



Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

Analista  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56) 22433 5200  
eduardo.valdes@humphreys.cl

## **Fondo Mutuo BBVA Bonos Latam**

Agosto 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Clasificación cuota	Afm <sup>1</sup>
Riesgo de mercado	M6
Tendencia	Estable <sup>2</sup>
Estados Financieros	31 de diciembre de 2014 <sup>3</sup>
Administradora	BBVA Asset Management

## Opinión



### Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA Bonos Latam (FM Bonos Latam)**, comenzó sus operaciones en octubre de 2002, corresponde a un fondo mutuo tipo 3 y es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante BBVA Asset Management), sociedad filial del Banco BBVA, entidad bancaria clasificada en "Categoría BBB", en escala global.

El objetivo primario del fondo mutuo, de acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, es la inversión en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, tanto nacionales como extranjeros, 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 invierte un mínimo de 80% de sus activos en instrumentos de deuda nacionales y de países latinoamericanos, con inversiones orientadas al mediano y largo plazo.

Según información al 30 de junio de 2015, el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 11,7 millones, con un promedio de US\$ 12,3 millones para los últimos doce meses.

**Humphreys** subió la clasificación del fondo desde "Categoría A-fm" a "Categoría Afm", y modificó su tendencia desde "Favorable" a "Estable<sup>4</sup>", principalmente, por la baja que experimentó su indicador de pérdida esperada en marzo de 2014<sup>5</sup> y que se ha mantenido hasta la fecha. En efecto, el indicador de pérdida esperada pasó desde un promedio de 2,7449% en 2013, a 0,7364% en los últimos doce meses. Lo anterior es explicado principalmente por el aumento en la concentración de emisores clasificados en "Categoría A-" o superior, desde 67,83% a 87,56% de la cartera en el mismo período.

Entre las fortalezas del **FM Bonos Latam** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría Afm", destacan las características propias de la cartera de inversiones, que se traduce en un fondo de riesgo moderado. También se considera la aceptable liquidez del fondo, cuya cartera está compuesta principalmente por bonos nacionales y extranjeros que poseen mercados secundarios, la baja

<sup>1</sup> Clasificación anterior: A-fm.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Favorable.

<sup>3</sup> Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de junio de 2015 (cartera de inversiones, valores cuota).

<sup>4</sup> Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

<sup>5</sup> El indicador de pérdida está relacionado con el *rating* y *duration* de los títulos de renta fija.

---

incidencia en el patrimonio de sus aportantes, que beneficia la liquidez de sus cuotas, cuyo mecanismo de valoración diario es transparente y ampliamente utilizado en el mercado.

En la clasificación de las cuotas se incorpora como uno de los factores positivos a la administración de BBVA Asset Management, la que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para gestionar fondos, permitiendo presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas. Esto se refuerza por la experiencia de BBVA Asset Management en la administración de fondos mutuos, así como la experiencia de 18 años en administración de fondos mutuos de deuda de mediano y largo plazo. Adicionalmente, la clasificadora considera positivo el nivel de profesionales que posee la administradora, tanto en capacidad como en integración con el resto del grupo.

En paralelo, el proceso de clasificación incorpora el tratamiento y manejo de los eventuales conflictos de interés al interior de la sociedad administradora, el cual 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 BBVA Asset Management de manera equitativa para todos sus fondos mutuos, existiendo un manual interno que rige el accionar y operatividad en caso de potenciales conflictos entre fondos, de fondos con sus clientes y de la administradora con otras líneas de negocio relacionadas al grupo.

El riesgo de mercado del fondo es clasificado en *M6*, producto del elevado plazo de duración de las inversiones del fondo, que aumentan su riesgo ante variaciones en la tasa de interés, a lo cual se suma la exposición a las variaciones cambiarias. A la fecha del presente informe, la totalidad de los activos del fondo se encontraban expresados en dólares.

El fondo ha sobrepasado en pocas ocasiones los límites por emisor que le impone su reglamento. Estos excesos han sido pasivos (debido a disminuciones en el patrimonio administrado) y se han solucionado a la brevedad y dentro de los plazos establecidos en la Ley. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 2.684 días en los últimos tres años.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica “*Estable*<sup>6</sup>”, producto principalmente de que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioro en su nivel de riesgo y que la sociedad administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

---

<sup>6</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

### Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

#### **Fortalezas centrales**

- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos Tipo 3.

#### **Fortalezas complementarias**

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Adecuados equipos de trabajo.
- Cartera de inversiones con instrumentos de riesgo moderado.
- Aceptable 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 el tipo de cambio y tasa de interés.

## Definición de categorías de riesgo

### **Categoría Afm**

Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

### **Categoría M6**

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

## Antecedentes generales

### Administración del fondo

El **FM Bonos Latam** es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco BBVA Chile (99,9% es propiedad de Banco BBVA Chile y 0,1% de BBVA Asesorías Financieras S.A.). El banco, a su vez, pertenece al grupo BBVA, grupo español con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos, presente en Chile a través Forum Servicios Financieros, y BBVA Seguros de Vida.

