



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Fondo Mutuo Solvente

BancoEstado

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:

Camila Alvarado

Hernán Jiménez

camila.alvarado@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Febrero 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Cuota	AA+fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Favorable ¹
Estados financieros	31 de diciembre de 2020 ²
Administradora	BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo Mutuo Solvente BancoEstado (FM Solvente BancoEstado) comenzó sus operaciones en septiembre de 2004, corresponde a un fondo tipo 1 y es administrado por BancoEstado S.A. Administradora General de Fondos (BancoEstado AGF), sociedad filial del Banco del Estado de Chile.

Según 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 noviembre de 2021 el patrimonio administrado por el fondo ascendía a \$ 1.082.549 millones.

En cuanto a los efectos de la crisis económica provocada por el Covid-19, de acuerdo con los análisis de la clasificadora, el riesgo de la cartera no se vería afectado al estar concentrada fuertemente en instrumentos emitidos por el Banco Central y, en menor medida, en bancos chilenos con elevado *rating* y baja probabilidad de cambio en su clasificación en escala local.

El cambio en la tendencia de las cuotas del **FM Solvente BancoEstado** de “Estable” a “Favorable”, se explica por la mejora en el nivel de pérdida esperada en los últimos 24 meses de los activos registrado por el fondo, según metodología de **Humphreys**. Cabe destacar además que esta mejora ha sido sustantiva, por lo que la clasificadora seguirá monitoreando el comportamiento de esta en el corto plazo.

Entre las fortalezas del **FM Solvente BancoEstado**, que permiten sustentar la clasificación de sus cuotas en “Categoría AA+fm”, destacan las características propias de su cartera de inversión 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 con 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 0,000095%, dando cuenta del bajo riesgo crediticio de la cartera.

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente, el análisis considera proporcionada a la CMF al cierre de noviembre de 2021 (cartera de inversiones, valor cuota).

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.

La evaluación reconoce, además, que la valorización de las cuotas es representativa de su precio de mercado estando normadas las necesidades de ajustes 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 la corta duración de los 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 instrumento clasificados en "B" o superiores a esta, lo cual podría generar un deterioro en el riesgo 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 concentro 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*, debido a la calidad crediticia del fondo, que reduce la volatilidad de cambios en los premios por *spread*, en conjunto con la duración que tienen la cartera de éste, que implica baja sensibilidad a los cambios en la tasa de interés de mercado (una duración que promedió 37 días en los últimos 24 meses desde noviembre de 2021). También se considera que no existe riesgo de descalce de monedas y que se invierte en instrumentos a tasa fija.

En materia de cumplimientos, el fondo ha respetado en los últimos cinco años 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 por inversión por grupo empresarial, por emisor 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.

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 n instrumento con muy bajo riesgo crediticio.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de la 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°31 ³	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	Manejo de conflictos de interés
- Con la administradora y sus personas relacionadas	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 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.	Se podrá tomar deuda con vencimiento no mayor a 365 días hasta 20% de su patrimonio.
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. En el caso que el fondo de inversión sea no rescatable, este límite no podrá exceder del 45% 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

³ Incluye las modificaciones introducidas por el Acuerdo N° 34 de 2010, el Acuerdo N° 35 de 2010, el Acuerdo N° 36 de 2013, el Acuerdo N° 38 de 2013, el Acuerdo N° 39 de 2014 y 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 Solvente BancoEstado es administrado por BancoEstado AGF, empresa filial del BancoEstado. Con fecha 3 de diciembre de 2008, esta última entidad firmó un acuerdo para vender el 49,99% de las acciones de su filial a BNP Paribas Asset Management, uno de los mayores administradores de fondos en el mundo.

De acuerdo con lo informado por la CMF, al cierre de noviembre de 2021, BancoEstado AGF gestionaba 18 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de US\$ 4.090 millones, cifra que lo posicionaba en el cuarto lugar de la industria con una participación de mercado de 7,4%. La Tabla 1 presenta la distribución por tipo de fondos administrados por la sociedad a noviembre de 2021.

