



INFORME NORMATIVO

Modificación NCG N°152

**Sobre activos representativos de reservas técnicas y
patrimonio de riesgo**

Contenido

I. FUNDAMENTOS QUE HAGAN NECESARIA SU DICTACIÓN	3
II. DEFINICIÓN ADECUADA DEL PROBLEMA QUE SE PRETENDE ABORDAR	4
III. JUSTIFICACIÓN DE LA INTERVENCIÓN REGULATORIA	8
IV. DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA DE SOLUCIÓN NORMATIVA.....	15
V. EVALUACIÓN DEL IMPACTO REGULATORIO	16
VI. MARCO JURÍDICO LOCAL.....	21
VII. MARCO JURÍDICO EXTRANJERO.....	27
VIII. RESULTADOS DE LA CONSULTA PUBLICA.....	34
IX. NORMA MODIFICATORIA.....	36

I. Fundamentos que hagan necesaria su dictación

El escenario económico mundial de bajas tasas de interés que se enfrenta desde hace algunos años, ha motivado a esta Comisión a trabajar en desarrollos normativos que permitan que las compañías de seguros y reaseguros diversifiquen sus portafolios de inversiones, posibilitándoles incrementar, con los debidos resguardos, sus exposiciones en activos que presenten mejores retornos esperados de largo plazo.

Estas modificaciones son relevantes para todo el mercado asegurador, pero en especial para el segmento de compañías que comercializan rentas vitalicias, donde se espera que una mayor diversificación del portafolio junto a un adecuado control del riesgo asumido, se pueda traducir en una mejor oferta de pensiones por parte de las aseguradoras.

Bajo esta línea de trabajo, el presente informe da cuenta de dos propuestas modificatorias relacionadas al objetivo señalado precedentemente y de la formalización de un requerimiento de custodia para las cuotas de inversión emitidas en nuestro país, pero invertidas en activos en el exterior.

Finalmente, cabe señalar que toda propuesta de modificación al régimen de inversiones de las compañías de seguros y reaseguros, deberá estar de acuerdo a lo establecido en la Ley de Seguros que regula el abanico de inversiones que pueden efectuar las compañías para respaldar las obligaciones de reservas técnicas y patrimonio de riesgo que mantienen con sus asegurados. Los cambios normativos señalados significan que se modificará la NCG N°152, que es la norma que establece los requisitos que deben cumplir estas inversiones y regula los límites de acuerdo a lo establecido en la Ley de Seguros.

II. Definición adecuada del problema que se pretende abordar

i. Fondos mutuos y fondos de inversión

La Ley de Seguros establece el siguiente límite por emisión: entre un 20% y un 30% del total de cuotas suscritas de un fondo mutuo o de inversión cuyos activos se encuentren invertidos en valores o activos nacionales, cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos fuera del país y cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos en el país, cuyos activos estén invertidos en valores extranjeros, señalados en las letras b) y c) del N°2 y d) y e) del N°3, del artículo N° 21, respectivamente.

A su vez, la Norma de Carácter General N° 152 establece el límite máximo de inversión por emisión en el 20% del total de cuotas suscritas de los fondos de las letras b) y c) del Número 2 y d) y e) del Número 3.

Por lo tanto, el límite que establece la NCG N° 152 para la inversión en cuotas de fondos es más restrictivo que el límite máximo establecido en la Ley de Seguros, quedando una holgura del 10% que podría ser incrementada por cambio en la mencionada norma.

De acuerdo a lo expuesto en presentaciones en esta materia presentadas por la industria aseguradora, el actual límite del 20% de las cuotas suscritas del fondo de inversión genera las siguientes situaciones:

- Una participación del 20% del fondo por compañía, obliga a que en la estructura de aportantes del fondo existan al menos 5 integrantes, lo cual dificulta la toma de decisiones a nivel de Gobierno Corporativo por cuanto es más complejo lograr acuerdo en las decisiones entre 5 aportantes.
- Se argumenta que es importante que los aportantes del fondo compartan similares características en cuanto a plazo de inversión y aversión al riesgo. Actualmente, con la oferta de fondos existentes y la regulación vigente, las compañías deben participar en fondos con otros aportantes que tienen horizontes de inversión de corto plazo y apetito de riesgo muy diferente a las aseguradoras (por ejemplo, family office o bancas privadas). A modo de ejemplo, podrían participar compañías que ofrezcan rentas vitalicias, donde priorizarían la rentabilidad del fondo en el largo plazo en lugar de privilegiar el reparto de dividendos de corto plazo que buscan otros inversionistas institucionales.
- Se argumenta que aun cuando actualmente se cuente con 5 compañías que comparten el mismo horizonte de inversión y apetito de riesgo, el restringir la participación de cada una al valor máximo de 20% de las cuotas suscritas del

fondo, es una limitante para las compañías de mayor tamaño que están en condiciones de asumir un mayor compromiso dado el volumen de sus operaciones.

- Finalmente, se presenta como argumento el costo de analizar la inversión. Este trabajo requiere de equipos especializados y su estructuración toma tiempo, lo que implica que el monto de inversión debe ser suficientemente atractivo para justificar el costo. En el mercado chileno, los fondos de inversión no son grandes, por lo tanto, poder participar solamente con un 20% es una limitante a esta inversión.

ii. Créditos Sindicados

En diciembre del año 2015, la Comisión emitió una modificación a la NCG N° 152 a través de la NCG N° 400, la cual estableció entre otros aspectos, que en las operaciones de créditos sindicados al menos uno de los participantes deberá ser banco o institución financiera fiscalizada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y que su participación en el crédito debe ser mayor o igual al 5 % del capital otorgado. Asimismo, estableció que la participación de la entidad Líder o Agente puede variar en el tiempo, pero no puede ser inferior en ningún momento al 5% del capital adeudado.

La modificación descrita se instruyó con el objetivo de alinear los incentivos de los distintos participantes de los créditos sindicados a mantener una adecuada gestión de los riesgos de estas operaciones y permitir, además, la participación de bancos de tamaño mediano, dentro de estos créditos. Adicionalmente, esta modificación otorgó la posibilidad de que las aseguradoras fueran estructuradores de los créditos, y permitió ampliar el pool de inversionistas en estas operaciones, al incorporar a los inversionistas calificados.

Con posterioridad a esta modificación, en octubre del año 2016, el Comité de Inversiones de la AACH envió una carta a esta Comisión, proponiendo una nueva modificación a la NCG N° 152 para flexibilizar la inversión en Créditos Sindicados para el financiamiento de proyectos de concesiones de obras de infraestructura de uso público. Su propuesta en esa oportunidad, fue la de modificar la participación de los bancos en estos créditos, permitiéndoles salir al séptimo año del crédito, aunque manteniendo el rol de administradores y agentes de garantía del mismo.

Dado que la regulación bancaria prioriza el calce de plazos y tasas, se generaría un incentivo para que éstos concentren sus operaciones en plazos menores respecto al plazo objetivo de una compañía de seguros de vida.

En consecuencia, se generaría una ventaja para estas últimas, ya que, por la estructura de largo plazo de sus pasivos, están en condiciones de ofrecer fórmulas de financiamiento más atractivas para los deudores en términos de mayor plazo y tasa de interés de largo plazo fija en UF.

La propuesta del mercado consistía en rebajar el requerimiento actual que exige la norma de la CMF, según el cual los bancos deben participar con un mínimo del 5% del capital del crédito por toda la vigencia del mismo. Se señala que los bancos, por sus mayores requerimientos de capital asociados a inversiones de largo plazo, son eficientes en financiar deuda hasta 7 años; por lo que se plantea que el banco pueda salir del financiamiento y permanecer como agente administrador y agente de garantía.

Posteriormente, en mayo de 2017, la industria, a través de la Asociación de Aseguradores de Chile AACH envió una nueva solicitud de modificación normativa manteniendo su postura de eliminar al séptimo año la participación de los bancos, pero precisando el rol del agente después de cumplido dicho plazo. Específicamente, se planteó que el servicio de gestión financiera de la entidad Agente comprende la administración y gestión de la operación sindicada, servir de soporte para la relación de los partícipes entre sí y de éstos con el deudor, y tener a su cargo todas las funciones que se le encomienden por dichos partícipes para llevar a cabo la gestión financiera correspondiente.

La CMF revisó la propuesta recibida, concluyendo que no es posible eliminar la participación de los bancos en los créditos sindicados. Lo anterior, conforme a lo señalado en el Artículo 21 letra d) del DFL N° 251 que establece que *“las compañías de seguros pueden tener participación en convenios de créditos en los que concurran al menos un banco o institución financiera no relacionado con la compañía, debiendo contemplarse en éstas el riesgo de crédito del deudor”*. Adicionalmente a la restricción legal, se considera que existe también un tema de expertise, por cuanto son los bancos las entidades que tienen el mayor conocimiento en materias de riesgo de crédito y mantener su participación en estas operaciones asegura una adecuada evaluación de los riesgos asociados a ellas. Por lo ya señalado, se determinó que no era factible efectuar la modificación propuesta.