Durante junio de 2015, BBVA Asset Management administró un total de 40 fondos, de los cuales 38 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.492 millones, lo que correspondió a un 3,3% de participación de mercado en ese rubro.

A esa fecha, los fondos de mediano y largo plazo representaban el 8,8% de los fondos mutuos administrados por la AGF, precedidos de los fondos de libre inversión que llegaban a 9,3%. Entre los fondos tipo 3, BBVA Asset Management mostraba una participación de 1,0% del mercado.

La tabla siguiente presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la Sociedad al 30 de junio de 2015:

**Cuadro 1: Distribución de fondos administrados**

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	65,9%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	8,4%
Mediano y largo plazo	8,8%
Mixto	Sin fondos
Capitalización	3,0%
Libre inversión	9,3%
Estructurados	4,6%
Calificados	Sin fondos

## Estructura organizacional

El directorio de la sociedad está compuesto por cinco miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos 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.

A continuación se presentan los miembros que conforman el directorio de la administradora en la actualidad:

**Tabla 2 : Directorio BBVA Asset Management AGF**

Directorio	
Mauricio Fuenzalida Espinoza	Presidente
Aldo Zegers Undurraga	Director
Rodrigo Petric Araos	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director
Luis Javier Blas Agueros	Director

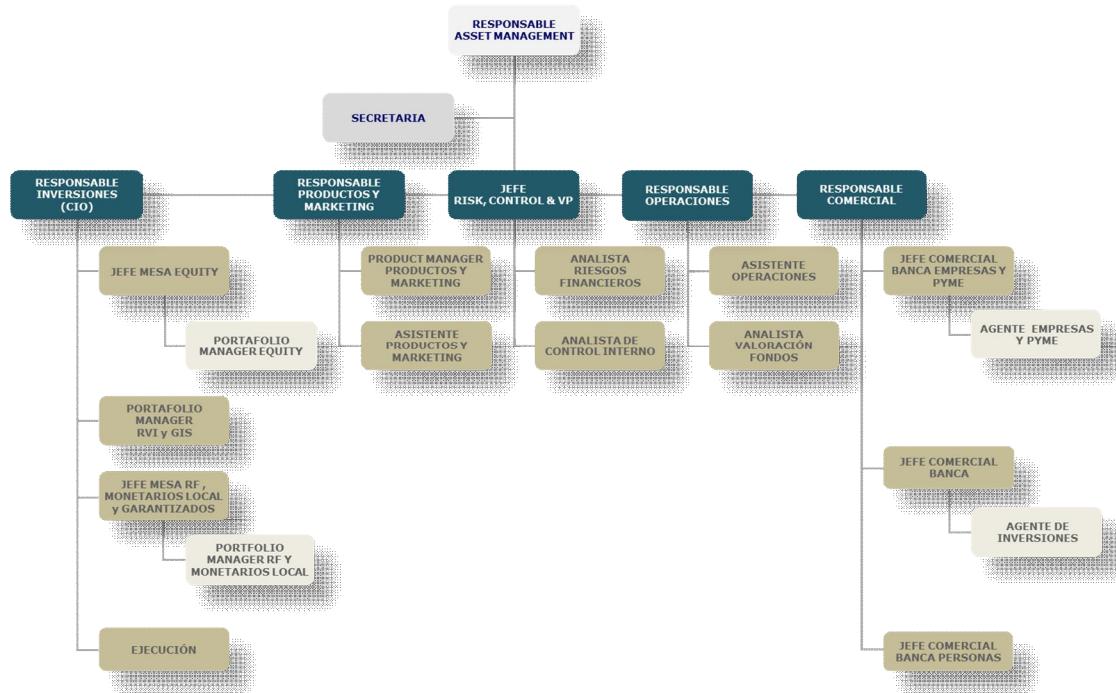
El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Rio, quien asumió el cargo en marzo de 2012, y cuenta con una vasta experiencia en el grupo. Su objetivo principal es la planificación estratégica y táctica de la empresa, así como supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de BBVA 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.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:

**Figura 3: Estructura organizacional BBVA Asset Management AGF**



Para obtener mayor información acerca de la administradora, visite nuestra página web ([www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)), donde se encuentra un análisis detallado en el Informe de Clasificación de BBVA Asset Management.

## Fondo y cuotas del fondo

### 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 duración máxima de 3.650 días, con el objetivo 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. Las inversiones están orientadas al mediano y largo plazo.