Tabla 1: Distribución de los fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	58,92%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	17,80%
Deuda mediano y largo plazo	12,67%
Mixto	0,00%
Capitalización	0,92%
Libre inversión	9,70%
Estructurado	0,00%
Inversionistas calificados	0,00%

Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por cinco 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 el presidente del directorio de la administradora de fondos es también

vicepresidente del consejo directivo del Banco Estado. A continuación, en la Tabla 2 se identifican los miembros que integran el directorio.

Tabla 2: Directorio BCI AGF

Distribución por tipo de fondos	
Leopoldo Emilio Quintano Hartard	Presidente
David Guy Thomas Vaillant	Vicepresidente
Marcelo Iván García Nanning	Director
Rodrigo Martín	Director
Luca Restuccia	Director
Vincent Marie Denis Trouillard-Perrot	Director
Roberto Ariel Sas Tinker	Director Suplente
Álvaro Larraín Fierro	Director Suplente
Arnaud Schwebel	Director Suplente
Stephane Rouillon	Director Suplente
Luiz Di Nizo Sorge	Director Suplente

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 uno ya en funcionamiento. En particular se asigna al responsable de la administración y se establecen los mecanismos de control, tanto en 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 sus valorización y contabilización. Desde este punto de vista, los sistemas son más que suficientes para soportar las operaciones de **FM Solvente 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-4" o superiores.
- Efectuar inversiones solo en Chile.
- Mantener sus inversiones en saldos disponibles en pesos y/o unidades de fomento (UF).
- Un máximo de 20% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad.
- Un máximo del 25% del activo total en títulos de deuda de securitización.
- Un máximo de 30% 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 Solvente 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, descrito en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

El **FM Solvente BancoEstado** ha presentado una cartera de inversión compuesta en su mayoría por pagarés del Banco Central de Chile y por depósitos a plazo (56,61% y 42,92% promedio en los últimos dos años, respectivamente), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría AA-" o superior (a noviembre de 2021 el 95,6% de la cartera se encontraba en una clasificación mayor o igual a "Categoría AAA"), lo que está por sobre las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. El portafolio ha cumplido además con la duración permitida manifestada en una duración promedio de 37 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 (99,52% promedio en pesos para los últimos dos años) y tasa fija.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Solvente 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 en los cuales puede invertir existe la posibilidad de deterioro en la calidad crediticia de los emisores. 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 "Categoría AA" o superior.

Composición del fondo

El fondo cuenta con siete series de cuotas, manteniéndose todas vigentes a la fecha. A noviembre de 2021 presentaba un tamaño aproximado de \$1.082.549 millones. Su patrimonio ha ido disminuyendo en los últimos dos años alcanzando su menor valor en septiembre de 2021. La serie más relevante a noviembre de 2021 es la C,

la cual comprende un patrimonio equivalente al 32,08% del patrimonio total. La Ilustración 1 presenta la evolución del patrimonio administrado junto con el número de aportantes.

