



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Sebastián Arriagada T.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

sebastian.arriagada@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Fondo Mutuo Scotia Bonos Latam**

**Agosto 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
Cuotas	A+fm
Riesgo de mercado	M5
Tendencia	En Observación <sup>1</sup>
Estados Financieros	Diciembre de 2018 <sup>2</sup>
Administradora	Scotia Azul Asset Management Administradora General de Fondos S.A

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

El **Fondo Mutuo Scotia Bonos Latam (FM Bonos Latam)** comenzó sus operaciones en octubre de 2002 y corresponde a un fondo mutuo tipo 3 (deuda de mediano y largo plazo). Es administrado por Scotia Azul Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante Scotia Azul Asset Management), sociedad filial del banco Scotiabank, la cual presenta estándares muy sólidos para la gestión de activos.

El objetivo del fondo mutuo, según lo establecido en su reglamento interno, es la inversión en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, tanto nacional como extranjera, con una duración entre 1.278 días y 3.650 días, de manera de obtener un portafolio diversificado y un adecuado nivel de liquidez. El fondo debe invertir un mínimo de 80% de sus activos en instrumentos de deuda nacionales y de países latinoamericanos. Su orientación está en los activos de mediano y largo plazo.

Según información al 31 de mayo de 2019 el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 8,77 millones, con un promedio de US\$ 9,96 millones para los últimos doce meses.

El cambio de tendencia para **FM Bonos Latam** de "Estable" a "En Observación" responde principalmente a que la *duration* promedio de los últimos dos años se ha reducido, ajustando los rangos para la clasificación asignada con respecto a la pérdida esperada de la cartera de activos, a pesar del nivel de solvencia de sus instrumentos.

Entre las fortalezas consideradas de **FM Bonos Latam**, para la clasificación de sus cuotas en "Categoría A+fm", destacan las características propias de la cartera de inversión, que se traduce en un fondo de riesgo moderado, en el cual la mayoría de sus inversiones se encuentra en categoría A o superior (en escala local).

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente, el análisis considera la información proporcionada a la CMF al cierre de mayo de 2019 (cartera de inversión, valores cuota, etc.).

También se considera la aceptable liquidez del fondo, cuyo portafolio está compuesto principalmente por bonos nacionales y extranjeros que disponen de mercados secundarios. Además, se considera la baja posibilidad de retiro de los aportantes en forma individual. Junto con esto, se califica positivamente la existencia de un mecanismo de valoración diario transparente, ampliamente utilizado en el mercado y que refleja aceptablemente el valor de mercado de los activos.

Cabe considerar que la administración del fondo ha cambiado desde BBVA Asset Management AGF a Scotia Azul Asset Management; sin embargo, ello no ha modificado la gestión propia de los activos.

El análisis incorpora el tratamiento y manejo de los eventuales conflictos de interés al interior de la sociedad administradora, lo que presenta estándares de exigencia elevados dentro del contexto nacional. Es así como los temas relacionados a la administración y resolución de conflictos de interés son tratados por Scotia Azul Asset Management de manera equitativa para todos sus fondos mutuos, existiendo un manual denominado “Gestión de Conflicto de Interés AGF”, la unidad de control interno de la administradora es la responsable de supervisar la correcta aplicación del manual.

El riesgo de mercado del fondo se califica en *M5* debido a que por la *duration* de los activos que presenta su cartera de inversiones y el nivel de solvencia de éstos, existe una elevada sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado.

Se destaca que el fondo no ha presentado excesos por inversión desde el año 2015, materia en la cual se establece un límite de 20% del activo total, según lo definido tanto por su reglamento interno como por la normativa vigente. La *duration* promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento (entre 1.278 y 3.650 días) promediando 2.275 días en los últimos tres años.

Para la mantención de la evaluación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en su nivel de riesgo, manteniendo o mejorando los emisores en los que invierte y que la sociedad administradora conserve los actuales estándares de calidad orientado a cumplir su objetivo y mantener la priorización de estos en un marco acotado.

## Resumen Fundamentos Clasificación (no considera riesgo de mercado)

### Fortalezas centrales

- Experiencia y capacidad de la AGF, la cual presenta estándares muy sólidos para la gestión de activos.

### Fortalezas complementarias

- Cartera de inversiones con instrumentos de riesgo moderado.
- Adecuada liquidez de las cuotas y el fondo.
- Transparente valorización de sus cuotas.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.
- Diversificación de emisores.

### Limitantes

- Alta exposición ante variaciones en la tasa de interés.
- Volatilidad históricamente alta.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría Afm

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

"+": corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría M5

Cuotas con alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

## Antecedentes generales

### Administración del fondo

El **FM Bonos Latam** es administrado por Scotia Azul Asset Management Administradora (Ex BBVA Asset Management), sociedad filial de Scotiabank Chile (99,9% es propiedad de esta sociedad y otro 0,1% de Scotia Azul Asesorías Financieras) y clasificada en "Categoría AAA". El banco, que a junio 2019 presentó un patrimonio de US\$ 3.082 millones<sup>3</sup>, es controlado por The Bank of Nova Scotia, grupo canadiense con más de 180 años de experiencia con elevado nivel de activos.

De acuerdo con lo informado por la Comisión del Mercado Financiero (CMF), a junio de 2019, Scotia Azul AGF, gestionaba 29 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de fondos mutuos de US \$1.317

<sup>3</sup> Fuente: Estado de situación SBIF Banco Scotiabank Chile, Junio 2019.

millones, alcanzando una participación de mercado de 2,3%. El cuadro siguiente presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la sociedad al 30 de junio de 2019:

**Cuadro 1:  
Distribución de fondos administrados**

<b>Distribución por tipo de fondos</b>	
Deuda corto plazo menor a 90 días	51,57%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	25,73%
Mediano y largo plazo	8,83%
Mixto	Sin fondos
Capitalización	4,42%
Libre inversión	9,45%
Estructurados	Sin fondos
Calificados	Sin fondos

## **Estructura organizacional**

El directorio de la sociedad, presidido por Fabio Valdivieso, está compuesto por tres miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre esta instancia recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, velar por su correcto desempeño y supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados. La Tabla 1 presenta los miembros que conforman el directorio y la gerencia de la administradora.

