

Santiago, diez de diciembre de dos mil tres.

Vistos:

1.- A fs. 1 Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A., en adelante también Renta Nacional, formula denuncia a fin de que esta Comisión investigue de oficio los hechos que expone. Señala que está obligada a contratar con, a lo menos, dos clasificadoras de riesgo diferentes e independientes entre sí, inscritas en el Registro que al efecto lleva la Superintendencia de Valores y Seguros.

Añade que estas empresas clasificadoras tienen por finalidad llevar a cabo la clasificación continua e ininterrumpida de las obligaciones, de la forma que establecen las normas de carácter general dictada por la Superintendencia señalada.

En el Registro de la Superintendencia de Valores y Seguros se encuentran inscritas tres clasificadoras de riesgo, a saber, Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada, Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada y Feller-Rate Clasificadora de Riesgo Limitada.

Agrega que Fitch Chile, envió el día 17 de mayo de 2001 una carta en la cual informaba a Renta Nacional que se había producido una fusión entre 2 de las 4 empresas clasificadoras de riesgo, lo que, según la empresa, ha dado origen a “la agencia de mayor tamaño y presencia del mercado“. Que esta fusión afecta a las empresas que se encuentran sujetas a clasificación y que son aproximadamente 200 sociedades, lo que equivale al 85% del total de emisiones susceptibles de ser evaluadas.

Así, señala, el mercado está altamente concentrado, tiene implícitamente establecidas barreras de entrada para nuevas empresas que deseen competir en el rubro de las clasificadoras de riesgo y cuyo mercado se ha convertido en uno cautivo con escasa movilidad y con influencias decisivas en la definición de parámetros económicos esenciales.

Solicita que esta Comisión Resolutiva se avoque al conocimiento de esta materia, disponiendo que:

- a) en el mercado de las clasificadoras de riesgo se debe proceder a una desconcentración, para evitar la existencia de una única empresa con una posición dominante del 85% del mercado;
- b) que debe reglamentarse de forma general que ninguna empresa podrá ostentar más del 40% del mercado, ordenándose que en el plazo de 18 meses se proceda al reordenamiento señalado;
- c) que se ordene a la Superintendencia de Valores y Seguros modificar las condiciones reglamentarias para que se incorpore un mayor número de empresas a la tarea de la clasificación de los riesgos;
- d) que se aplique a Fitch Chile el máximo de las multas establecidas en el Decreto Ley N° 211.

2.- A fs. 8 esta Comisión resuelve investigar de oficio la materia objeto de la denuncia y confiere traslado, por el término legal, a las empresas mencionadas en la misma.

3.- A fs. 54 Fitch Chile Clasificadora de Riesgos evacua el traslado y señala como antecedentes generales los siguientes.

- a) La Ley 18.660, de octubre de 1987, establece como obligación que los emisores de valores de oferta pública sean sometidos a la clasificación continua e ininterrumpida de dichos valores, por, a lo menos, dos entidades especializadas distintas;
- b) La clasificación de riesgo de las obligaciones de las compañías de seguros, se realiza de conformidad con el artículo 20 bis del Decreto con Fuerza de Ley N° 251, el que establece que se debe considerar, entre otros, la calidad y cantidad de las inversiones y demás activos de la compañía; la suficiencia de las reservas en relación a las responsabilidades asumidas, la calidad y cantidad de reaseguros, la rentabilidad obtenida en los últimos años, el endeudamiento y nivel de operaciones de la compañía en relación a su patrimonio, el calce de plazo, monedas y reajustabilidad entre los activos y pasivos, la capacidad técnica y experiencia de la administración.

REPUBLICA DE CHILE
COMISION RESOLUTIVA

- c) La clasificación de riesgo constituye solamente una opinión respecto de la probabilidad de que las obligaciones derivadas de un instrumento financiero le sean canceladas a su poseedor en los plazos y condiciones comprometidos y, por lo tanto, no compromete una recomendación de compraventa del instrumento.
- d) Según la ley las compañías de seguros deben contratar con, a lo menos, dos clasificadoras de riesgo, y en el caso de la denunciante, mantiene contratos vigentes con dos entidades, Fitch Chile Clasificadora de Riesgo y Humphreys Limitada Clasificadora de Riesgo, y ambas han clasificado las obligaciones de Renta Nacional en categoría BB, lo que ha motivado que Renta Nacional demande a Fitch ante el 5° Juzgado Civil de Santiago, por indemnización de perjuicios basada en la supuesta negligencia en la clasificación del riesgo.
- e) En cuanto a la fusión DCR Chile y Fitch, ésta fue la consecuencia natural de la fusión que se produjo a nivel mundial de Fitch IBCA y Duff & Phelps Credit Rating.