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

- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a "Categoría B", "N-2", 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 (SVS) 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.
- Mantener una cartera de inversiones con una duración mínima de 1.278 días y una duración máxima de 3.650 días.
- Mantener hasta un 20% del activo total como disponible, ocasionalmente y por causas de las propias operaciones del fondo, de manera temporal y por un período inferior a 30 días.
- Operar con instrumentos financieros derivados, o realizar otras operaciones que autorice la SVS.
- Un límite máximo de inversión por emisor de 20% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por grupo empresarial de 30% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por entidades relacionadas de 30% del activo del fondo.
- Un 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.
- Un límite máximo de la deuda del Estado de Chile de 25%.

El fondo no puede invertir en cuotas de fondos mutuos administrados por la AGF o personas relacionadas, ni en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la AGF, 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 pesos chilenos, 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, compuesta en su mayoría por bonos de empresas extranjeras y bonos emitidos por estados y bancos centrales extranjeros (72,46% y 13,68% promedio en los últimos dos años respectivamente), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo local equivalente a "Categoría B" o superior (en junio de 2015, la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, y un 89,32% alcanzaba una clasificación igual o superior a "Categoría A-" o superior), lo que está dentro de las exigencias establecidas en su reglamento. La cartera ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en un *duration* promedio de 2.483 días para los últimos dos años.

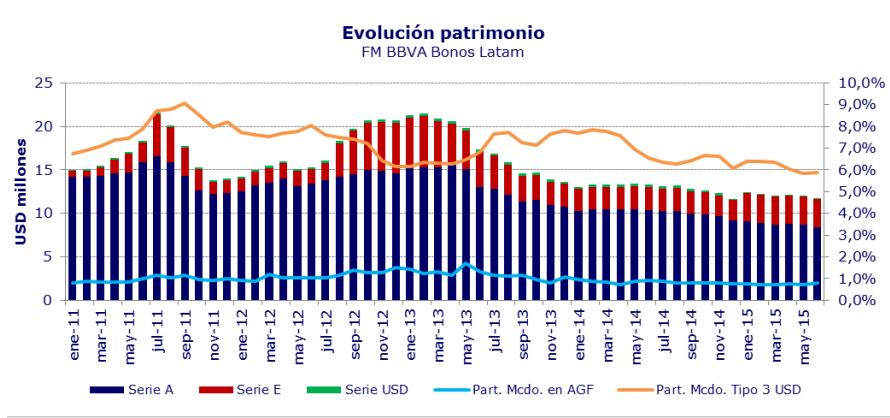
El reglamento interno del fondo otorga la posibilidad de invertir en derivados y adquirir instrumentos con retroventa, los cuales implican riesgos adicionales. En la práctica la cartera ha sido administrada de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido en un nivel moderado a lo largo de los últimos años y se ha concretado en instrumentos nominados en dólares, que han representado un promedio de 96,8% de la cartera para los últimos dos años.

## Composición del fondo

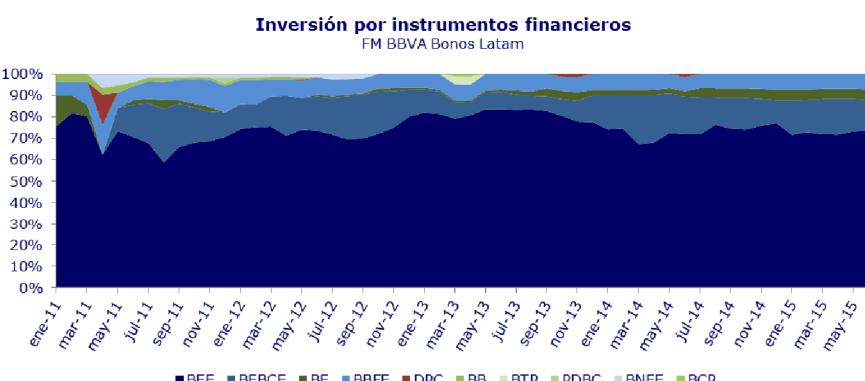
El **FM Bonos Latam** se compone de cuatro series de cuotas, las cuales se diferencian por requisito de ingreso y/o remuneración cobrada por la AGF. Estas series son las siguientes:

- **Serie A** : Para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie E** : Para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 20.000.
- **Serie USD** : Para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 100.
- **Serie Institucional** : Para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 300.000.

Al 30 de junio de 2015, el fondo presentó un tamaño aproximado de US\$ 11,7 millones, compuesta principalmente por la Serie A, que representó un 74% del patrimonio a esa fecha. En términos generales el fondo ha ido disminuyendo el valor de su patrimonio, pasando desde un promedio de US\$ 14,1 millones entre julio de 2013 y junio de 2014, a US\$ 12,3 millones en los últimos doce meses.