**Cuadro 2:  
Directorio y Gerente General de la AGF**

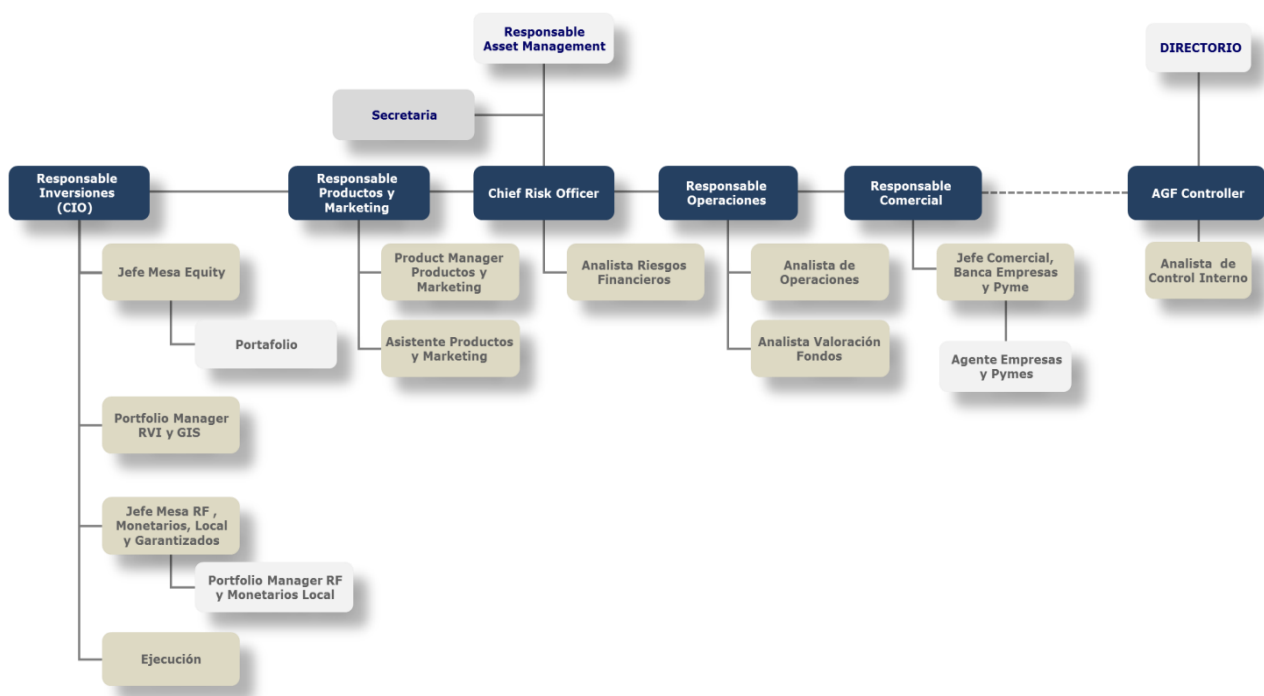
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Fabio Alejandro Valdivieso Rojas	Presidente
Ricardo Andrés Lagos Gana	Director
Stephen Guthrie	Director
María Victoria Doberti Dragnic	Director
Carlos Escamilla Jacome	Director

Dentro de las principales funciones del directorio recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño. Asimismo, esta instancia es la encargada de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

La gerencia general es la responsable de la planificación estratégica y táctica de la sociedad administradora, como también de supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la AGF y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de Scotia Azul Asset Management se cruza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales, lo que le permite beneficiarse de la estructura global de la compañía. La Ilustración 1, presenta la estructura organizacional de la administradora:

Ilustración 1:  
**Estructura Organizacional Scotia Azul Asset Management AGF**



## Fondo y cuotas del fondo

### De la Administración del fondo

La estructura de administración quedó definida al momento de la constitución del fondo (y predefinido dependiendo de la naturaleza del fondo y clase de activo), teniendo un responsable de la gestión que está sometido a los mecanismos de control de la sociedad administradora.

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 Resolución de Conflictos de Interés<sup>4</sup>” 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 independiente que vela por el cumplimiento de estas normas.

El directorio de la AGF es informado mensualmente, respecto de la gestión de las inversiones de los fondos en relación con sus competidores y respecto al cumplimiento de los límites de inversión establecidos en sus reglamentos internos y a aquellos definidos por la administración. Asimismo, toda decisión de compra y/o venta está amparada dentro de la política de inversiones, aprobada por el comité de producto de la AGF.

Se observa que la estructura de gestión de riesgo del fondo está debidamente formalizada y con niveles de flexibilidad adecuados, ello 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 administración 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 Scotia Bonos Latam**.

## Objetivos del fondo

Según se establece en el reglamento interno, el objetivo del fondo es invertir tanto en instrumentos de deuda de corto plazo como de mediano y largo plazo, de emisores nacionales y extranjeros, con una duración mínima de 1.278 días y una máxima de 3.650 días, con el propósito de mantener un portafolio diversificado con un adecuado nivel de liquidez. El fondo invierte, como mínimo, el 80% de los activos en instrumentos de deuda de países de Latinoamérica.

La política de inversiones estipulada en el reglamento permite y/o obliga a:

- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a “Categoría B”, “N-4”, o superiores.
- Dirigir sus inversiones al mercado de instrumentos de deuda nacional e internacional, preferentemente de mediano y largo plazo.
- Invertir en mercados e instrumentos que cumplan las condiciones e información mínima establecidas en la Norma de Carácter General N°308 de la Superintendencia de Valores y Seguros (CMF) o aquella que la modifique o reemplace (ver Anexo N°3).
- Mantener inversiones denominadas en pesos de Chile, real, peso colombiano, dólar de Estados Unidos, peso mexicano y nuevo sol peruano.

---

<sup>4</sup> Detallado en Anexo 3.

- Mantener una cartera de inversiones con una duración mínima de 1.278 días y máxima de 3.650 días.
- Mantener hasta un 20% del activo total como disponible, ocasionalmente y por causas de las propias operaciones del fondo.
- Operar con instrumentos financieros derivados o realizar otras operaciones que autorice la CMF.
- Límite máximo de inversión por emisor de 20% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión por grupo empresarial de 30% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión por entidades relacionadas de 30% del activo del fondo.
- Límite máximo de inversión del capital suscrito y pagado o del activo de un emisor de 25% del capital suscrito y pagado o del activo de un emisor.
- Límite máximo de la deuda del Estado de Chile o de un estado extranjero de 25%.

El fondo puede invertir en cuotas de fondos mutuos administrados por la AGF o personas relacionadas y en instrumentos emitidos o garantizados por éstos, cumpliendo con los artículos 61 y 62 de la Ley N°20.712.

Dado lo anterior, la promesa formal del **FM Bonos Latam** es la conformación de una cartera orientada a renta fija en emisores nacionales e internacionales, en diferentes tipos de moneda, con una duración entre 1.278 y 3.650 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio. En la práctica, la cartera de inversiones del fondo ha presentado una conformación estable en el tiempo y está compuesta, en su mayoría, por bonos de empresas extranjeras y bonos emitidos por estados y bancos centrales extranjeros (61,80% y 17,41% promedio en los últimos dos años, respectivamente). Una exigencia de su reglamento es que todos los bonos sean emitidos por instituciones que cuenten con una clasificación de riesgo local equivalente a "Categoría B" o superior (en mayo de 2019 la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, mientras que un 63,45% alcanzaba una clasificación igual o superior a "Categoría A-" o superior). La cartera ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en un promedio de 2.131 días para los últimos dos años.

