



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Eric Pérez

Hernán Jiménez

Tel. (56) 22433 5200

eric.perez@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo Mutuo Conveniencia BancoEstado

Junio 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Clasificación cuota	AA+fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados financieros	Diciembre 2018 ¹
Administradora	BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo Mutuo Conveniencia BancoEstado (FM Conveniencia BancoEstado), que comenzó sus operaciones en septiembre de 2004, corresponde a un fondo tipo 1 y es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos (en adelante BancoEstado AGF), sociedad filial del Banco del Estado de Chile, entidad bancaria clasificada en categoría "AAA" a escala local.

Según se establece en su reglamento interno, el objetivo principal del fondo es la inversión de deuda de corto, mediano y largo plazo de emisores nacionales y contratos de derivados de opciones, futuros y forwards en los cuales esté autorizado a invertir, manteniendo una cartera de activos con una duración menor o igual a 90 días. A marzo de 2019 el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 523,5 millones.

Entre las fortalezas del **FM Conveniencia BancoEstado**, que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AA+fm*", destacan las características propias de su cartera de inversión, la cual está orientada, según antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, y un desempeño en línea con el objetivo de inversión; básicamente todos los instrumentos provienen de emisores nacionales y se expresan en unidades de fomento (UF) o en pesos, pero con una mayor presencia del último. De acuerdo a la metodología de la clasificadora, durante los últimos 24 meses y para un horizonte de un año, el fondo ha presentado una pérdida esperada estable en torno al 0,000810%, dando cuenta del bajo riesgo crediticio que ha tomado la cartera.

En paralelo, la clasificación de las cuotas se ve favorecida por la administración de BancoEstado AGF, entidad que, en opinión de **Humphreys**, presenta estándares muy sólidos de gestión para administrar fondos, lo que junto con los procedimientos existentes, para evitar y resolver eventuales conflictos de interés, permiten presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

¹ Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la CMF al cierre de marzo de 2019 (cartera de inversiones, valores cuota).

La evaluación reconoce, además, que la valorización de las cuotas es representativa de su precio de mercado, estando normadas las necesidades de ajuste ante variaciones en la tasa de interés de mercado. Por otra parte, la liquidez del fondo se ve favorecida por la existencia de un mercado secundario formal para sus activos y por el acotado plazo de vencimiento de estos instrumentos.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho de que la composición de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría presentar variaciones significativas en cuanto al riesgo crediticio de los emisores, ya que la cota inferior de clasificación de largo plazo es de instrumentos clasificados en "B" o superiores a esta, lo cual podría generar un deterioro en el nivel de exposición crediticia de las cuotas. No obstante, este riesgo está atenuado por las políticas internas del fondo, lo cual queda reflejado en la estabilidad de los portafolios de inversión en relación con la clasificación de riesgo de sus instrumentos.

Otro elemento restrictivo dice relación con la concentración sectorial, aunque se reconoce que es propio de este tipo de fondos. En el lapso de análisis, el fondo concentró gran parte de su cartera en el sector financiero (bancos e instituciones financieras) el cual, a juicio de **Humphreys**, está fuertemente correlacionado con el riesgo país.

Por su parte, el riesgo de mercado asignado corresponde a *M1*, ya que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, tanto de tasa de interés como de moneda. Esto se relaciona con una cartera expresada principalmente en pesos (98% promedio para los últimos 24 meses), a tasa fija y con una duración que promedió 63 días, acotando de esta manera la posibilidad a que el valor de la cuota se vea afectado por volatilidad de corto plazo.

En materia de cumplimientos, el fondo ha respetado lo establecido respecto a la cota mínima de clasificación de riesgo que deben tener los emisores para formar parte de la cartera, además del límite de inversión por grupo empresarial, por emisor (salvo en una oportunidad) y el *pool* de instrumentos a mantener. Por su parte, la duración promedio de la cartera se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento.

La perspectiva de la clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*", principalmente porque no se visualizan cambios relevantes en el futuro próximo, en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en su nivel de riesgo y que la administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

Resumen Fundamentos Clasificación (no considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Comportamiento del fondo: con capacidad de entregar un instrumento con muy bajo riesgo crediticio.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF
- Valorización representativa del valor de mercado.

Fortalezas complementarias

- Administradora presenta estándares muy sólidos de gestión.
- Adecuado manejo de conflictos de interés
- Baja volatilidad ante variables de mercado.

Limitantes

- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).
- Niveles de concentración (atenuado por estar concentrado en el sector bancario, cuya correlación es muy elevada con el riesgo país).