En relación a que la denunciante ha señalado que encontrándose el mercado tan altamente concentrado, la actividad de clasificar se resiente y se desarrolla en condiciones de poca seguridad y eficiencia, señala que para determinar el grado de concentración de la industria es necesario tener en cuenta dos consideraciones especiales:

- 1.- Que el mercado está compuesto por todos aquellos emisores que por ley están obligados a someterse a un servicio de clasificación de obligaciones, como también aquellos que voluntariamente decidan someterse;
- 2.- Los emisores obligados por ley a clasificarse deben presentar dictámenes provistos, a lo menos, por dos entidades diferentes.

Y así, es fácil advertir que a pesar de que una clasificadora pudiera estar evaluando el 100% de los emisores sometidos a clasificación, esto significaría que estaría emitiendo aproximadamente el 50% de los dictámenes que la industria entrega al mercado, lo que evita una concentración monopólica.

Que además no existen barreras de entrada, es un mercado desafiante, al cual pueden entrar nuevos competidores.

**REPUBLICA DE CHILE
COMISION RESOLUTIVA**

Que no es efectivo que en el mercado chileno de la clasificación de riesgo exista una única empresa que ostente el 85% del mercado, toda vez que lo que realmente efectúa Fitch es atender al 85% de los emisores. El mercado se distribuye de la siguiente forma: Fitch emite aproximadamente el 40% de los dictámenes y evalúa al 79% de los emisores; Humphreys emite el 19% de ellos y evalúa al 37% de los emisores.

Solicita tener por evacuado el traslado y no dar lugar a ninguna de las peticiones de la denunciante.

4.- A fs. 104 Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada evacua el traslado e indica que las clasificadoras de riesgo se encuentran reguladas por el Título XIV de la Ley de Mercado de Valores, en sus artículos 71 y siguientes, siendo entonces un sistema regulado en el cual hay entidades sujetas a la obligación legal de clasificación de riesgo y sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros y a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

En Chile existen 3 entidades reconocidas por las Superintendencias mencionadas, como clasificadoras de riesgo; y en la denuncia se señala que una de ellas, Fitch, poseería o detentaría una participación de mercado ascendente al 85%, lo que implicaría ser un monopolio disfrazado de oligopolio liderado, lo cual es erróneo, ya que, la denunciante confunde los conceptos de participación de mercado con cobertura de mercado.

Señala que debe recordarse que conforme al artículo 76 de la Ley de Mercado de Valores se exige al menos dos clasificadoras de riesgo en cada caso.

Que además ninguna de las empresas clasificadoras de riesgo registradas en Chile detenta una participación de mercado superior al 41,2% y de acuerdo a publicaciones vigentes a marzo de 2003 Fitch clasificó en 223 ocasiones, Feller Rate en 219 y Humphreys en 99 casos, lo que implica una participación de mercado de 41,2%, 40,5% y 18,3%, respectivamente

Solicita tener por evacuado el traslado y rechazar al denuncia en todas sus partes.

5.- A fs. 124 Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada evacua el traslado e indica que la denunciante calcula las participaciones de mercado de una forma inductiva a error y engaño al confundir la cobertura del mercado con la participación en el mismo y así, de acuerdo a la denunciante, la suma de las participaciones de mercado de las 3 clasificadoras sería muy superior al 100%, lo que es un absurdo para cualquier análisis sobre libre competencia.

Añade que la alegación del denunciante de que el mercado chileno de las clasificadoras de riesgo es ineficiente, es infundada y que la imposición de cambios estructurales solicitada afectando a todo el mercado es dañina, ya que la forma en que está organizado el mercado chileno es la misma que en los países europeos donde no existen barreras de entrada.

Solicita tener por evacuado el traslado y tener presente los argumentos expuestos.

6.- A fs. 134 esta Comisión resolvió solicitar informe a la Fiscalía Nacional Económica.

7.- A fs. 203 informa la Fiscalía Nacional Económica y señala que de acuerdo a información que le proporcionara la Superintendencia de Valores y Seguros la nómina de clasificadoras de riesgo es la siguiente: Fitch Chile, Feller Rate y Clasificadora de Riesgo Humphreys.