En agosto de 2017 se recibió una nueva carta de la AACH, en la cual se propone que la participación del banco o institución financiera fiscalizada por la SBIF y del líder o agente se mantenga en al menos un 5% durante los primeros 7 años del crédito, pero con la posibilidad de reducirla con posterioridad a dicho plazo al 2% del capital otorgado.

En opinión de esta Comisión, esta última propuesta se ajusta a lo establecido en la Ley de Seguros.

iii. Custodia

Por otra parte, se analizó una modificación a la exigencia de custodia establecida en la Norma de Carácter General N° 152, en la dirección de que se consideren los instrumentos emitidos en Chile e invertidos en el extranjero, como instrumentos custodiales en el Depósito Central de Valores (DCV). Hoy no se recoge, en la mencionada Norma de Carácter General N° 152, la exigencia de custodia de dichos instrumentos ni por parte de los instrumentos emitidos en Chile ni en el extranjero. Ejemplo de lo anterior, lo constituyen las cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos en el país, cuyos activos estén invertidos en valores extranjeros, señalados en las letras e) del N°3, del artículo N° 21 de la Ley de Seguros. Lo anterior, toma relevancia, toda vez que la inversión de emisores locales en el extranjero ha adquirido protagonismo, adquiriendo mayor importancia el cuantificar

estas exposiciones dentro del porcentaje de inversiones susceptibles de ser custodiadas. A modo de ejemplo, las inversiones en cuotas de fondos de inversión emitidos en el país e invertidos en el extranjero ascienden a USD 800 millones al 31.12.2017, lo que representa un 1,3% de la cartera de inversiones del mercado de seguros de vida.

III. Justificación de la intervención regulatoria

El objetivo que persigue la emisión de esta norma es ajustar la NCG N°152, que establece los límites y requisitos a los activos representativos de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, favoreciendo la diversificación de las compañías de seguros, al permitirles que incrementen sus inversiones en dos tipos de activos:

- i) Cuotas de **fondos mutuos y de inversión** constituidas en el país o en el exterior, que se encuentren invertidas en activos locales o extranjeros. Específicamente, la modificación aumentará el límite por emisión para la inversión que las compañías aseguradoras mantengan en cuotas de fondos mutuos y de inversión constituidos en Chile cuyos activos se encuentren invertidos tanto en valores o activos nacionales como extranjeros y en cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos fuera del país de un 20% a un 30%.

El aumento del límite para estas inversiones se fundamenta por las características que éstas poseen, las que se indican a continuación:

- Algunos de los fondos de inversión cuentan generalmente con una baja correlación con respecto a portafolios tradicionales de bonos y acciones, otorgando beneficios por diversificación.
- Otorgan acceso a estrategias de inversión en activos que de otra forma serían muy difíciles de acceder, como, por ejemplo, los fondos de fondos que permiten acceder, con una inversión moderada, en varias compañías de diferentes tamaños y niveles de operación o desarrollo. Una compañía de seguros tendría un alto costo de replicar dicha cartera de manera directa.
- Ofrecen un retorno atractivo ajustado por riesgo, aumentando el retorno del portafolio, sin necesidad de aumentar el riesgo del mismo. Presentan un exceso de retorno frente a los mercados públicos equivalentes.

Sin embargo, a pesar de los beneficios que presentan estas inversiones en términos de retorno y diversificación, la participación de ellas en los portafolios de las aseguradoras casi no se ha incrementado en el tiempo. Esto se debería, por una parte, a la restricción normativa impuesta por el límite por emisión existente a la fecha (20% de las cuotas suscritas del fondo). Cabe señalar que, en forma adicional al límite por emisor, los fondos de inversión tienen un límite global del 10% del total de la obligación de invertir (reservas técnicas y patrimonio de riesgo). A diciembre 2017, el monto de inversión en fondos de inversión era de MMUS\$ 998, lo que representa solo el 1,7% del total de la obligación de invertir, por lo que habría una holgura relevante respecto a este límite (MMUS\$ 4.883).

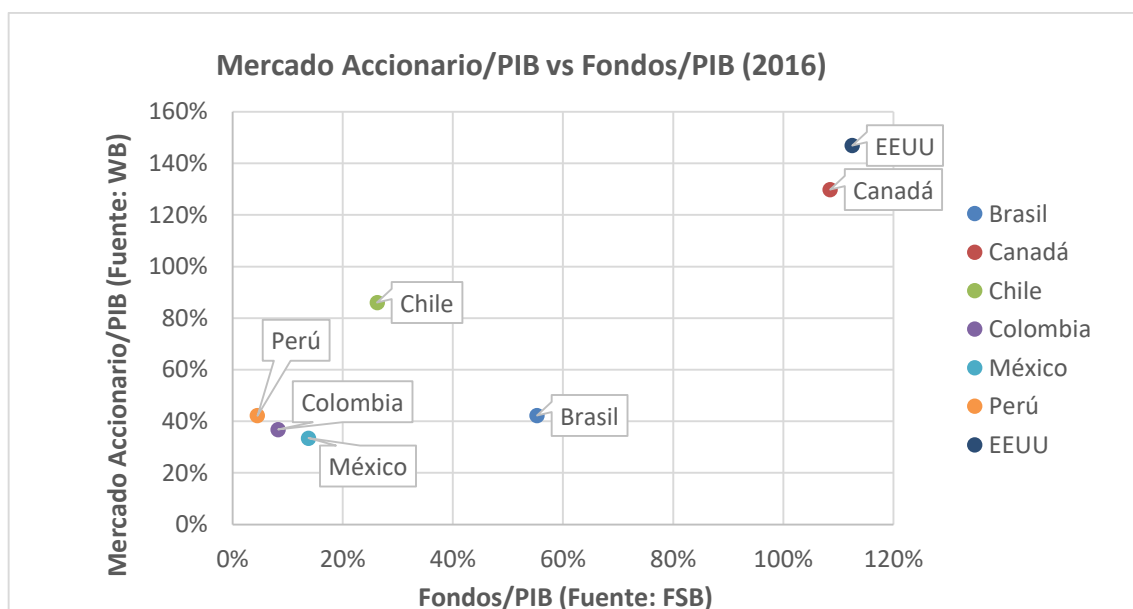
Para ejemplificar lo anterior, se presentan las cifras de la industria de fondos de inversión al 31.12.2017:

Cifras al 31.12.2017

Fondos de Inversión en Operación	Fondos de Inversión de Deuda	Fondos de Inversión Accionarios	Fondos de Inversión Mixtos	Fondos de Inversión Inmobiliarios	Fondos de Inversión de Capital Privado	Otros Fondos de Inversión	Total Sistema
N° Fondos de Inversión	74	60	17	75	116	24	366
Activos Fondos MMUSD	8.556	6.824	719	3.144	4.776	1.052	25.070
Activos Promedio por Fondo MMUSD	116	114	42	42	41	44	68

Fuente: ACAFI.

- La industria de fondos en Chile es acotada en relación a la oferta pública de otros instrumentos de inversión como renta fija y acciones, en parte por su baja liquidez (free-float).
- Como se observa en el gráfico siguiente, la industria de fondos en Chile, respecto al mercado accionario, es relativamente pequeña al compararse con países desarrollados como EEUU o Canadá, o incluso respecto a otros países latinoamericanos como Brasil.



- En su mayoría, los fondos de inversión local son diseñados especialmente para las AFP (dado que su límite de inversión es superior al de las compañías de seguros y corresponde a un 49% de las cuotas suscritas del fondo), inversiones donde, eventualmente, a las compañías de seguro solamente les ofrecen participaciones menores que no resultan especialmente atractivas.

En atención a lo anterior, se revisó la participación de las compañías de seguros en los fondos de inversión, detectándose que, en promedio, las participaciones de las aseguradoras en el patrimonio de los fondos son menores al 10% y que un 85% de la inversión de las compañías corresponde a una

participación menor o igual al 20%. Adicionalmente, se observó que cerca del 90% de la exposición en fondos de inversión del mercado asegurador, pertenece a las compañías que comercializan rentas vitalicias.

Para ilustrar lo señalado, se presenta a continuación la participación porcentual promedio de las 5 mayores compañías del mercado asegurador en el total de fondos de inversión, junto con la participación mínima y máxima y el porcentaje de la inversión en fondos cuya participación es menor o igual al 20% para cada compañía.

