



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analistas
Felipe Guerra T.
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
felipe.guerra@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Bonos Latam

Agosto 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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	A+fm ¹
Riesgo de mercado	M5
Tendencia	Estable
Estados Financieros	31 de diciembre de 2017 ²
Administradora	BBVA Asset Management

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA 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 BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante BBVA Asset Management), sociedad filial del Banco BBVA, entidad bancaria clasificada en "Categoría A-" en escala global.

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 30 de junio de 2018³ el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 10,05 millones, con un promedio de US\$ 10,70 millones para los últimos doce meses.

El aumento de clasificación para el **FM Bonos Latam** desde "Categoría Afm" a "Categoría A+fm" considera una mejora relativa de los instrumentos pertenecientes a la cartera de inversiones, en comparación con el riesgo local de Chile. En efecto, la cartera extranjera corresponde al 88,73% del activo, lo cual mejora su posición frente a fondos con activos principalmente locales.

Entre las fortalezas consideradas del **FM Bonos Latam**, para la clasificación de sus cuotas, 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). También se considera la aceptable liquidez del fondo, cuyo portafolio está compuesto principalmente por bonos nacionales y extranjeros, que poseen mercados secundarios. Además, dado que es acotada la incidencia de los aportantes en forma individual, se reduce la probabilidad de una eventual presión a la liquidez, por el retiro de uno o pocos partícipes. Junto con esto, se aprecia 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.

¹ Clasificación anterior: Afm.

² Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la CMF al cierre de junio de 2018 (cartera de inversiones, valores cuota).

³ Información entregada por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile (AAFMC).

La clasificación incorpora el hecho que es administrada por BBVA Asset Management, entidad con más de 20 años de operaciones con fondos mutuos y que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad para gestionarlos, permitiendo presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas.

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 BBVA Asset Management de manera equitativa para todos sus fondos mutuos, existiendo un manual interno que rige el accionar y la 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 se califica en *M5* por cuanto mantiene las características presentadas en la última evaluación, con una alta duración de la cartera (que ha disminuido en el último año) y aumentando el riesgo ante variaciones en la tasa de interés, a lo que se agrega la exposición a las variaciones cambiarias. Este riesgo ha sido atenuado, ya que la inversión total es realizada bajo el dólar de Estados Unidos, moneda funcional del fondo, que, solo recibe y paga en dólares.

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 duración 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 2.462 días en los últimos tres años (el promedio de la evaluación anterior fue de 2.568 días).

La perspectiva de clasificación en el corto plazo es "*Estable*⁴", ya que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

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.

⁴ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Resumen Fundamentos Clasificación (no considera riesgo de mercado)

Fortalezas centrales

- Experiencia y capacidad de gestión de la AGF, tanto general como en fondos Tipo 3.

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.
- Amplitud de límite en relación a riesgo de activos (fuertemente atenuado por políticas internas y evidencia de comportamiento pasado).

Definición de categorías 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 fondo⁵

El **FM Bonos Latam** es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial del 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, conglomerado español con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos, presente también en Chile a través de Forum Servicios Financieros y BBVA Seguros de Vida.

Durante junio de 2018 BBVA Asset Management administró un total de 30 fondos mutuos, con un patrimonio total administrado que ascendió, aproximadamente, a US\$ 1.620,3 millones, lo que correspondió a un 2,44% de participación de mercado.

⁵ La presente sección se basa en información otorgada por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile (AAFMM).

A esa fecha, los fondos de mediano y largo plazo representaban el 6,12% de los fondos mutuos administrados por la AGF, mientras que los de deuda de corto plazo menor a 90 días tenían la mayor participación, con un 61,6%.