Consideraciones Comisión Clasificadora de Riesgo	
Acuerdo N°31²	Referencia
Claridad y precisión de los objetivos del fondo	Objetivos del fondo
Grado de orientación de las políticas y coherencia con el reglamento interno	Objetivos del fondo
Conflictos de interés - Entre fondos administrados - Con la administradora y sus personas relacionadas	Manejo de conflictos de interés Manejo de conflictos de interés
Idoneidad y experiencia de la administración y la administradora	Fundamento de la clasificación
Estructura, políticas y procesos del gobierno corporativo para resguardar apropiadamente los intereses del fondo y de sus partícipes	De la Administración del fondo
Separación funcional e independencia en la realización de tareas, establecida por la administradora con el fin de gestionar los riesgos, vigilar y salvaguardar las inversiones del fondo, y prevenir, manejar y resolver potenciales conflictos de interés.	De la Administración del fondo
Suficiencia e idoneidad de la estructura de gestión de riesgos y control interno de la administradora, de la implementación formal de políticas y procedimientos al respecto, y de la realización de estas funciones	De la Administración del fondo
Fortaleza y suficiencia de su plataforma de operaciones en relación al tamaño y la complejidad de los activos administrados	De la Administración del fondo
Política de inversión (Artículo N° 3) El reglamento deberá establecer en forma clara y precisa los objetivos del fondo. Como política de inversión el reglamento debe contemplar que al menos el 70% de sus activos estará invertido, sea directa o indirectamente, en instrumentos que son objeto de inversión.	Objetivos del fondo establecidos de forma clara. Reglamento no establece una inversión mínima de 70% de sus activos dentro de su objetivo.
Endeudamiento (Artículo N° 4) El reglamento debe establecer que los pasivos más los gravámenes y prohibiciones que mantenga el fondo, no podrán exceder del 50% de su patrimonio.	No contempla endeudamiento
Concentración por emisor y grupo empresarial (Artículo N° 5) El reglamento deberá establecer que la inversión máxima de un fondo mutuo y un fondo de inversión rescatable, en una entidad o grupo empresarial y sus personas relacionadas, no podrá exceder del 30% de sus activos.	Reglamento establece un límite máximo de inversión por una misma entidad y un mismo grupo empresarial y sus personas relacionadas de un 20% y 30% del activo del fondo respectivamente.
Valoración de las inversiones	Valorización de las inversiones

² Incluye las modificaciones introducidas por el Acuerdo N° 34 de 2010, por el Acuerdo N° 35 de 2010, por el Acuerdo N° 36 de 2013, por el Acuerdo N° 38 de 2013, por el Acuerdo N° 39 de 2014 y por el Acuerdo N° 44 de 2017.

Definición categoría de riesgo

Categoría AAfm

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría M1

Cuotas con la más baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

Antecedentes generales

Administración del fondo

FM Conveniencia BancoEstado es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos, empresa filial del BancoEstado. Con fecha 3 de diciembre de 2008 BancoEstado firmó un acuerdo para vender el 49,99% de las acciones de esta filial a BNP Paribas Asset Management, uno de los mayores administradores de fondos en el mundo, efectuando la operación el 2 de enero de 2009. El BancoEstado es el único banco chileno estatal y en marzo de 2019, el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 523,45 millones.

De acuerdo con lo informado por la CMF, al 31 de marzo de 2019 BancoEstado AGF gestionaba 14 fondos mutuos, sumando un total de patrimonio administrado por US\$ 4.198 millones, cifra que lo posicionaba en el cuarto lugar de la industria con una participación de mercado de 7,97%.

Tabla 1
Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	65,26%
Deuda corto plazo menor a 365 días	19,38%
Mediano y largo plazo	13,53%
Mixto	--
Capitalización	0,29%
Libre inversión	1,54%
Estructurados	--
Calificados	--

A marzo de 2019, los fondos tipo 1 representaban el 65,26% de los fondos mutuos administrados por la AGF, tal como se presenta en la Tabla 1.

Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por seis directores titulares y sus respectivos suplentes, quienes se encargan de establecer los objetivos y estrategia de la sociedad, además de controlar y evaluar el cumplimiento de estos. Cabe destacar que presidente del directorio de la administradora es también vicepresidente del consejo directivo de Banco. A continuación, en la Tabla 2, se identifica a quienes integran el directorio.

Tabla 2
Directorio BancoEstado AGF

Nombre	Cargo
Pablo Correa	Presidente
Carlos Curi	Director
Andrés Heusser	Director
Leopoldo Quintano	Director
Vincent Trouillar-Perrot	Director
Luca Restuccia	Director
Pablo Mayorga Vásquez	Gerente General

Fondo y cuotas del fondo

De la Administración del fondo

Como regla general, la estructura de administración queda definida al momento de decidir la constitución del fondo o, en su defecto, a la fecha de tomar la decisión de la gestión de un fondo ya en funcionamiento. En particular se asigna al responsable de la administración y los mecanismos de control, tanto en los aspectos operativos de la gestión como de rendimiento del fondo. En esta etapa, en donde participa el directorio, se toman los resguardos necesarios para evitar y minimizar los eventuales conflictos de interés.

En los hechos, el responsable directo de la administración del fondo debe ceñir sus funciones en concordancia con lo establecido en el “Manual de Tratamiento y Solución de conflicto de interés” de la AGF, que establece los criterios generales y específicos que norman la forma de resolver las potenciales situaciones que envuelvan superposiciones de intereses. Existe una unidad que vela por el cumplimiento de estas normas.

El directorio de la AGF es informado de forma periódica respecto de la gestión de inversiones de los fondos y del cumplimiento de límites establecidos, tanto en sus reglamentos internos como por la administración. Asimismo, toda decisión de compra y/o venta está amparada dentro de la política de inversiones.

Se observa que la estructura de gestión de riesgo del fondo está debidamente formalizada y con niveles de flexibilidad adecuados, sobre la base de políticas generales para todos los fondos que deben adecuarse a las

características propias de sus activos. Por otra parte, se observa que la administradora dispone de sistemas robustos para la gestión de los fondos, incluidos aquellos con activos con mayor nivel de movimiento (enajenaciones), precios más variables y, en general, más sofisticados en cuanto a su valorización y contabilización. Desde este punto de vista, los sistemas son más que suficientes para soportar las operaciones de **FM Conveniencia BancoEstado**.