El reglamento interno del fondo otorga la posibilidad de invertir en derivados y adquirir instrumentos con retroventa, los cuales implican riesgos adicionales. En la práctica, la cartera ha sido administrada de tal manera, que su riesgo crediticio se ha mantenido en un nivel moderado a lo largo de los últimos años y concretado en instrumentos nominados en dólares, que han representado un promedio de 92,59% de la cartera para los últimos dos años.

## Composición del fondo

El **FM Bonos Latam** se compone de cuatro series de cuotas, las cuales se diferencian por requisito de ingreso y/o remuneración cobrada por la AGF. Estas series son las siguientes:

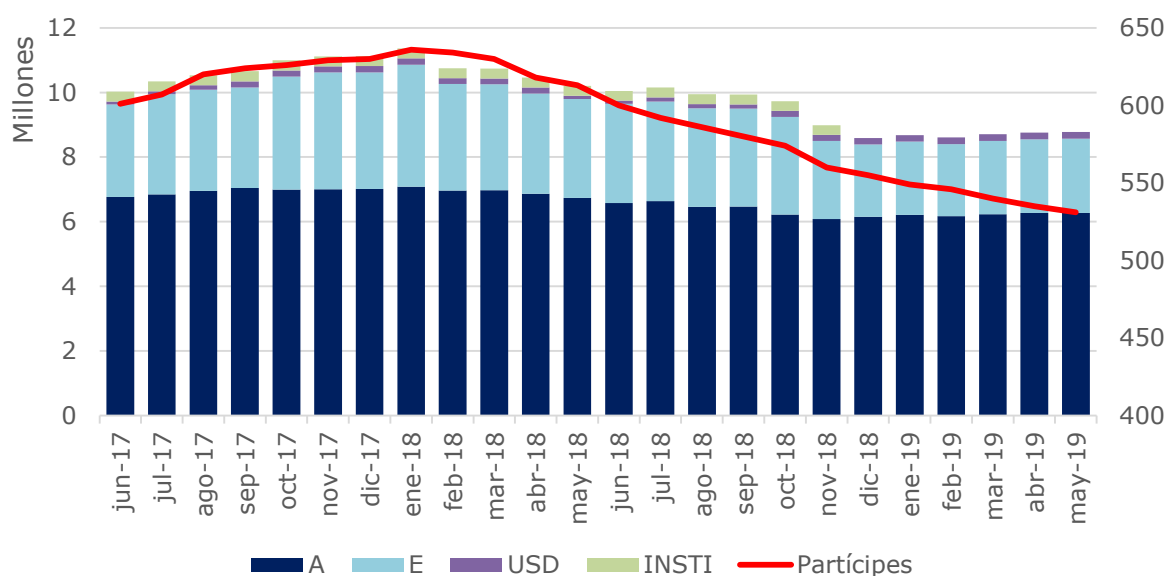


**Cuadro 3:  
Resumen series de cuotas**

Serie	Dirigido a:	N° partícipes	Patrimonio (MUS\$)
<b>A</b>	Público en general	496	6.273
<b>E</b>	Aportes ≥ US\$ 20.000	16	2.294
<b>INSTI</b>	Aportes ≥ US\$ 300.000	0	0
<b>USD</b>	Aportes ≥ US\$ 100	19	208

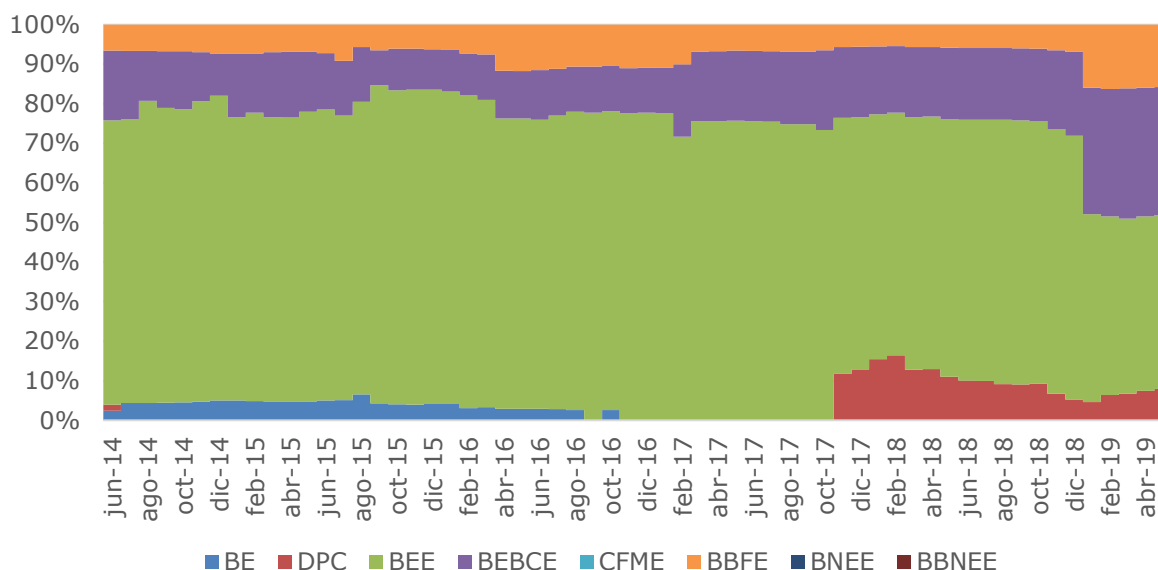
Al 30 de mayo de 2019 el fondo presentó un tamaño aproximado de US\$ 8,77 millones, compuesto principalmente por la Serie A, que representó el 71,47% del patrimonio a esa fecha. En términos generales, el fondo presentó una disminución en el valor de su patrimonio en diciembre de 2018, cuando la serie "Institucional" fue rescatado en su totalidad, generando que el patrimonio disminuyese de US\$ 8,9 millones a un total de US\$ 8,5 millones. Desde febrero del presente año hasta la fecha ha incrementado levemente su nivel de patrimonio con aumentos en las series E y USD. Finalmente, desde principio de 2018, se ha observado una disminución constante en la cantidad de partícipes del fondo.