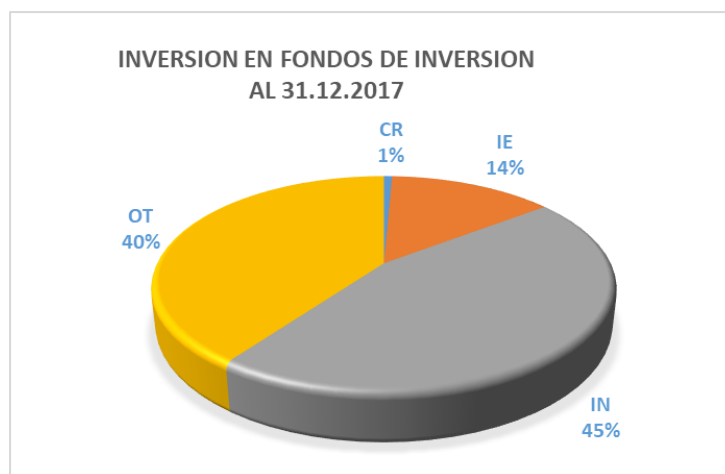
Participación Promedio de las Aseguradoras en Fondos de Inversión

Información al 31.12.2017

Compañía	Participación Promedio	% Participación Fondos		
		% Cartera <= 20%	Máximo (*)	Mínimo
Penta Vida	13%	64%	47%	0,01%
Consorcio Nacional Vida	8%	93%	23%	0,01%
Security Precision	7%	91%	33%	0,03%
Metlife	6%	100%	17%	0,01%
Confuturo	5%	100%	16%	0,03%
Total	9%	85%		

(*) El exceso de inversión por sobre el límite del 20% corresponde a inversión no representativa de RT + PR.

Al analizar la inversión por tipo de fondo de inversión, se observa que ésta se encuentra focalizada en fondos inmobiliarios (IN) y otros fondos (OT) con cerca de un 85% en conjunto, seguidos de fondos de infraestructura (IE) y capital de riesgo en un grado muy menor (CR). Lo anterior, es consistente con la estrategia de diversificación de las compañías de seguros, que busca realizar inversiones de montos acotados con retornos atractivos en distintos negocios.



En conclusión, se puede afirmar que la participación de las compañías en los fondos de inversión, en la mayoría de los casos, se encuentra por debajo del porcentaje máximo permitido a la fecha (20% de las cuotas emitidas). Este bajo nivel de inversión se explicaría precisamente por la barrera a la entrada que enfrentan las compañías, asociada al límite del 20%. Por tanto, se concluye que existiría un espacio importante de crecimiento para estas inversiones en caso que se implemente un incremento de la participación del mercado en los Fondos de Inversión.

Por todos los argumentos expuestos anteriormente, esta Comisión ha decidido realizar la modificación propuesta a objeto de propiciar que las compañías de seguros puedan invertir en estos fondos de inversión de forma tal que puedan mejorar la diversificación y el retorno de sus carteras.

- ii) En Créditos Sindicados se flexibilizan los requisitos, permitiendo reducir la participación en el crédito, del banco o institución financiera fiscalizada por la SBIF, desde un 5% a un 2% del capital otorgado al igual que la del agente o líder del crédito. Sin embargo, se establece que durante los primeros 7 años del crédito estas participaciones no podrán ser inferior al 5%.

Dentro de las características de los créditos sindicados, es posible destacar las siguientes:

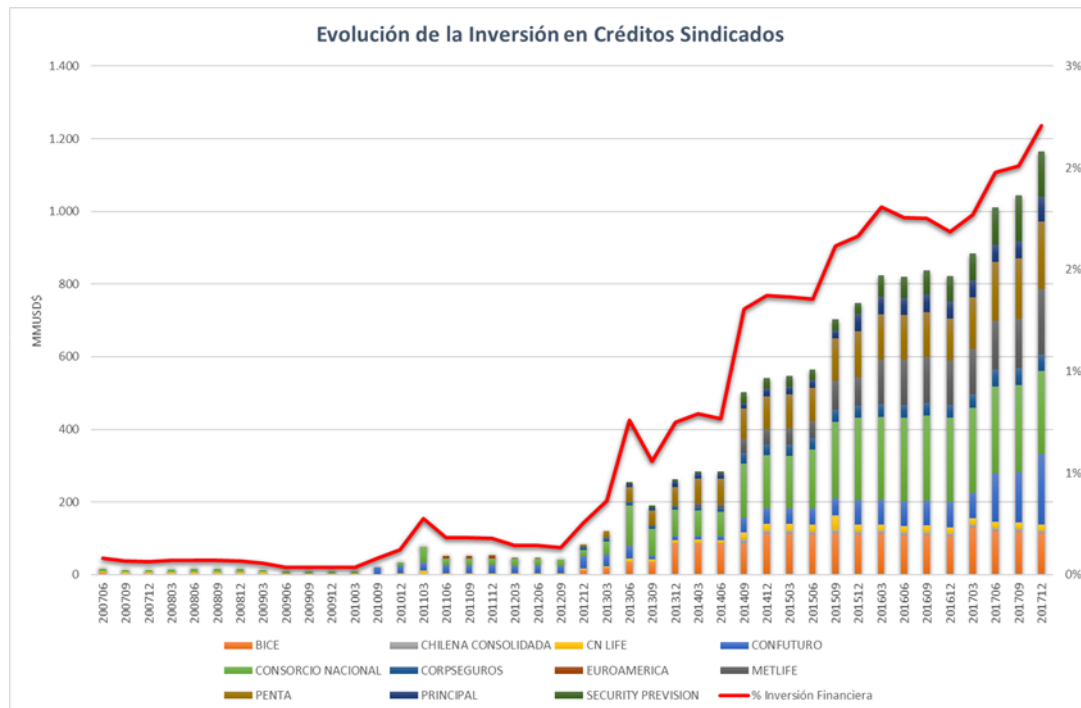
- Este tipo de crédito constituye un importante instrumento de financiamiento que ofrece el sistema financiero para proyectos que por su envergadura deben ser asumidos por más de un acreedor.
- Aunque históricamente en Chile han sido los bancos los principales acreedores en el mercado de créditos sindicados, en el último tiempo se han ido incorporando al sindicato las compañías de seguros de vida, impulsadas por una activa búsqueda de mejores tasas de inversión, con una atractiva relación riesgo-retorno, que otorga mejores garantías en relación a varios bonos corporativos.
- Los principales créditos sindicados que se han otorgado en Chile, están orientados a proyectos de infraestructura, licitaciones de carreteras, líneas de transmisión, centrales hidroeléctricas, aeropuertos, puentes, como también financiamiento de largo plazo a empresas que obtienen condiciones más favorables, en plazos, flexibilidad y uso de garantías.

En la agenda de infraestructura presentada por el Gobierno, se estima que existirá un monto relevante de operaciones para el año 2018 (alrededor de unos MMUSD\$ 1.500) y adicionalmente, existen proyectos en estudios por cerca de MMUD \$24.000 que podrían financiarse, en parte, mediante créditos sindicados, lo que daría lugar a que las compañías de seguros participen dentro de estos financiamientos. Adicionalmente, en la Cuenta Pública Presidencial de 2018, se anunciaron inversiones en concesiones por MMUS\$ 8.000 para el período 2019-2022.

La modificación propuesta tendría sentido, a juicio de la industria, debido a que los proyectos de infraestructura después de 7 años bajan considerablemente su riesgo, al no existir el riesgo de construcción y debido a la estabilización de los flujos. Además, bajo este esquema se podrían alinear fuertemente los intereses de los concesionarios, los bancos y las compañías de seguros.

Esta modificación permitiría que las compañías de seguros puedan ofrecer financiamiento de largo plazo, beneficiando el sistema de concesiones y las pensiones de rentas vitalicias.

A continuación, se presenta un gráfico que muestra la evolución creciente de la participación de créditos sindicados en las carteras de inversiones de las compañías de seguros de vida.



Lo anterior, se complementa con el análisis de la holgura que tienen las compañías para invertir en este tipo de operaciones al 31.12.2017:

Cifras al 31.12.2017

Millones de US\$

Compañía	Obligación de Invertir (RT+PR)	Inversión Créd. Sindicados (CS)	Inversión CS / (RT+PR) %	Límite por Tipo de Instrumento 5% (RT + PR)	Holgura
BICE	4.889	114	2,3%	244	131
CHILENA CONSOLIDADA	3.144	7	0,2%	157	150
CN LIFE	1.067	17	1,6%	53	36
CONFUTURO	5.525	195	3,5%	276	81
CONSORCIO NACIONAL	8.323	228	2,7%	416	188
CORPSEGUROS	3.585	45	1,2%	179	135
EUROAMERICA	1.975	0	0,0%	99	99
METLIFE	8.390	181	2,2%	420	238
PENTA	4.552	185	4,1%	228	43
PRINCIPAL	5.138	68	1,3%	257	189
SECURITY PREVISION	3.899	126	3,2%	195	69
TOTAL	50.486	1.165	2,3%	2.524	1.359

De las cifras expuestas, se observa que el mercado ha mostrado una tendencia a incrementar su exposición en este tipo de créditos y que, además, en términos de límites existe un espacio de crecimiento de los mismos, ya que en la actualidad sólo alcanzan al 2,3% de la obligación de invertir.

En consecuencia, esta Comisión ha estimado oportuno realizar esta modificación normativa, a objeto de propiciar que las compañías de seguros puedan acceder a nuevas operaciones de este tipo, siempre en conjunto con los bancos (ampliando también el espectro de potenciales participantes de la industria bancaria), mejorando la diversificación y el retorno de sus carteras y con ello las pensiones que ofrecen.

- iii) Finalmente, se debe realizar un ajuste a la NCG N° 152, en relación a la custodia de instrumentos emitidos en Chile que se encuentren invertidos en el extranjero.

