación el fondo mantuviera un volumen mínimo de inversión. La información necesaria para la evaluación de estos aspectos debería ser aportada por los respectivos emisores en la forma y oportunidad que determinara la Comisión. La especificación conceptual, la metodología de cálculo y el valor límite de los indicadores considerados en los requisitos de aprobación, los determinaría la Comisión, previo informe favorable de la Superintendencia de Pensiones, debiendo publicarlos en el Diario Oficial.

10. Se estableció en el artículo 108 del DL 3500 que en cumplimiento de sus funciones la Comisión podría requerir de las clasificadoras privadas la remisión, en los plazos que determinare, de los antecedentes en los que se fundamentaron para otorgar una clasificación a cualquiera de los instrumentos analizados por aquélla.
11. Se precisó en el artículo 109 del DL 3500 que la publicación en el Diario Oficial debería contener el rechazo de las categorías de clasificación de riesgo a que se refiere el artículo 105 respecto de los instrumentos de deuda de las letras b), c), d), e), f), i) y k), todas del inciso segundo del artículo 45, como también la aprobación de los instrumentos representativos de capital de las letras h), j) y k) del artículo 45, así como los principales fundamentos del acuerdo adoptado en estas materias.

Al igual que en las reformas legales anteriores, la Comisión tuvo que adecuar sus procedimientos, lo que implicó tener que dictar los siguientes Acuerdos:

- **Acuerdo N° 29 – Abril 2008**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 10 para adecuar las tablas de equivalencias de clasificaciones.
- **Acuerdo N° 30 – Noviembre 2008**, mediante el cual se modifica el Acuerdo N° 9 (Reglamento de la Comisión), para adecuar las funciones y atribuciones de la Comisión por cambios al DL 3.500 y ajustar la representación de las Superintendencias.
- **Acuerdo N° 31 – Marzo 2009**, donde se incorpora un capítulo para Características del Reglamento:
 - Inversión en activos de su objeto de inversión, a lo menos un 70%.
 - Endeudamiento no mayor a 50% del patrimonio (igual a anterior Acuerdo N° 25)
 - Inversión máxima por grupo empresarial no mayor a 25% de sus activos (nuevo)
 - Administración de Conflictos de Interés (igual a anterior Acuerdo N° 25)
 - Política de ValorizaciónSe redefinen lo que se pide como pronunciamientos a los clasificadores y se incorpora un capítulo para Características del Fondo:
 - Activo mínimo de US\$ 20 millones, neto de relacionados
 - A lo menos 5 aportantes no relacionados entre sí ni con la administradora
- **Acuerdo N° 32 – Enero 2009**, por el cual se deroga el Acuerdo N° 10.



- **Acuerdo N° 33 – diciembre 2009**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 32, aumentándose de US\$ 20 a US\$ 100 millones los activos requeridos a cada fondo.
- **Acuerdo N° 34 – abril 2010**, donde se modifica el Acuerdo N° 31, otorgando un plazo en sus artículos transitorios para dar cumplimiento de lo estipulado en el Acuerdo N° 31.
- **Acuerdo N° 35 – Mayo 2010**, que modifica el Acuerdo N° 31, para ampliar la máxima concentración por grupo empresarial para Fondos de Inversión a 45%. Para Fondos Mutuos se mantiene en 25% de sus activos.
- **Acuerdo N° 36 – Enero 2013**, donde se modifica el Acuerdo N° 31, incorporándose en el capítulo de Características del Reglamento el concepto de inversión directa e indirecta. Se establece la excepción al 45% de concentración máxima para fondos de inversión para sociedades controladas exclusivamente por el Fondo y que cumplan con la concentración máxima permitida a nivel de sus subyacentes. También se crea una excepción para el 45% para fondos de inversión y fondos mutuos calificados para inversión en soberanos chilenos o extranjeros con clasificación internacional superior a BBB. Además de otros cambios menores.
- **Acuerdo N° 37 – Agosto 2013**, que modifica el Acuerdo N° 32, donde se rebaja a BBB la Categoría de riesgo del país de constitución de la matriz, y se incorpora excepción para aprobación de Fondos Mutuos Extranjeros de AGF chilenas, a las que se les requiere US\$ 1.000 en AUM, y fondos aprobados localmente por la Comisión.
- **Acuerdo N° 38 – Diciembre 2013**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 31, para incorporar requerimientos para fondos mutuos que contemplen el aporte y rescate en instrumentos.
- **Acuerdo N° 39 – Junio 2014**, a través del cual se modificó el Acuerdo N° 31, para adecuarlo a la Ley Única de Fondos (LUF). Se estableció una concentración máxima para Fondos Mutuos y de Inversión rescatables de máximo 30% de los activos. Y para Fondos de inversión no rescatables se mantuvo el 45%. Se mantuvieron las excepciones.
- **Acuerdo N° 40 – Junio 2014**, que modificó el Acuerdo N° 32, para introducir un requerimiento diferenciado en la aprobación de fondos mutuos extranjeros cuando el administrador de las inversiones sea una sociedad administradora constituida en Chile, como sociedad administradora de fondos de las contempladas en el Capítulo II de la Ley N° 20.712.
- **Acuerdo N° 41 – Agosto 2014**, mediante el cual se modifica el Acuerdo N° 32, para incorporar a DBRS como entidad Clasificadora Internacional e incluir en su artículo 19 qué activos se deben acreditar mediante presentación de estados financieros.
- **Acuerdo N° 42 – Noviembre 2014**, que modifica el Acuerdo N° 32, para cambiar las equivalencias de clasificaciones para municipalidades en Estados Unidos. Además, se clarifica que la clasificación a considerar siempre es la de mayor riesgo asignada, con al menos dos de las clasificadoras reconocidas.



- **Acuerdo N° 43 – Abril 2017**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 32, para incorporar una excepción para la aprobación de bancos contrapartes de derivados de corto plazo en el extranjero a Nivel 2, cuando clasificación de largo sea al menos Categoría A.
- **Acuerdo N° 44 – Abril 2017**, que modifica el Acuerdo N° 31, para incorporar nuevos pronunciamientos de los clasificadores requeridos para la aprobación de fondos nacionales.
- **Acuerdo N° 45 – Septiembre 2017**, que modifica el Acuerdo N° 32, estableciéndose que para la aprobación de bolsas extranjeras se podrán aprobar bolsas en países hasta Categoría BBB de riesgo siempre que sean considerados como mercados reconocidos por la Superintendencia de Valores y Seguros.
- **Acuerdo N° 46 – Octubre 2017**, que modifica Acuerdo N° 31, para incorporar que se descontarán de los activos requeridos a fondos nacionales (US\$ 20 millones) los aportes efectuados por fondos administrados por la misma AGF o por AGF relacionadas.

Es importante mencionar que la reforma del año 2008 incorporó en el artículo 45 del DL 3500 la letra n) de activos alternativos, y dejó radicado en el Régimen de Inversión las condiciones que estos instrumentos debían cumplir. Posteriormente, en octubre de 2017, se modificó el Régimen de Inversión estableciendo las condiciones de aprobación de los activos alternativos, estableciéndose que la Comisión deberá aprobar los vehículos de inversión, así como las operaciones de coinversión, a que se refieren las letras n.1), n.2) y n.3). Dichas modificaciones, que constan en la Resolución N° 88 de fecha 25 de octubre de 2017 de la Superintendencia de Pensiones, entraron en vigencia el 1° de noviembre de 2017.

- **Acuerdo N° 47 – Octubre 2017**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 32, estableciéndose el procedimiento de aprobación de gestores de activos alternativos.
- **Acuerdo N° 48 – Octubre 2017**, para modificar el Acuerdo N° 9, donde se incorpora nueva función de la Comisión para aprobar los Activos Alternativos, y la atribución de rechazo de clasificaciones de los Bonos de Fondos de inversión.
- **Acuerdo N° 49 – Junio 2019**, que modifica el Acuerdo N° 32, para precisar que ningún aportante podrá concentrar más del 25% del total de las cuotas de un fondo, y que la Comisión podrá, en casos excepcionales, aprobar fondos que presenten concentraciones superiores, considerando para ello la liquidez de los activos en que invierte directamente el fondo. Adicionalmente, indica que para efectos de esta evaluación, los fondos administrados por una misma sociedad administradora se considerarán como un solo aportante.
- **Acuerdo N° 50 – Mayo 2019**, que modifica el Acuerdo N° 31, para reemplazar en los artículos 2°, 9° y 10° las referencias a “Superintendencia de Valores y Seguros” por “Comisión para el Mercado Financiero”.
- **Acuerdo N° 51 – Septiembre 2019**, que modifica el Acuerdo N° 32, incluyendo una disposición transitoria con un plazo hasta febrero 2020 para adecuar procedimientos de información respecto de la concentración de propiedad.