Objetivos del fondo

El reglamento interno del fondo señala que la política de inversión tiene por objetivo invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo de emisores nacionales y en contratos derivados de opciones, futuros y *forwards* sobre monedas, tasas de interés e instrumentos de deuda en los cuales esté autorizado a invertir, manteniendo una duración de la cartera de inversiones del fondo menor o igual a 90 días.

La política de inversiones estipulada en el reglamento permite y/u obliga a lo siguiente:

- Invertir en instrumentos de renta fija de corto, mediano y largo plazo.
- Que la duración promedio de la cartera sea menor o igual a 90 días.
- Invertir en instrumentos cuya clasificación equivalga a "Categoría B", "N-2", o superiores.
- Efectuar inversiones solo en Chile.
- Mantener sus inversiones y saldos disponibles en pesos chilenos y/o unidades de fomento (UF).
- Mantener un porcentaje máximo de 20% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad.
- Mantener un máximo del 25% del activo total en títulos de deuda de securitización.
- Mantener un porcentaje máximo de 25% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.

Dado lo anterior, la promesa formal del **FM Conveniencia BancoEstado** es la conformación de una cartera orientada a renta fija, en emisores nacionales, en pesos chilenos o UF, con una duración máxima de 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio.

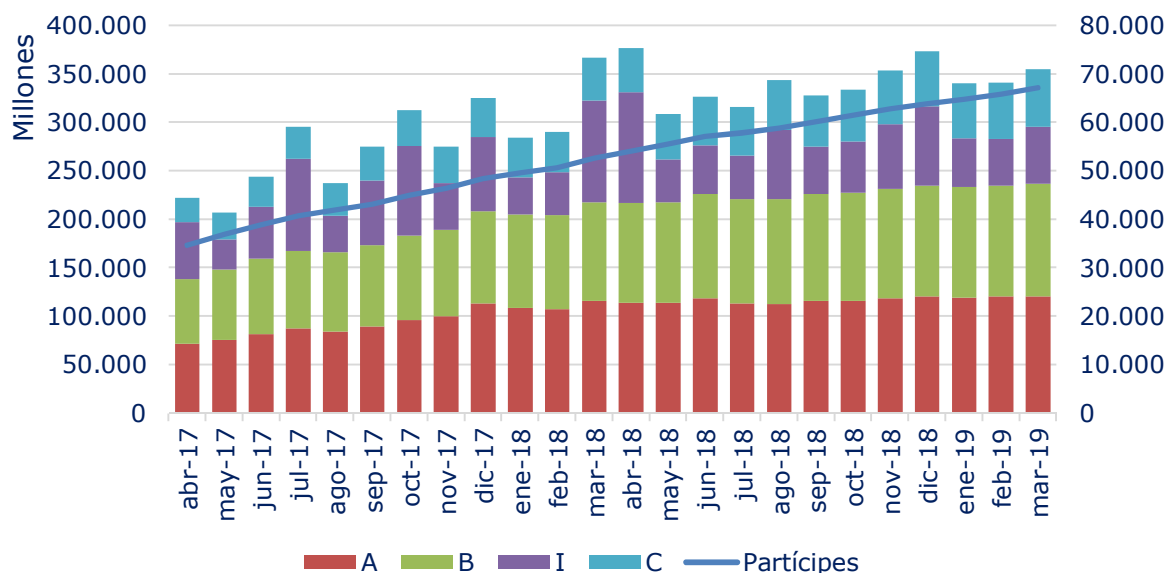
Cabe mencionar que la política de inversión del fondo no contempla ninguna limitación o restricción, a la compra de valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

El **FM Conveniencia BancoEstado** ha presentado una cartera de inversión compuesta en su mayoría por depósitos a plazo y pagarés del Banco Central de Chile (84,46% y 11,73% promedio en los últimos dos años, respectivamente), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría B" o superior (en marzo de 2019 el 97,23% de la cartera se encontraba en una clasificación mayor o igual a "Categoría AA" y la totalidad era mayor o igual a "Categoría A"), lo que está por sobre de las exigencias

mínimas establecidas en su reglamento. El portafolio ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en una duración promedio de 63 días para los últimos dos años. Con respecto al tipo de moneda y tasas, las inversiones se han realizado en su mayoría en instrumentos denominados en pesos (98,08% promedio en pesos y 0,97% en UF para los últimos dos años) y tasa fija.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Conveniencia BancoEstado**, medido en relación con el estándar de Chile, restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo. Sin embargo, respecto con la clasificación de riesgo de los emisores en los cuales puede invertir, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio. A pesar de este último aspecto, en la práctica, el portafolio ha sido administrado de tal manera, que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años, concentrándose preferentemente en instrumentos clasificados en la familia de la "Categoría AA" o superior.