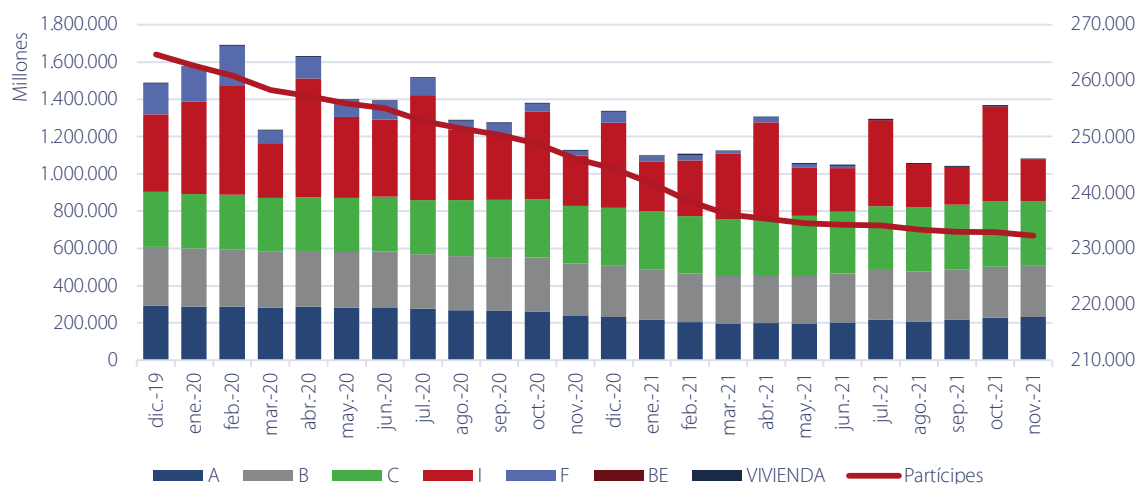


Ilustración 1: Evolución del patrimonio administrado por series

Al analizar la evolución del valor del fondo en términos de capital, se observa que ha reducido su participación relativa dentro del total de fondos mutuos tipo 1 gestionado por la AGF, pero manteniendo una elevada importancia, llegando en noviembre a un 53,68% y a un 31,63% si se incluyen todos los fondos administrados por la AGF. Dentro del mercado general de fondos mutuos, **FM Solvente BancoEstado** representa un 2,33% del mercado.

En términos de activos, el fondo se ha orientado en el último tiempo a pagarés del Banco Central y depósitos a plazo, que a noviembre de 2021 representaron el 81,24% y el 18,49% de la cartera, respectivamente. La Ilustración 2 muestra la evolución en la composición de las inversiones del fondo.

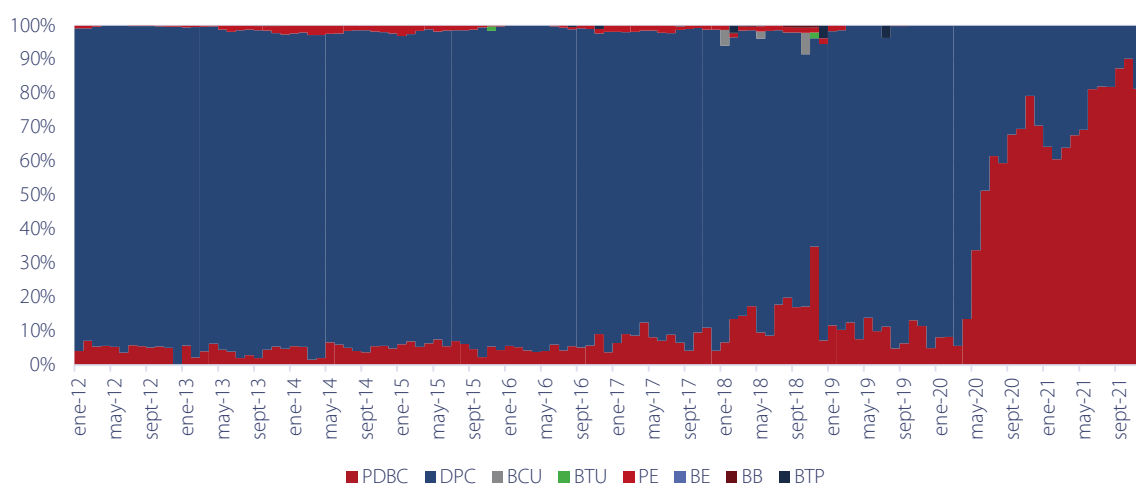


Ilustración 2: Distribución de la cartera por instrumento

En lo referente a la concentración por emisor estipulado en el reglamento interno (no más del 20% del activo), el fondo ha cumplido con lo establecido en los últimos 24 meses, aún teniendo instrumentos del Banco Central de Chile que concentran el 81,24%; esto dado que la Ley Única de Fondos (LUF) no establece límites para inversiones provenientes de entidades del Estado.