- **Acuerdo N° 52 – Diciembre 2019**, para modificar el Acuerdo N° 31, estableciendo que no será exigible el límite de endeudamiento a aquellos Fondos que permitan en su Reglamento Interno inversiones en sociedades sobre las cuales posean el control directo, indirecto o por cualquier otro medio, los que deberán contar con al menos dos clasificaciones de riesgo de solvencia iguales o superiores a Categoría BBB de riesgo.
- **Acuerdo N° 53 – Diciembre 2019**, que modifica el Acuerdo N° 32, para reducir el monto mínimo requerido de activos administrados en el activo específico a un gestor, desde US\$ 5.000 millones a US\$ 2.000 millones.
- **Acuerdo N° 54 – Enero 2020**, para modificar el Acuerdo N° 32 estableciendo una disposición transitoria que extiende plazo para adecuar procedimientos de información respecto de la concentración de propiedad, desde febrero 2020 hasta mayo 2020.
- **Acuerdo N° 55 – Agosto 2020**, que modifica el Acuerdo N° 32, para incorporar nuevo Título V a dicho Acuerdo, en el que la Comisión establece los Procedimientos de Aprobación de los Títulos Representativos de Oro.
- **Acuerdo N° 56 – Agosto 2021**, mediante el cual se modifica el Acuerdo N° 32, para sustituir el segundo párrafo del artículo 20, respecto de los Procedimientos de Aprobación de Fondos Mutuos Extranjeros. La modificación incorpora requerimientos adicionales a la excepción establecida al límite de concentración de la propiedad para Fondos Mutuos Extranjeros. Asimismo, sustituye el artículo 28, respecto de los Procedimientos de Aprobación de Gestores de Activos Alternativos Extranjeros. La modificación establece que tanto la experiencia del gestor en un activo específico, así como el monto de los activos administrados en el mismo, deben corresponder a la administración de activos por cuenta de terceros.
- **Acuerdo N° 57 – Diciembre 2021**, por el cual se modifica el Acuerdo N° 9, incorporando la incompatibilidad que puede tener un miembro en un gestor de Activos Alternativos extranjeros o en un fondo extranjero por ser persona con interés en el distribuidor de ese gestor o fondo. También considera a contrapartes de derivados y gestores de Activos Alternativos. En cuanto a los emisores, se consideraron los de renta fija local y a todos los tipos de fondos nacionales y extranjeros que sean emisores de cuotas.
- **Acuerdo N° 58 – Octubre 2022**, que modifica el Acuerdo N° 32, donde se introducen cambios en los conceptos y requerimientos relacionados con las entidades involucradas en la administración de los fondos mutuos y fondos de inversión extranjeros. Asimismo, se separa el concepto de sociedad administradora y el administrador de inversiones y se ajustan los requerimientos para el administrador de inversiones. Estos cambios también afectan otras partes del acuerdo.
- **Acuerdo N° 59 – Junio 2023**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 32, para definir lo que se entiende como Título Representativos de Índices Financieros, utilizando la definición del Glosario del Régimen de Inversión vigente. Se modifica además el artículo 24 de requerimientos de Título Representativos de Índices Financieros.



- **Acuerdo N° 60 – Febrero 2024**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 32 para establecer nuevos requisitos para la aprobación de cuotas de fondos de inversión extranjeros, relacionados con la dispersión de la propiedad y el número mínimo de aportantes.
- **Acuerdo N° 61 – Abril 2024**, a través del cual se modifica el Acuerdo N° 32 para incorporar nuevos requerimientos para la aprobación de fondos de inversión extranjeros.

VII. Mirada Retrospectiva del rol cumplido por la Comisión Clasificadora de Riesgo

Al revisar la historia de la Comisión y el rol que le ha correspondido cumplir en el proceso de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones chilenos, se pueden destacar los siguientes aspectos que evidencian el aporte que se generó con su creación y gestión a lo largo de los años:

1. Ha quedado demostrado que un organismo integrado por personas del sector público y privado, donde han prevalecido exclusivamente criterios técnicos para la toma de decisiones en la definición de los niveles de riesgo aceptables que se deben adoptar para la inversión de los recursos previsionales, puede funcionar y operar de manera coordinada, bien inspirada y con un objetivo claro, que no es otro que proveer de alternativas de inversión a los Fondos de Pensiones con adecuados niveles de riesgo. El profesionalismo, conocimiento y especialización de las personas que han integrado la Comisión durante su existencia, fue y ha sido una prenda de garantía y ha dado tranquilidad a los distintos actores que se han visto afectados por las decisiones adoptadas por ella. No es habitual que existan organismos con composición mixta pública-privada, por lo que la experiencia de la Comisión debiera ser digna de imitar a futuro.
2. Por las razones antes expuestas, y en la medida que se fueron agregando más alternativas de inversión para los recursos de los Fondos de Pensiones, se le comenzó a asignar más facultades y atribuciones legales a la Comisión, que dejó en evidencia el nivel de confianza que el legislador depositó en ella y el reconocimiento de la labor que estaba cumpliendo en el control del riesgo asociado al proceso de inversión de dichos fondos.
3. Con el correr de los años, y en la medida que los distintos actores del mercado fueron adquiriendo mayor conocimiento y madurez en la inversión y administración de los fondos previsionales, la función de la Comisión fue mutando, se hizo más específica y focalizada en ciertos instrumentos, aprovechando su experiencia adquirida durante los años.



4. La Comisión, como institución interviniente en el proceso de inversión de una parte importante de los ahorros previsionales de los chilenos, ha sido un actor que ha realizado un valioso aporte al desarrollo del mercado de capitales chileno. Si bien la definición de los instrumentos de inversión tiene su origen en la ley, a la Comisión le ha correspondido implementar durante los años los mecanismos de aprobación de los instrumentos financieros susceptibles de ser adquiridos con los recursos de los Fondos de Pensiones, interactuando de manera estrecha y colaborativa con otros actores relevantes del mercado, como el Banco Central de Chile, las distintas Superintendencias, Comisión para el Mercado Financiero, Bolsas de Valores locales y extranjeras, clasificadoras de riesgo, Consejo Técnico de Inversiones, emisores tanto nacionales como extranjeros y las Administradoras de Fondos de Pensiones chilenas.
5. Igualmente, ha cumplido un rol muy importante en la protección y cuidado de los fondos previsionales de los afiliados. Para el país y para los trabajadores que han confiado sus ahorros previsionales a instituciones privadas como lo son las AFPs, ha sido de gran importancia el poder contar con un organismo públicoprivado, como es la Comisión, como un participante directo, activo e independiente, en un proceso tan relevante como es la clasificación de riesgo de los instrumentos financieros en los que deben ser invertidos los ahorros previsionales.
6. La Comisión a lo largo de los años, se transformó en una instancia de discusión y proposición para generar nuevas alternativas de inversión para los recursos de los Fondos de Pensiones, con adecuados niveles de riesgo, teniendo como respaldo muchos años de funcionamiento coordinado, y la experiencia y conocimientos de destacados profesionales que la han integrado, quienes precedidos de una destacada trayectoria en el mundo regulatorio, académico y empresarial, han efectuado un gran aporte en la cadena de valor que buscaba rentabilizar los Fondos de Pensiones de los trabajadores incorporados al Sistema de Pensiones basado en la capitalización individual.
7. Cabe destacar que las funciones de la Comisión se han ejercido desde siempre con total independencia de los inversionistas y emisores y sin ninguna injerencia en las decisiones de inversión que toman las Administradoras de Fondos de Pensiones, adoptando las medidas para evitar incurrir en conflictos de interés, en cumplimiento estricto de las normas legales y los procedimientos y políticas internas que ella misma ha dictado para regular esta materia.
8. En síntesis, se puede afirmar con toda responsabilidad que la Comisión Clasificadora ha cumplido cabalmente con el rol que le asignó el legislador, y le correspondió jugar un papel fundamental en el desarrollo del sistema de capitalización individual chileno, generando confianza, estabilidad y adecuados niveles de riesgo para las inversiones realizadas con los recursos de los Fondos de Pensiones.

Anexo I:

Integrantes de la Comisión Clasificadora de Riesgo, a contar del año 1990

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones - Superintendencia de Pensiones

1. Julio Bustamante J. (Superintendente)
2. Andrés Cúneo M.
3. Francisco Opazo D.
4. Javier Rojas L.
5. Alejandro Ferreiro Y. (Superintendente)
6. Guillermo Larraín R. (Superintendente)
7. Solange Berstein J. (Superintendente)
8. Alejandro Charme C.
9. Max Montecino M.
10. Rodrigo Chávez C.
11. Jorge Mastrángelo
12. Sergio Aratangy R.