Ilustración 1
Evolución del patrimonio administrado



Composición del fondo

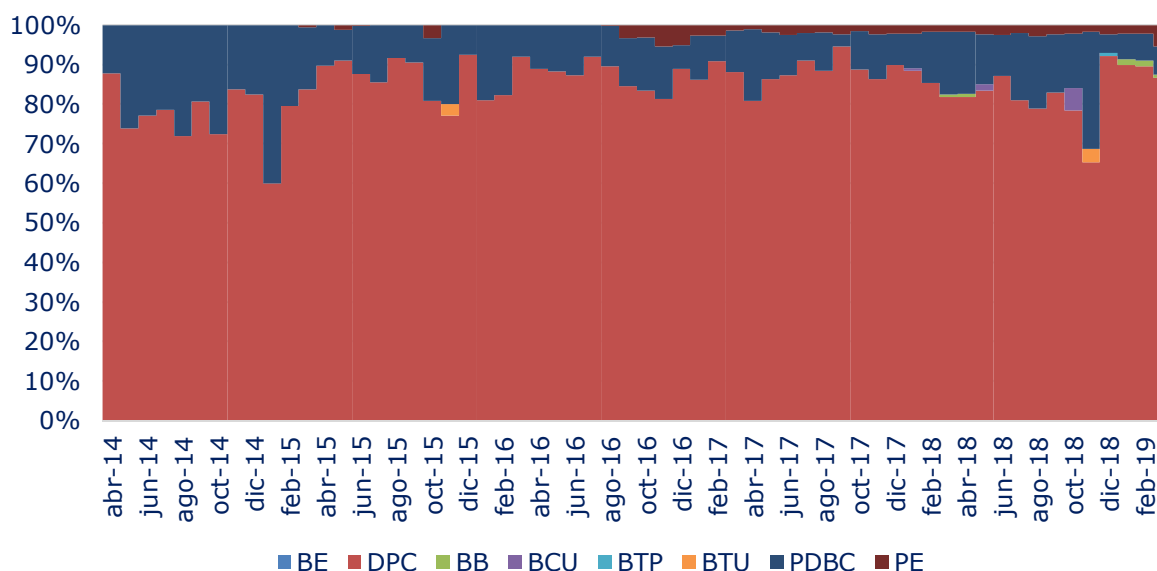
El fondo cuenta con cuatro series de cuotas, manteniéndose todas vigentes a la fecha. A marzo de 2019 el fondo presentaba un tamaño aproximado de \$ 355.176 millones (US\$ 523,45 millones). Su patrimonio ha sido creciente desde 2016 de forma significativa y el desde 2018 de una forma más estable. La serie más relevante a marzo de 2019 es la A, la cual comprende un patrimonio equivalente al 34,01% del total del fondo. El resto de las series del fondo se presenta en la Tabla3.

Tabla 3
Series del fondo

Serie	Requisito	Comisión	IVA
A	MM\$ 20 ≤ Aportes < MM\$ 250	0,7735%	Sí
B	MM\$ 5 ≤ Aportes < MM\$ 20	1,4280%	Sí
C	Aportes < MM\$ 5	1,5470%	Sí
I	Aportes ≥ MM\$ 250	0,3570%	Sí
F	AFP	0,1200%	Sí
VIVIENDA	AFV	0,4000%	Exenta

Al analizar la evolución del valor del fondo, se observa que ha aumentado su participación relativa dentro del segmento de fondos mutuos tipo 1 gestionado por la AGF, llegando en marzo de 2019 a un 19,1% y a un 12,5% si se incluyen todos los fondos administrados por la AGF. Dentro del mercado general de fondos mutuos, **FM Conveniencia BancoEstado** representa un 1% del mercado.

Ilustración 2
Distribución de la cartera por instrumento



En términos de activos, el fondo se ha orientado en el último tiempo a depósitos a plazo, pagarés del Banco Central y pagaré a empresas, que en marzo de 2019 representaron el 85,96%; 6,96% y el 5,38% de la cartera, respectivamente. La Ilustración 2 muestra la evolución en la composición de las inversiones del fondo.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más del 20% del activo), el fondo en una oportunidad no cumplió con el reglamento pero fue ajustado de forma inmediata en el mes posterior, cumpliendo de esa forma con lo establecido en los últimos 24 meses.

Manejo del conflicto de interés

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que afectan a este tipo de negocio, por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por BancoEstado AGF.

La legislación vigente, en particular la Ley N° 20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales, junto con su reglamento interno, tienden a controlar principalmente los eventuales conflictos de interés, que podrían surgir producto de transacciones con personas relacionadas a la administración del fondo. Cabe destacar que para los fondos de inversión la ley establece la formación de un Comité de Vigilancia, que entre sus atribuciones está la de controlar el cumplimiento de las normas vinculadas a este tipo de materias.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, BancoEstado AGF posee el “Manual de Tratamiento y Solución de los Conflictos de Interés”, en adelante el Manual, el cual tiene como fin establecer las políticas, normas, procedimientos y pautas de comportamiento internas, en relación al manejo de información que pudieran afectar los precios de los valores de oferta pública emitidos por la AGF y su divulgación.

De forma complementaria, el Banco Estado cuenta con un “Manual de Ética” que se alinea con el Manual antes referido y establece la conducta que debiese tener su personal frente a asuntos que podrían dañar la imagen del banco. Este manual posee principios de reflexión, criterios de juicio y directrices de acciones lo cual orienta al trabajador.

Existe un encargado de cumplimiento de la AGF que es la persona responsable de la supervisión del cumplimiento de las normas y procedimientos contenidos en el manual.

Con respecto a las personas afectas, se señala que deben informar por escrito al oficial de Cumplimiento de la AGF con copia a la dirección de Cumplimiento del Banco Estado, todas las transacciones de valores de oferta pública, dentro de las 24 horas siguientes a la fecha de la operación. Además deben atender de forma diligente las solicitudes requeridas tanto por el oficial de Cumplimiento de la AGF como por la dirección de Cumplimiento del Banco del Estado de Chile.

A juicio de **Humphreys**, las políticas para evitar el surgimiento de eventuales conflictos de interés se encuentran adecuadamente definidas y dentro de los estándares de exigencia que se observan en el mercado local.