Manejo del conflicto de interés

Los eventuales conflictos de interés que pudieran 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 tienen 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 BancoEstado 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 afectadas, se señala que deben informar por escrito al oficial de Cumplimiento de la AGF, con copia a la dirección de Cumplimiento del Banco Estado, de 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 el 1,547% anual para la serie C y 0,120% para la serie F (dirigida a fondos de pensiones), exceptuando la serie BE que no tiene cobro. El porcentaje se aplica al monto que resulte de agregar al valor neto diario de la serie antes de remuneración los rescates de la serie 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.

Tabla 3: Series del fondo

Serie	Requisito de ingreso	Remuneración Fija (anual Hasta)	IVA
A	MM\$ 20 ≤ Aportes < MM\$ 250	0,7740%	Sí
B	MM\$ 5 ≤ Aportes < MM\$ 20	1,1310%	Sí
C	Aportes < MM\$ 5	1,5470%	Sí
I	Aportes ≥ MM\$ 250	0,5950%	Sí
F	AFP	0,1200%	Sí
BE	Aportes desde otros fondos BancoEstado	0,0000%	Sí
VIVIENDA	AFV	0,4000%	Exenta

Según información entregada por la CMF, al cierre del 2020, el fondo remuneró a la AGF con \$ 6.746 millones.

Política de endeudamiento

Dado que el reglamento del fondo permite realizar operaciones con derivados, se pueden mantener 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. A la fecha no presenta endeudamiento.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad de las cuotas

La rentabilidad del **FM Solvente BancoEstado** —medido como la variación del valor cuota— para los últimos doce meses alcanzó un valor de 0,053% para la serie F, mientras que las series A, B, C, I y VIVIENDA rentaron un 0,031%, 0,029%, 0,028%, 0,50% y 0,051%, 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 0,051%, mientras que el mercado comparable de los fondos mutuos tipo 1 en moneda nacional rentó un 0,032%.

La Ilustración 3 Ilustración 3: Evolución del valor cuota en base 100 muestra la evolución en la rentabilidad nominal del fondo, rendimiento de la TIP 90 y el mercado de fondos tipos 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.