**Ilustración 2:  
Evolución del patrimonio en moneda de las cuotas del fondo y partícipes**



En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a bonos de empresas extranjeras. El cuadro siguiente muestra el comportamiento de las principales inversiones:

Ilustración 3:  
**Distribución por Instrumentos**



Cuadro 4:  
**Resumen series de cuotas**

Instrumento	Promedio anual					
	2014	2015	2016	2017	2018	May 2019
<b>BB</b> Bonos bancarios	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>BBFE</b> Bonos emitidos por bancos y financieras extranjeras	6,9%	6,5%	8,5%	6,4%	5,9%	15,9%
<b>BCP</b> Bonos Banco Central de Chile, en Pesos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>BE</b> Bonos de Empresas	3,5%	4,5%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>BEBCE</b> Bonos emitidos por el estado y Banco Central extranjero	15,9%	12,6%	9,8%	15,7%	18,1%	32,1%
<b>BEE</b> Bonos emitidos por empresas extranjeras	71,8%	70,2%	65,0%	65,5%	64,4%	44,6%
<b>BNEE</b> Bonos empresas nacionales emitidos en extranjeros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>BTP</b> Bono de la tesorería general de la República de Chile (pesos)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>BTU</b> Bonos de la tesorería general de la República de Chile (UF)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>DPC</b> Depósitos a plazo fijo con vencimiento C/P	1,5%	0,0%	0,0%	12,0%	10,5%	6,6%
<b>PDDBC</b> Pagares descontables del Banco Central de Chile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

En relación a la concentración por emisores (no más de 10% del activo hasta diciembre 2014 y a contar de 2015 no superior al 20%), durante el periodo entre enero 2016 y mayo de 2019, el fondo no ha presentado excesos. Por lo que se observa que los impactos al patrimonio no generaron un desbalance en la concentración por emisor. La política interna apunta a solucionar estos excesos a la brevedad y dentro de los plazos legales.

## Manejo de conflicto de interés

Los eventuales conflictos de interés que pudieren afectar al fondo se encuentran acotados por las disposiciones legales que incumben a este tipo de negocio, también por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por Scotia Azul Asset Management.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Scotia Azul Asset Management posee el manual denominado "Gestión de Conflicto de Interés AGF", cuya última revisión consta de diciembre de 2018.

La Unidad de Control Interno de la administradora es la responsable de supervisar la correcta aplicación del manual y debe velar por el cumplimiento de las normas legales y administrativas que regulan la actividad de la administradora y tomar conocimiento y resolver las cuestiones que se le presentan informando al directorio sobre los antecedentes, análisis y propuesta de solución al conflicto de interés planteado.

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

La remuneración de la administradora es un ponderador fijo, que no contempla componente variable, y se aplica al monto que resulta de agregar al valor neto diario del fondo antes de remuneración, los rescates que corresponde liquidar. La remuneración se presenta de la siguiente forma:

Cuadro 5:  
**Remuneración del fondo**

Serie	Fija* (% o monto anual)
A	Hasta un 1,67% anual
E	Hasta un 1,19% anual
Institucional	Hasta un 0,78% anual
USD	Hasta un 1,30% anual

\* IVA incluido

El cobro por comisiones se aplica para las series Institucional y USD, y varía en función al periodo de permanencia del fondo, lo que se observa a continuación:

**Cuadro 6:  
Comisiones del fondo**

Serie	Comisión* (% o monto)
A	No aplica
E	No aplica
Institucional	10% : Sin comisión
	Sobre 10% (de 0 a 90 días) : 1,0%
	(sobre 90 días) : Sin comisión
USD	De 0 a 90 días : 1,5%
	De 91 a 180 días : 1,0%
	De 181 a 365 días : 0,5%
	Sobre 365 días : Sin comisión

\* IVA incluido

Los gastos de operación no presentan un límite como se observó en periodos anteriores (el límite era de un 0,4% anual sobre el patrimonio hasta 2018).

## Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo señala que la administradora, ocasionalmente, podrá contraer deuda por cuenta del fondo, enfocado principalmente a solucionar rescates de cuotas y operaciones autorizadas por la CMF, teniendo un límite equivalente al 20% de su patrimonio y con un plazo de vencimiento de la deuda menor a 365 días. No se permite contraer pasivos de mediano ni largo plazo.

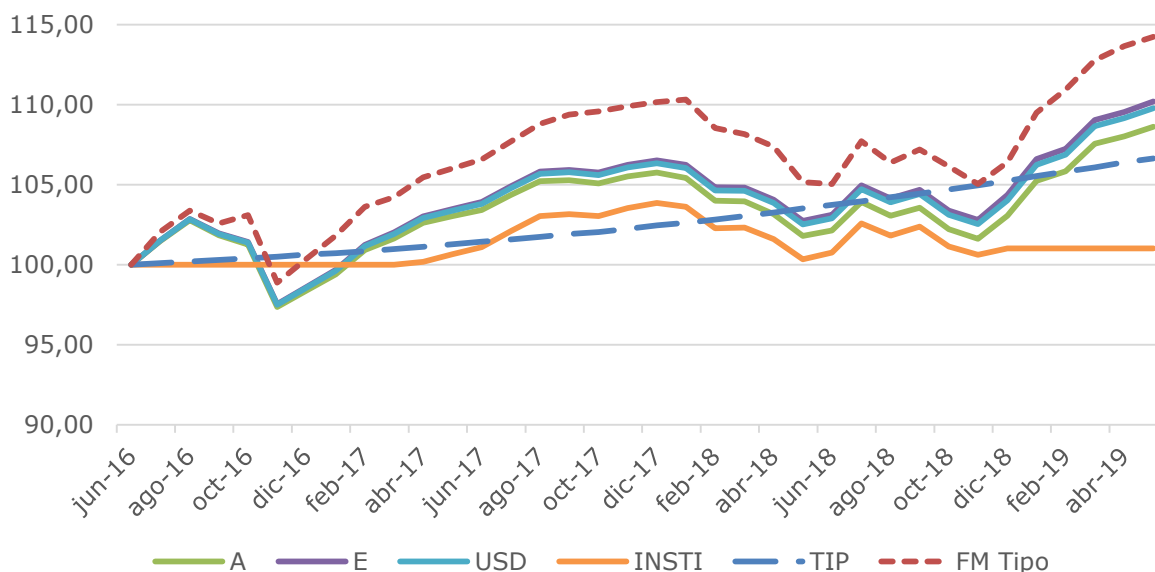
## Comportamiento del fondo y las cuotas

### Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, la rentabilidad del fondo ha sido inferior respecto a la rentabilidad promedio de los fondos tipo 3 en dólares del mercado (luego de una fluctuación al alza en los últimos años), pero superior a la TIP USD de 1 a 3 años (Tasa Interbancaria promedio entre 1 y 3 años, para operaciones en dólares). En términos de volatilidad se compara desfavorablemente con la TIP y favorablemente con su *benchmark*.

En el periodo evaluado las series A, E y USD alcanzaron un retorno promedio mensual de 0,30%, 0,34% y 0,33%, respectivamente, con un coeficiente de variación de 3,64 veces; por su parte, los fondos tipo 3 en dólares y la TIP tuvieron rentabilidades mensuales de 0,22% y 0,51% y coeficientes de variación 3,93 veces y 0,21 veces.

**Ilustración 4:  
Evolución Valor Cuota**



En la ilustración 4 y en el cuadro 7 se presentan las rentabilidades de las series promedio mensual en base a los valores cuotas, junto con la TIP de uno a tres años y los fondos mutuos tipo 3 como comparación.