Actualmente, la norma establece un requerimiento de custodia para las inversiones nacionales de renta fija y renta variable de los N° 1 y 2 del artículo N°21 de la Ley de Seguros, según el cual al menos el 98% de las inversiones susceptibles de ser custodiadas deben encontrarse en custodia permanente en empresas de depósito de valores. Adicionalmente, la normativa en su N°3.4 establece requisitos de custodia para las inversiones en el exterior, según el cual aquellas inversiones susceptibles de ser custodiadas, deberán mantenerse permanentemente y en su totalidad en custodia en alguna institución que cumpla los requisitos exigidos por el Banco Central de Chile para actuar como entidad de depósito y custodia de inversiones en el extranjero de los Fondos de Pensiones.

Al respecto, es importante señalar que los instrumentos emitidos en Chile que se encuentren invertidos en el extranjero, se encuentran actualmente en custodia en el DCV, pero no se incluyen como exigencia dentro del porcentaje del 98%.

Considerando que la norma no especifica requerimientos de custodia para instrumentos emitidos en Chile que se encuentren invertidos en el extranjero, se propone modificar la normativa para que a dichas inversiones se les aplique las normas de custodia establecidas en el N° 8 de la norma, tal como se aplica actualmente a los instrumentos de los N° 1 y 2 del artículo N°21 de la Ley de Seguros.

Respecto de las cifras, a diciembre de 2017 esta inversión corresponde a USD 800 millones, un 1,2% de la cartera de inversiones de seguros de vida.

En forma adicional, se realizará una modificación de forma, eliminando el Anexo de custodia de cartera de inversiones que actualmente se encuentra solicitado en la NCG N° 152, dado que la misma información se requiere en las revelaciones a los estados financieros de acuerdo a lo establecido en la Circular N° 2022.

IV. Descripción de la propuesta de solución normativa

La propuesta normativa consiste en modificar la NCG N° 152 incorporando los siguientes ajustes:

- Se reemplaza la letra e) del número 9.3, modificándose el límite por emisión para las cuotas de fondos mutuos y de inversión emitidos en el país, cuyos activos se encuentren invertidos en valores o activos nacionales o extranjeros y para las cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos en el exterior, pasando de un 20% a un 30% del total de cuotas suscritas del fondo.
- Se modifica el número iii) de la letra c) del N° 1.2 reduciendo la participación en el crédito, del banco o institución financiera fiscalizada por la SBIF, desde un 5% a un 2% del capital otorgado al igual que la del agente o líder del crédito. Sin embargo, se establece que durante los primeros 7 años del crédito estas participaciones no podrán ser inferior al 5%.
- Se modifican las inversiones custodiables, incorporando en el primer párrafo del Número 8, Normas de custodia, dentro del porcentaje exigido que debe ser custodiado en DCV, los instrumentos emitidos en Chile e invertidos en el extranjero que se clasifican dentro del Número 3 Inversiones en el Exterior de la NCG N° 152.
- Se elimina el Anexo de custodia de cartera de inversiones solicitado en la NCG N° 152. Lo anterior, se justifica dado que la información se solicita en las Revelaciones a los Estados Financieros, particularmente en la Nota 13 por instrucción de la Circular N° 2022.

V. Evaluación del impacto regulatorio

V.1. Principales Beneficios de la Modificación

La presente modificación regulatoria apunta a que las compañías de seguros tengan mayores incentivos para invertir en dos instrumentos alternativos, como son las cuotas de fondos mutuos y de inversión (constituidos en el país o en el exterior) y los créditos sindicados nacionales. En el primero caso, lo anterior se lograría a través de un aumento en el porcentaje máximo de la emisión de un fondo que puede adquirir una aseguradora, desde un 20% a un 30%. En el caso de los créditos sindicados, se reduciría la participación requerida del banco participante en la operación (requisito legal) transcurridos 7 años desde la emisión del crédito, desde un 5% a un 2%, aumentando, por lo tanto, el número de bancos que podrían participar en estas operaciones (se incorporarían bancos de tamaño mediano) y con esto el porcentaje de participación de las aseguradoras a largo plazo.

Es importante destacar, tal como se indicó en la sección de antecedentes, las cuotas de algunos fondos de inversión pueden estar asociadas a activos subyacentes con una menor correlación respecto a las principales inversiones de las compañías, entregando mayores beneficios económicos por diversificación, sin necesariamente aumentar el perfil de riesgo de las aseguradoras.

En particular, la inversión en “Otros Fondos” les ha permitido a las aseguradoras acceder al negocio de financiamiento de empresas de tamaño medio que no tienen acceso a los mercados tradicionales de valores y que participan en otros rubros de la economía, respecto de las compañías que sí emiten instrumentos de oferta pública. Adicionalmente, la inversión en fondos inmobiliarios permite a las compañías de seguros participar en una mayor cantidad de proyectos inmobiliarios con una menor exposición por tipo de proyecto, lo que también favorece la diversificación por emisor.

Por otra parte, los créditos sindicados usualmente son otorgados a empresas de infraestructura pública, lo que garantiza flujos de ingresos estables y de largo plazo, coincidiendo con el perfil de activos que necesitan las aseguradoras de vida para cubrir sus obligaciones previsionales.

Cabe señalar que lo anterior se podría lograr sin que se incurra en una toma excesiva de riesgo por parte de las aseguradoras, considerando que las modificaciones planteadas en la norma son bastante acotadas, manteniéndose la mayor parte de los requerimientos regulatorios, especialmente en lo que tiene relación a la mantención de los límites globales por tipo de instrumento. A modo de ejemplo, cabe señalar que aun cuando se permita que los bancos reduzcan su participación luego del séptimo año,

persisten los requerimientos de límites por emisor, por tipo de instrumento y conjuntos donde se incorporan las operaciones de créditos sindicados. Asimismo, el hecho de bajar, pero mantener siempre una participación de la entidad bancaria en estas operaciones por la totalidad de la existencia del crédito, se considera un mitigante del riesgo de crédito, ya que se asume que el banco, independientemente de su participación, mantendrá un monitoreo del riesgo de crédito del instrumento, en forma complementaria a los análisis de riesgo que realizan las aseguradoras de acuerdo a los lineamientos normativos.

Por otra parte, la modificación del N°8, Normas de Custodia, de la NCG N°152 apunta principalmente a incluir dentro del universo de instrumentos susceptibles de ser custodiados, a las cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos en el país, cuyos activos estén invertidos en valores extranjeros. Al respecto, cabe señalar que lo anterior favorecería principalmente a la supervisión de los mismos por parte de la CMF, ya que este Servicio tendría mayor certeza de que dichos instrumentos están efectivamente registrados y a nombre de las aseguradoras, para fines de solvencia y cumplimiento normativo.

Se realizó un análisis cuantitativo para el caso de los fondos de inversión nacionales, considerando, según la opinión de la industria, el aumento relevante en la inversión en dichos fondos que podría ocurrir si es que se llevase a cabo la modificación normativa asociada al límite por emisor.

Escenario: Aumento al máximo permitido en la inversión total en Fondos de Inversión Nacional

Para efectos de estimar el posible impacto del cambio regulatorio en lo que se refiere a la inversión en fondos de inversión nacional, se consideró un escenario hipotético en el cual las aseguradoras de vida incrementan su posición en los fondos donde ya tienen participación, hasta copar el límite del 30% de las cuotas emitidas por fondo, sujetas al resto de los límites contenidos en la legislación de seguros.

Considerando solamente el límite por emisión, el copar dicho límite del 30% implicaría aumentar la inversión en fondos de inversión nacional en MMUS\$ 13.424. No obstante, al tomar en cuenta el límite por tipo de instrumento, que en el caso de los fondos de inversión es de 10% del total de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, se observa que las compañías podrían incrementar solamente su inversión en MMUS\$ 4.883.

Por lo anterior, se asumió que los fondos de inversión representativos pasan de MMUS\$ 998 a Dic.17, a MMUS\$ 5.881. No se utilizó ningún supuesto respecto al tipo de fondo, considerando para ello el activo subyacente, dado que a Dic.17 las compañías

tendrían holgura suficiente para cumplir con los límites globales por renta variable y por inmobiliario (40% del total de reservas técnicas y patrimonio de riesgo), incluso en caso de que aumente la inversión en fondos de inversión hasta el 10% del total de reservas técnicas y patrimonio de riesgo.

Para estimar el impacto en la rentabilidad de la cartera de inversiones de las compañías de seguros de vida que respaldan obligaciones de rentas vitalicias, se consideró primero el efecto del cambio regulatorio en el flujo de nuevas pensiones. Para ello, se asumió que 1/3 de las inversiones que respaldan las nuevas ventas de rentas vitalicias corresponderían a fondos de inversión con una rentabilidad real promedio del 8%. La cifra de rentabilidad y el porcentaje de la nueva inversión que se destina a fondos, proviene de una consulta que se le hizo al área de inversiones de algunas compañías de seguro representativas y considera tanto fondos de inversión en infraestructura e inmobiliarios ya operando con un menor riesgo, como fondos de inversión llamados “oportunistas” y que se caracterizan por flujos más riesgosos, asociados a etapas tempranas de implementación de la inversión, pero con un retorno esperado mayor.