Remuneraciones y comisiones

Como se muestra en la Tabla 3, la remuneración de la administradora oscila entre 1,547% anual (IVA incluido) para la serie C y 0,120% (IVA incluido) para la serie F (dirigidas a fondos de pensiones), la que se aplica al monto que resulte de agregar al valor neto diario de la serie antes de remuneración los rescates que corresponda liquidar ese día, es decir, aquellos solicitados antes del cierre de operaciones. Respecto de otros cobros, no se contempla el pago de comisiones ni otros gastos.

Según información entregada por la CMF, entre enero y marzo de 2019 el fondo remuneró a la AGF con \$ 909 millones.

Política de endeudamiento

Dado que el reglamento del fondo permite realizar operaciones con derivados, se puede invertir en contratos que no excedan el 20% del patrimonio ni que tengan un plazo superior a 120 días. Fuera de estas operaciones, el fondo no contempla otro tipo de deuda.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

La rentabilidad para los últimos doce meses del **FM Conveniencia BancoEstado** -medido como la variación del valor cuota- alcanzó un valor de 2,82% para la serie I, mientras que las serie A, B y C rentaron 2,21%, 1,59% y 1,42%, respectivamente. Por otro lado, en el mismo plazo, la rentabilidad media de la Tasa Interbancaria Promedio para las operaciones menores a 90 días ascendió a 2,71%, mientras que el mercado comparable de los fondos mutuos tipo 1 en moneda nacional rentó un 2,25%.

La Ilustración 3 muestra la evolución en la rentabilidad nominal del fondo, rendimiento de la TIP 90 y el mercado de fondos tipo 1 en moneda nacional (CLP) en los últimos 24 meses. Además, la Tabla 4 muestra la rentabilidad mensual y anualizada de las series, junto con su volatilidad.