La tabla siguiente presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados por la sociedad:

Cuadro 1: Distribución de fondos administrados

Distribución por tipo de fondos	
Deuda corto plazo menor a 90 días	61,59%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	19,58%
Mediano y largo plazo	6,12%
Mixto	Sin fondos
Capitalización	4,90%
Libre inversión	7,81%
Estructurados	Sin fondos
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:

Cuadro 2: Directorio BBVA Asset Management AGF

Directorio	
Andrés Velasco Luco	Presidente
Pablo Salgado Ramírez	Director
Rodrigo Petric Araos	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director
Paulina Las Heras Bugedo	Director

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

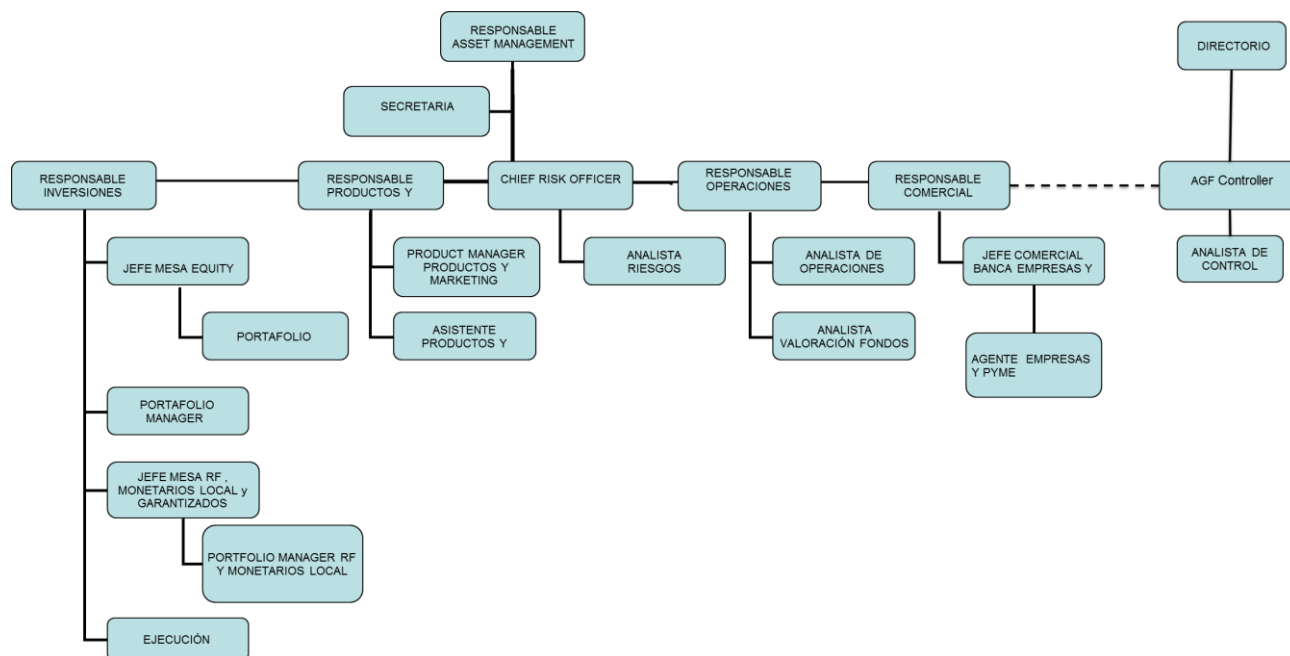
La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Río, quien asumió el cargo en marzo de 2012 y cuenta con una vasta experiencia en el grupo. Su objetivo principal es la planificación estratégica y táctica de la empresa, así como supervisar y controlar el normal desempeño de las 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:

Estructura organizacional BBVA Asset Management AGF



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 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.

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.
- 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, de manera temporal y por un período inferior a 30 días.
- 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 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 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 (64,53% y 14,62% 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 junio de 2018 la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, mientras que un 83,66% 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 2.419 días para los últimos dos años.