Las entidades sujetas a la obligación de clasificación de riesgo sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, incluyen los emisores de bonos (69 empresas) de bonos securitizados (39 empresas) y de efectos de comercio (7), como también las compañías de seguros generales(23) y las de seguros de vida respecto de sus obligaciones (30).

En relación al número de dictámenes emitidos, señala:

Títulos de deuda: Fitch y Feller Rate tienen una participación de mercado similar, cercana al 40% del mercado, cada una de ellas y Humphreys muestra una participación cercana al 25%, en materia de dictámenes emitidos cada año.

**REPUBLICA DE CHILE
COMISION RESOLUTIVA**

Para compañía de seguros: Fitch tiene una participación de mercado cercana al 50% en dictámenes y Feller Rate y Humphreys una participación algo superior al 25% cada una.

Para emisores de títulos de deuda: Feller Rate tuvo relación con el 85% del total de las empresas, Fitch con más del 70% y Humphreys con cerca del 50%.

Concluye señalando

- 1.- En los últimos 3 años, las tres empresas clasificadoras de riesgo han emitido, en conjunto 24, 350 y 205 dictámenes en materia de clasificación de títulos de deuda, respectivamente;
- 2.- Las participaciones de mercado, en materia de emisión de dictámenes referidos a clasificación de títulos de deuda se han mantenido relativamente estables durante los últimos 3 años, siendo las participaciones de las 2 mayores Fitch y Feller Rate muy similares y sólo superiores en 8 puntos porcentuales a la tercera;
- 3.- En el caso de la clasificación de las obligaciones de las compañías de seguros, Fitch concentra casi el 50% del mercado en materia de dictámenes emitidos, pero las otras dos empresas se reparten por partes iguales el resto del mercado.
- 4.- La situación de este mercado se explica por la obligación legal impuesta a las empresas sujetas a clasificaciones de riesgo, en materia de títulos emitidos u obligaciones en que deben ser clasificadas las empresas, no siendo posible que una sola concentre mayoritariamente el mercado;
- 5.- Que desde la perspectiva del número de clientes atendidos respecto del total de empresas con obligación de ser sujetos de clasificación, tampoco se observa una concentración en una sola empresa. En efecto, en clasificación de títulos de deuda, dos empresas atienden entre el 70% y el 85% del total, y la tercera lo hace cerca de un 50%. En relación a la clasificación de las obligaciones de las compañías de seguros se observa que dos de ellas atienden entre el 67% y el 90% del total y la tercera lo hace a un 43%.

En atención a que la ley 18.660 establece que los emisores de valores de deuda pública deben ser sometidos a la clasificación continua de riesgo por, a lo menos, dos entidades diferentes; que el mercado está constituido por tres empresas, donde no existen barreras de entrada a dicho mercado cuya regulación no impide el surgimiento de nuevas empresas que ejerzan el ramo, y que el mercado de las clasificadoras de riesgo a nivel mundial se

**REPUBLICA DE CHILE
COMISION RESOLUTIVA**

caracteriza por un reducido número de empresas, considerando que en Estados Unidos existen 4, se puede concluir por la Fiscalía que no existe mérito para hacer lugar a la denuncia, ni a la solicitud de desconcentración del mercado de las clasificadoras de riesgo.

8.- A fs. 223 se ordenó traer los autos en relación.

9.- Con fecha 5 de noviembre de 2003 tuvo lugar la vista de la causa, alegando los abogados de las partes y quedando los autos en estado de fallo.

CON LO RELACIONADO Y CONSIDERANDO

PRIMERO: Que se ha iniciado una investigación de oficio a fin de establecer los hechos que fueron denunciados por Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A., en su presentación de fs. 1, y que se refieren a la actual estructura del mercado de los servicios de clasificación de riesgo, en el mercado de valores;

SEGUNDO: Que, no obstante las restantes alegaciones que ha expuesto con posterioridad a su presentación original, en el transcurso del proceso y en estrados, Renta Nacional objeta principalmente, según sus dichos, que en un mercado altamente concentrado, el marco de eficiencia con el cual deben operar las empresas clasificadoras de riesgo se tiene que resentir o afectar, por cuanto una posición dominante con un 85% del mercado del total de emisores susceptibles de ser evaluados, aludiendo a Fitch Chile, implica que se puede desarrollar la actividad propia de dichas empresas en condiciones de poca seguridad y eficiencia para la totalidad del mercado. Solicita que esta Comisión adopte las medidas necesarias para poner término a la ineficiencia aludida, disponiendo la desconcentración del mercado;

TERCERO: Que se han analizado las defensas de las tres empresas que compiten en este mercado y asimismo, se solicitó informe a la Fiscalía Nacional Económica sobre la materia.