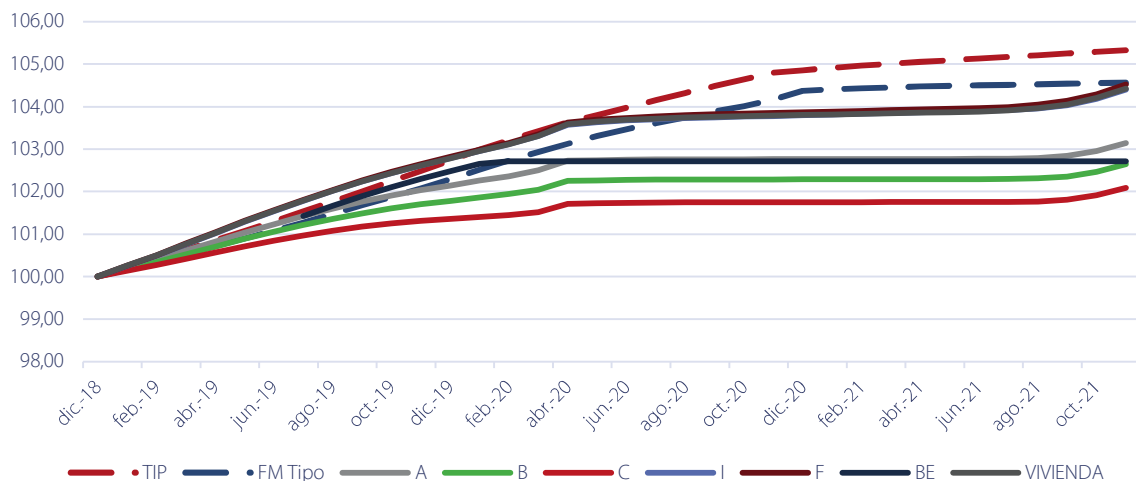


Ilustración 3: Evolución del valor cuota en base 100

Tabla 4: Rentabilidad de las series en base al valor cuota

	Rentabilidad de series (base valor cuota)							
	Rentabilidad Mes Actual	Rentabilidad Mes Anterior	Últimos seis meses	Últimos 12 meses	Rentabilidad YTD	Des Est (36 meses)	Promedio (36 meses)	Coef. Variación (36 meses)
ALTOP	0,18%	0,11%	0,06%	0,03%	0,37%	0,09%	0,09%	93,67%
A	0,17%	0,10%	0,06%	0,03%	0,35%	0,07%	0,08%	95,23%
APV	0,17%	0,10%	0,05%	0,03%	0,33%	0,06%	0,06%	100,39%
BCI	0,21%	0,14%	0,08%	0,05%	0,58%	0,10%	0,13%	78,96%
BPRIV	0,22%	0,15%	0,09%	0,05%	0,63%	0,10%	0,13%	77,71%
CLASI	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%	0,05%	183,70%
FAMIL	0,21%	0,15%	0,09%	0,05%	0,60%	0,10%	0,13%	79,20%
TIP	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,45%	0,07%	0,11%	67,09%
Tipo FM	0,01%	0,01%	0,01%	0,03%	0,19%	0,08%	0,10%	82,81%

	Anualizado					
	Rentabilidad Mes Actual	Rentabilidad d Mes Anterior	Últimos seis meses	Últimos 12 meses	Rentabilidad d YTD	Promedio (36 meses)
ALTOP	2,16%	1,35%	0,72%	0,37%	0,40%	1,10%
A	2,10%	1,27%	0,69%	0,35%	0,38%	0,93%
APV	2,04%	1,20%	0,66%	0,33%	0,36%	0,73%
BCI	2,57%	1,73%	1,00%	0,60%	0,64%	1,53%
BPRIV	2,62%	1,83%	1,11%	0,64%	0,68%	1,57%
CLASI	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,55%
FAMIL	2,59%	1,79%	1,08%	0,61%	0,65%	1,54%
TIP	0,44%	0,43%	0,44%	0,50%	0,49%	1,31%
Tipo FM	0,09%	0,17%	0,15%	0,38%	0,20%	1,15%

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 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 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.

Tal como se aprecia en la Tabla 5, a noviembre de 2021 los ocho mayores emisores concentraban el 99,72% de las inversiones, siendo la mayoría relacionadas con el Banco Central de Chile, con un 81,24%⁴.

Tabla 5: Principales emisores

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	nov.-21
Banco Central	3,69%	4,21%	7,13%	4,91%	69,95%	81,24%
BCI	7,61%	9,01%	16,90%	16,14%	7,43%	12,98%
Consorcio	6,43%	6,32%	9,80%	10,40%	12,06%	2,94%
HSBC		0,11%	0,70%	0,73%		0,85%
Banco Bice	8,68%	8,72%	6,94%	4,02%	0,75%	0,73%
Security	7,89%	6,83%	2,34%	3,49%		0,43%
Banco Santander	8,00%	6,71%	5,79%	4,42%	1,49%	0,31%
Scotiabank	15,36%	16,39%	16,51%	16,84%	1,16%	0,26%
Sub Total	57,66%	58,29%	66,11%	60,94%	92,84%	99,72%
8 Principales	71,59%	71,47%	78,65%	76,56%	98,44%	99,72%

⁴ El reglamento interno permite mantener hasta un 100% de sus activos en instrumentos en que el emisor o garante sea el Estado de Chile o el Banco Central de Chile.