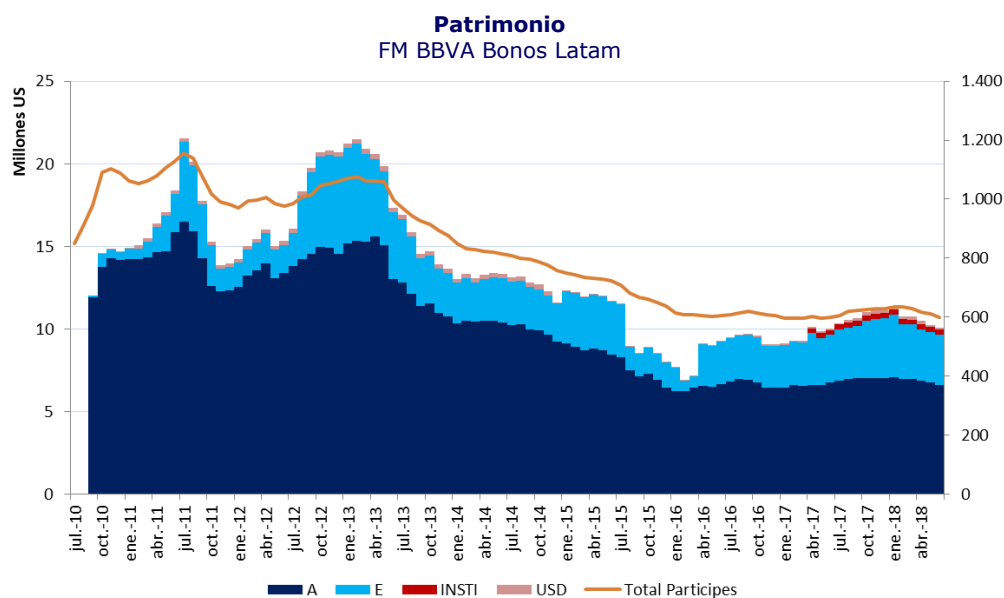
El reglamento interno del fondo otorga la posibilidad de invertir en derivados y adquirir instrumentos con retroventa, los cuales implican riesgos adicionales. En la práctica, la cartera ha sido administrada de tal manera, que su riesgo crediticio se ha mantenido en un nivel moderado a lo largo de los últimos años y concretado en instrumentos nominados en dólares, que han representado un promedio de 90,52% 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:

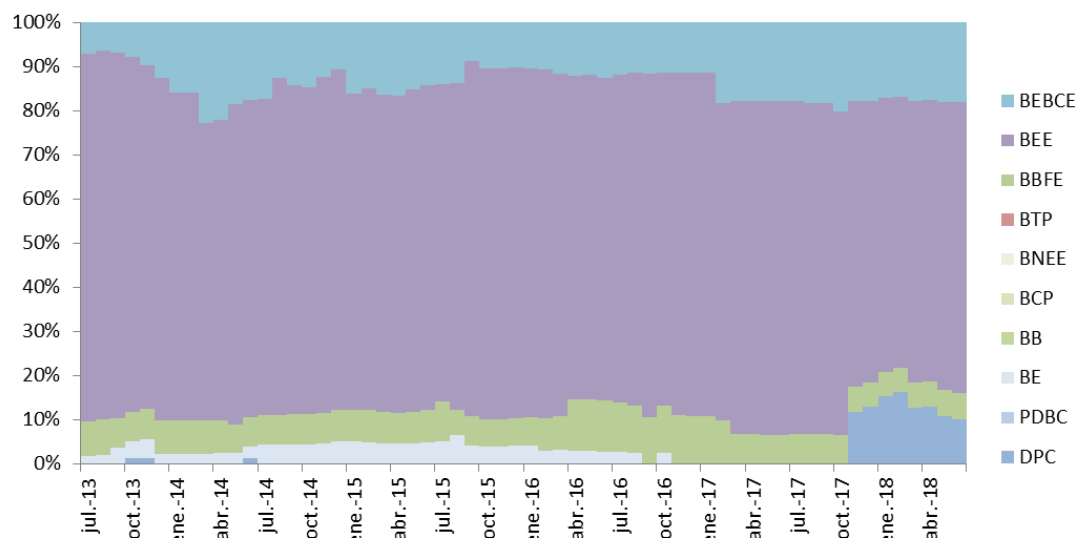
- **Serie A** : para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie E** : para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 20.000.
- **Serie USD** : para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 100.
- **Serie Institucional** : para inversiones en montos iguales o superiores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

Al 30 de junio de 2018 el fondo presentó un tamaño aproximado de US\$ 10,05 millones, compuesto principalmente por la Serie A, que representó el 65,44% del patrimonio a esa fecha. En términos generales, el fondo presentó una disminución en el valor de su patrimonio hasta febrero de 2016, cuando alcanzó US\$ 6,9 millones. Desde abril del mismo año hasta la fecha ha incrementado levemente su nivel de patrimonio.