La Fiscalía, en síntesis, ha expuesto que en los últimos tres años, las tres empresas clasificadoras de riesgo que existen en el mercado han emitido en conjunto 246, 350 y 205

REPUBLICA DE CHILE
COMISION RESOLUTIVA

dictámenes (reseñas) en materia de clasificación de títulos de deuda durante los años 2001, 2002 y 2003, respectivamente.

Que las participaciones de mercado, en materia de emisión de dictámenes referidos a clasificación de títulos de deuda se han mantenido relativamente estables durante los últimos tres años, siendo las participaciones de las dos mayores (Fitch y Feller & Rate) muy similares y sólo superiores en 8 puntos porcentuales a la tercera (Humphreys).

Que en el caso de la clasificación de las obligaciones de las compañías de seguros, Fitch concentra casi el 50 % del mercado en materia de dictámenes emitidos, pero las otras dos empresas se reparten por partes iguales el resto del mercado;

CUARTO: Que en el informe de la Fiscalía Nacional Económica, se concluye que la situación que se observa en este mercado se explica por la obligación legal impuesta a las empresas sujetas a clasificaciones de riesgo, en materia de títulos emitidos u obligaciones, en cuanto deben ser clasificadas por al menos dos empresas clasificadoras. Y que por lo tanto, no es posible que una sola empresa concentre mayoritariamente el mercado. (La Ley N° 18.660, de octubre de 1987, establece que los emisores de valores de deuda pública deben ser sometidos a la clasificación continua de riesgo, por al menos, dos entidades especializadas distintas).

Se informa además, que desde la perspectiva del número de clientes atendidos respecto del total de empresas con la obligación de ser sujeto de clasificación, tampoco se observa una concentración mayoritaria en una sola empresa clasificadora. En materia de clasificación de títulos de deuda, dos empresas atienden entre el 70 % y el 85 % del total, mientras que la tercera lo hace a cerca de un 50 %. Con relación a la clasificación de las obligaciones de las compañías de seguros se observa que dos empresas atienden entre un 67 % y un 90 % del total de las empresas y la tercera lo hace a un 43 %;

QUINTO: Que esta Comisión, atendido el mérito de los antecedentes acompañados a los autos, comparte las conclusiones de la Fiscalía Nacional Económica en su informe, y en consecuencia, no existe mérito para adoptar alguna de las medidas que señala la denunciante, bajo las actuales condiciones de competencia que se detectaron;

SEXTO: Que, por otra parte, también se puede concluir que no existen mayores barreras de entrada a dicho mercado y la regulación que le afecta no impide el surgimiento de nuevas empresas que ejerzan el ramo;

SEPTIMO: Que, con todo, en el artículo 72, inciso tercero, de la Ley N° 18.045 del Mercado de Valores, se establece que las entidades clasificadoras deberán comprobar ante la Superintendencia de Valores y Seguros y mantener permanentemente un patrimonio igual o superior al equivalente a 5.000 unidades de fomento;

OCTAVO: Que en opinión de esta Comisión, tal requisito no tiene justificación actual, bajo las condiciones de competencia en que se desarrolla este mercado, siendo la idoneidad profesional y la confianza que se deposita en las empresas que se inician en él, el elemento principal y determinante para resguardar el debido cumplimiento de la normativa y de las regulaciones que la autoridad pueda establecer en un mercado como este;

NOVENO: Que, en consecuencia, esta Comisión considera necesario en esta oportunidad, solicitar al Supremo Gobierno su patrocinio a fin de proceder, por la vía legal, a eliminar este requisito o al menos rebajar el monto del patrimonio exigido en el citado artículo 72, de la Ley N° 18.045;

Y vistos además lo dispuesto en los artículos 144 del Código de Procedimiento Civil, artículos 2, 17 y 18 del Decreto Ley N° 211, y artículo 72 de la Ley N° 18.045, esta Comisión resuelve:

1°.- No hacer lugar a la denuncia de fs. 1 de Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A., sin costas por estimar que ha tenido motivo plausible para litigar, y,

2°.- En ejercicio de la facultad establecida en los artículos 5 y 17, inciso segundo, letra d), del Decreto Ley N° 211, solicitar al Supremo Gobierno su patrocinio a fin de proceder, por la vía legal, a eliminar o rebajar el monto del patrimonio mínimo de 5000 unidades de fomento, establecido para las empresas clasificadoras de riesgo, en el artículo 72 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.