La participación del **FM Bonos Latam** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 3 en dólares) se ha mantenido entre 5,8% y 6,7% en los últimos doce meses. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a bonos de empresas extranjeras. El cuadro siguiente muestra el comportamiento de las principales inversiones:



**Cuadro 4: Composición cartera**

Instrumento	Promedio anual				
	2011	2012	2013	2014	2015
BEE : Bonos de empresas extranjeras	65,51%	69,05%	78,17%	71,80%	69,70%
BEBCE : Bonos del Estado y Banco Central Extranjero	15,13%	15,10%	8,12%	15,90%	14,96%
BE : Bonos de empresas nacionales	4,33%	0,88%	1,83%	3,45%	4,68%
BBFE : Bonos de Bancos y Financieras extranjeras	8,83%	7,53%	7,06%	6,90%	6,84%
DPC : Depósitos a corto plazo	13,34%	0,62%	1,40%	1,46%	
BB : Bonos bancarios	2,14%	1,00%			
BTP : Bono Tesorería General de la República en pesos			3,72%		
PDBC : Pagarés descontables Banco Central	2,75%				
BNNE : Bonos empresas nacionales emitidos en el extranjero	2,66%	1,72%			
BCP : Bonos Banco Central en pesos			1,05%		

En lo que se refiere a la concentración por emisores (no más de 10% del activo hasta diciembre de 2014, y a contar de 2015, no más de 20% del activo), el fondo ha sobrepasado en pocas ocasiones el máximo por emisor establecido en su reglamento interno, y debido al aumento en la concentración permitida a contar de 2015, no ha habido excesos durante el semestre. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que hacen que aumente la importancia relativa de algunas inversiones. La política interna apunta a solucionar estos excesos a la brevedad y dentro de los plazos legales.

## Manejo de los conflictos de interés

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, BBVA Asset Management cuenta con el "Manual de manejo de información de interés para el mercado Grupo BBVA", en el que se establecen los criterios generales y específicos para su manejo (además de cumplir con las restricciones establecidas por la ley y el correspondiente reglamento).

Dentro de este contexto, BBVA Asset Management norma las actividades de sus empleados al momento de gestionar patrimonios por cuenta de terceros a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar el cumplimiento de las normas. La finalidad del manual es dar un marco de acción adecuado para la toma de decisiones de inversión cuando existen posibles variables que inciden de forma similar entre distintos fondos, así como, dar las herramientas para garantizar un trato igualitario de los participes, independiente de su fondo y, por último, dar a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar los posibles conflictos de interés que surjan, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

El departamento de control interno de la administradora realiza fiscalizaciones en función de los riesgos asociados a cada unidad operativa que pueda ser susceptible de generar conflicto de interés.

De acuerdo con la política enunciada por la administradora, en caso que un conflicto de interés no haya podido prevenirse, debe resolverse garantizando una igualdad de trato, y actuar de modo transparente y diligente en favor de sus clientes, cuidando tanto de los recursos de los partícipes como los propios y priorizando sus intereses.

## Remuneración y comisiones

La remuneración de la administradora 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 corresponda liquidar ese día, es decir, aquellos solicitados antes del cierre de las operaciones. La remuneración para las distintas series es la siguiente:

**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 de comisiones se aplica solo a las series Institucional y USD, y varía en función al período de permanencia del fondo, lo que se puede ver en el siguiente cuadro:

**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

En cuanto a los gastos de operación del fondo, son de hasta un 0,4% anual sobre el patrimonio del fondo.

Según lo informado por la administradora, el fondo había recaudado US\$ 91,6 mil durante por concepto de remuneración durante el primer semestre de 2015 (US\$ 204 mil durante el período 2014).

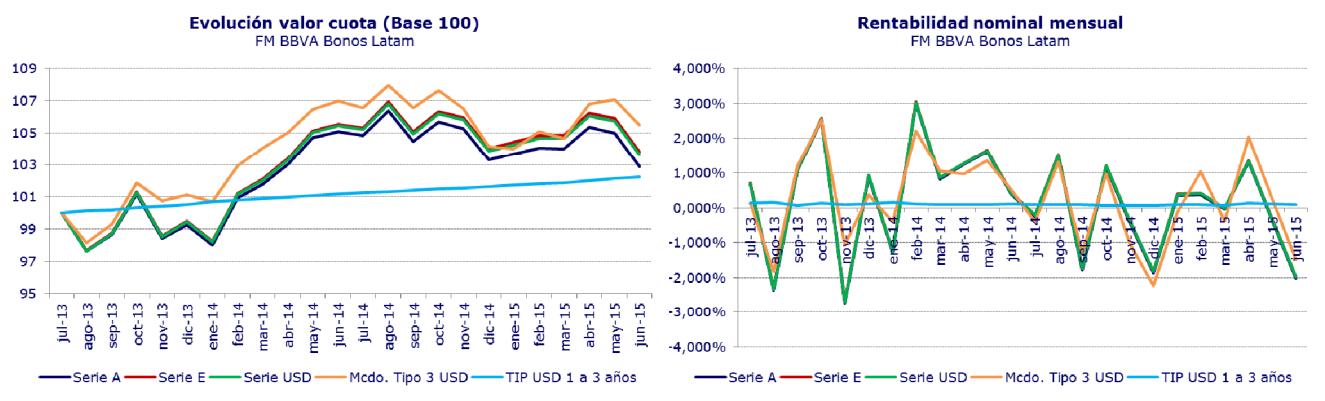
## Política de endeudamiento<sup>7</sup>

El reglamento interno del fondo señala que la administradora, ocasionalmente, podrá contraer deuda por cuenta del fondo, con el propósito de financiar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS, hasta por un monto equivalente al 20% de su patrimonio y con un plazo de vencimiento de hasta 365 días. De acuerdo con lo informado por la administradora, durante junio de 2015, el fondo no presentó obligaciones bancarias.