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

Inversión por instrumentos financieros FM BBVA Bonos Latam



Cuadro 3: Composición cartera

Instrumento	Promedio anual						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BEE : Bonos de empresas extranjeras	69,05%	78,17%	71,80%	70,16%	65,56%	65,51%	62,62%
BEBCE : Bonos del Estado y banco central extranjero	15,10%	8,12%	15,90%	14,96%	9,86%	15,75%	17,29%
BE : Bonos de empresas nacionales	0,88%	1,83%	3,45%	4,68%	2,80%		
BBFE : Bonos de bancos y financieras extranjeras	7,53%	7,06%	6,90%	6,84%	7,93%	6,39%	5,59%
DPC : Depósitos a corto plazo	0,62%	1,40%	1,46%				
BB : Bonos bancarios	1,00%						
BTP : Bono Tesorería General de la República en pesos		3,72%					
PDBC : Pagars descontables Banco Central							
BNEE : Bonos empresas nacionales emitidos en el extranjero	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 desde esa fecha. Se reconoce que estos excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que elevan 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 cual se establecen los criterios generales y específicos para su manejo (además de cumplir con las restricción que establece 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, 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 en forma similar entre distintos fondos. Además entrega herramientas para garantizar un trato igualitario de los partícipes, independiente de su fondo, e informa sobre los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar 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 bajo un actuar transparente y diligente en favor de sus clientes, cuidando los recursos de los partícipes y los propios.

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

Cuadro 4: 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 5: 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 del fondo son de hasta un 0,4% anual sobre el patrimonio de cada serie.

Según lo informado por la administradora, el fondo había recaudado US\$ 78,98 mil por concepto de remuneración durante el primer semestre de 2018 (US\$ 71,06 mil durante el período 2017).

Política de endeudamiento⁶

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 realizar operaciones autorizadas por la CMF, hasta por un monto equivalente al 20% de su patrimonio y con un plazo de vencimiento de hasta 365 días. No se permite contraer pasivos de mediano ni largo plazo.

Comportamiento del fondo y las cuotas

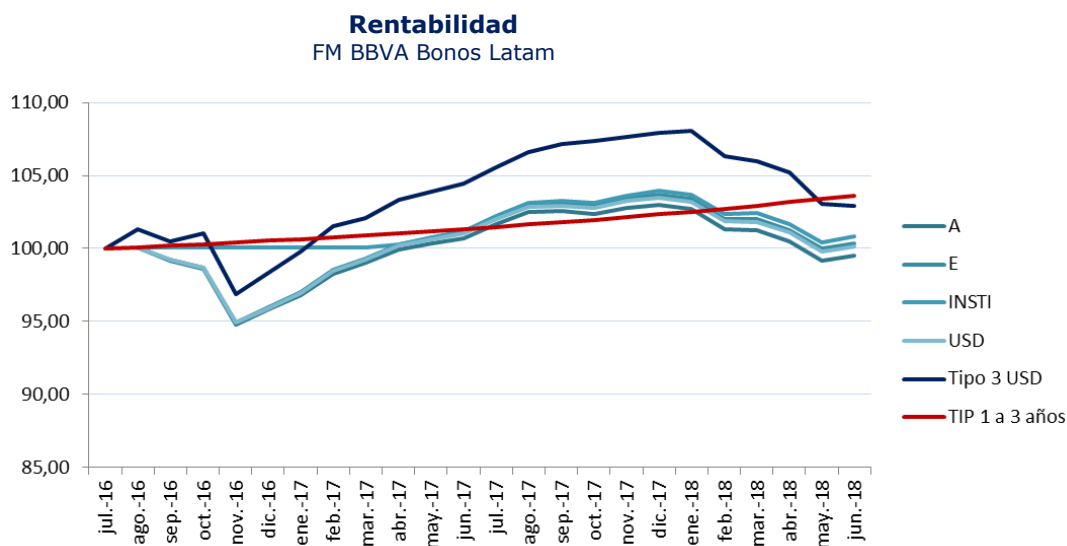
Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, la rentabilidad del fondo ha sido inferior respecto de la rentabilidad promedio del mercado de fondos mutuos tipo 3 en dólares (aunque en el último año son principalmente pérdidas) y variable en relación a la TIP USD de 1 a 3 años (Tasa Interbancaria Promedio entre 1 y 3 años, para operaciones en dólares), en el sentido que su comportamiento no ha sido estable y se ha presentado por sobre y debajo de esta.