Acordado lo resuelto en el numeral segundo resolutivo precedente, con el voto en contra del señor López, quien según su parecer, no corresponde emitir un pronunciamiento, en este caso particular, en cuanto al patrimonio mínimo exigido para las empresas clasificadoras de riesgo, ni menos solicitar el Ejecutivo patrocinar una modificación de normas sobre la materia, no coincidiendo a su vez con lo planteado en el **considerando OCTAVO** de esta resolución, todo ello en virtud de las siguientes consideraciones:

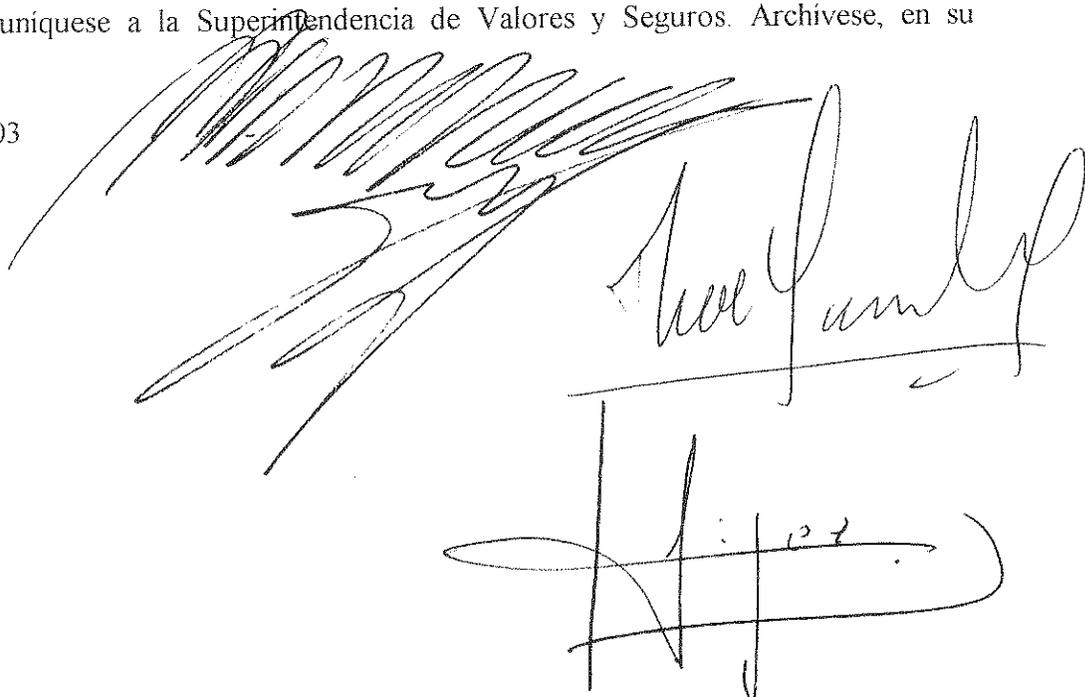
- 1) La actividad de clasificación de riesgo de títulos de deuda de oferta pública se encuentra regulada principalmente en la ley de Mercado de Valores, la que impone a este tipo de valores contar con dicha clasificación desde su emisión hasta su extinción, de modo que los inversionistas y público en general, cuenten con una opinión especializada de su nivel de riesgo de pago, obligación que también alcanza, en el mismo sentido, a las obligaciones de compañías de seguros. Esta medida a su vez, es fuente de control y limitación a la conformación de la cartera de inversiones de una serie de instituciones del mercado financiero, como fondos de pensiones, compañías de seguros, y fondos mutuos. La relevancia de la función de clasificación de riesgo y su obligatoriedad, demandan de parte de la institucionalidad del mercado, que ella sea efectuada por determinadas personas en las cuales descansa parte importante de la confianza de los inversionistas, en cuanto a ser generadores de información procesada de los valores en cuestión y de sus respectivos emisores. Un inadecuado funcionamiento de un miembro de esta industria, no sólo compromete su prestigio profesional, sino pone en cuestión todas las opiniones que haya emitido, sobre los títulos de diversos emisores, afectándolos a ellos, sus contratantes, y también a los inversionistas que mantengan en sus carteras de inversión dichos valores; y
- 2) Frente a lo anterior, el legislador ha planteado insuficiente para el ejercicio de esta actividad, la sola idoneidad profesional de las personas que la realizan, requiriéndoles a las entidades clasificadoras de Riesgo que se inscriban en el registro que al efecto mantiene la Superintendencia de Valores y Seguros, procediendo la inscripción siempre y cuando se cumplan los requisitos que señala la ley y las normas de carácter general que al respecto dicte esa