**Cuadro 7:  
Comisiones del fondo**

	Rentabilidad de series (base valor cuota)					
	A	E	USD	INSTI	TIP	Tipo FM
<b>Rentabilidad Mes Actual</b>	0,55%	0,59%	0,58%	0,00%	0,22%	0,51%
<b>Rentabilidad Mes Anterior</b>	0,44%	0,48%	0,47%	0,00%	0,29%	0,78%
<b>Últimos seis meses</b>	1,11%	1,16%	1,15%	0,07%	0,26%	0,27%
<b>Últimos 12 meses</b>	0,54%	0,59%	0,57%	0,06%	0,25%	-0,06%
<b>Rentabilidad YTD</b>	5,38%	5,60%	5,54%	0,00%	2,56%	6,05%
<b>Des Est (36 meses)</b>	1,19%	1,19%	1,19%	0,59%	0,04%	1,22%
<b>Promedio (36 meses)</b>	0,30%	0,34%	0,33%	0,03%	0,22%	0,31%
<b>Coef. Variación (36 meses)</b>	3,91	3,45	3,55	19,77	0,21	3,93
	Anualizado					
<b>Rentabilidad Mes Actual</b>	6,76%	7,28%	7,16%	0,00%	2,72%	6,30%
<b>Rentabilidad Mes Anterior</b>	5,35%	5,85%	5,74%	0,00%	3,54%	9,78%
<b>Últimos seis meses</b>	14,22%	14,88%	14,65%	0,80%	3,22%	3,31%
<b>Últimos 12 meses</b>	6,69%	7,25%	7,09%	0,68%	3,01%	-0,75%
<b>Rentabilidad YTD</b>	13,40%	13,97%	13,81%	0,00%	6,26%	15,13%
<b>Promedio (36 meses)</b>	3,69%	4,21%	4,08%	0,36%	2,64%	3,78%

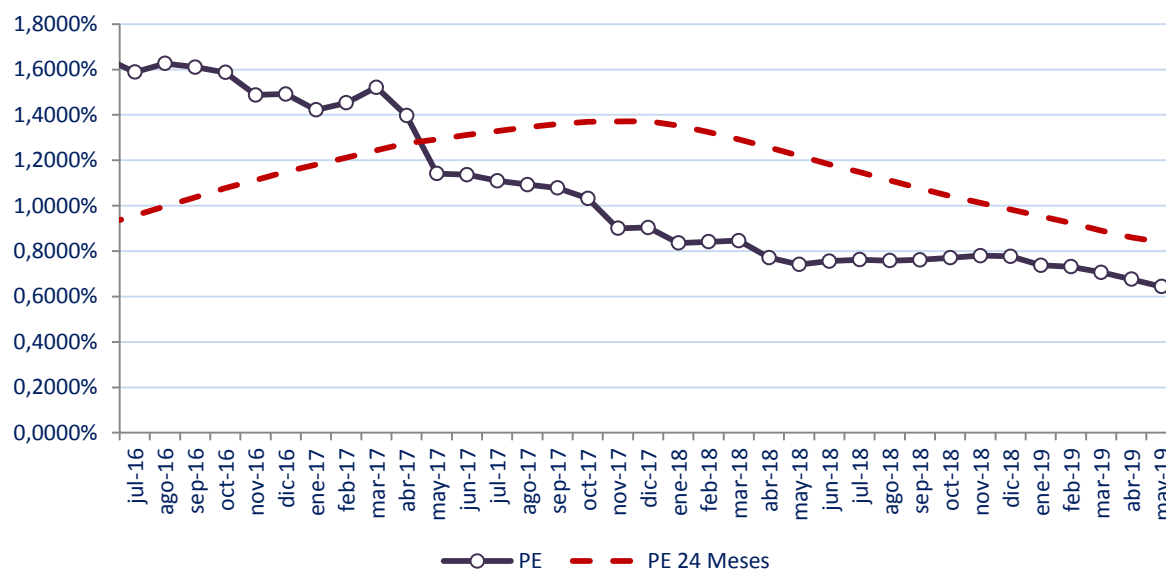
## Pérdida esperada y riesgo

Dada la estructura del portafolio de inversión, se observa que éste se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en Categoría "A" y en la Categoría de "BBB" con porcentajes de 38,24% y 31,66% respectivamente en escala local durante el último año del fondo. Se puede presumir que el riesgo de *default* es aceptable.

Según las pérdidas analizadas por **Humphreys**, bajo las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a junio 2019, esta tendría una pérdida esperada alrededor de 0,6438%, valor que tuvo una fluctuación entre 0,6438% y 0,7796% en el último año (se debe considerar que, durante los últimos doce meses, la cartera ha tenido una *duration* de 1.958 días).

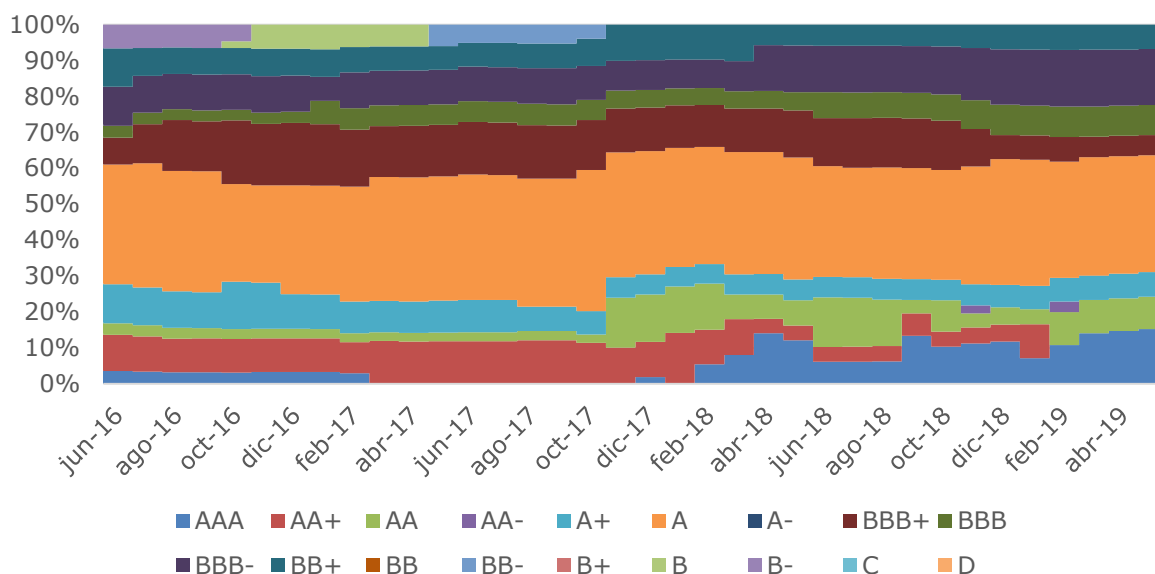
El gráfico siguiente muestra que el indicador de pérdida, visto como el promedio de los últimos 24 meses presenta una caída constante debido a la configuración de una cartera de inversión que en el tiempo ha ido incorporando activos con mejor clasificación de riesgo.