Superintendencia de Valores y Seguros - Comisión para el Mercado Financiero

1. Hugo Lavados M. (Superintendente)
2. Daniel Yarur E. (Superintendente)
3. Lucía Canales L.
4. Alvaro Clarke D. (Superintendente)
5. Alejandro Ferreiro Y. (Superintendente)
6. Alberto Etchegaray D. (Superintendente)
7. Gloria Cárdenas R.
8. Guillermo Larraín R. (Superintendente)
9. Hernán López B.
10. Carlos Pavez T.
11. Cristián Alvarez C.
12. Cristián Ross K.
13. Eduardo Ochoa V.
14. Maricarmen Gutiérrez M.
15. Macarena Caamaño A.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras - Comisión para el Mercado Financiero

1. José Florencio Guzmán L.
(Superintendente)
2. Mauricio Rojas M.
3. Claudio Chamorro C.
4. Ernesto Livacic R. (Superintendente)
5. Enrique Marshall R. (Superintendente)
6. Sebastián Saez C.
7. Christian Larraín
8. Pablo Cruz N.
9. Magaly Giudice D.
10. Gustavo Arriagada M. (Superintendente)
11. Juan Guillermo Sánchez
12. Roberto Cifuentes E.
13. José Miguel Zavala M.
14. César Jiménez O.
15. Giovanni Malatesta C.

Representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones

1. Sergio Kohn P. (T)
2. Fernando Sánchez Ch. (T)
3. Ernesto Fontaine F-N (T)
4. Mario Valcarce D. (T)
5. Prudencio Jiménez B. (T)
6. Santiago Berguecio C. (S)
7. Alfonso Mujica V. (T)
8. Paul Spiniak V. (T)
9. Francisco Pérez M. (T)
10. Eduardo Walker H. (S)
11. Joaquín Echeñique R. (T)
12. Julio Gálvez B. (T)
13. Ignacio Rodríguez LI. (S)
14. Jorge Claude B. (T)
15. Isidoro Palma P. (T)
16. Juan Lorenzini L. (S)



- | | |
|---------------------------------|------------------------------------|
| 17. José Pedro Undurraga I. (T) | 28. Victoria Vásquez G. (T) |
| 18. Jorge Tarziján M. (S) | 29. Karen Ergas S. (S) |
| 19. Carlos Díaz V. (T) | 30. Andrea Fuchslocher H. (S) |
| 20. Salvador Zurita L. (T) | 31. José Tessada P. (T) |
| 21. Eugenio Valck V. (T) | 32. María Cecilia Cifuentes H. (S) |
| 22. Francisco Margozzini C. (T) | 33. Erwin Hansen S. (S) |
| 23. Roberto Fuentes S. (T) | 34. Gustavo Price E. (T) |
| 24. Aníbal Silva S. (S) | 35. Adriana Bráncoli P. (S) |
| 25. Claudio Bonilla M. (T) | 36. Jaime Cassasus V. (S) |
| 26. Fernando Larraín A. (T) | 37. Cecilia Facetti de S. (S) |
| 27. Francisca Castro F. (T) | |

Secretarios de la Comisión Clasificadora de Riesgo

1. Juan Lorenzini L.
2. Cristián Ross K.
3. Raúl Arismendi G.
4. Alejandro Muñoz V.

(T): Titular

(S): Suplente

Anexo II:

Gestión de la Comisión Clasificadora de Riesgo desde el año 1990, en la revisión de emisores e instrumentos nacionales y extranjeros

A. Emisores Nacionales

Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas

Desde 1990 hasta la Reforma Previsional de 2008, la Comisión fue responsable de aprobar las acciones de sociedades anónimas abiertas nacionales en las que podían ser invertidos los recursos de los Fondos de Pensiones Chilenos.

Tal como se observa en el gráfico N° 1, en 1990 ya se contaba con 36 alternativas de inversión elegibles para los Fondos de Pensiones en acciones nacionales, llegando a un máximo de 126 sociedades en 2006.



Por su parte, la inversión de los Fondos de Pensiones Chilenos en estos instrumentos alcanzó su punto máximo en 2010, con US\$ 23.550 millones, representando el 16% de la cartera total en año. Posteriormente, se observa en general una tendencia a la baja de la inversión en acciones nacionales, alcanzando a diciembre de 2023 un monto invertido de US\$ 12.764 millones, equivalente al 7% de la cartera de los Fondos de Pensiones (gráfico N° 2).

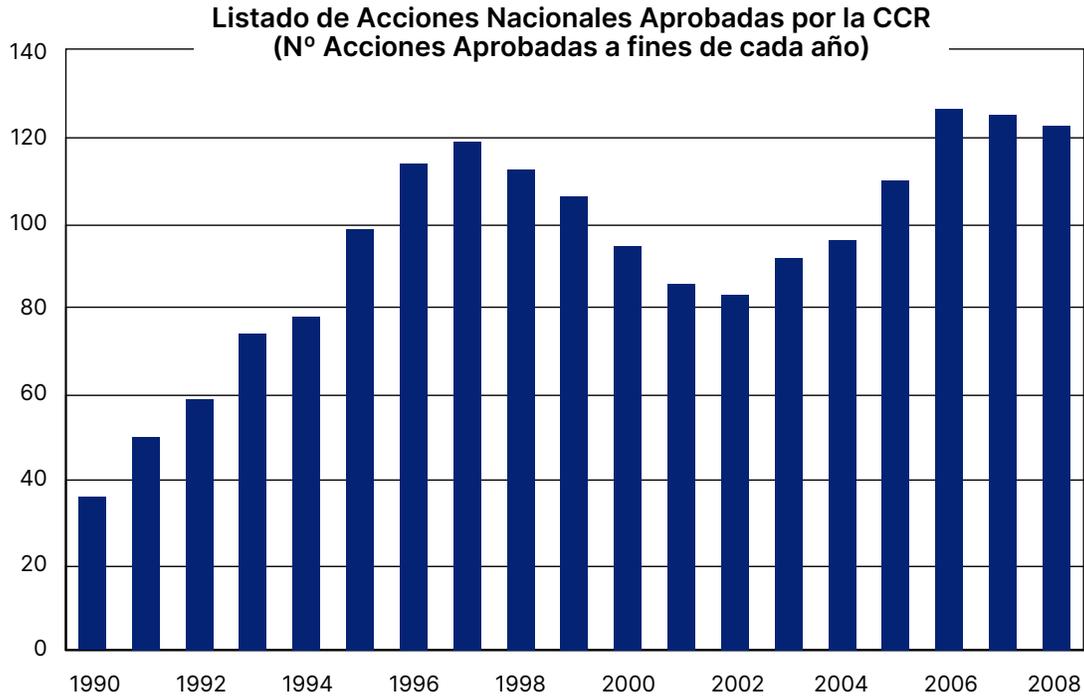


Gráfico N° 1 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

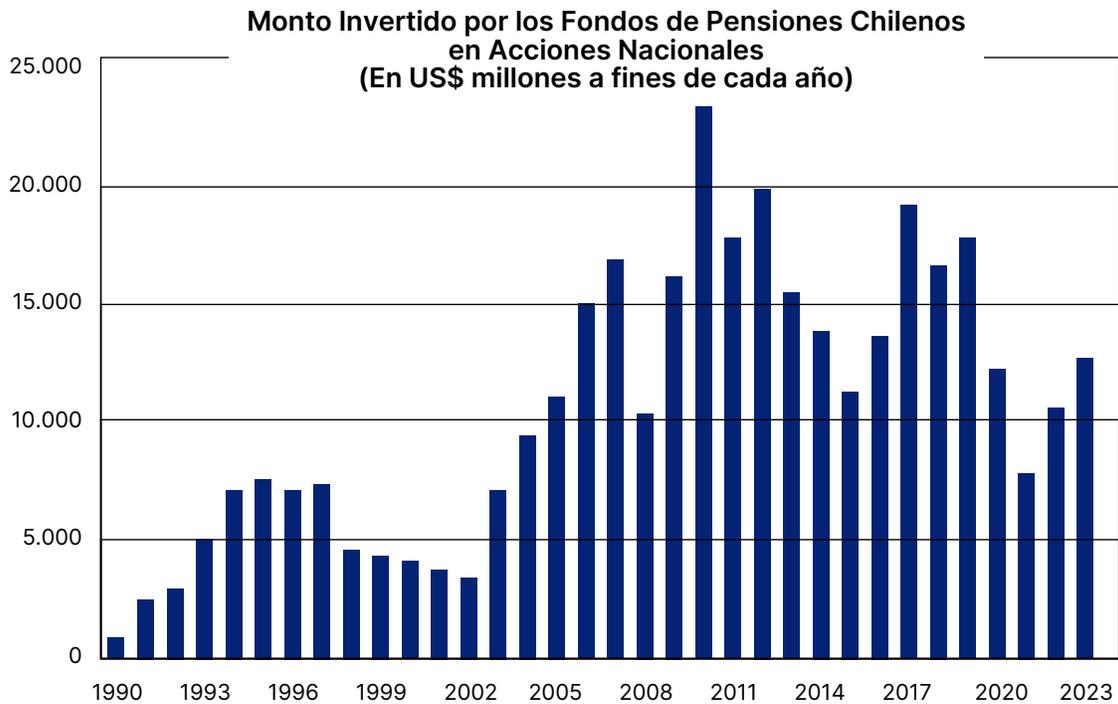


Gráfico N° 2 - Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la Superintendencia de Pensiones.