Ilustración 3
Evolución de la rentabilidad nominal mensual en base 100

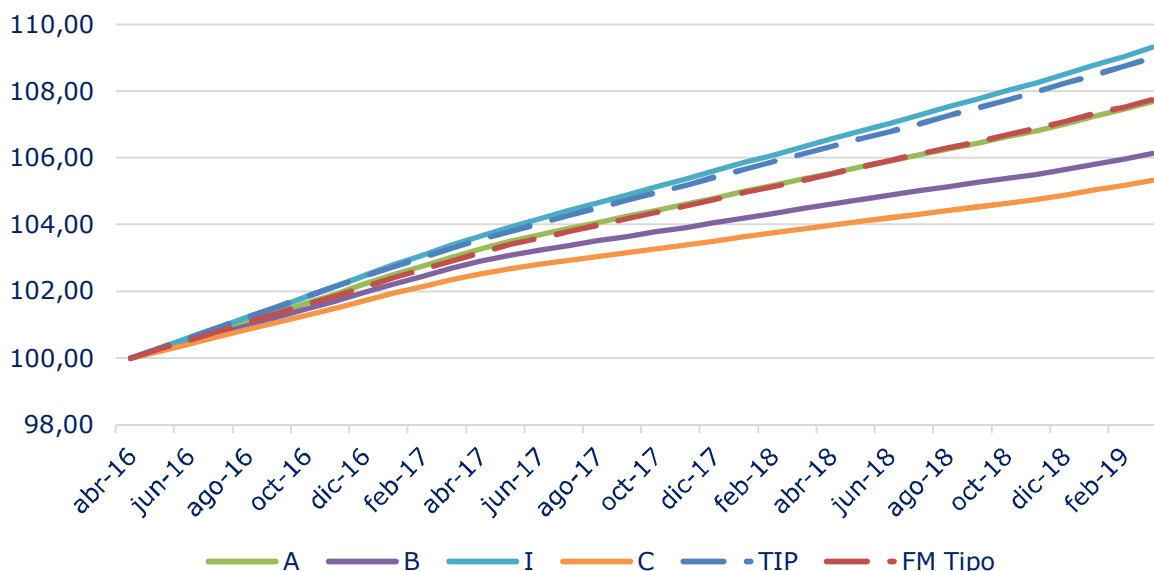


Tabla 4
Rentabilidad de las series en base a valor cuota

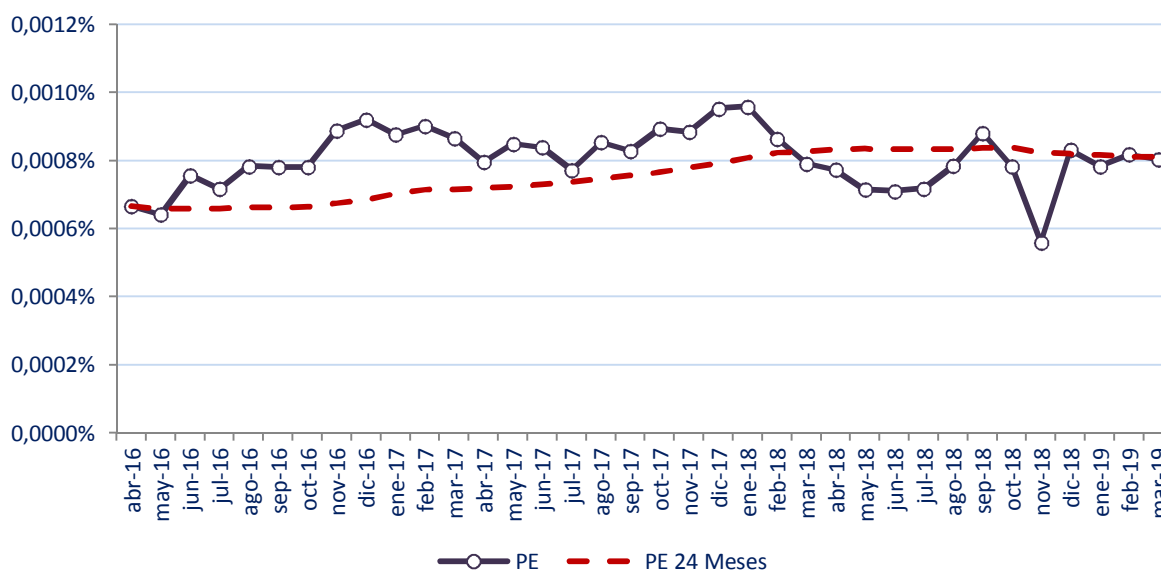
	Rentabilidad de series (base valor cuota)					
	A	B	C	I	Tipo 1 CLP	TIP 90D
Rentabilidad Mes Actual	0,20%	0,15%	0,14%	0,24%	0,21%	0,24%
Rentabilidad Mes Anterior	0,21%	0,16%	0,15%	0,26%	0,19%	0,24%
Últimos seis meses	0,19%	0,14%	0,13%	0,24%	0,19%	0,23%
Últimos 12 meses	0,18%	0,13%	0,12%	0,23%	0,19%	0,22%
Rentabilidad YTD	0,60%	0,44%	0,41%	0,74%	1,55%	1,84%
Des Est (36 meses)	0,04%	0,05%	0,05%	0,04%	0,01%	0,01%
Promedio (36 meses)	0,21%	0,17%	0,15%	0,26%	0,19%	0,22%
Coef. Variación (36 meses)	0,21	0,30	0,31	0,14	0,06	0,04
	Anualizado					
Rentabilidad Mes Actual	2,37%	1,76%	1,64%	2,86%	2,58%	2,88%
Rentabilidad Mes Anterior	2,57%	1,89%	1,77%	3,11%	2,28%	2,88%
Últimos seis meses	2,33%	1,67%	1,55%	2,93%	2,30%	2,82%
Últimos 12 meses	2,21%	1,59%	1,42%	2,82%	2,25%	2,71%
Rentabilidad YTD	2,44%	1,78%	1,66%	2,97%	6,34%	7,57%
Promedio (36 meses)	2,59%	2,09%	1,82%	3,12%	2,28%	2,71%

Pérdida esperada

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra, mayoritariamente, en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en marzo de 2019 el 97,23% de la cartera del fondo alcanzó esa clasificación, compuesta principalmente depósitos a plazo y pagarés del Banco Central), se puede presumir que su cartera presenta un bajo riesgo por *default*. Por lo tanto, el riesgo de deterioro es bajo en el valor del fondo por efecto de pérdidas en uno o más activos, debido a incumplimiento de los respectivos emisores. Los emisores clasificados en "Categoría AAA" y "Categoría AA" se han mantenido en torno al 44,59% y 23,20% de la cartera de inversión en los dos últimos años, respectivamente.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a marzo de 2019, esta tendría, para un horizonte de doce meses, una pérdida esperada del orden del 0,000804% (se debe tener presente que la duración de la cartera es menor a un año a la misma fecha). Al analizar el desempeño del indicador de pérdida esperada de los últimos 12 meses, se observa que ha variado entre 0,000560% y 0,000881%, con un promedio en torno a 0,000764%, manteniéndose en línea con la clasificación asignada. La Ilustración 4 muestra gráficamente la evolución que ha experimentado el indicador para la cartera de este fondo.

Ilustración 4
Pérdida esperada de la cartera

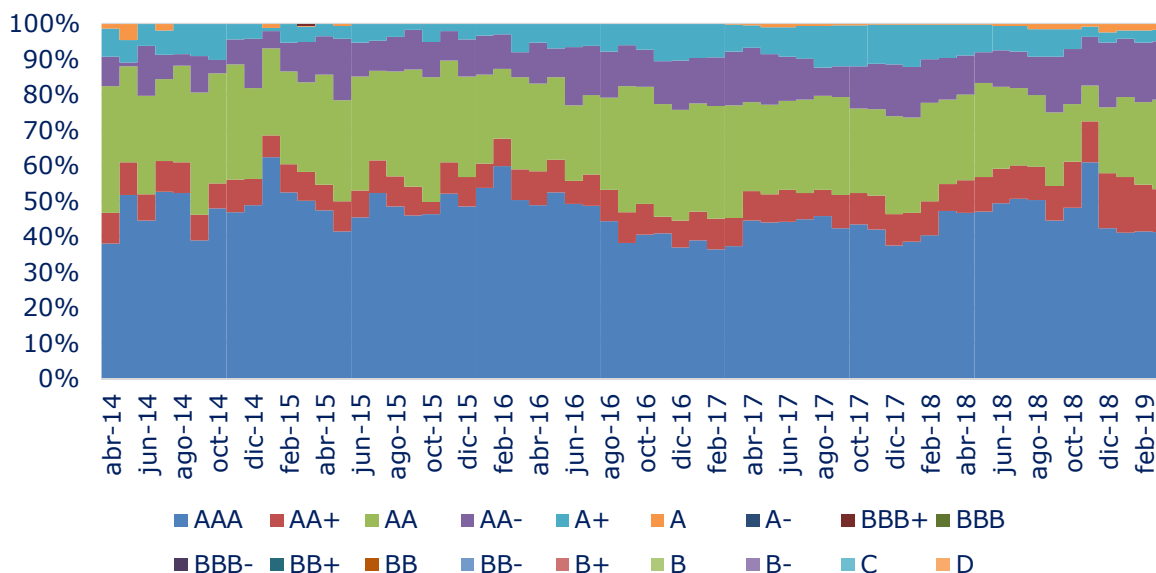


Riesgo del fondo

Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, la Ilustración 5 muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, en la cual se puede apreciar que se ha

privilegiado emisores clasificados en “Categoría AAA” y “Categoría AA”, los que a marzo de 2019 representaban un 41,04% y 25,02% respectivamente.