## Comportamiento del fondo y las cuotas

### Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, la rentabilidad del fondo ha evolucionado de forma inferior respecto a la rentabilidad promedio del mercado de fondos mutuos tipo 3 en dólares, y con una mayor volatilidad en relación a la TIP USD de 1 a 3 años (Tasa Interbancaria Promedio entre 1 y 3 años, para operaciones en dólares). En la práctica, la rentabilidad promedio ponderada de sus series alcanzó un 0,156% mensual durante los últimos 24 meses, mientras que el mercado de fondos tipo 3 en dólares y la TIP USD de 1 a 3 años mostraron un promedio de 0,229% y 0,097% mensual. El gráfico que sigue, muestra la evolución de la rentabilidad todas las series fondo, junto con el rendimiento de la TIP USD de 1 a 3 años y el de mercado de fondos tipo 3 en dólares.



A continuación se muestra un análisis de rentabilidad riesgo para el fondo en relación a la TIP USD de 1 a 3 años y los fondos tipo 3 en dólares de la industria.

<sup>7</sup> El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

**Cuadro 7: Rentabilidad mensual FM Bonos Latam**

FM Bonos Latam	Serie A	Serie E	Serie USD	Tipo 3 USD Mercado	TIP USD 1 a 3 años
Rentabilidad mes actual	-2,013%	-1,974%	-1,983%	-1,478%	0,094%
Rentabilidad mes anterior	-0,346%	-0,305%	-0,315%	0,279%	0,097%
Últimos seis meses	0,951%	0,991%	0,982%	0,945%	0,105%
Últimos 12 meses	-0,176%	-0,136%	-0,145%	-0,117%	0,087%
Rentabilidad YTD 2015	-0,070%	-0,030%	-0,039%	0,221%	0,097%
Des Est (24 meses)	1,524%	1,525%	1,525%	1,296%	0,024%
Promedio (24 meses)	0,146%	0,187%	0,177%	0,229%	0,097%
C. Variación (24 meses)	10,41	8,17	8,60	5,66	0,25

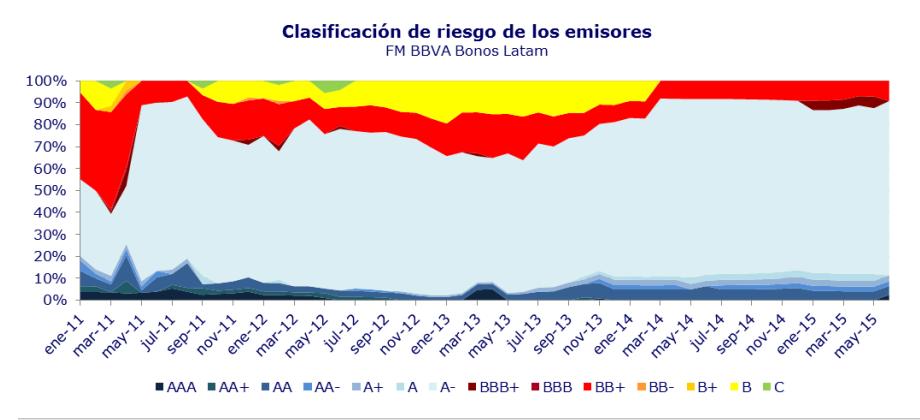
## Volatilidad del fondo

La mayor parte de la cartera se encuentra invertida en instrumentos clasificados en "Categoría A-" o superior (en promedio, durante los últimos dos años, un 72,4% de la cartera presentaba dicha clasificación). Sin embargo, para ese mismo período existe un porcentaje no menor de la cartera, equivalente al 24,9%, que está clasificado en categorías de menor riesgo. Dado lo anterior, es posible presumir que la cartera presenta un riesgo por *default* aceptable, por lo que es bajo el riesgo de cambio en el valor del fondo por efecto de pérdidas en uno o más activos por incumplimiento de los respectivos emisores.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a junio de 2015, ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,7960%, fluctuando entre 0,6429% y 0,7960% en el último año (se debe tener presente que durante los últimos doce meses, la cartera ha tenido un *duration* promedio de 2.587 días). Como se puede apreciar en el gráfico siguiente, el indicador de pérdida ha disminuido, y desde marzo de 2014 ha promediado 0,7350% (durante el año 2013, este indicador promedió 2,7449%), lo que se debe la mayor concentración de instrumentos de menor riesgo (en promedio, durante 2013, un 74,2% de la cartera se encontraba clasificada en "Categoría A-" o superior, cifra que promedió 87,1% durante el primer semestre de 2015). A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **FM Bonos Latam**.