En el gráfico N° 3 siguiente, se puede observar la actividad realizada por la Comisión en la aprobación y desaprobación de estos instrumentos durante los años en los que le correspondió ejercer esta función.

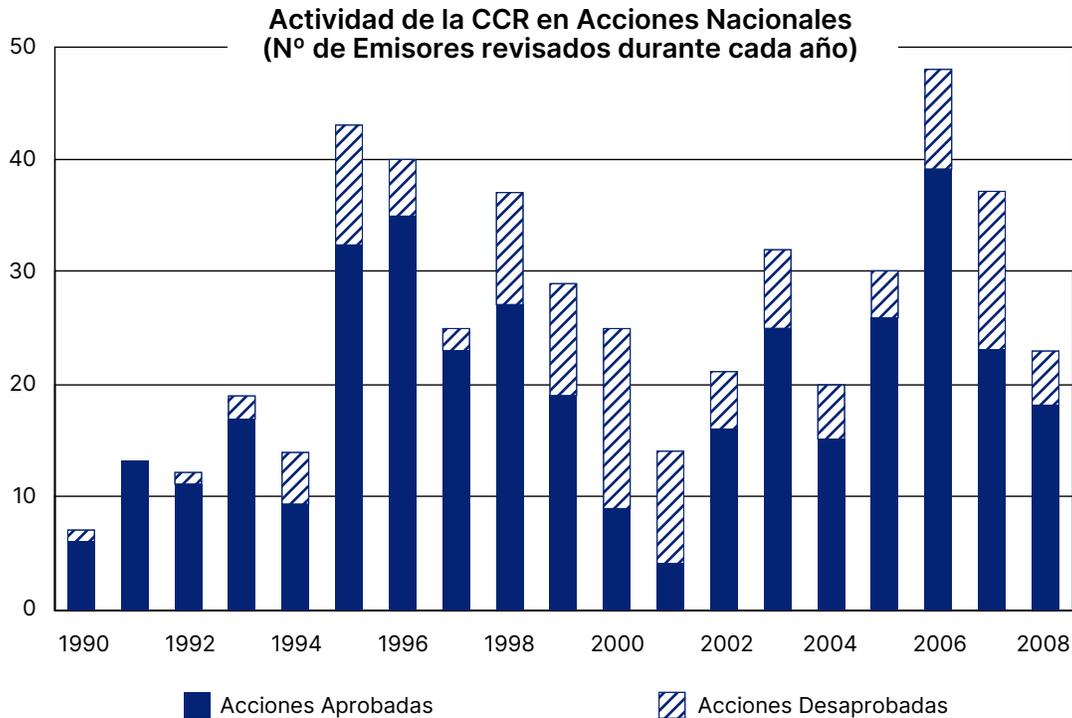


Gráfico N° 3 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

Instrumentos Representativos de Deuda Nacional

Entre 1990 y 2008, la Comisión aprobaba y asignaba categorías de riesgo a los instrumentos de renta fija de emisores nacionales previamente a que los Fondos de Pensiones pudieran invertir sus recursos en ellos. La Reforma Previsional de 2008 eliminó esta función de la CCR, confiriéndole no obstante la facultad de rechazar las clasificaciones de riesgo de estos instrumentos cuando estén clasificados en grado de inversión, solicitando previamente una tercera clasificación de riesgo.

En el ejercicio de esta nueva atribución, la Comisión acordó proceder regularmente con la revisión de cada una de las nuevas emisiones de instrumentos de deuda (realizando un análisis individual de cada una de ellas), y mantener un monitoreo permanente de la situación financiera y de mercado de todas las emisiones vigentes de deuda nacional con clasificaciones de riesgo por sobre el grado de inversión, generando informes de revisión especiales cuando la situación de un emisor lo amerite. En el gráfico N° 4 es posible observar la actividad de la Comisión en la revisión de estos emisores de deuda nacionales en cada año.



Por otra parte, en cuanto a la evolución de la inversión de los Fondos de Pensiones Chilenos en instrumentos de deuda nacional, el gráfico N° 5 presenta los montos invertidos por estos fondos, en bonos y efectos de comercio, tanto de empresas públicas como privadas. Estos alcanzaron su máximo en el año 2020, con US\$ 18.356 millones, representando en ese momento un 8,6% de la cartera total.

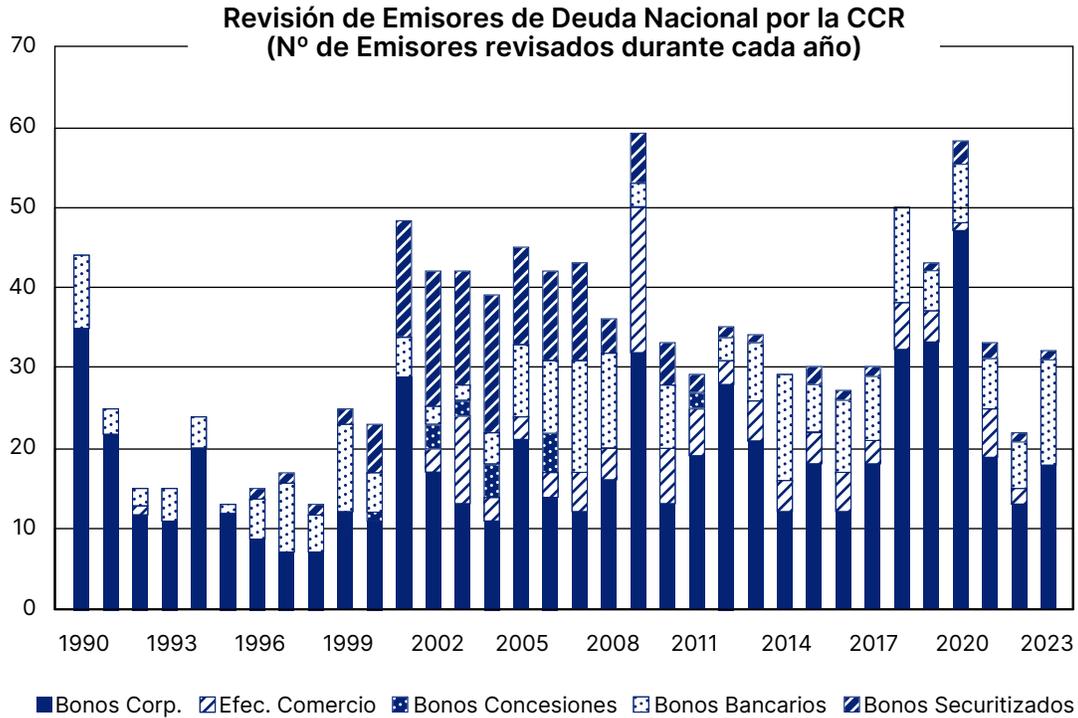


Gráfico N° 4 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

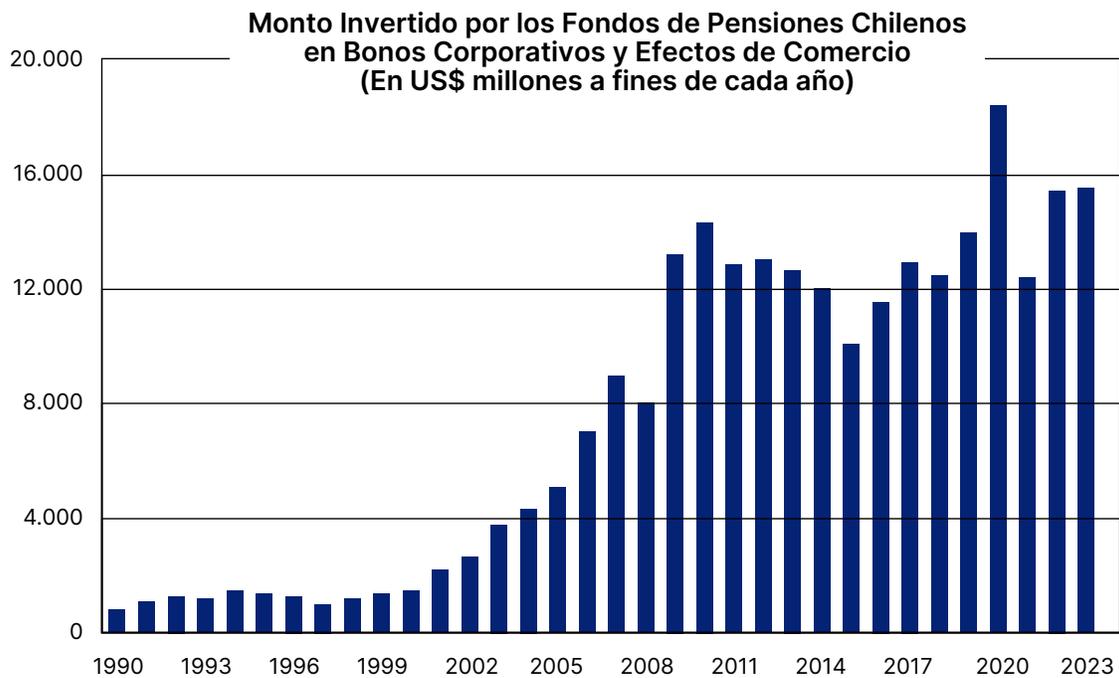


Gráfico N° 5 - Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la Superintendencia de Pensiones.