Se asumió, por simplicidad, que el resto de las inversiones corresponderían a activos de renta fija nacional, con una rentabilidad de 4,2% real, la que corresponde a la TIR de compra promedio que obtuvieron las aseguradoras de vida para las adquisiciones de renta fija nacional durante 2017 (incluyendo leasings y MHEs). Bajo ese escenario, la rentabilidad promedio del portfolio para las nuevas ventas de rentas vitalicias, debido al cambio regulatorio, sería de 5,47% real, lo que se compara positivamente con el 4,2% real de la renta fija local, que sirve como proxy de la rentabilidad esperada de un portfolio estándar para nuevas ventas. Debido a lo anterior, el cambio regulatorio podría tener un impacto relevante en el flujo de futuras pensiones. No obstante, dicho efecto sería transitorio y **no debiese durar más de cuatro años**, considerando el actual nivel de ventas de rentas vitalicias (aproximadamente MMUS\$ 4.000 en 2017) y la restricción de que la inversión total en fondos solo puede aumentar en hasta MMUS\$ 5.040. En el largo plazo, una vez transcurridos los 4 años, y asumiendo que la participación de los fondos de inversión se mantiene en 10% del total de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, la rentabilidad total esperada del portfolio de inversiones pasaría de 4,2% a 4,6% real, con un posible efecto bastante más acotado en pensiones.

No obstante, se espera que el incremento en la inversión en fondos de inversión nacional sea menor a lo anticipado en este escenario, tomando en consideración el apetito por riesgo de las aseguradoras a este tipo de activos, así como el perfil de pasivos que deben pagar las compañías de seguros que comercializan rentas vitalicias (flujos estables y de largo plazo, pagaderos en UF).

V.2. Principales Costos de la Modificación

Los cambios planteados en la modificación respecto a los fondos de inversión no generarían costos adicionales relevantes, tanto para las aseguradoras como para la CMF.

En el caso de los créditos sindicados, la posibilidad de una menor participación a futuro del banco debiese hacer que las aseguradoras incurrieran en costos adicionales para mejorar su infraestructura de riesgo, de tal forma de mejorar su capacidad de medir y monitorear el riesgo de crédito del deudor. No obstante, las aseguradoras han señalado que ya han acumulado una expertise importante en este tema.

Respecto a los mayores costos para las aseguradoras respecto a los nuevos activos que debiesen ser incluidos en la custodia de inversiones por parte del DCV, cabe indicar que en general las compañías ya mantienen dichos activos en custodia, por lo que el cambio implicaría solamente un mayor registro de inversiones reportado al Supervisor.

V.3. Principales Riesgos

V.3.1 Principales Riesgos de Emitir la Norma

En caso de que se emita la norma, existen dos riesgos relevantes de ser mencionados:

- 1.- Por el lado de la inversión en cuotas de fondos mutuos y de inversión, se corre el riesgo de que las aseguradoras aumenten sus niveles de concentración en ciertos tipos de fondos, así como una mayor exposición a los emisores de los activos subyacentes asociados a dichos fondos, al aumentar su porcentaje de participación en dichos fondos. No obstante, la modificación acota el riesgo a un límite de 30% por emisión, que parece razonable, tomando en consideración el mayor riesgo de liquidez que presentan este tipo de inversiones, así como un potencial mayor riesgo de crédito asociado a los emisores de los subyacentes.
- 2.- Respecto a los créditos sindicados, la menor importancia del banco a partir del año séptimo podría dificultar la gestión del riesgo de crédito de dichos instrumentos por parte de las aseguradoras. Lo anterior, tomando en consideración que las aseguradoras tal vez no tienen todo el expertise necesario, y debido a aspectos como la selección adversa por parte del banco (menor monitoreo ex ante por parte del banco de la calidad crediticia del deudor, considerando que ahora su exposición al riesgo podría ser menor), o el riesgo moral del banco (menores incentivos a realizar correctamente el monitoreo del riesgo de crédito una vez otorgado el crédito, tomando en cuenta su menor exposición luego del año séptimo).

No obstante, cabe señalar que la modificación no plantea la eliminación del banco, por lo que de todas formas se contaría con la experiencia e infraestructura de riesgo de dicha institución financiera en caso de ser necesario.

V.3.2 Principales Riesgos de No Emitir la Norma

En caso de no emitirse la norma, se corre el riesgo de que las compañías de seguro no puedan invertir en una adecuada proporción en activos de mayor retorno y menor correlación con los que mantienen en sus carteras, de tal forma que les permitan obtener beneficios por diversificación. Lo anterior, podría reducir la competitividad del producto “rentas vitalicias” que ofrecen las aseguradoras, respecto del producto “retiro programado” que ofrecen las AFPs, considerando las diferencias regulatorias en materia de límites para estas inversiones, y que con la modificación planteada se podrían subsanar parcialmente. La menor competitividad podría tener un efecto negativo en el nivel de ventas de un producto clave para la industria, como son las rentas vitalicias.

Respecto a la norma de custodia, la no incorporación de un grupo relevante de activos, cuotas de fondos mutuos o de inversión constituidos en el país, cuyos activos estén invertidos en valores extranjeros, entre otros, dentro del requisito de custodia, mantendría vigente el riesgo de que dichas inversiones no se encuentren resguardadas de forma segura. Lo anterior podría implicar, por ejemplo, que, en caso de querer liquidar una inversión para el pago de siniestros, la aseguradora no tuviera acceso al activo, afectando su posición de liquidez y solvencia.

V.4 Evaluación Final de Impacto Regulatorio

Los cambios planteados en la presente modificación normativa parecen adecuados para promover una mayor inversión en activos alternativos que favorecen la diversificación y rentabilidad de las inversiones de las aseguradoras. Lo anterior no implicaría riesgos adicionales significativos, ya que dichos cambios normativos son acotados, manteniendo los necesarios resguardos de solvencia por parte de la CMF. Por lo anterior, parece razonable que se aprueben los cambios planteados.

VI. Marco jurídico local

- En relación al límite por emisión, el artículo N° 24 del DFL N° 251 establece lo siguiente:

“Artículo 24. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo anterior, la Superintendencia, mediante norma de carácter general, podrá establecer límites de diversificación por emisión, a las inversiones que respaldan las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo indicados en el artículo 21, considerando los siguientes rangos:

- a) entre un 10% y un 20% del total de los depósitos y captaciones y del total de letras hipotecarias emitidas por un banco o entidad financiera, en el caso de los instrumentos de la letra b) del N°1;
- b) entre un 20% y un 30% de la emisión o serie, en el caso de instrumentos de la letra c) del N° 1;
- c) entre un 20% y 40% de la participación, en el caso de instrumentos de la letra d) del N°1;
- d) entre un 8% y un 20% del total de acciones suscritas, en el caso de instrumentos de la letra a) del N°2, y
- e) **entre un 20% y un 30% del total de cuotas suscritas de un fondo mutuo o de inversión, señalados en las letras b) y c) del N°2 y d) y e) del N°3.**

- Respecto de los créditos sindicados, éstos se encuentran establecidos en el Artículo 21 de la misma Ley.

“Artículo 21. Las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, sin perjuicio de los depósitos que mantengan en cuenta corriente, deberán estar respaldados por inversiones efectuadas en los siguientes instrumentos y activos: 1. Inversiones de Renta Fija:

- a. Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado o emitidos por el Banco Central de Chile;
- b. Depósitos a plazo, letras de crédito hipotecarias, bonos y otros títulos de deuda o crédito, emitidos por bancos e instituciones financieras;
- c. Bonos, pagarés y otros títulos de deuda o crédito, emitidos por empresas públicas o privadas;
- d. **Participación en convenios de créditos en los que concurran al menos un banco o institución financiera no relacionado con la compañía, conforme a las normas de carácter general que dicte la Superintendencia, debiendo contemplarse en éstas el riesgo de crédito del deudor,**
- e. Mutuos hipotecarios endosables, de los señalados en el Título V de esta ley, y

- f. Contratos de mutuo o préstamo de dinero otorgados a personas naturales o jurídicas, ya sea por la misma compañía, por otras compañías o por bancos o instituciones financieras, que consten en instrumentos que tengan mérito ejecutivo...”.