En la práctica, la rentabilidad presenta un coeficiente de variación (desviación estándar sobre promedio) bastante elevada de 12,18, mientras que el mercado tipo 3 USD presenta un coeficiente de 9,69. Esto provoca que en ocasiones tales como el mes de junio de 2018, la rentabilidad del fondo es mayor al mercado. En ese mismo periodo, la rentabilidad el mercado tipo 3 USD alcanzó a un -0,107% mientras que la TIP de 1 a 3 años USD obtuvo un 0,220%. Por su parte, todas las series del fondo mutuo fueron superiores tanto al mercado como la TIP. En ese sentido, la que obtuvo la mayor rentabilidad fue la serie institucional, con un 0,411%. El

⁶ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

siguiente gráfico muestra la evolución de la rentabilidad para todas las series del fondo, junto con el rendimiento de la TIP USD de 1 a 3 años y el rendimiento de mercado de fondos tipo 3 en dólares.



A continuación, se muestra un cuadro comparativo de la rentabilidad y 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.

Cuadro 6: Rentabilidad mensual FM Bonos Latam

FM Bonos Latam	Serie A	Serie E	INSTI	Serie USD	Tipo 3 USD Mercado	TIP USD 1 a 3 años
Rentabilidad mes actual	0,338%	0,378%	0,411%	0,369%	-0,107%	0,220%
Rentabilidad mes anterior	-1,316%	-1,276%	-1,242%	-1,286%	-2,074%	0,242%
Últimos seis meses	-0,577%	-0,538%	-0,504%	-0,547%	-0,790%	0,208%
Últimos 12 meses	-0,103%	-0,063%	-0,029%	-0,073%	-0,121%	0,187%
Rentabilidad YTD	-3,412%	-3,182%	-2,985%	-3,235%	-4,646%	1,256%
Des Est (24 meses)	1,155%	1,156%	0,520%	1,156%	1,299%	0,045%
Promedio (24 meses)	0,095%	0,135%	0,033%	0,126%	0,134%	0,156%
C. Variación (24 meses)	12,18	8,57	15,96	9,19	9,69	0,29

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

Cuadro 7: Rentabilidad anual FM Bonos Latam

FM Bonos Latam	Serie A	Serie E	INSTI	Serie USD	Tipo 3 USD Mercado	TIP USD 1 a 3 años
Rentabilidad mes actual	4,13%	4,63%	5,05%	4,52%	-1,28%	2,67%
Rentabilidad mes anterior	-14,70%	-14,28%	-13,93%	-14,38%	-22,24%	2,94%
Últimos seis meses	-6,71%	-6,26%	-5,88%	-6,37%	-9,08%	2,53%
Últimos 12 meses	-1,23%	-0,76%	-0,35%	-0,87%	-1,44%	2,26%
Rentabilidad YTD	-6,71%	-6,26%	-5,88%	-6,37%	-9,08%	2,53%
Promedio (24 meses)	1,14%	1,63%	0,39%	1,52%	1,62%	1,88%