Desde el año 2008, en virtud de su facultad de rechazar clasificaciones de riesgo, la CCR ha solicitado 64 terceras clasificaciones a emisores de bonos corporativos y de efectos de comercio, de las cuales se procedió a su rechazo en 28 oportunidades. En forma similar, se han solicitado 24 terceras clasificaciones a emisores de bonos securitizados, procediéndose con 20 rechazos.

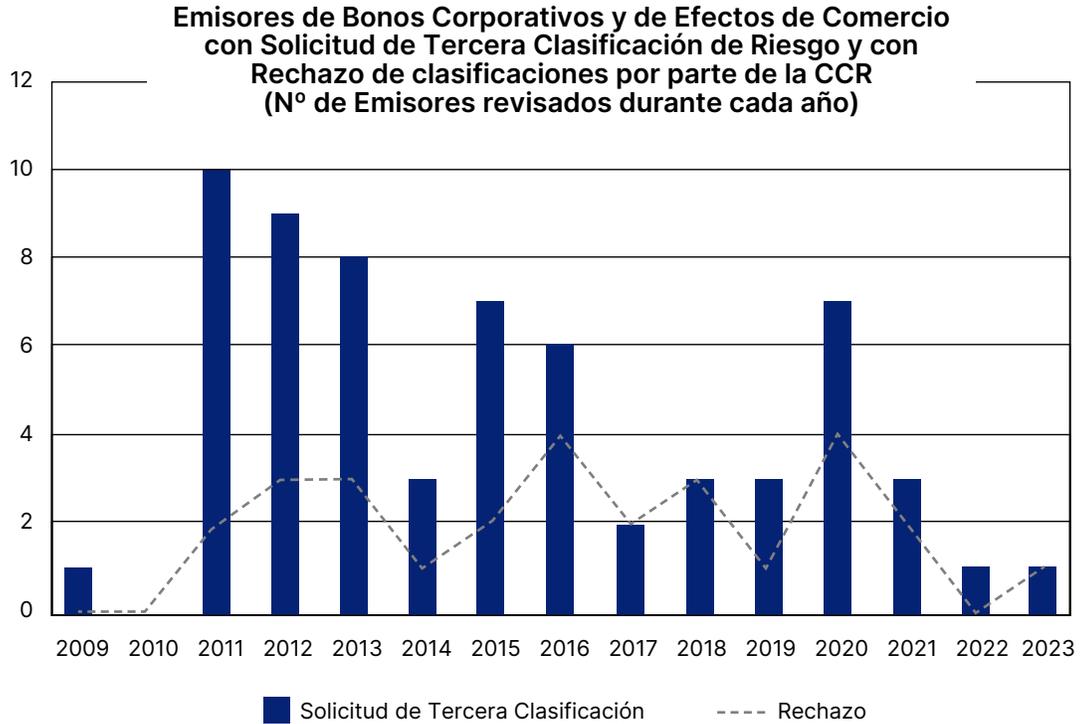


Gráfico N° 6 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

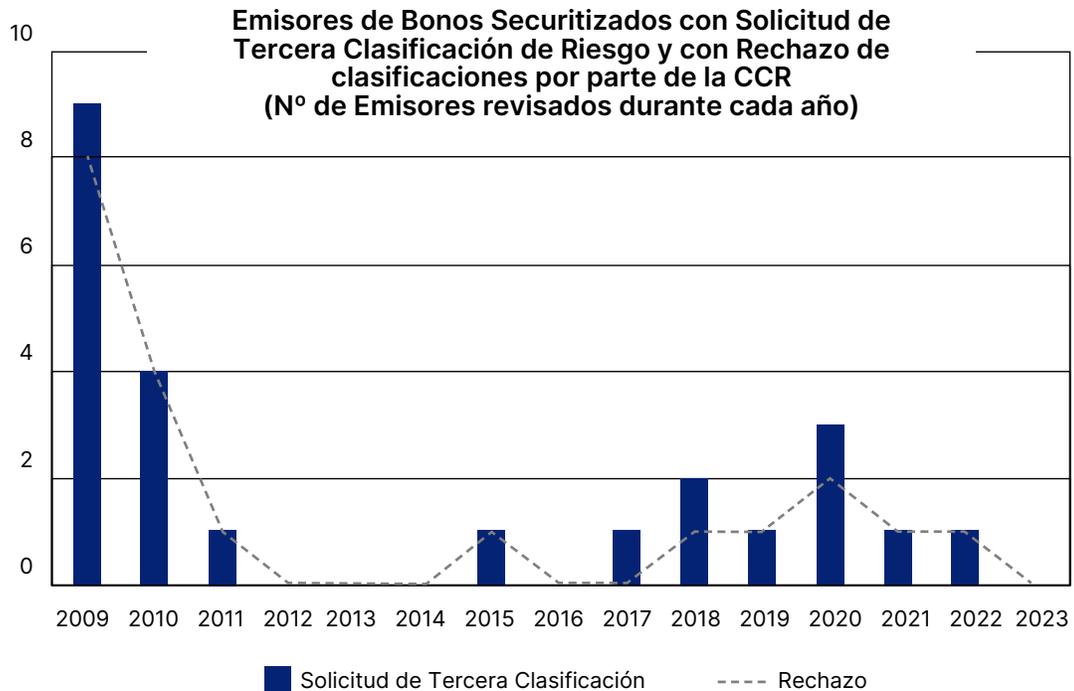


Gráfico N° 7 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.



Cuotas de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión Nacionales

Desde 1990, la Comisión ha desempeñado la función de aprobar o rechazar las solicitudes de aprobación de cuotas de fondos mutuos y de fondos de inversión nacionales.

En el gráfico N° 8 se observa el número de fondos nacionales aprobados por la CCR, disponibles como alternativas de inversión para los Fondos de Pensiones a fines de cada año, el cual alcanzó un máximo de 73 fondos aprobados en 2018. Cabe hacer notar que en los últimos años se aprecia una disminución en el número de fondos mutuos y una estabilización en el de los fondos de inversión aprobados, cerrando 2023 con un total de 58 fondos nacionales aprobados.