Ilustración 5:  
Pérdida Esperada



En relación con lo anterior, a continuación, se presenta un gráfico con la distribución del fondo según la clasificación de los emisores a escala local y de su evolución a través de los últimos años.

Ilustración 6:  
**Distribución por Riesgo**



A partir del gráfico anterior, se observa una cartera concentrada en instrumentos clasificados en "A" y que se ha mantenido estable a través del tiempo, por otro lado, los emisores AAA han aumentado el último tiempo con un promedio de 10,63%, junto con una disminución de la inversión en instrumentos BBB+.

## Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 20.712, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en caso de 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 los límites, 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 que sigue muy bien los objetivos del tipo de negocio que se planea desarrollar, limitando aspectos como concentración por emisor, inversiones y grupo empresarial. En julio 2019, el fondo estaba compuesto por 22 emisores, que individualmente promediaron un 4,53% de los activos del fondo sin presentar excesos.

En relación con la concentración por emisor, la cual considera no sobrepasar el 20% del activo por emisor a contar del año 2015 (años anteriores consideraba 10%), se observó que a partir del cambio de política se ha observado que el fondo ha cumplido a cabalidad.

La cartera fue compuesta principalmente por bonos de empresas extranjeras (BEE), bonos emitidos por bancos centrales extranjeros (BEBCE) y bonos emitidos por bancos y financieras extranjeras (BBFE), los cuales tuvieron una participación en los activos de 43,74%, 32,30% y 15,72% respectivamente. A continuación, se presenta los ocho mayores emisores y sus concentraciones en los últimos periodos.

**Cuadro 8:**  
**Comisiones del fondo**

<b>Principales Emisores</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>may-19</b>
<b>República de Colombia</b>	4,30%	4,07%	9,28%	11,06%	11,47%
<b>República de Brasil</b>	5,45%	5,70%	8,08%	10,01%	10,13%
<b>Banco Estado</b>					7,96%
<b>Empresa Nacional del Petróleo</b>	8,33%	3,36%	5,73%	7,05%	7,21%
<b>Itaú Unibanco Holding Preferencial</b>	2,49%	6,49%	5,44%	6,89%	6,82%
<b>Comisión Fed. De Electricidad</b>	6,48%	5,94%	5,46%	6,24%	6,81%
<b>BBVA Bancomer S. A</b>	5,20%	4,68%	3,87%	4,75%	4,73%
<b>República de Panamá</b>	2,39%	2,08%	3,70%	4,53%	4,50%
<b>Sub Total</b>	<b>34,62%</b>	<b>32,33%</b>	<b>41,55%</b>	<b>50,54%</b>	<b>59,62%</b>
<b>8 Principales</b>	<b>43,28%</b>	<b>44,91%</b>	<b>58,54%</b>	<b>55,18%</b>	<b>59,62%</b>

## Liquidez de las cuotas

Los partícipes tienen la capacidad y el derecho a poder rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo, independiente del tiempo. Las solicitudes de rescate se efectúan de forma presencial o a través de medios de transmisión remota. El pago de rescates se realiza en dinero efectivo, transferencia bancaria, cheque o abono en cuenta corriente. Los rescates se pagan en dólar de los Estados Unidos misma moneda en que se expresan las cuotas. El plazo máximo de rescate es de 10 días corridos, contado 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 mercado disímiles, nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes.



Cuadro 9:  
**Importancia relativa de los mayores aportantes del fondo.**

Peso relativo aportante	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
1°	15,00%	9,40%	19,20%	10,97%	13,94%	14,45%
2°	6,40%	8,60%	8,20%	7,20%	9,10%	9,41%
3°	2,00%	2,70%	2,50%	4,66%	2,80%	2,74%
4°	1,70%	2,30%	2,20%	3,25%	2,46%	2,54%
5°	1,60%	2,20%	2,10%	2,21%	2,46%	2,40%
6°	1,50%	2,00%	1,90%	2,16%	2,32%	2,10%
7°	1,50%	1,80%	1,70%	1,95%	1,98%	1,98%
8°	1,40%	1,80%	1,70%	1,94%	1,91%	1,93%
9°	1,30%	1,60%	1,40%	1,90%	1,85%	1,91%
10°	1,30%	1,40%	1,20%	1,89%	1,53%	1,58%
<b>Total</b>	<b>33,70%</b>	<b>33,80%</b>	<b>42,10%</b>	<b>38,13%</b>	<b>40,36%</b>	<b>41,04%</b>

En relación con lo adjuntado anteriormente, se puede observar cierta incidencia de los aportantes más importantes respecto a la liquidez, especialmente si se observan los dos principales que concentran en promedio aproximadamente el 23%.

## Liquidez del fondo

A la fecha, la cartera de inversiones está conformada principalmente por bonos extranjeros (de empresas, estatales y de instituciones financieras), que promediaron un 91,26% durante los últimos 24 meses. Estos instrumentos poseen mercados secundarios, lo que proporciona una mayor liquidez al fondo.

En el último año el retiro máximo (en relación con el patrimonio) se observó en la serie "E" donde se rescató un 3,77% del total del fondo en noviembre de 2018.

## Valorización de las cuotas y duración de los activos

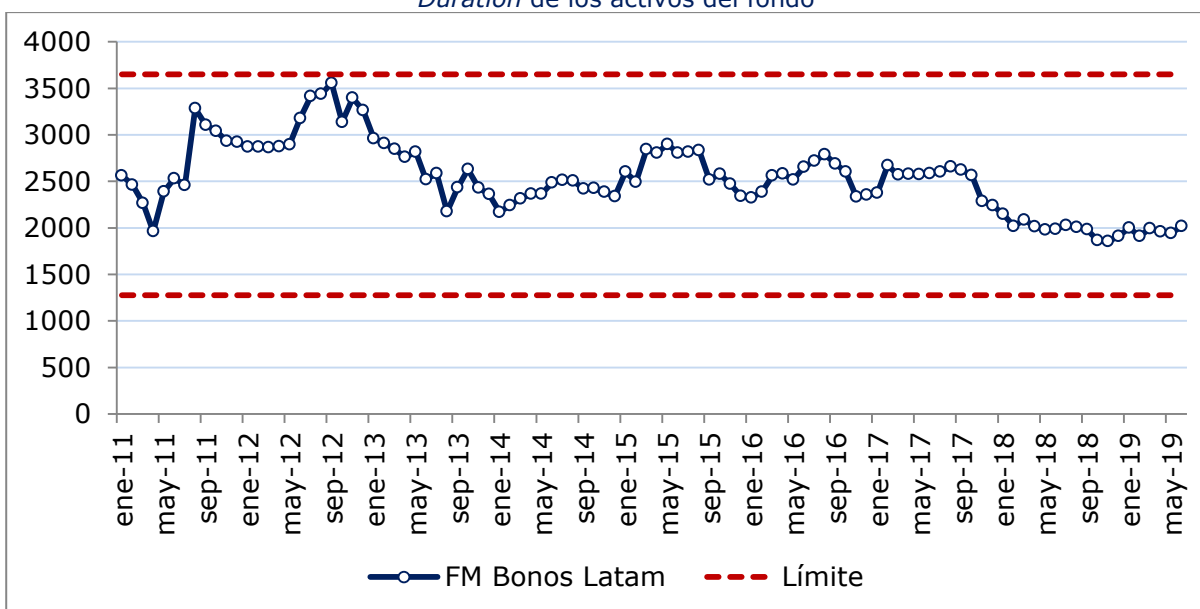
En conformidad con la normativa vigente contenida en las circulares N° 1.218 y N° 1.579 emitidas por la CMF, los instrumentos de deuda nacional y extranjera son valorizados diariamente a valor de compra en el caso de los fondos tipo 1 o, en el caso de los fondos tipo 2 y 3, a valor de mercado. Para ello, se utiliza la