Adicionalmente, la NCG N° 152 establece en la letra c) del 1.2. los siguientes requisitos para estas operaciones:

- c) La inversión de las compañías en convenios de créditos, señalados en la letra d) del N° 1.1, en adelante “créditos sindicados”, deberá sujetarse a las reglas que se imparten a continuación:

- i. Para efectos de esta norma, se entenderá por crédito sindicado, aquel crédito otorgado por dos o más entidades, en el cual, bajo un mismo contrato y condiciones de otorgamiento, cada entidad participa en un porcentaje de la colocación del crédito. En el otorgamiento de este tipo de créditos una entidad fiscalizada por un organismo supervisor del mercado financiero, toma el rol de Líder o Agente que es el que propone la realización del crédito a los otros posibles miembros del préstamo, que se conocen como Sindicato, y efectúa su operación financiera. No obstante lo anterior, se podrá diferenciar las condiciones de plazos y tasas en que compañías de seguros y bancos participen en el crédito sindicado.
- ii. Los participantes del crédito sindicado deberán corresponder a bancos o instituciones financieras fiscalizados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, compañías de seguros o reaseguros nacionales, inversionistas calificados, conforme a lo definido en la Norma de Carácter General N° 216 de la Superintendencia de Valores y Seguros o instituciones financieras extranjeras que presenten clasificación de riesgo internacional igual o superior a BBB, otorgada por al menos dos entidades clasificadoras de riesgo de aquellas señaladas en la letra a) del N° 3.2 de esta Norma.
- iii. Del total de participantes, al menos uno deberá ser banco o institución financiera fiscalizada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y no relacionado con la compañía, con una participación en el crédito siempre igual o superior al 5 % del capital otorgado. La participación de la entidad que sea Líder o Agente podrá variar en el tiempo, pero no podrá ser inferior en ningún momento al 5% del capital adeudado.
- iv. El crédito deberá estar clasificado por los bancos o instituciones financieras participantes, en categoría de riesgo normal, conforme a las instrucciones impartidas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Si el crédito dejase de cumplir el requisito de categoría de riesgo, se aplicará lo dispuesto en el artículo 24 bis del DFL N° 251, de 1931.
- v. Los deudores de los créditos deberán ser sociedades nacionales, distintas de bancos y compañías de seguro y reaseguro, y no podrán ser personas relacionadas a la compañía de seguros participante en el crédito.

- vi. La compañía no podrá tener una participación en créditos sindicados, otorgados a un mismo deudor y sus relacionados en conjunto, superior al 2% de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo.

Anexo Límites de Inversiones:

- Fondos Mutuos y de Inversión

Límite por emisor	Fondos de las letras b) y c) del Número 2 y d) y e) del Número 3.	20% del total de cuotas suscritas del fondo.
Límite por tipo de instrumento	Instrumentos de la letra c) del Número 2.	10 % (RT + PR)
Límite Conjunto	Instrumentos del Número 2.	40 % (RT + PR)
	Suma de la inversión en instrumentos de la letra e) del Número 1, fondos de inversión de la letra c) del Número 2, que inviertan en activos de los números 10, 11, 12, 13 y 15 del artículo 5º de la ley N°18.815, bienes raíces del Número 4, activos relacionados con el sector inmobiliario incluidos en el N° 7 y bonos o pagarés de la letra c) del Número 1, emitidos por sociedades securitizadoras señaladas en el Título XVIII de la ley N°18.045, respaldados por títulos relacionados con el sector inmobiliario.	40 % (RT + PR)
	Suma de la inversión en fondos señalados en las letras b) y c) del Número 2 y e) del Número 3, administrados por una misma administradora de fondos generales, mutuos o de inversión.	10%/ RT + PR)
	Suma de la inversión en instrumentos de las letras c), d) y e) del Número 3.	10%/ RT + PR)
	Instrumentos del Número 3.	30%/ RT + PR)

- **Créditos Sindicados**

Límite por emisor	Créditos sindicados otorgados a un mismo deudor y sus relacionados en conjunto.	2 % (RT + PR)
	Créditos sindicados de la letra d) del Número 1.	40% del monto total del crédito otorgado.
Límite por tipo de instrumento	Instrumentos de la letra d) del Número 1.	5 % (RT + PR)
Límites Conjuntos	Suma de la inversión en instrumentos de las letras b), c) y d) del Número 1 y a) del Número 2, cuyos emisores pertenezcan al mismo grupo empresarial, conforme lo definido en el Título XV de la ley N°18.045, de Mercado de Valores y lo informado por esta Superintendencia.	15% (RT + PR) 7,5% Cia. pertenece al G.Empresarial.
	Suma de la inversión en instrumentos de las letras b), c) y d) del Número 1 y a) del Número 2, emitidos o garantizados por una misma entidad o sus respectivas filiales.	10 % (RT + PR) 5% Cia. pertenece al G.Empresarial.

- Normativa de la Superintendencia de Pensiones: El Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, Punto III.3 Límites por Emisor respecto de las cuotas de fondos de inversión establece que:

“c.15 La suma de las inversiones de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora en cuotas de un fondo de inversión de aquellos a que se refiere la letra h) del numeral II.1, más el monto de los aportes comprometidos mediante los contratos a que se refiere la letra c) del numeral II.2.7, no podrá exceder **el 49%** de la suma de las cuotas suscritas y las cuotas que se han prometido suscribir y pagar del respectivo fondo de inversión. Cuando se suscriban cuotas de una nueva emisión, el monto máximo a suscribir no podrá exceder del 49% de la emisión (inciso séptimo del artículo 47 del D.L. 3.500).

c. 23 Asimismo, las inversiones de los Fondos de Pensiones de una Administradora en acciones de la letra j) del numeral II.1 de un emisor no aprobadas por la citada Comisión y que se transen en un mercado secundario formal nacional, no podrá exceder el 7% de las acciones suscritas de dicho emisor. Por su parte, las inversiones de los Fondos de Pensiones de una Administradora en cuotas de participación emitidas por fondos mutuos y fondos de inversión de la letra j) del numeral II.1 de un emisor, no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo y que se transen en un mercado secundario formal nacional, no podrá exceder el 35% de las cuotas en circulación del respectivo fondo mutuo y el **49%** de las cuotas suscritas del respectivo fondo de inversión (inciso octavo del artículo 47 del D.L. 3.500).”

- Por su parte, con relación a la custodia de las inversiones, el art. 25 de la Ley de Seguros, señala que:

“Artículo 25. Las compañías deberán llevar un registro que cumpla con los requisitos que para este efecto señale la Superintendencia, en el cual se anotarán los títulos, documentos y activos representativos del total de las reservas técnicas. Iguales registros deberán llevar para las inversiones que respalden el patrimonio.

La Superintendencia estará facultada para dictar, si lo estima procedente para la protección de los intereses de los asegurados, normas de custodia de los títulos y valores mobiliarios que respalden las reservas técnicas y el patrimonio de riesgo.”.

- Adicionalmente, la NCG N° 152 establece en su “N° 8 NORMAS DE CUSTODIA” los siguientes requisitos para los instrumentos nacionales:

“Al menos el 98% de la inversión en los instrumentos señalados en los números 1 y 2 del artículo 21 del D.F.L. N° 251 de 1931, emitidos en Chile, que sean susceptibles de ser custodiados, incluyendo aquellos sujetos a compromisos de venta o retroventa, deberán mantenerse en todo momento en custodia en empresas de depósito de valores, autorizadas para operar conforme a lo establecido en la Ley N° 18.876. Dichas empresas emitirán un listado de instrumentos custodiables, el que deberán poner a disposición de las compañías.”

VII. Marco jurídico extranjero

1.- Límites de las inversiones

Las recomendaciones y buenas prácticas a nivel internacional, señalan que, en lugar de establecer estrictos límites cuantitativos, debiera aplicarse en forma complementaria o sustituta, una metodología de capital basado en riesgos (CBR), que recoge de mejor forma el riesgo de las inversiones y activos de la aseguradora y genera incentivos para que las aseguradoras gestionen de mejor forma los riesgos a las que están expuestas.

a) IAIS ICP N° 17 Adecuación de Capital

Lo anterior, se establece en el **PBS 17 Adecuación del capital**, según el cual:

“El régimen de supervisión establece los requerimientos de suficiencia de capital con propósitos de solvencia, de modo que las aseguradoras puedan absorber pérdidas imprevistas significativas y provee grados de intervención supervisora ”.

Respecto a los requerimientos regulatorios de inversión las recomendaciones y buenas prácticas a nivel internacional señalan que éstos pueden ser una combinación de requerimientos basados en reglas y principios, que establecen reglas específicas o restricciones y algunos principios que debe cumplir la estrategia de inversión del asegurador.

La modificación propuesta se encuentra conforme a los Principios Básicos de Seguros de la IAIS, en particular con lo establecido en el PBS 15: Inversión. A continuación, se detalla este principio y sus principales estándares:

b) IAIS ICP N° 15 Inversiones

El régimen de supervisión establece requerimientos con propósitos de solvencia sobre las actividades de inversión de las aseguradoras, para hacer frente a los riesgos que éstas enfrentan.

1. El supervisor establece los requisitos que se aplican a las actividades de inversión de la aseguradora.

La naturaleza del negocio de seguros requiere del establecimiento de reservas técnicas y de capital que absorban las pérdidas. Para ello son necesarias las inversiones en un portafolio de activos, que sea suficiente para cubrir reservas técnicas y requerimientos de capital. La calidad y características del portafolio de activos de una aseguradora y la interdependencia entre los activos y pasivos del asegurador es fundamental para evaluar la posición de solvencia del asegurador; por ello, estos son aspectos importantes a ser tomados en cuenta en un régimen de solvencia y para la administración de una aseguradora.