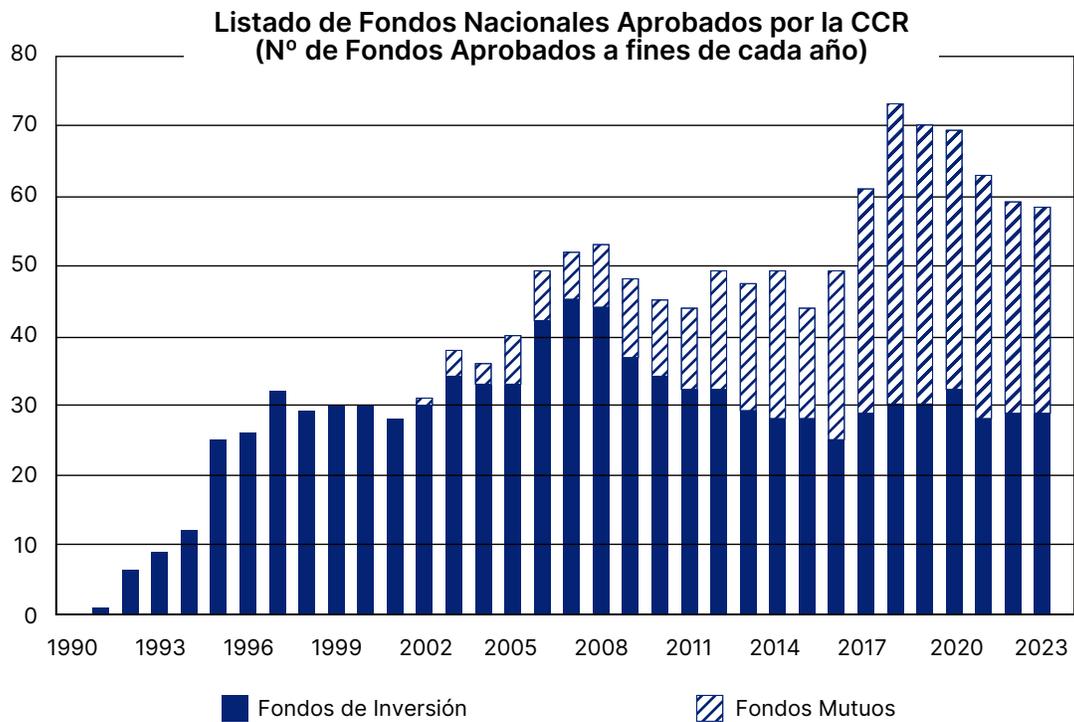


Gráfico N° 8 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

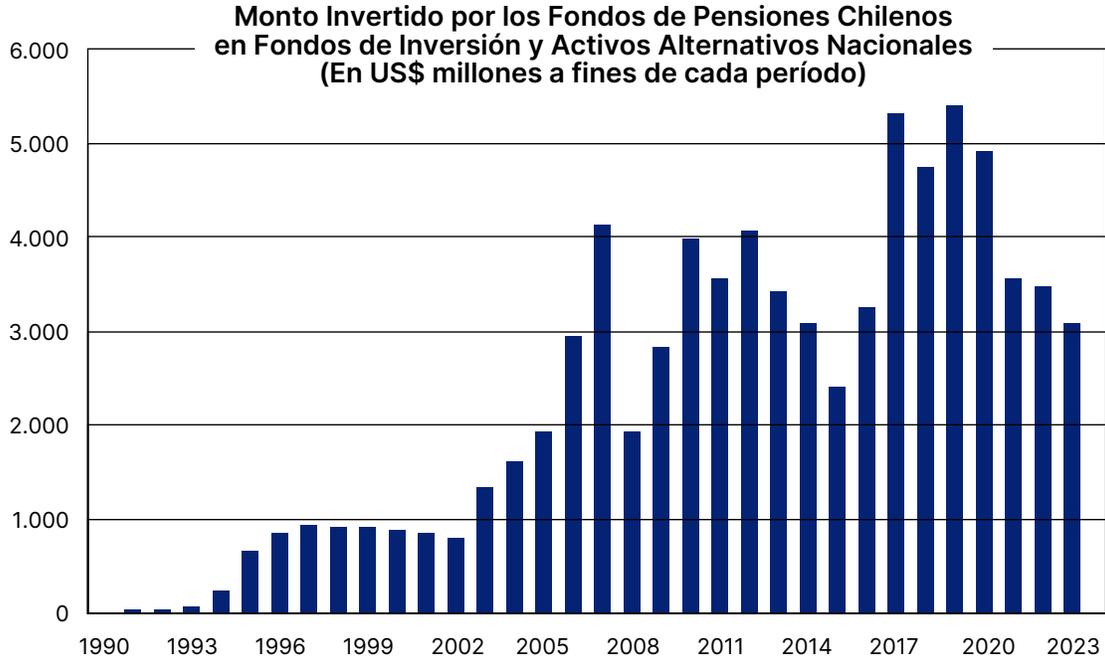


Gráfico N° 9 - Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la Superintendencia de Pensiones.

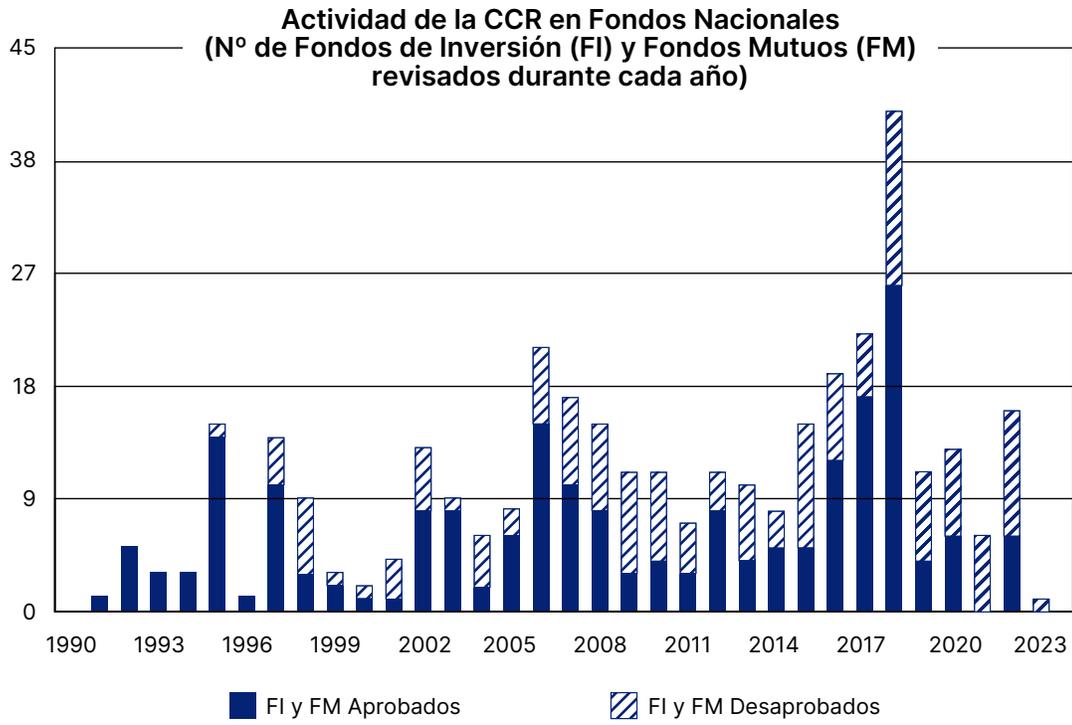


Gráfico N° 10 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.



B. Instrumentos Extranjeros

Fondos Extranjeros

Desde 1995, la Comisión ha aprobado solicitudes de registro de cuotas de fondos mutuos y de fondos de inversión extranjeros; desde 2004, de títulos representativos de índices financieros (ETFs); y desde 2020, de títulos representativos de oro físico (ETPs de Oro). Resultado de esta atribución, el gráfico N° 11 muestra el número de fondos extranjeros en el listado de fondos aprobados por la Comisión a fines de cada año. Cabe hacer notar como en los años 2010 y 2011 ocurrieron reducciones significativas en el número de fondos aprobados; mientras en el primer año fue debido al aumento, por parte de la CCR, del requisito de activos mínimo de cada fondo (a US\$ 100 millones), en 2011 la reducción resultó de la desaprobación de los fondos registrados en Irlanda, como consecuencia de la rebaja en la clasificación de riesgo soberano de ese país por debajo del grado de inversión.

A diciembre de 2023, la Comisión tiene aprobadas como alternativas de inversión para los Fondos de Pensiones: 1.271 fondos mutuos, 754 ETFs y 8 ETPs de Oro.