Ilustración 5
Clasificación de riesgo de los emisores



Por su parte, los riesgos de mercado se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversión, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 63 días para los últimos 24 meses) y en títulos que devengan tasa de interés fija. La mayor parte de las inversiones del fondo se encuentran expresadas en pesos, con una importancia relativa de un 94,12%, por lo que el riesgo de mercado se encuentra acotado.

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y en el caso que ocurran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora-, la CMF deberá establecer en cada situación las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de doce meses.

A juicio de **Humphreys**, la política de diversificación, descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, cumpliendo con la normativa en cuanto a limitar el grado de concentración por emisor y por grupo empresarial.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más del 20% del activo), el fondo, en los últimos 24 meses, en una oportunidad no cumplió con el reglamento, pero la situación fue subsanada de forma inmediata en el mes posterior.

Tal como se aprecia en la Tabla 5, a marzo de 2019 los ocho mayores emisores concentraban el 76,2% de las inversiones, siendo la mayoría relacionadas con bancos.

Tabla 5
Principales emisores

Principales Emisores	dic.-15	dic.-16	dic.-17	dic.-18	mar.-19
Scotiabank	8,31%	8,00%	7,86%	15,89%	15,90%
Consorcio	2,33%	4,88%	5,79%	11,45%	12,39%
BCI	8,20%	7,44%	8,85%	15,31%	11,83%
BancoEstado	8,36%	8,08%	8,12%	9,87%	9,05%
Corpbanca	8,14%	8,12%	6,31%	7,62%	8,85%
Banco Central	7,43%	5,97%	7,97%	4,80%	6,96%
Banco Bice	5,69%	7,36%	8,61%	5,69%	6,81%
Banco de Chile	5,43%	5,62%	5,79%	3,37%	4,41%
Sub Total	53,89%	55,46%	59,31%	74,00%	76,20%
8 principales	69,26%	62,42%	62,18%	77,25%	76,20%

Sin perjuicio de lo expuesto, en la actualidad los riesgos de los bancos están bastante asociados al riesgo país, por lo tanto se atenúan los efectos de una concentración.

Liquidez de la cuota

El pago de los rescates se hace en dinero efectivo (en pesos de Chile), dentro de un plazo no mayor a un día hábil bancario -con excepción de aquellos montos significativos que representen un porcentaje igual o superior al 20% del valor del patrimonio del fondo, el cual se podrá pagar dentro del plazo de 15 días corridos-, contados desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente, o desde la fecha en que se dé curso al rescate (si se trata de un rescate programado).

Cabe agregar que en la trayectoria del fondo, que incluye condiciones de mercados disímiles, nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes. En marzo de 2019, el fondo contaba con 67.191 partícipes. La Tabla 6 presenta a los diez principales aportantes del fondo, en relación a su activo total.

Liquidez del fondo

A la fecha de clasificación, la cartera de inversión está conformada principalmente por depósitos a plazo (85,9% del activo total del fondo) y pagarés del Banco Central (6,9% de los activos), que presentan una duración promedio de 62 días en los últimos 12 meses, lo que sumado al 5% que se debe mantener en activos líquidos como efectivo o instrumentos garantizados por el Estado y por el Banco Central de Chile, convierten al **FM Conveniencia BancoEstado** en un fondo con una elevada liquidez.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro del fondo ascendió a \$ 17.758 millones, equivalente al 5% del patrimonio del fondo a esa fecha.

Tabla 6
Principales aportantes del fondo

Peso relativo aportante	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	may-19
1°	3,92%	11,19%	11,43%	2,69%	10,99%
2°	3,24%	3,08%	2,23%	2,46%	1,82%
3°	1,63%	2,11%	1,34%	1,74%	1,42%
4°	0,98%	1,59%	1,28%	1,43%	1,34%
5°	0,78%	1,52%	1,05%	1,37%	1,17%
6°	0,72%	0,84%	0,90%	1,23%	1,10%
7°	0,59%	0,84%	0,79%	1,06%	0,99%
8°	0,39%	0,59%	0,62%	0,98%	0,94%
9°	0,37%	0,42%	0,31%	0,97%	0,91%
10°	0,35%	0,39%	0,28%	0,94%	0,83%
Total	12,96%	22,58%	20,23%	14,87%	21,53%

Valorización de las cuotas y *duration* de activos

De acuerdo con la Circular N° 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, deberán ser valorizadas a TIR de compra, teniendo las administradoras de fondos las siguientes obligaciones:

- Desarrollar y establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado, en la valoración de los instrumentos que componen las carteras de inversión de este tipo de fondos, en forma periódica.

Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, manejar los vencimientos de los instrumentos de la cartera y revisar la proporción de activos líquidos.