Los requerimientos financieros no son suficientes por si mismos para asegurar la solvencia, por lo que deben ser **complementados por requerimientos cuantitativos y/o cualitativos** apropiados, que

limiten/regulen los riesgos de inversión que haya tomado la aseguradora. Estas son salvaguardas en contra de la posibilidad de que los requerimientos regulatorios de capital, y el propio riesgo de la aseguradora y su evaluación de solvencia, no cubran enteramente el riesgo inherente a esas actividades.

En el establecimiento de requerimientos regulatorios de inversión se deberán considerar los siguientes factores:

- El desarrollo de mercados de inversión y de capitales relevantes tanto a nivel nacional como internacional, y la gama de instrumentos financieros disponibles;
- Observar que las aseguradoras compiten con otras instituciones que prestan servicios financieros, los requisitos sobre las actividades de inversión de otras entidades de servicios financieros, incluso los bancos; y

Los requerimientos regulatorios de inversión pueden tomar diversas formas y pueden influir las estrategias de inversión del asegurador. Los requerimientos pueden estar basados en reglas establecidas de forma específica, o restricciones en la actividad inversora del asegurador. Por ejemplo, los requerimientos pueden **establecer límites cuantitativos** al tipo de activos en los que el asegurador puede invertir.

Los requerimientos regulatorios de inversión pueden ser una combinación de requerimientos basados en reglas y principios, que fijan reglas específicas o restricciones y algunos principios con los que la estrategia de inversión del asegurador debe cumplir. En términos generales, los requerimientos de inversión deben de proveer la base y los incentivos para la implementación de una efectiva administración de riesgos del asegurador.

Los requerimientos basados en reglas pueden usarse para prohibir o limitar clases específicas de inversión. Dichos requerimientos pueden ser usados, por ejemplo, en inversiones que tienen retornos muy volátiles, tales como commodities, algunos derivados, tipos de activos en que la contraparte está por debajo de cierta calificación crediticia, préstamos no seguros, acciones no cotizadas y exposiciones a compañías relacionadas. Las reglas también pueden ser definidas para restringir la exposición a una contraparte específica, grupo, o grupo homogéneo de riesgos (tal como un área industrial o geográfica), por ejemplo, un porcentaje definido del total de activos o capital base. Estas reglas o restricciones pueden también ser aplicadas directamente a la inversión, o direccionadas a cargos o a deducciones del capital disponible, el cual actúa como un desincentivo a la inversión en activos riesgosos o altas concentraciones en activos particulares, más que como una prohibición.

Los requerimientos basados en reglas **pueden ser relativamente fáciles** de hacerse cumplir por parte de los supervisores, en la medida que el rango para su interpretación sea limitado.

Sin embargo, los requerimientos regulatorios basados en reglas pueden inhibir la innovación, y pueden evitar que el asegurador se haga de los activos que él cree son los más adecuados para

enfrentar sus objetivos financieros. Por ejemplo, un asegurador puede querer usar derivados en una estrategia de cobertura para protegerse en contra de movimientos adversos del mercado, pero los derivados podrían estar en la lista de activos restringidos. Esto podría resultar en una administración de riesgos ineficaz, o evitar que el asegurador desarrolle contratos innovadores para cumplir con las necesidades de los asegurados. Además, debido a que la naturaleza del negocio y la estructura de los pasivos difieren entre las diversas compañías de seguros, una regulación uniforme de los requerimientos de inversión basada en reglas, que sea aplicable a todas las aseguradoras, puede desincentivar a los aseguradores para desarrollar su propia administración de riesgos.

Una ventaja de los requerimientos basados en principios es que dan más flexibilidad al asegurador para la elección de inversiones particulares, así como para seguir la estrategia de inversión que considere mejor para su perfil de riesgo, tolerancia al riesgo y objetivos financieros generales. El asegurador será capaz de seleccionar y seguir la estrategia de inversión que le permita administrar mejor su riesgo de inversión. Otra ventaja de los requerimientos basados en principios es que pueden no requerir ser revisados frecuentemente, como respuesta a innovaciones en el mercado de inversión. Una desventaja potencial de un régimen de inversión exclusivamente basado en los principios es que puede propiciar ciertas inversiones innovadoras que sean más riesgosas a lo que originalmente se crea. Asimismo, puede que sea más difícil que el supervisor emprenda medidas ejecutorias en la medida que los requerimientos de inversión basados en principios admiten ciertas diferencias en interpretación.

La consistencia de la regulación entre los sectores ayuda a mantener un campo de juego parejo y justo. Sin embargo, dichos requerimientos deben tomar en cuenta las diferencias en los perfiles de riesgos y la administración de riesgos entre los sectores.

2. El supervisor es un organismo abierto y transparente con respecto a los requerimientos regulatorios de inversión que resulten aplicables, y es explícito sobre los objetivos de dichos requisitos.

La apertura y transparencia de los requerimientos de inversión de un régimen de solvencia es necesaria para facilitar su operación efectiva. El régimen de solvencia debe ser explícito respecto de los objetivos establecidos en los requerimientos regulatorios de inversión. Esto es particularmente importante respecto de la consistencia de dichos requerimientos con otros bloques integrantes de la evaluación de la solvencia regulatoria de un asegurador, tal como la valuación de activos y pasivos, el cálculo de los requerimientos de capital regulatorio y la determinación de los recursos disponibles de capital.

3. Los requerimientos regulatorios de inversión consideran como mínimo: seguridad, liquidez y diversificación de la cartera global de inversiones de la aseguradora.

La **diversificación** y el agregado de riesgos es de fundamental importancia para el funcionamiento de la actividad aseguradora. A fin de atenuar el riesgo relacionado con eventos financieros adversos, es importante que la aseguradora se asegure de que su cartera de inversiones global esté

adecuadamente diversificada y que sus activos, y las exposiciones de la contraparte se mantengan en niveles prudentes.

4. La autoridad supervisora requiere que la aseguradora invierta en forma tal que resulte apropiada de acuerdo con la naturaleza de sus pasivos.

Los activos que se tienen para cubrir las obligaciones con los asegurados deben ser invertidos de manera apropiada a la naturaleza de las obligaciones, en la medida que el asegurador necesitará utilizar el producto de las inversiones para pagar a los asegurados y demás acreedores cuando las obligaciones se materialicen. Las estrategias de inversión del asegurador deben de tomar en cuenta el grado en el cual los flujos de efectivo de las inversiones corresponden a los flujos de efectivo de las obligaciones, tanto en tiempos como en montos, así como los cambios que ellos sufran en sus condiciones.

5. La autoridad supervisora requiere que la aseguradora invierta solo en activos cuyos riesgos pueda evaluar y administrar.

El asegurador debe entender todos los riesgos involucrados antes de tomar cualquier inversión. Dicho entendimiento es necesario para evaluar que tan material es el riesgo de determinada inversión para un asegurador.

Las inversiones que no son admitidas para su comercialización en mercados financieros regulados, deben ser mantenidas en niveles **prudenciales**, dado que la evaluación de su riesgo puede ser subjetiva.

6. El régimen de solvencia establece requerimientos cuantitativos y cualitativos, cuando resulta apropiado, para el uso de clases de activos más complejos y menos transparentes, así como inversiones en mercados o instrumentos que están sujetos a menor regulación.

Los regímenes de solvencia deben por tanto establecer **requisitos cuantitativos y cualitativos** o restricciones en tales inversiones. Por ejemplo, cuando resulte apropiado, los requisitos regulatorios de inversión pueden incluir la pre-aprobación del plan de inversión en derivados de un asegurador, por ejemplo, un programa dinámico de cobertura. Ese procedimiento de pre-aprobación podría requerir que el asegurador describa sus controles sobre el proceso de inversión en derivados

Las inversiones y los requisitos de la regulación de inversiones **deben ser flexibles** (o suficientemente amplios) para tomar en cuenta un ambiente **cambiante**. También debe ser considerada la posición de solvencia y la sofisticación del asegurador. En casos particulares la cantidad de capital disponible que un asegurador tiene podría proporcionar flexibilidad adicional a los regímenes de la solvencia.

c) Proyecto de la OCDE sobre inversionistas institucionales e inversión a largo plazo

La creciente disminución de la oferta de capital a largo plazo desde la crisis financiera de 2008, tiene profundas implicaciones para el crecimiento y la estabilidad financiera. Lanzado en 2012, este proyecto tiene como objetivo facilitar la inversión a largo plazo de inversores institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de riqueza soberanos, abordando tanto los posibles obstáculos regulatorios como las fallas del mercado.

¿Por qué es importante la inversión a largo plazo?

La inversión a largo plazo permite a los inversionistas acceder a las primas de iliquidez, disminuye la rotación de las carteras, fomenta estrategias de inversión menos procíclicas y, por lo tanto, mayores tasas de retorno sobre la inversión neta y una mayor estabilidad financiera.

El capital comprometido fomenta las políticas de votación activa, lo que lleva a un mejor gobierno corporativo.

El capital productivo respalda el desarrollo de la infraestructura, las iniciativas de crecimiento sustentable, las finanzas de las pymes, etc., lo que lleva al crecimiento sostenible.