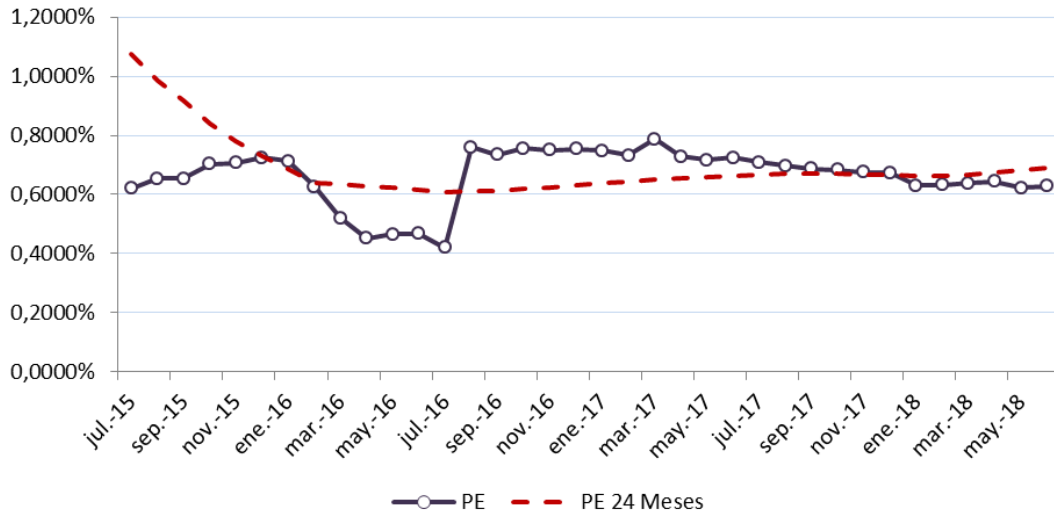
Volatilidad del fondo

La mayor parte de la cartera se encuentra invertida en instrumentos clasificados en “*Categoría A*” o superior en escala local (durante los últimos dos años, un promedio de 79,78% de la cartera presenta dicha clasificación). El promedio para instrumentos que poseen categoría inferior a la mencionada anteriormente alcanza un 5,3% del activo, mientras que los que poseen una clasificación superior poseen un promedio de 5,44%. 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 analizadas por **Humphreys**, bajo las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a junio de 2018, esta tendría una pérdida esperada alrededor de 0,06278%, con una fluctuación que ha estado entre 0,6216% y 0,7084% en el último año (se debe tener presente que durante los últimos doce meses, la cartera ha tenido un *duration* promedio de 2.268 días).

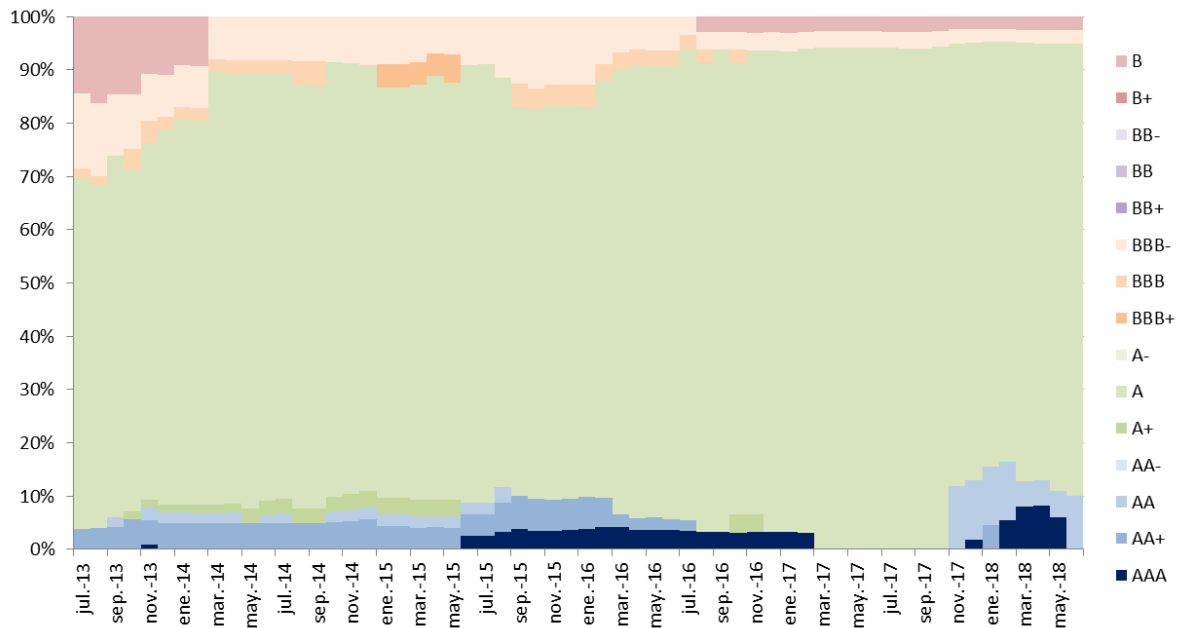
El gráfico siguiente muestra que el indicador de pérdida, visto como el promedio de los últimos 24 meses, presenta una fuerte caída y se estabiliza a comienzo de 2016. El menor nivel de pérdida esperada observado se debe a la mayor concentración de instrumentos de menor riesgo (en promedio, durante 2013, un 67,8% de la cartera se encontraba clasificada en “*Categoría A*” o superior, mientras que el promedio de los últimos doce meses se encuentra en un 80,44%). A continuación, se muestra la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **FM Bonos Latam**.