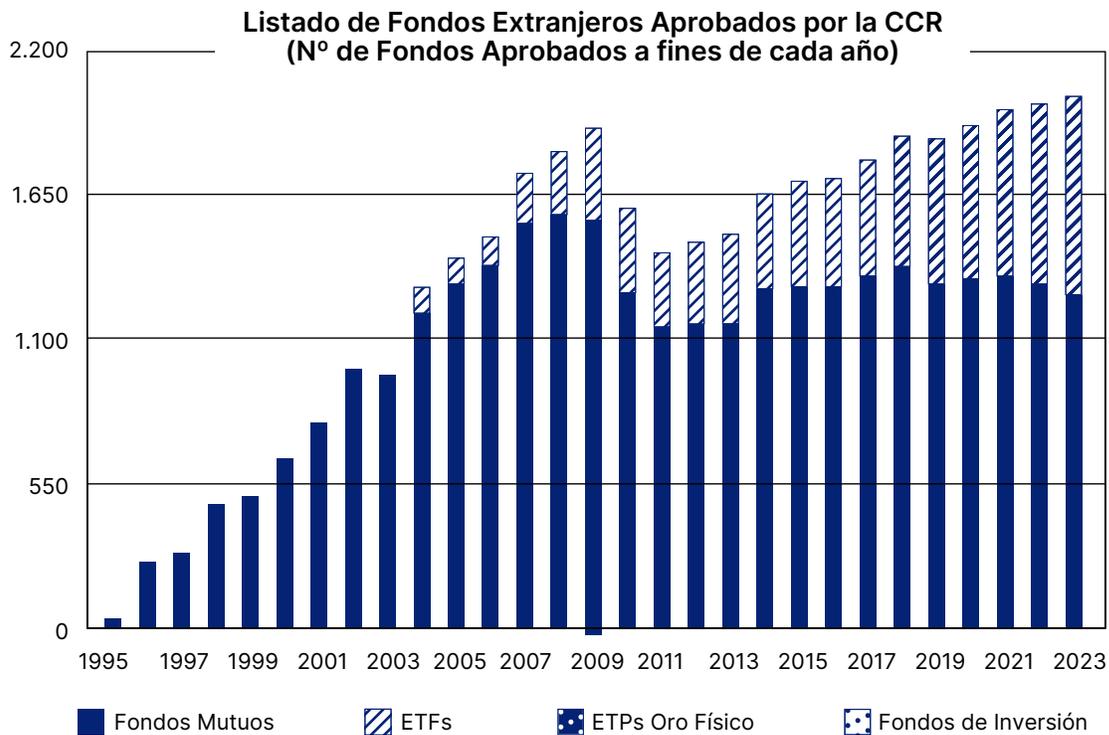


Gráfico N° 11 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

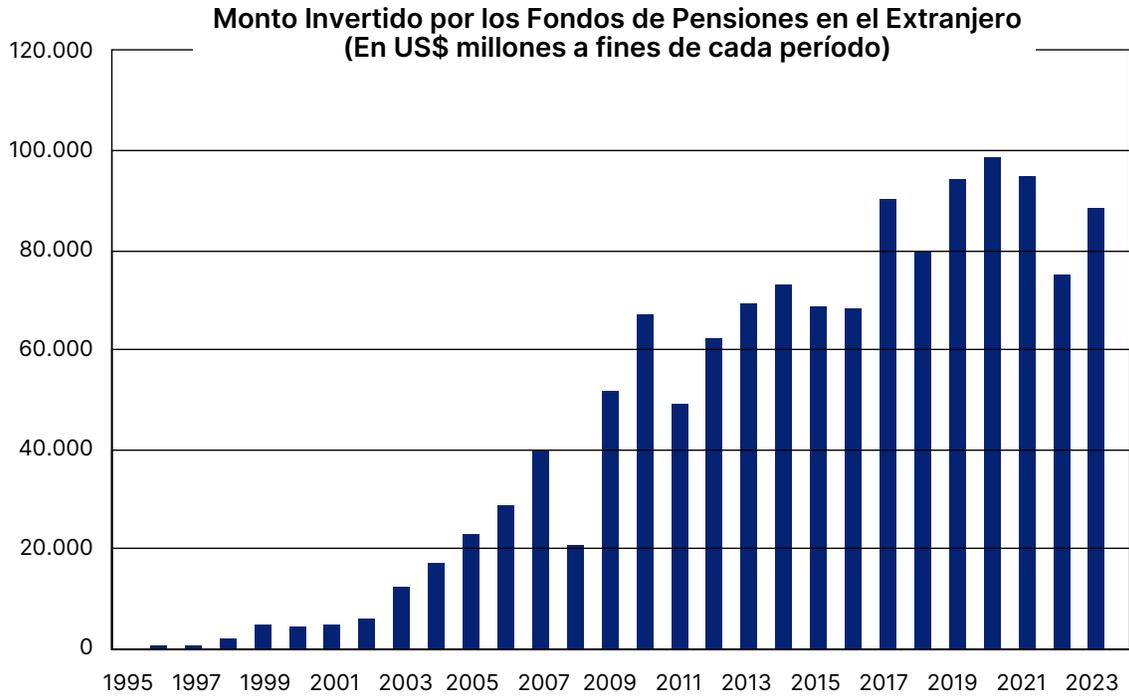


Gráfico N° 12 - Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la Superintendencia de Pensiones.

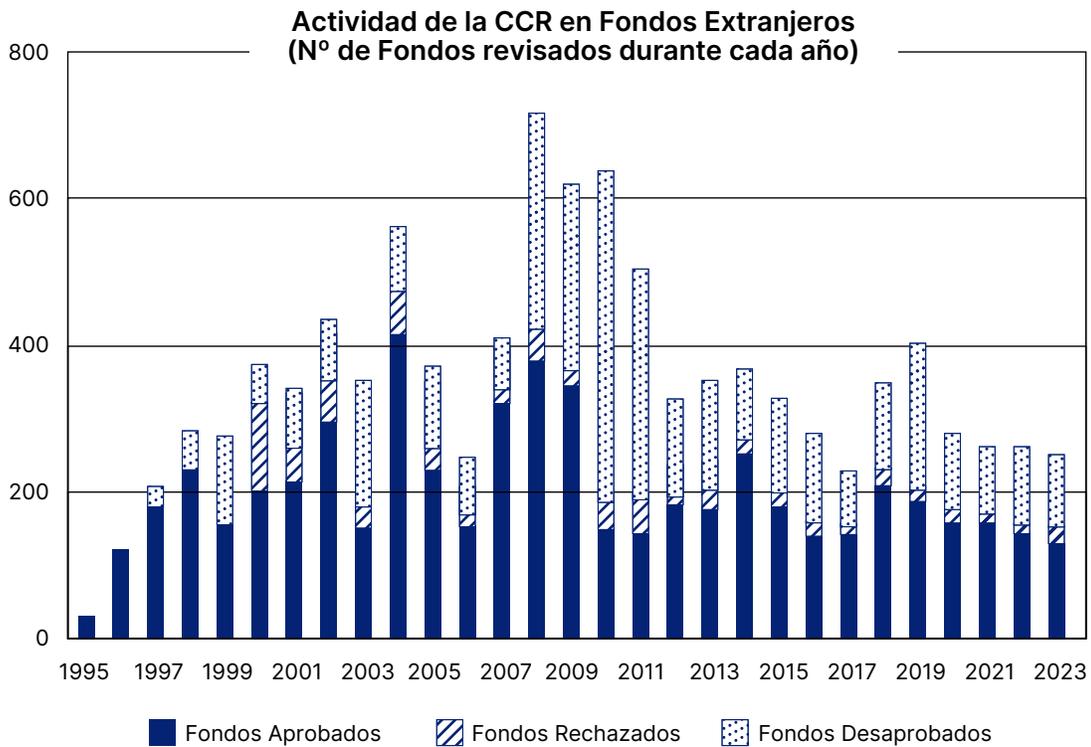


Gráfico N° 13 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.



Acciones Extranjeras

A partir de 1995, la Comisión comenzó a aprobar acciones extranjeras mediante la aprobación de determinados segmentos de 5 bolsas de valores internacionales, los cuales ofrecían en conjunto un total de 12.150 acciones.

Entre 2009 y 2011, se produjo una disminución en el número de bolsas aprobadas, debido a los efectos de la crisis subprime en las clasificaciones de riesgo soberano de países donde estaban domiciliadas ciertas bolsas de valores. Posteriormente, entre 2017 y 2019, debido a modificaciones realizadas por el Banco Central de Chile a la definición de Mercados Secundarios Formales Externos, y al posterior ajuste de los requerimientos de clasificación de riesgo por parte de la CCR, el número de bolsas aprobadas volvió a aumentar. Es así como, a diciembre de 2023, se mantienen aprobadas 29 bolsas de valores, ofreciendo más de 22.000 acciones extranjeras disponibles para la inversión de los Fondos de Pensiones Chilenos.

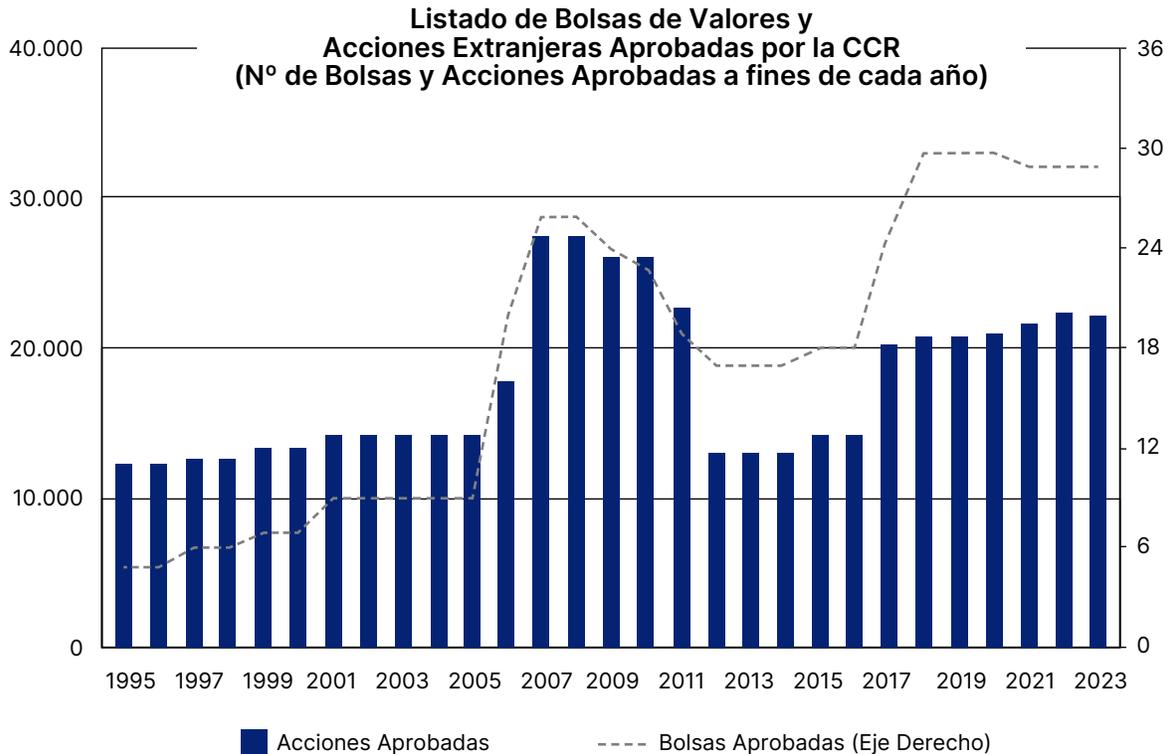


Gráfico N° 14 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

Gestores y Estrategias de Activos Alternativos

Durante el segundo semestre de 2017, la Comisión estableció los requerimientos para la aprobación de Gestores de Activos Alternativos Extranjeros, modificando su Acuerdo N° 32. Esto se realizó en respuesta al nuevo Régimen de Inversión para los Fondos de Pensiones, que entró en vigencia en noviembre de 2017.