Los vínculos a los documentos de este proyecto de la OCDE son los siguientes:

- [G20/OECD Guidance Note on Diversification of Financial Instruments for Infrastructure and SMEs](#) (pdf) | [Support Note](#) (pdf).
- [G20/OECD High-Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors](#) (pdf).
- [Project report 2012-2014.](#)

2.- Normas de Custodia

Dentro de las recomendaciones de la IAIS, la custodia de las inversiones se encuentra establecida en el Principio Básico de Seguro N° 16 de Gestión de riesgo.

a) PBS 16: Gestión de riesgo empresarial para efectos de solvencia (ERM)

1. El régimen de supervisión establece los requerimientos para la gestión de riesgos empresariales con propósitos de solvencia que requiere que los aseguradores consideren todos los riesgos relevantes y materiales.

De acuerdo a este principio, las aseguradoras deben contar, entre otras, con una política de gestión de riesgo que refleje la política de inversión y contemple el riesgo crediticio de la contraparte. También se debe contar con una política de custodia de activos, que incluya los acuerdos de custodia y las condiciones bajo las cuales las inversiones pueden darse en garantía o ser objeto de préstamo.

b) Otras jurisdicciones:

i) **Regulación OSFI (Canadá):**

Compañías Canadienses

El Reglamento de Protección de Activos establece requisitos de custodia para las inversiones de las compañías aseguradoras canadienses y extranjeras. Las compañías deberán asegurar que la totalidad de sus inversiones se encuentren resguardadas de forma segura, de manera de evitar el acceso no autorizado a la misma, en la custodia de la compañía; o de una entidad autorizada para operar como custodio de valores o como agencia de depósito o compensación de valores, conforme a la Ley de la jurisdicción en que la entidad se encuentre operando.

Además, la ley estipula además que la compañía debe celebrar un acuerdo de custodia por escrito antes de otorgar sus activos en custodia a una entidad debidamente autorizada, sea éste custodio o cámara de compensación de valores. Las compañías de seguros canadienses pueden mantener instrumentos en custodia en un depósito extranjero siempre que la compañía haya celebrado un acuerdo de custodia por escrito con el depositario extranjero.

Compañías Extranjeras

Las compañías extranjeras están sujetas a lo indicado en la Sección XIII de la Ley de Compañías de Seguros. En virtud de su estructura, las empresas extranjeras están sujetas a un régimen regulatorio diferente al de las compañías canadienses. La Ley establece que los activos que una compañía extranjera mantenga en Canadá, deberán mantenerse en custodia en una institución financiera canadiense aprobada por el Superintendente. El contrato de custodia también debe ser aprobado por el Superintendente en forma previa a su inicio. Por razones prudenciales para las compañías extranjeras, no se permite el uso de custodios extranjeros. Lo anterior, debido a que la OSFI requiere certeza legal de que exista un acceso indiscutible y oportuno a los activos mantenidos en custodia.

ii) APRA (Australian Prudential Regulation Authority)

La **Circular N° 1** de APRA regula los acuerdos entre las entidades supervisadas por APRA y los custodios, sean externos o internos (es decir del mismo grupo empresarial). Esta circular aplica solamente para las compañías de seguros y los fondos de jubilación. Todas las demás operaciones no relacionadas con seguros ni jubilación que sean supervisadas por APRA están excluidas de la aplicación de los requisitos de esa Circular. Además de dar cumplimiento a esta normativa, las entidades señaladas deben cumplir lo establecido en la Ley de Seguros de 1973, la Ley de Seguros de Vida de 1995, la Ley de la Industria de Supervisión de 1993, además de cualquier Ley, reglamentos, circulares, órdenes y directrices del APRA.

En términos generales, APRA establece en esta Circular y en forma complementaria a sus estándares prudenciales, los criterios generales que señalan las mejores prácticas que deben adoptar las entidades para asegurar que sus activos se encuentran correctamente resguardados por los custodios y para ello pone especial énfasis en la supervisión y control que debe realizar la entidad y su Directorio sobre la seguridad y solvencia del custodio.

APRA espera que sus fiscalizados implementen un proceso demostrable para monitorear y evaluar el desempeño del Custodio en forma permanente. Este seguimiento debe efectuarse en materias financieras, de auditoría, de control interno y operacional del propio custodio. En caso que el acuerdo se realice con un custodio externo, además de la Circular N° 1, se aplican en forma complementaria los estándares prudenciales de outsourcing y de administración de riesgo de APRA.

La circular señala que APRA ha evitado un enfoque excesivamente prescriptivo y exhaustivo y en su lugar, proporcionó a sus fiscalizados, discreción sobre cómo lograr los requisitos prudenciales que se establecen en ella.

VIII. RESULTADOS DE LA CONSULTA PUBLICA

Puesta en consulta de propuesta normativa:

Con fecha 13 de abril de 2018, la CMF publicó en su página web la propuesta normativa de Modificación a la NCG N°152, sobre activos representativos de reservas técnicas y patrimonio de riesgo.

Los comentarios a la propuesta normativa se recibieron hasta el 27 de abril de 2018. En total se recibieron 2 opiniones, las que se detallan como sigue:

- Personas Naturales: 1
- Asociaciones Gremiales: 1

Los comentarios recogidos durante la consulta pública mediante el sitio web de la CMF han sido cuidadosamente analizados y considerados, de manera de conseguir que la propuesta normativa aborde los temas e inquietudes que parecen adecuados.

Descripción de Comentarios:

Comentarios Generales

1. La mayoría de las aseguradoras manifestaron estar de acuerdo con la modificación del límite por emisión para las cuotas de fondos, debido a que es una propuesta que se adecúa a las necesidades actuales de las compañías de seguros.
2. En relación a la reducción de la participación del banco a partir del año 7° en créditos sindicados, la mayoría de las aseguradoras manifestaron que es una medida que contribuirá al desarrollo de las operaciones sindicadas, en beneficio de logros de interés nacional.

Comentarios Específicos

1. La mayoría de las aseguradoras solicitaron que se aproveche esta oportunidad para aumentar el límite de inversión en el exterior al 30%, en línea con el límite aprobado por el Banco Central en marzo de 2017.

Respuesta de la CMF:

Se acoge la solicitud de modificar el guarismo de la letra h) del 9.1. desde 25% a 30%.

2. Una persona natural indicó que el objetivo de diversificación del portfolio que se busca con esta modificación, a objeto de obtener mejores retornos esperados es una “trampa”. Explica que, aunque mediante la diversificación se logren ciertas eficiencias, se debe tener presente que se está transando en un mundo con riesgo. De esta forma, en su opinión el mayor

retorno esperado que ofrezca la nueva frontera de posibilidades de inversión es una mejoría aparente, ya que corregido por riesgo ningún portfolio domina al activo libre de riesgo.

Respuesta de la CMF:

Este servicio estima que entregar una mayor posibilidad de invertir en activos como los fondos de inversión, que tienen una baja correlación en sus retornos respecto del resto de los activos financieros, otorga a las compañías de seguros una mayor diversificación de sus portafolios de inversión.

IX. NORMA MODIFICATORIA

REF.: Modifica Norma de Carácter General N° 152, sobre activos representativos de reservas técnicas y patrimonio de riesgo.

NORMA DE CARACTER GENERAL N°

A todas las entidades aseguradoras y reaseguradoras

Esta Comisión, en uso de sus facultades legales que le confieren el número 1 del artículo 5 y el numeral 3 del artículo 20, ambos del Decreto Ley N°3.538, conforme al texto reemplazado por el artículo primero de la Ley N° 21.000, los artículos 21, 24 y 25 del Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931, y lo acordado por el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero en Sesión Ordinaria N° 55 de 21 de junio de 2018 ha resuelto modificar la Norma de Carácter General N°152 que imparte instrucciones sobre activos representativos de reservas técnicas y patrimonio de riesgo en los siguientes términos:

- 1) Reemplácese en el numeral iii) de la letra c) del número 1.2., el guarismo “5%”, por “2%” en todas las partes en que aparece.
- 2) Agréguese en el numeral iii) de la letra c) del número 1.2., a continuación del punto final, el que pasa a ser punto seguido, la siguiente expresión:

“Sin embargo, durante los primeros siete años del crédito, estas participaciones no podrán ser inferiores al 5%.”.
- 3) Reemplácese en el primer párrafo del Número 8. Normas de custodia, la expresión “1 y 2” por “1, 2 y 3”.
- 4) Elimínese del Número 8. Normas de custodia el párrafo final que señala: “Las compañías deberán enviar conjuntamente con los estados financieros, la información de custodia solicitada en el anexo adjunto.”.
- 5) Reemplácese la letra h) del número 9.1 por lo siguiente:

h)	Instrumentos del Número 3.	30 % (RT + PR)
----	----------------------------	------------------

6) Reemplácese la letra e) del número 9.3 por lo siguiente:

e)	Fondos de las letras b) y c) del Número 2 y d) y e) del Número 3.	30% del total de cuotas suscritas del fondo.
----	---	--

7) Elimínese el Anexo “INFORMACION DE CUSTODIA CARTERA DE INVERSIONES”.

Vigencia: La presente norma rige a contar de esta fecha.

COMISION PARA EL MERCADO FINANCIERO