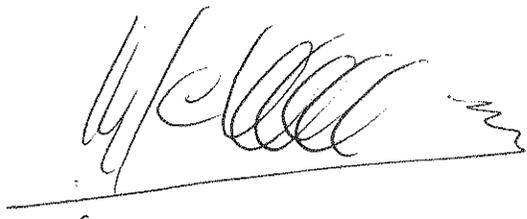
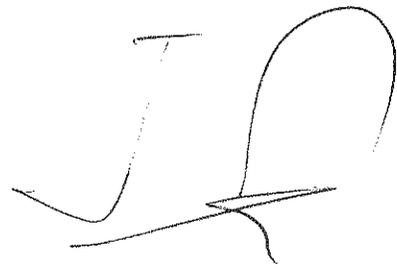
Superintendencia. Así, se establecen una serie de requerimientos que, entre otros, buscan minimizar conflictos de interés originados por una potencial dependencia económica de los contratantes del servicio, y, en lo que trata en parte el presente fallo, promover que se cuente con un patrimonio que sea indicativo de los recursos mínimos que se deben comprometer en la función, si se tiene en cuenta la complejidad de los procesos y administración de información que ésta acarrea, y que a su vez da autonomía a quien emprenda estas funciones.

- 3) Respecto a lo planteado en el anterior considerando OCTAVO, sobre la no justificación **actual** del requisito patrimonial a los clasificadores de riesgo, no se observa en el desarrollo que ha tenido la industria, cambios en las condiciones a través del tiempo que lleven a esa conclusión. De por sí, la función de clasificación de riesgo se ha complejizado, producto entre otros, de la globalización de los negocios, demandándose por ello una alta inversión para la obtención y manejo de información, así como para su análisis. En sentido contrario a lo aseverado en el citado considerando, la responsabilidad asumida por esta industria frente al mercado es cada vez mayor, de modo que debiera analizarse la conveniencia de establecer otros requisitos de carácter financiero a las entidades clasificadoras, que les permitan responder mínimamente a los perjuicios que su incorrecto actuar puedan ocasionar a sus contratantes o a los respectivos inversionistas o asegurados, así como a las sanciones que les pueden aplicar las autoridades que las regulan. En este sentido, cabe observar los mecanismos de garantías que para estos efectos se han implementado en otras industrias, como las de administración de fondos patrimoniales, de intermediación de valores y de corretaje de seguros.

Notifíquese a las partes y a los Ministerios Secretaría General de la Presidencia y de Hacienda. Comuníquese a la Superintendencia de Valores y Seguros. Archívese, en su oportunidad.

N° 711-03

The image shows several handwritten signatures and stamps. On the left, there is a large, dense signature. To its right, there is a signature that appears to read 'Juan Valdovinoso'. Below these, there is a large, stylized signature that looks like 'H. J. 137'. At the bottom right, there are two parallel diagonal lines.

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the bottom.A handwritten signature in black ink, featuring a large loop on the right side and a horizontal stroke at the bottom.

Pronunciada por don Domingo Kokisch Mourgues, Ministro de la Excma. Corte Suprema y Presidente de la Comisión; don Oscar Landerretche Gacitúa, Vicepresidente Ejecutivo de la Corporación de Fomento de la Producción; don Hernán López Böhner, subrogando al Superintendente de Valores y Seguros; Miguel Schweitzer Walters, Decano de la Facultad de Derecho de la Universidad Finis Terrae; y don Francisco Labbé Opazo, Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Andrés Bello.

A handwritten signature in black ink, with a complex, circular shape and a long horizontal stroke extending to the right.

JAIME BARAHONA URZUA
Secretario Abogado
COMISION RESOLUTIVA