Para analizar a través del tiempo el cambio en el riesgo crediticio de la cartera, se muestra a continuación la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor:



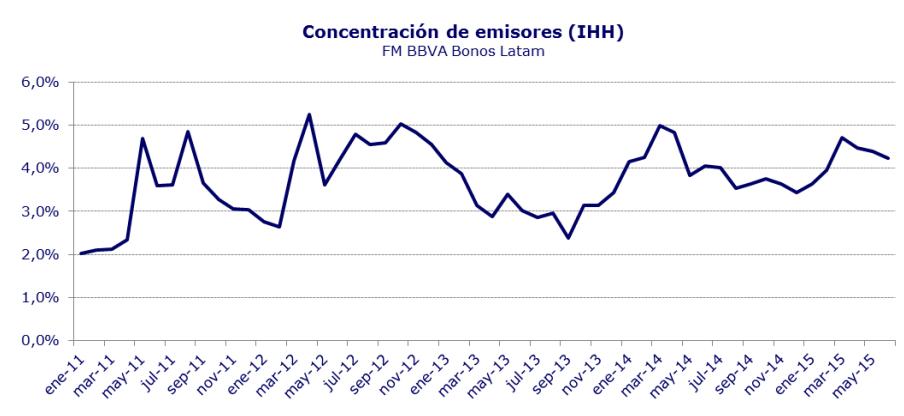
A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que ha privilegiado emisores clasificados en "Categoría A-", que en junio de 2015 representaron el 78,14% del portafolio.

## 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° 1.328, 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 SVS debe establecer en cada caso las condiciones y plazos en que debe procederse para 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, limitando aspectos tales como grado de concentración por emisor y por grupo empresarial. En junio de 2015, el fondo estaba compuesto por 31 emisores, que individualmente promediaron el 3,17% de los activos del fondo (un total de 98,3% de dichos activos). El siguiente gráfico muestra la evolución del índice de Herfindahl e Hirschman<sup>8</sup> (IHH) que mide el grado de concentración del fondo por emisor.

<sup>8</sup> Este índice se calcula elevando al cuadrado la participación individual de los emisores del fondo, y luego sumando esas cantidades. El resultado varía entre 0 (menos concentrado) y 1 (más concentrado).



En lo referente a la concentración por emisor (no más de 20% del activo a contar del año 2015, y de 10% para los años anteriores), durante el primer semestre de 2015, el fondo ha cumplido con lo estipulado en su reglamento interno. Sin embargo, en períodos anteriores, cuando el límite máximo de inversión por emisor alcanzaba el 10%, el fondo incumplió el nivel de concentración permitido, situación que es transversal a la industria de fondos mutuos, aunque se reconoce que en este caso el número de incumplimientos fue mínimo. Los mencionados incumplimientos son "pasivos", dado que un operador no tiene permitido comprar papeles de un emisor si este se encuentra en el límite máximo de inversión; si se produjese un incumplimiento "activo" es causal de sanciones. Los excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que hacen que aumente la importancia relativa de inversiones específicas; en dichos casos BBVA Asset Management tiene como política solucionar estos excesos a la brevedad. A continuación se presenta la conformación de los principales emisores del fondo desde diciembre de 2011:

**Cuadro 8: Mayores emisores del fondo**

Institución	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Fed Republic of Brazil	6,18%	7,04%	8,79%	6,86%	8,92%
United Mexican States	6,26%	11,20%	1,67%	0,00%	8,23%
Empresa Nacional del Petróleo	0,00%	1,76%	3,14%	3,75%	6,82%
Republic of Colombia	4,10%	5,28%	2,96%	3,62%	5,08%
Comisión Federal de Electricidad	0,00%	0,00%	1,46%	1,84%	4,83%
GTL Trade Finance Inc.	1,95%	2,75%	4,15%	4,76%	4,70%
México Generadora de Energía	0,00%	2,56%	3,50%	4,20%	4,18%
Republic of Panama	3,48%	2,46%	3,38%	4,11%	4,05%
<b>Sub-Total</b>	<b>21,96%</b>	<b>33,04%</b>	<b>29,04%</b>	<b>29,12%</b>	<b>46,80%</b>
<b>Ocho mayores emisores</b>	<b>38,42%</b>	<b>51,63%</b>	<b>38,13%</b>	<b>38,17%</b>	<b>46,80%</b>

## Liquidez de la cuota

Cualquier participante tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo; sin embargo, en la serie Global se incrementa la comisión en caso de inversiones con permanencia inferior a un año. Las solicitudes de rescate se efectúan en las oficinas o sucursales de la administradora o de los agentes autorizados, mediante la firma de contratos de rescate de cuotas. El pago de los rescates se hace en dinero efectivo, vale vista bancario, cheques o bien mediante transferencia electrónica, dentro de un plazo no mayor a un día hábil bancario, 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).