información de los precios y tasas proporcionada por RiskAmerica<sup>5</sup>, encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

A juicio de **Humphreys**, esta metodología de valorización permite reflejar adecuadamente el monto al que el instrumento se puede liquidar en el mercado.

A continuación, se muestra cómo ha evolucionado la composición de los instrumentos utilizados por el fondo en cuanto al *duration* de la cartera:

**Ilustración 7:**  
*Duration de los activos del fondo*



*“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.”*

<sup>5</sup> RiskAmerica fue desarrollado por una entidad independiente que cuenta con el respaldo académico de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Provee ingeniería financiera basada en investigación para la valorización y gestión del riesgo.

## Anexo N°1

### Contratos de derivados

El fondo podrá realizar inversiones en derivados, en las siguientes condiciones:

- El fondo invertirá en derivados con el objeto de cobertura de riesgos e inversión.
- Para estos efectos los contratos que podrá celebrar el fondo serán futuros y forwards.
- Las operaciones que podrá celebrar el fondo con el objeto de realizar inversiones en derivados serán compra y venta.
- Los activos objeto de los contratos de futuros y forwards serán monedas, tasas de interés e instrumentos de renta fija.
- Los contratos forward se realizarán fuera de los mercados bursátiles (en mercados OTC) y los contratos futuros se realizarán en mercados bursátiles.
- No se contemplan para este fondo límites adicionales, más restrictivos o diferentes que aquellos que determina la Norma de Carácter General N°204 o aquella que la modifique y/o reemplace, de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Este fondo tiene previsto operar con instrumentos financieros derivados, con la finalidad de cobertura y como inversión. Estos instrumentos implican riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que los hace especialmente sensibles a las variaciones de precio del activo subyacente y puede multiplicar las pérdidas y ganancias de valor de la cartera.

## Anexo N°2

### Instrumentos de inversión

El fondo se limita en invertir en los activos descritos en la siguiente tabla:

Tipo de instrumento	% Mínimo	% Máximo
Instrumentos de deuda, tanto nacionales como de países de Latinoamérica.	80	100
<b>INSTRUMENTOS DE DEUDA</b>	<b>0</b>	<b>100</b>
<b>INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES NACIONALES</b>	<b>0</b>	<b>100</b>
Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado y el Banco Central de Chile.	0	100
Títulos de deuda de corto plazo; pagarés o letras cuya emisión haya sido registrada por la CMF.	0	100
Instrumentos emitidos y garantizados por Bancos y Sociedades Financieras y empresas nacionales.	0	100
Otros valores de oferta pública, de deuda, que autorice la CMF.	0	100
Instrumentos de deuda inscritos en el Registro de Valores.	0	100
<b>INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES EXTRANJEROS</b>	<b>0</b>	<b>100</b>
Instrumentos emitidos o garantizados por bancos extranjeros que operen en el país.	0	100
Valores emitidos o garantizados por el Estado de un país extranjero o por sus bancos centrales.	0	100
Valores emitidos o garantizados por entidades bancarias extranjeras o internacionales que se transen habitualmente en los mercados locales o internacionales.	0	100
Otros valores de oferta pública, de deuda, de emisores extranjeros que autorice la CMF.	0	100
Títulos de deuda de oferta pública, emitidos por Sociedades o corporaciones extranjeras.	0	100

\* El fondo podrá mantener como disponible, ocasionalmente y por causas de las propias operaciones del fondo hasta un 20% del activo total, temporalmente, y por un periodo inferior a 30 días.

## Anexo N°3

### Criterios generales para el manejo de potenciales conflictos de interés<sup>6</sup>

El procedimiento de gestión de los conflictos de interés cuenta con distintas herramientas tanto al interior del banco Scotiabank como de la administradora Scotia Azul Asset Management.

El procedimiento de gestión de los conflictos de interés cuenta con distintas herramientas tanto al interior del banco Scotiabank como de la administradora Scotia Azul Asset Management.

#### 1. Gestión de conflictos de interés asociados a empleados de la firma

Las herramientas que buscan garantizar que directivos, empleados y en particular gestores de carteras de la administradora no tengan incentivos contrarios a los intereses de los inversores son las siguientes:

- Política de compensación a empleados.
- Código de Conducta de Scotiabank Chile.

#### 2. Gestión de conflictos de interés asociados a las entidades del grupo

Scotia Azul Asset Management al ser parte de un grupo financiero requiere ciertas normas de transparencia que tienen relación con las operaciones “vinculadas”, es decir aquellas que se realizan con el grupo o sus filiales.

La transparencia en las condiciones que se realizan es indispensable para comprobar su ejecución en condiciones iguales o mejores que hubieran podido realizarse con otras entidades del mercado.

Si bien Scotia Azul Asset Management no está impedida de comprar papeles emitidos por el Grupo Scotiabank Chile, sí existen restricciones a la operatoria con partes relacionadas, como se establece en la Ley 20.712, artículo 22, letra h) y en la NCG 376, título II. La interpretación a estas normativas es que los fondos sí pueden comprar títulos de Scotiabank Chile, pero sólo pueden ser adquiridos en mercados de público acceso, donde hay puja de precios.

Para evitar este tipo de conflictos, la administradora cuenta con un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores que regula la operativa de sus funcionarios y que busca prevenir potenciales conflictos de interés y evitar el uso de información privilegiada.

#### 3. Gestión de conflictos de interés asociados a la relación entre la administradora y los fondos

La Ley 20.712, en su artículo 6, establece el máximo que un inversionista puede poseer de un fondo. Se establece que transcurrido un año desde la fecha en que el fondo puede ser comercializado, ningún aportante que no sea inversionista institucional podrá poseer, directa o indirectamente, más del 35% del patrimonio total del fondo, ya sea en forma individual o en conjunto con sus personas relacionadas.