Pérdida Esperada FM BBVA Bonos Latam



En relación con lo anterior, se observa a continuación un gráfico con la distribución del activo del fondo en los emisores, con respecto a la clasificación (escala local) de estos y su evolución:

Clasificación de riesgo FM BBVA Bonos Latam



Tal como se ha comentado, los datos revelan que la cartera de inversiones se concentra en instrumentos con clasificación en "Categoría A-", los que a junio de 2018 representaban el 83,66% 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 CMF debe establecer las condiciones y plazos en que debe procederse para la regularización de las inversiones sin exceder los 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 2018 el fondo estaba compuesto por 25 emisores, que individualmente promediaron el 3,9% de los activos del fondo.

En lo referente a la concentración por emisor (no más de un 20% del activo a contar de 2015 y de un 10% para los años anteriores), desde el año 2015 no se observan incumplimientos por parte del fondo. Sin embargo, en períodos anteriores, cuando el límite de inversión por emisor alcanzaba el 10%, el fondo incumplió el máximo 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 excesos se produjeron 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.

La cartera ha estado compuesta principalmente por bonos de empresas extranjeras (65 %) y bonos de bancos centrales extranjeros (17,91%). A continuación se presenta los ocho mayores emisores y sus concentraciones:

Cuadro 8: Mayores emisores del fondo

Principales Emisores	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
SIGMA ALIMENTOS	3,46%	0,00%	11,34%	9,89%	10,12%
REPUBLIC OF COLOMBIA	3,62%	4,30%	4,07%	9,28%	9,64%
FED REPUBLIC OF BRAZIL	6,86%	5,45%	5,70%	8,08%	8,27%
EMPRESA NACIONAL DEL PETROLEO	3,75%	8,33%	3,36%	5,73%	6,06%
ITAU UNIBANCO HLDNG-PREF	0,00%	2,49%	6,49%	5,44%	5,83%
COMISION FED DE ELECTRIC	1,84%	6,48%	5,94%	5,46%	5,63%
BICE	0,00%	0,00%	0,00%	10,80%	4,98%
BBVA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,97%
Sub Total	19,52%	27,04%	36,90%	54,67%	55,49%
8 Principales	38,17%	43,28%	44,92%	58,54%	55,49%

Liquidez de la cuota

Cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Las solicitudes de rescate se efectúan de forma presencial o a través de medios de transmisión remota. El pago de los rescates se hace en dinero efectivo, vale vista o, bien, mediante transferencia bancaria, con un plazo máximo de rescate 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 mercados disímiles, nunca se ha interrumpido el derecho a retiro de los aportantes.