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 del fondo y las cuotas

A la fecha de clasificación la cartera de inversión está conformada principalmente por depósitos a plazo y pagarés del Banco Central, que presentan una duración promedio de 37 días en los últimos 24 meses, lo que sumado al 5% que se debe mantener en activos líquidos como efectivo o instrumentos garantizados por el Estado y el Banco Central de Chile, convierten al **FM Solvente BancoEstado** en un fondo con una elevada liquidez. Durante los últimos 24 meses el máximo retiro del fondo ascendió a un 45,3% del patrimonio del fondo a esa fecha.

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— 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 mercados disímiles, nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes. A noviembre de 2021, el fondo contaba con 232.265 partícipes. La Tabla 6 presenta a los diez principales aportantes del fondo en relación con su activo total.

Tabla 6: Principales aportantes del fondo

Peso relativo aportante	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
1°	2,45%	3,15%	4,78%	7,93%	4,42%	2,55%
2°	2,24%	3,00%	2,74%	3,09%	2,99%	2,26%
3°	1,89%	2,14%	1,52%	1,87%	2,31%	2,10%
4°	1,85%	1,12%	1,35%	1,31%	2,24%	1,97%
5°	1,18%	1,00%	1,12%	1,21%	2,10%	1,36%
6°	1,02%	0,97%	0,92%	1,19%	1,95%	1,35%
7°	0,97%	0,91%	0,86%	0,96%	1,49%	1,16%
8°	0,96%	0,77%	0,85%	0,94%	0,82%	0,86%
9°	0,71%	0,73%	0,82%	0,87%	0,65%	0,85%
10°	0,63%	0,68%	0,75%	0,81%	0,65%	0,82%
Total	13,90%	14,48%	15,72%	20,19%	19,62%	15,28%

Valorización de las inversiones

El reglamento interno de **FM Solvente BancoEstado** expresa que las cuotas del fondo se valorizan diariamente y según la legislación vigente.

De acuerdo a las disposiciones contenidas en la Circular N°1997, toda la información de los estados financieros de los fondos mutuos debe hacerse en base a las normas internacionales de contabilidad (NIC, IAS según sus

siglas en inglés) y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, IFRS en sus siglas en inglés) y sus correspondientes interpretaciones, en adelante IFRS, emitidas por el *International Accounting Standards Board* (IASB), lo que implica que toda valorización de los activos presentes en las carteras de los fondos mutuos debe seguir los criterios e interpretaciones de IFRS, además de las normas circulantes emitidas por la CMF.

Según lo establecido en normativa vigente IFRS los activos financieros deben ser valorados a “valor razonable”, definido como la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelar un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua.

Para determinar la valorización y como lo dicta la Norma de Carácter General N°376 de 2015 por la CMF, la administradora debe contar con una fuente de información periódica de precios. Además, dicha periodicidad deberá guardar relación directa con el plazo de rescate de cada fondo en particular y la fuente de precios debe dar garantías respecto a su independencia y fiabilidad.

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 (valor que en los hechos tiende a representar un valor razonable), teniendo las administradoras de fondos las siguientes obligaciones:

- a) 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. El reporte y registro diario de la brecha existente entre el valor de la cartera y el valor de mercado son responsabilidad del área de riesgo de la AGF BancoEstado. La circular ha definido ciertos límites para las brechas de valorización, los cuales, en caso de ser alcanzados, gatillan un procedimiento adicional de ajuste de tasas definido por la AGF. Este ajuste es calculado automáticamente por el proveedor oficial de precios *RiskAmerica*⁵.
- b) 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 los referidos 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.
- c) 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. Dentro de este contexto, el área de riesgo de mercado de la AGF es quien se encarga mensualmente de la realización de las pruebas, quien posteriormente presenta los resultados obtenidos al Comité Mensual de Inversiones.
- d) 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.