<sup>6</sup> De acuerdo con el manual “Gestión de Conflicto de Interés AGF”,

Por transitividad, este artículo impone esta restricción a la AGF y las personas relacionadas que en ella se desempeñan.

No podrán las sociedades administradoras ni sus directores, gerentes y administradores, directamente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, adquirir instrumentos financieros o valores del patrimonio del o de los fondos administrados, ni enajenar de los suyos a éstos. Tampoco podrán tomar en calidad de préstamos dinero de estos fondos.

#### **4. Gestión de conflictos de interés asociados a *brokers***

La entidad cuenta con un procedimiento escrito para selección y evaluación de *brokers* (Relaciones con *Brokers*), la cual se basa en su capacidad de ejecución y otros factores (calidad de análisis, reputación). Deberá ser especialmente diligente cuando el *broker* pertenezca al grupo financiero (aplicándose la política de operaciones vinculadas).

Existe un listado conocido y actualizado de *brokers* que mantiene la Unidad de Riesgos de la administradora. Para cada *broker* con que se opere, se deberá contar con un contrato o ficha de cliente con las condiciones pactadas del servicio. Dichos contratos están en custodia de BO Integridad.

Las facturas por las comisiones cobradas por los *broker* son canceladas por la administradora, posteriormente dichos gastos son recuperados parcialmente por la administradora los primeros días de cada mes, de acuerdo al máximo establecido en cada reglamento interno.

#### **5. Gestión de conflictos de interés con otros clientes**

Cuando se gestionan múltiples carteras se debe velar por no generar inequidades entre los diferentes clientes, fondos y carteras. Esto conlleva:

- a) Sistemas de valoración robusto en metodología y horas de capturas de precios todos los días que exista mercado.
- b) Procedimiento auditable de asignación de operaciones que salvaguarde el principio de no discriminación entre clientes y carteras. Este procedimiento debe abarcar también a modificaciones y anulaciones de operaciones. Existe un procedimiento respecto a las modificaciones y anulaciones de operaciones. Al respecto, las anulaciones y modificaciones deben ser comunicadas vía correo a una casilla grupal, identificando el folio, fondo y motivo de la anulación. Luego de enviado ese correo, se realiza la modificación. En una planilla Excel, se debe registrar el motivo del cambio/anulación y mostrar el nuevo folio de la operación y si corresponde, identificar el nuevo fondo en caso de tratarse de una nueva asignación entre fondos.

El punto a) actualmente está cubierto con la normativa vigente y los procedimientos implementados por el departamento de riesgos de la administradora. Los fondos son valorizados de acuerdo con el Sistema RiskAmerica, de uso generalizado dentro de la industria de fondos mutuos, con ello, el precio de

valorización de cada instrumento no es resorte de la AGF, sino que se basa en transacciones válidas o precios estimados de acuerdo a un modelo testeado y validado por RiskAmerica.

Usando la misma fuente de precios RiskAmerica, para el caso de los fondos Tipo 2; se incluye aquí la determinación diaria de fuente de precios para la determinación de los Gaps individuales y a nivel de cartera entre los precios de compra o de último ajuste versus mercado, para determinar si corresponde ajustes a mercado. Esto, con miras a lo establecido por la Circular 1990 de la CMF.

Las operaciones entre fondos se encuentran normadas por la NCG 181, de tal manera que las operaciones de esta naturaleza sólo se realizan a través del mecanismo de Órdenes Directas (OD) en terminales de Bolsa de Comercio.

## **6. Gestión de conflicto de interés entre fondos**

Para gestionar el potencial conflicto de interés entre fondos, es que la administradora establece que las transacciones entre fondos deban realizarse exclusivamente por OD. Este tipo de transacciones deben realizarse conforme a lo dispuesto en la LUF y según la norma de carácter general emitida por la CMF. La NCG 181 establece que las operaciones deben ser realizadas a través de OD en un mercado de público acceso. Las operaciones OD, permiten la intervención de terceros ajenos a la administradora y sus fondos.

Riesgos Financieros es el área encargada de controlar que todas las operaciones entre fondos se realicen por OD, para esto realiza control mensual de operaciones OD cuyo resultado se muestra en los comités de riesgo mensual. Dicho control analiza los precios utilizados en las operaciones OD, de manera de garantizar el uso de precios justos para ambos fondos participantes.

En aquellos casos en que no se cumpla el nivel de liquidez mínimo indicado en la normativa (NCG 376), el área de riesgos solicitará al área de inversiones la explicación de cada uno de estos casos una vez actualizado el control mensual.

Con todo, la sociedad administradora deberá velar en todo momento, para que las transacciones entre fondos se efectúen en el mejor interés de éstos. Lo anterior, a objeto de dar debido cumplimiento a las obligaciones contenidas en el artículo 161 de la Ley 18.045.

## **7. Gestión de conflictos de interés con las entidades que se invierte**

De acuerdo a la Ley 20.712, artículo 65, Concurrencia a Juntas de Accionistas. Sin perjuicio de lo establecido en la política de votación contenida en el reglamento interno del fondo, las administradoras deberán asistir y ejercer sus derechos de voz y voto en las juntas de accionistas de las sociedades anónimas abiertas cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos que administre, siempre que dichos fondos posean en conjunto al menos el 4% de las acciones con derecho a voto emitidas por la respectiva sociedad, o el porcentaje menor que determine la CMF por norma de carácter general.

## 8. Controles

- Desde el departamento de Riesgos se realizan unos controles en función de cada operativa que pueda susceptible de generar un Conflicto de Interés: Operativa de Broker: el control realizado consiste en el seguimiento y análisis de operaciones contratadas a través de brokers, centrando su control en:
  - a) Concentración, en función del ranking semestral de brokers.
  - b) Autorización.
- Operaciones entre Fondos: mensualmente se revisará el funcionamiento del mecanismo de control de operaciones entre fondos. Estas operaciones se realizan a través del sistema OD (Orden Directa) de la Bolsa de Comercio de Santiago. Este procedimiento busca asegurar que las transacciones se realicen a precios de mercado, de este modo, se mitiga riesgos referidos al conflicto de interés, dado que al realizarse por OD, el papel en cuestión se adquiere en remates y a un precio de mercado.
- Anulación de Operaciones: mensualmente se revisará el proceso de control, que efectúa diariamente el analista de Valorización a las solicitudes de anulación de los operadores de la mesa de inversión, el cual llevará en un archivo Excel el registro de estas anulaciones. Como se mencionó anteriormente, se requiere de un nivel razonable de trazabilidad del porqué de las anulaciones/modificaciones y cuál fue la operación y fondo finalmente registrado en BAC.
- Adhesión al Reglamento Interno de Conducta en el Mercado de Valores: Control anual consistente en la revisión de la nómina de personas de la Administradora General de Fondos adheridas al código de conducta versus los empleados que deben estar adheridos. Para este análisis, se solicitará información a la unidad de Cumplimiento, quienes cuentan con una base actualizada de todo el personal que se encuentre regido por este código.