También, cabe agregar, que en la trayectoria del fondo, que incluye condiciones de mercados disímiles (por ejemplo *post Lehman Brothers*), nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes.

Los aportantes del fondo tienen una baja incidencia en cuanto a presionar la liquidez del fondo, dado que la capacidad de retiro de cada uno no es muy elevada. A junio de 2015 el fondo contaba con más de 720 participes. A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

**Cuadro 9: Importancia de los mayores aportantes en el fondo**

Peso relativo aportante	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
1°	4,82%	11,20%	13,26%	15,03%	14,90%
2°	3,76%	5,53%	5,62%	6,35%	6,84%
3°	3,31%	3,70%	1,75%	1,99%	6,28%
4°	2,95%	2,64%	1,60%	1,72%	1,93%
5°	1,53%	1,77%	1,54%	1,62%	1,70%
6°	1,46%	1,45%	1,52%	1,54%	1,60%
7°	1,37%	1,18%	1,43%	1,45%	1,44%
8°	1,31%	1,05%	1,39%	1,37%	1,32%
9°	1,30%	1,03%	1,36%	1,34%	1,28%
10°	1,23%	1,01%	1,29%	1,29%	1,27%
<b>Total</b>	<b>23,04%</b>	<b>30,55%</b>	<b>30,76%</b>	<b>33,69%</b>	<b>38,55%</b>

## Liquidez del fondo

A la fecha de la clasificación, la cartera de inversiones estaba conformada por bonos, principalmente extranjeros (bonos de empresas extranjeras, soberanos y bonos de instituciones financieras extranjeras), que promediaron un 93,03% durante los últimos 24 meses, los cuales poseen mercados secundarios, lo que le da liquidez al fondo.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a US\$ 541.968, equivalente al 3,5% de valor del fondo a esa fecha.

## Valorización de las cuotas

En conformidad a la normativa vigente contenida en las circulares N°1.218 y N°1.579, emitidas por la SVS, los instrumentos de deuda nacional y extranjera son valorizados diariamente a mercado utilizando la información de precios y tasas proporcionados por la unidad de investigación financiera RiskAmerica<sup>9</sup>, encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

El modelo de valorización utilizado por RiskAmerica toma en consideración lo siguiente:

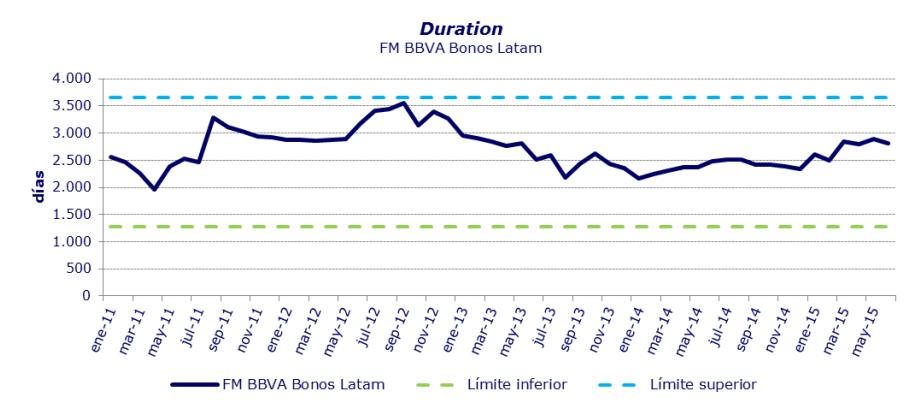
- El precio observado en el mercado de los instrumentos financieros, ya sea derivado a partir de observaciones u obtenido a través de modelaciones.
- El riesgo de crédito presentado por el emisor de un instrumento de deuda.
- Las condiciones de liquidez y profundidad de los mercados correspondientes.

Respecto de los instrumentos financieros derivados que mantiene el fondo (contratos *forwards*, definidos en la NCG N°204, emitida por la SVS), estos son valorizados diariamente de la siguiente forma:

- Se obtiene la curva de puntos *forward*, desde un terminal Bloomberg, la cual se interpola linealmente en base a los puntos forward de cada contrato vigente.
- El tipo cambio *spot* utilizado es el informado por el Banco Central de Chile y, en el caso de que este no informe, se utiliza el informado a través del terminal Bloomberg.

El tipo de cambio a utilizar en la valorización se determina sumando al tipo de cambio *spot* los puntos *forwards* calculados.

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



<sup>9</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.