Al cierre de 2017, se aprobaron los primeros 3 gestores de activos alternativos. Desde entonces, este número ha aumentado significativamente, alcanzando 117 gestores aprobados a diciembre de 2023. Esto ha generado una oferta diversificada de 164 alternativas de gestión, abarcando las cuatro estrategias de activos alternativos específicos: Capital Privado, Deuda Privada, Infraestructura e Inversiones Inmobiliarias.

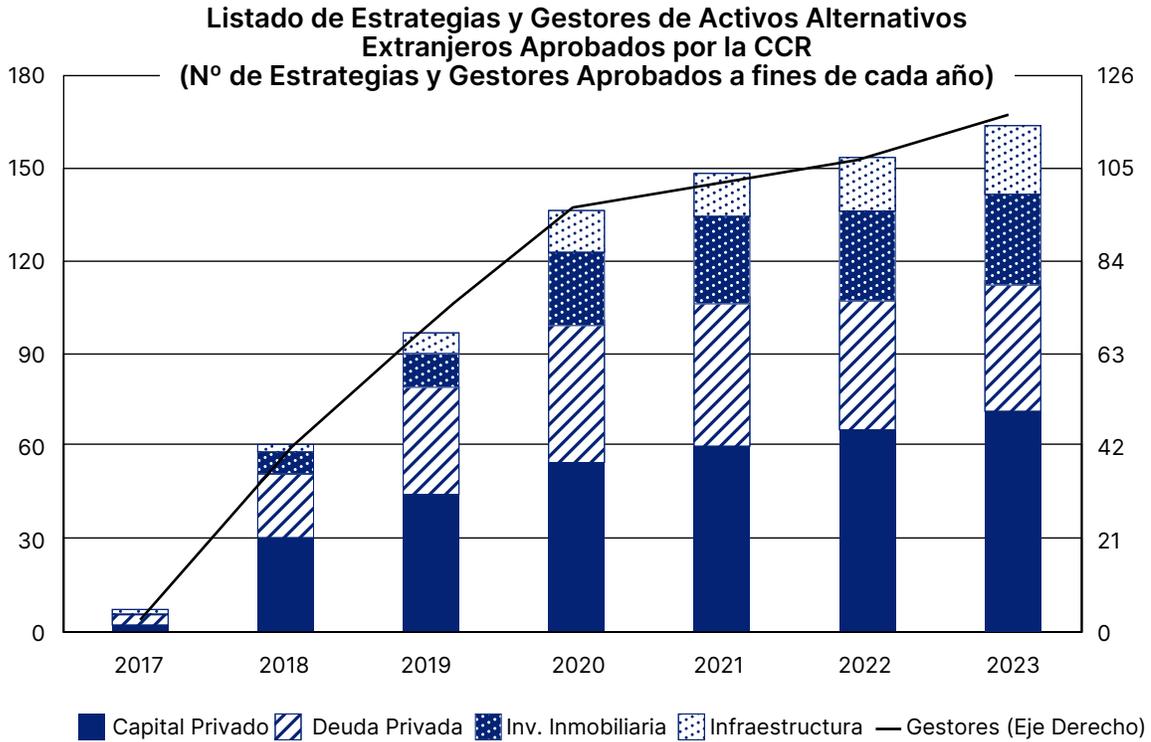


Gráfico N° 15 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

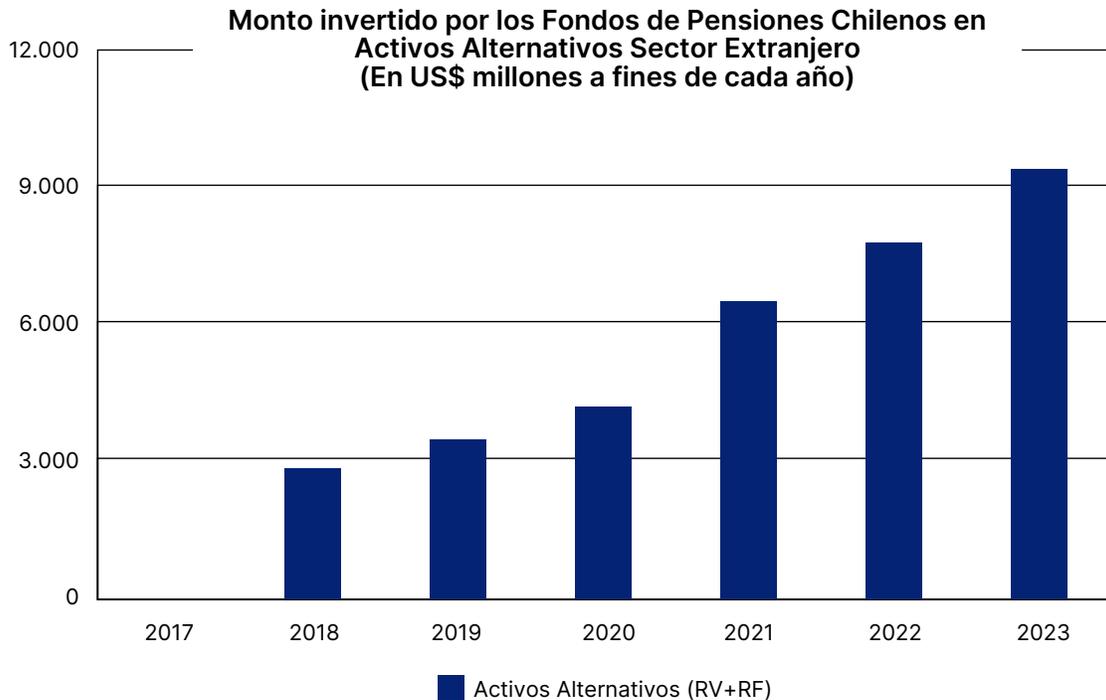


Gráfico N° 16 - Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la Superintendencia de Pensiones

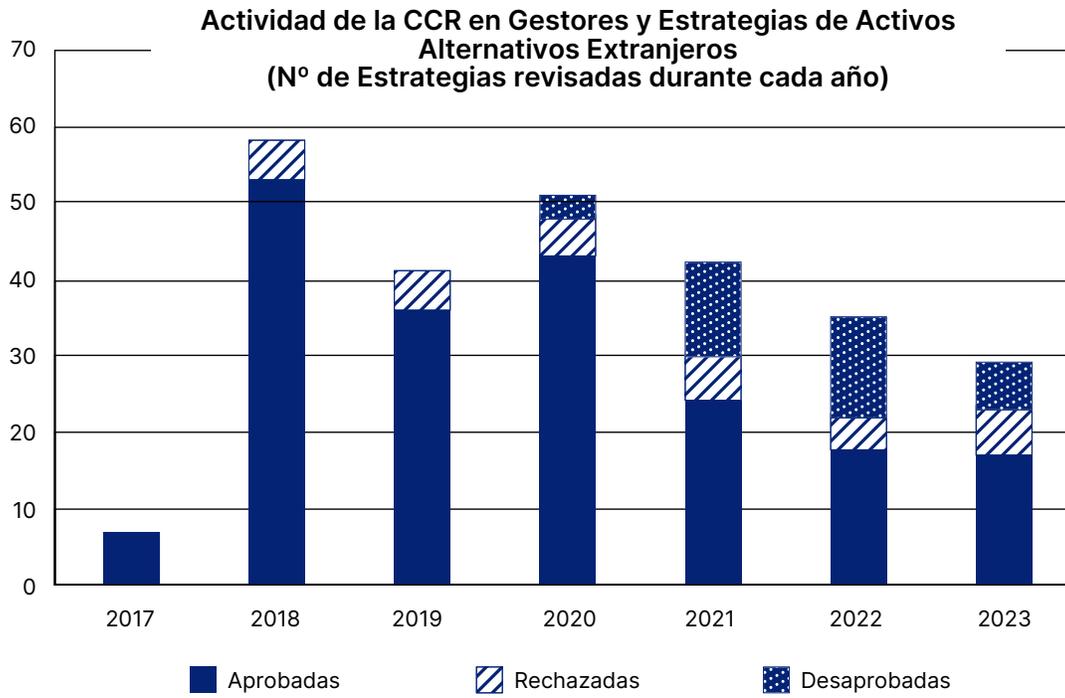


Gráfico N° 17 - Fuente: Elaboración propia en base a Informes de Gestión y Acuerdos de la CCR.

Memoria Comisión Clasificadora de Riesgo