Hay que mencionar que en lo relativo a la valorización de instrumentos de renta fija de largo plazo, se utiliza *RiskAmerica*, entidad independiente que entrega el precio de mercado de los instrumentos anteriormente señalados. Dicho servicio es un estándar de valorización en la industria de fondos mutuos. Se reconoce que la eventual baja liquidez de algunos títulos de deuda podría afectar la representatividad de los precios y, por ende, la valorización de las cuotas.

⁵ *RiskAmerica*, 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.

El modelo de valorización utilizado por *RiskAmerica* toma en consideración:

- El precio observado en el mercado de los instrumentos financieros ya sea derivado a partir de observaciones o modelaciones.
- El riesgo de crédito presentado por el emisor de un instrumento de deuda.
- Las condiciones de liquidez y profundidad de los mercados correspondientes.

Dentro de la AGF, el proceso de valorización es controlado por el área de riesgo.

La valorización se efectúa con el “sistema de precio de mercado único de instrumentos de deuda para portafolios de fondos mutuos” (SUP), proporcionado por *RiskAmerica*. El proceso de valorización es realizado por el área de Procesos y Control de la AGF y es controlada por el área de Riesgo a través de controles de segundo nivel establecidos para tal efecto.

Pérdida esperada y riesgo del fondo

Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, la Ilustración 4 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*”, los que a noviembre de 2021 representaban un 96,63%.

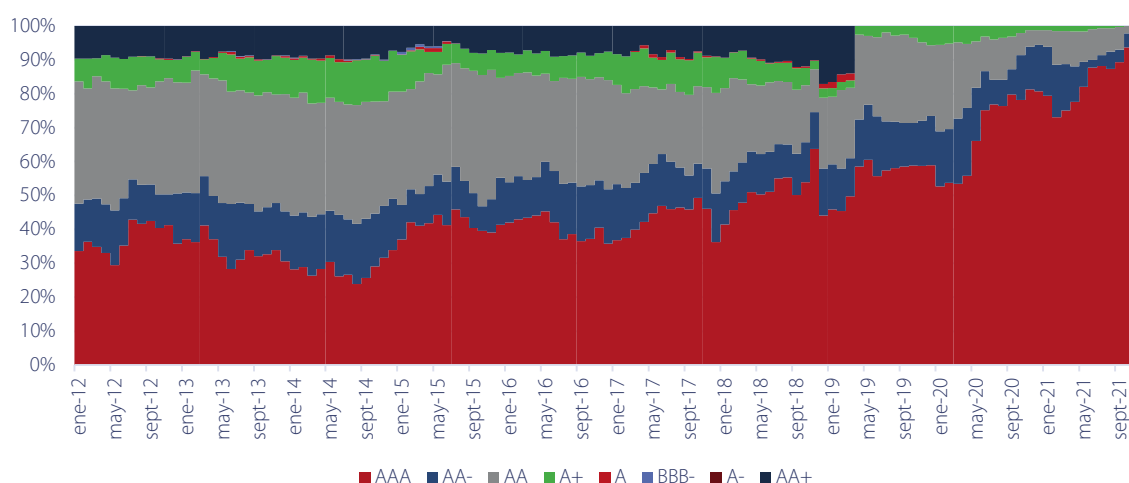


Ilustración 4: Clasificación de riesgo por emisores

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra, mayoritariamente, en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “*Categoría AA-*” o superior, 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.

Según las pérdidas asociadas por *Humphreys* a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera a noviembre de 2021, esta tendría —para un horizonte de doce meses— una pérdida esperada del orden del 0,000095%, (se debe tener presente que la duración de la cartera es menor a un año). Al analizar el desempeño del indicador de pérdida esperada de los últimos 24 meses, se observa que ha variado entre el 0,000095% y el 0,000744%, con un promedio en torno al 0,000406%, 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.