---

*"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 auditoria practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla 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

### Contrato de derivados

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

1. El fondo invertirá en derivados con el objeto de cobertura de riesgos e inversión.
2. Para estos efectos los contratos que podrá celebrar el fondo serán *futuros* y *forwards*.
3. Las operaciones que podrá celebrar el fondo con el objeto de realizar inversiones en derivados serán compra y venta.
4. Los activos objeto de los contratos a que se refiere el punto 2 anterior serán monedas, índices, tasas de interés e instrumentos de renta fija.
5. Los contratos *forward* se realizarán fuera de los mercados bursátiles (en mercados OTC) y los contratos futuros se realizarán en mercados bursátiles.
6. No se contemplan para este fondo límites adicionales, más restrictivos o diferentes que aquellos que determina la NCG N°204 o aquella que la modifique y/o reemplace, de la SVS.

Este Fondo tiene previsto operar con instrumentos financieros derivados, con la finalidad de cobertura o como inversión. Estos instrumentos implican riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que llevan, lo que las 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 SVS.	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 SVS.	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 SVS.	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

### NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°308 (EXTRACTO)

#### A todas las sociedades que administran fondos mutuos

Esta Superintendencia, en uso de sus facultades, y en virtud de los dispuesto en el párrafo segundo del N°1) del artículo 13 del D.L N°1.328 de 1976, ha estimado pertinente impartir las siguientes instrucciones respecto a las condiciones e información mínima que deberán cumplir los instrumentos y bienes en los que podrán invertir los fondos mutuos.

#### I. MERCADOS EN QUE PODRÁ INVERTIR

La inversión de los fondos mutuos, podrá realizarse en los instrumentos y bienes autorizados por el D.L. N° 1.328 de 1976, o certificados representativos de ambos, en la medida que esos instrumentos, bienes y certificados, sean adquiridos en mercados que cumplan con los siguientes requisitos mínimos:

- a) Que el regulador del mercado de valores del país respectivo sea miembro de IOSCO y que tal regulador haya suscrito el Anexo A o B del acuerdo de entendimiento multilateral de ese organismo (MMOU).
- b) Que el mercado no tenga restricciones permanentes que limiten la libre salida de capitales y las ganancias que éstos originen, que impidan a la administradora liquidar las inversiones y efectuar la remesa correspondiente en un plazo máximo de 10 días.
- c) Que la Jurisdicción o estado respectivo sea miembro del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI - FATF) o de alguna organización intergubernamental de base regional equivalente, destinada a combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, tales como GAFISUD y GAFIC, entre otros, y que no estén considerados por esos organismos, como países o territorios sobre los cuales se deban aplicar contramedidas para proteger el sistema financiero internacional del riesgo del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo proveniente de dichas jurisdicciones, y siempre que tampoco figuren en la nómina de "países o territorios considerados como paraísos fiscales o regímenes fiscales preferenciales nocivos", elaborada periódicamente por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, u OECD por sus siglas en inglés).

#### II. DE LOS INSTRUMENTOS, BIENES Y CERTIFICADOS

La inversión de los fondos mutuos, deberá efectuarse en los instrumentos, bienes o certificados representativos de ambos, que cumplan las siguientes condiciones:

- a) El emisor del instrumento o certificado, o las transacciones del instrumento y certificado respectivo, debe estar sometido a la fiscalización de un organismo público o privado de similar competencia a la SVS.

- 
- b) En caso de contratos, será la contraparte del fondo, la operación o el contrato mismo, quien deberá encontrarse bajo la fiscalización de alguno de los organismos mencionados anteriormente.
  - c) Sólo se podrá adquirir bienes, o certificados sobre bienes, que cuenten con un mercado primario o secundario formal que haya establecido un mecanismo de estandarización o patrón para su transacción, y un sistema de verificación de la consistencia entre el bien negociado y el patrón correspondiente.

Se exceptuará del cumplimiento de los requisitos establecidos en las letras anteriores, la inversión en títulos de deuda emitidos por el Gobierno Central, tesoro Público, Tesorería General, Ministerios, Banco Central y agencias gubernamentales de Estados o Jurisdicciones que cumplan las condiciones señaladas en la sección I de esta norma, o por el Banco Central de esos estados.

Adicionalmente, la administradora deberá contar con acceso a una fuente de información diaria de volúmenes, precios y transacciones de los instrumentos, bienes y certificados que le permitan determinar correctamente el valor de mercado de la inversión del fondo.

### **III. PÉRDIDA DE CONDICIONES O CARACTERÍSTICAS**

Si un mercado, instrumento, bien o certificado pierde alguna de las condiciones o características establecidas en la presente normativa, los instrumentos o bienes afectados, o los certificados correspondientes, deberán ser enajenados en un plazo máximo de 30 días hábiles contado desde el día en que se produjo la pérdida de la condición, salvo que en dicho plazo la recuperase, debiendo la sociedad administradora comunicar por escrito esos hechos a la SVS. Lo anterior, en un plazo máximo de 3 días hábiles contado desde la fecha en que tomó conocimiento del respectivo hecho.