Asimismo, en lo referido a la realización de ajustes a precios de mercado, señala que los precios considerados para este fin podrán ser obtenidos mediante modelos de valorización de los instrumentos que conformen la cartera de inversión, siempre que dicha estrategia haya sido desarrollada por entidades independientes y sea representativa de los precios de mercado. En esta línea, la unidad de investigación financiera de RiskAmerica provee el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

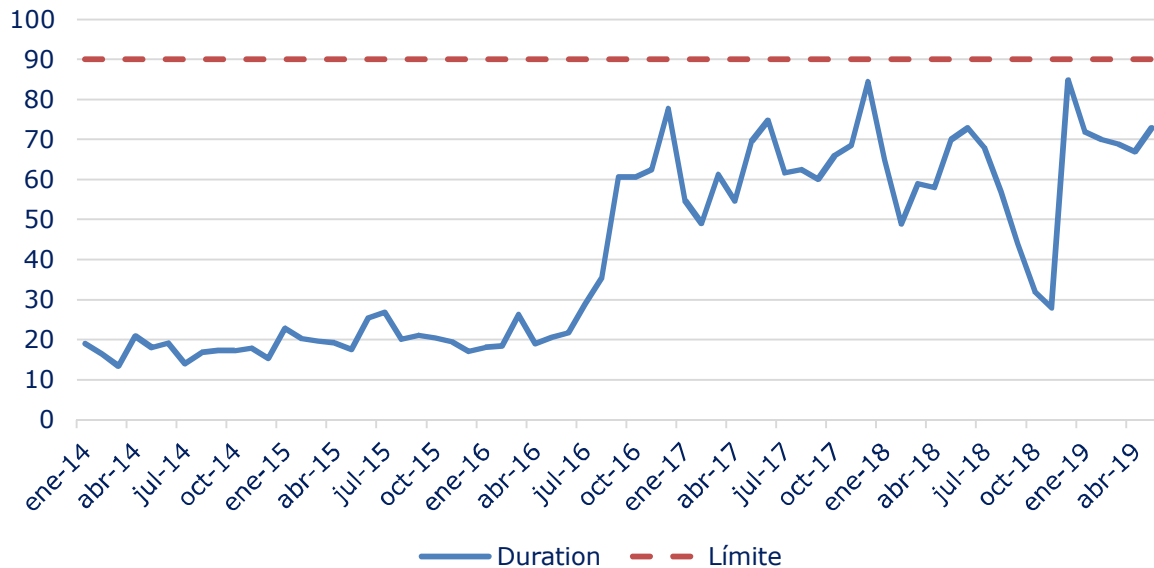
- b) Considerar la realización de pruebas de *stress testing* u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo, para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera ante distintos escenarios de mercado.

Desde el año 2013 la administradora ha implementado en Renta Variable el software Asset Arena 360 como principal herramienta para la administración de carteras y entre sus principales funciones se encuentra crear y aplicar supuestos en simulaciones y realizar *stress tests* de rebalanceo, shock y cobertura.

- c) Proporcionar a los inversionistas y al público, en general, información del criterio de valorización utilizado, políticas de liquidez y realización de ajustes a precio de mercado, la forma de determinar el valor neto diario del fondo, la conversión de los aportes y liquidación de rescates entre otras, la que se publica en sus estados financieros anuales y en su reglamento interno.

La valorización a TIR de compra tiene bajo efecto distorsionador en activos de corto plazo (en marzo de 2019, la totalidad de los instrumentos en cartera tenía duración inferior a un año) por ello, en nuestra opinión, la valorización de los eventuales activos de largo plazo que se pudieran adquirir no tendría efecto de relevancia en el valor final de la cuota (no serían significativos).

Ilustración 6
Duration de los activos del fondo



En la Ilustración 6 se muestra cómo ha evolucionado la composición de los instrumentos utilizados por el fondo en cuanto a la duración de la cartera.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo N°1

Instrumentos de inversión

Diversificación de las inversiones por tipo de inversión respecto del activo total del fondo:

	Mínimo	Máximo
INSTRUMENTOS DE DEUDA	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado o Banco Central	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos extranjeros que operen en el país	0%	100%
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales	0%	100%
Instrumentos emitido por CORFO y sus filiales, empresas estatales*, empresas multinacionales, SA u otras inscritas	0%	100%
Títulos de deuda de securitización referidos en la ley	0%	25%
Otros valores de deuda, de oferta pública, que autorice la CMF	0%	100%

Diversificación de las inversiones por emisor, grupo empresarial y entidades relacionadas:

- Límite máximo de inversión por emisor: 20% del activo del Fondo.
- Límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización correspondientes a un patrimonio de los referidos en el Título XVIII de la Ley N° 18.045, que cumplan los requisitos establecidos por la Comisión para el Mercado Financiero: 25% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión por grupo empresarial y sus personas relacionadas: 30% del activo del Fondo.

Anexo N°2

Contrato de derivados

Los instrumentos que conforman la cartera de inversiones del Fondo se presentan valorizados al valor de mercado resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, considerando como tasa de descuento aquella proveniente de la aplicación del modelo o metodología de valorización autorizado por la CMF.

Los instrumentos de derivados listados en bolsas de valores serán valorizados diariamente al precio disponible más reciente, mientras que los instrumentos derivados que no se encuentren listados en bolsas de valores serán valorizados diariamente a valor razonable, de acuerdo al precio que podría ser negociado o liquidado. En caso que no se disponga de información observada en mercados, los derivados se valorizarán utilizando modelos desarrollados por terceros, de acuerdo a las prácticas y acuerdos de la industria. Lo anterior, sujetándose en todo caso, a las disposiciones normativas impartidas por la CMF.

La información de precios y tasas es proporcionada por un proveedor externo independiente.