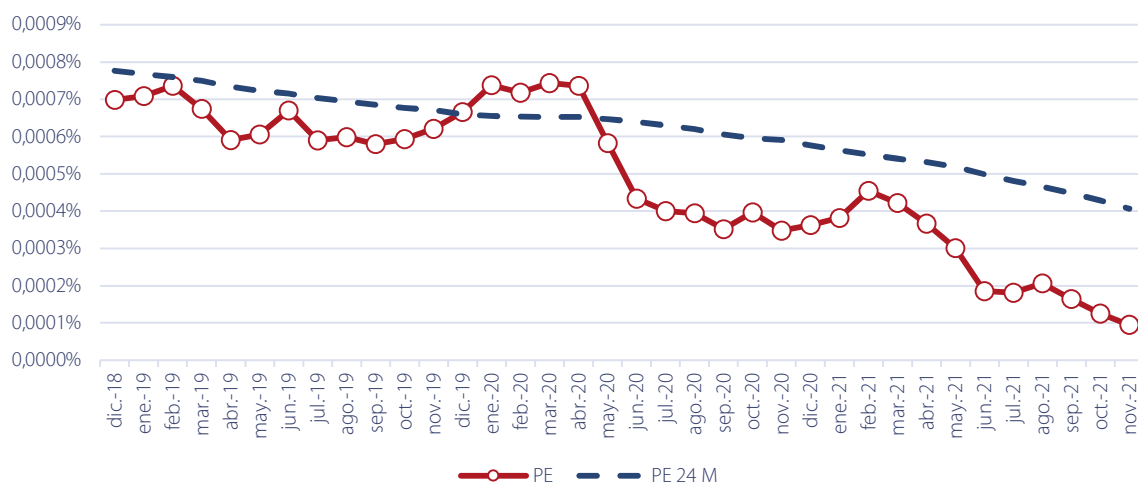


Ilustración 5: Pérdida esperada de la cartera

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 37 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 99,72%, por lo que el riesgo de mercado se encuentra acotado.

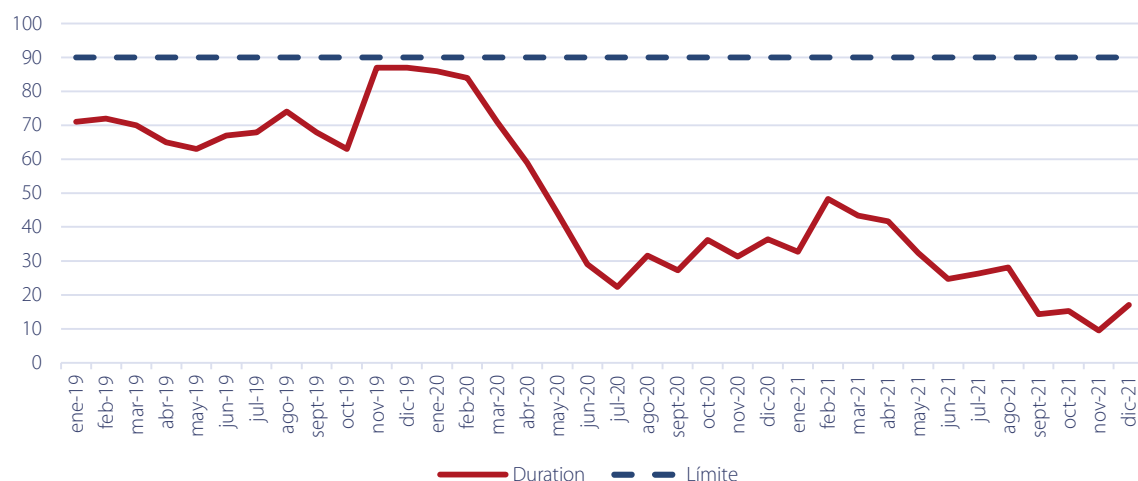


Ilustración 6: Duration de los activos del fondo

"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."