Los aportantes del fondo tienen una acotada 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 2018 el fondo contaba con 599 partícipes. A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo, según su peso relativo:

Cuadro 9: Principales aportantes

Peso relativo aportante	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
1°	15,00%	9,40%	19,20%	10,97%	11,77%
2°	6,40%	8,60%	8,20%	7,20%	7,70%
3°	2,00%	2,70%	2,50%	4,66%	5,00%
4°	1,70%	2,30%	2,20%	3,25%	3,49%
5°	1,60%	2,20%	2,10%	2,21%	2,37%
6°	1,50%	2,00%	1,90%	2,16%	2,32%
7°	1,50%	1,80%	1,70%	1,95%	2,08%
8°	1,40%	1,80%	1,70%	1,94%	2,08%
9°	1,30%	1,60%	1,40%	1,90%	1,96%
10°	1,30%	1,40%	1,20%	1,89%	1,67%
Total	33,70%	33,80%	42,10%	38,13%	40,44%

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 86,30% durante los últimos 24 meses, los cuales poseen mercados secundarios, entregando mayor liquidez al fondo.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a US\$ 681.999 que equivalen a un 6,74% del valor del fondo a esa fecha (US\$ 541.968 equivalente a un 15,6% en la revisión del año anterior).

Valorización de las cuotas y *duration*

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 mercado, para lo cual se utiliza la información de precios y tasas proporcionada por la unidad de investigación financiera RiskAmerica⁷, encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

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.

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

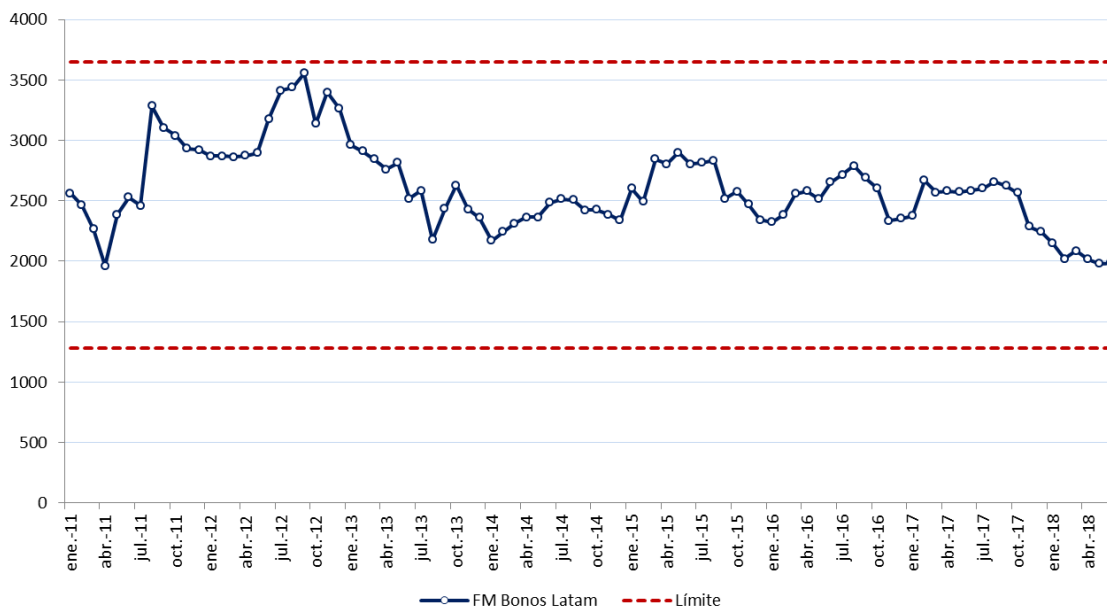
- Se obtiene la curva de puntos *forward* desde un terminal Bloomberg, la cual se interpola linealmente sobre la base de los puntos *forward* de cada contrato vigente.
- El tipo de cambio *spot* utilizado es el informado por el Banco Central de Chile y, en el caso de que este no informe, se utiliza el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

⁷ 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.

Duration
FM BBVA Bonos Latam



"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 este ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo N°1

Contrato de derivados

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

1. El fondo invertirá en derivados con el objeto de contar con una cobertura de riesgos e inversión.
2. 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 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 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 conllevan, 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
INSTRUMENTOS DE DEUDA	0	100
INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES NACIONALES	0	100
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
INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS POR EMISORES EXTRANJEROS	0	100
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 lo 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 estos 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 ingles).

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.