



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56-2) 2433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Corporativo

Octubre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Clasificación cuota	AA fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	31 de diciembre de 2012
Administradora	BBVA Asset Management

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA Corporativo (FM BBVA Corporativo)** comenzó sus operaciones en febrero de 1998 bajo el nombre de Fondo Mutuo BBVA Renta Máxima, 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 Baa1*, 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, con una duración máxima de 90 días, de manera de obtener un portafolio diversificado y un adecuado nivel de liquidez. El fondo debe mantener dentro de su cartera de inversiones al menos un 70% del fondo, en instrumentos de deuda de emisores nacionales denominados en pesos chilenos o unidades de fomento.

A la fecha, la cartera de inversión del **FM BBVA Corporativo** asciende a US\$ 437,9 millones, con el 100% en instrumentos de renta fija.

Entre las fortalezas del **FM BBVA Corporativo** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "*Categoría AA fm*", destacan las características propias de la cartera de inversiones, orientada a instrumentos de bajo riesgo crediticio, adecuada rentabilidad a través del tiempo (en relación al riesgo asumido) y sin exposición cambiaria, ya que todos sus instrumentos son en pesos, y de emisores nacionales. Lo anterior está asociado principalmente a una política de inversión conservadora y consistente a lo largo del tiempo.

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 16 años en administración de fondos mutuos de deuda de corto 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 estándar 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 proceso de clasificación incorpora, además, como elemento positivo la elevada liquidez de las inversiones del fondo y la existencia de un mecanismo de valorización que refleja razonablemente el valor de mercado de los instrumentos. También se reconoce la liquidez de la cuotas, con el considerando que la serie Global incorpora comisiones para inversiones con baja permanencia en el fondo.

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 a riesgo crediticio de los emisores, lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. A pesar de este riesgo identificado, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales, y las restricciones que se impone la sociedad administradora sobre la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). Si bien existe amplitud de definición acerca de la calificación de los emisores en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

El riesgo de mercado del fondo es clasificado en *M1* ya que consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, centrado en inversiones de corto plazo, en pesos y a tasa fija (lo que acota los riesgos de cambios en la tasa de interés y/o paridades cambiarias), situación que se estima que se mantendrá a futuro, basados en la calidad de BBVA como administrador de activos por cuenta de terceros. El *duration* de la cartera es de 64,6 días y el 86,6% en pesos chilenos.

El fondo ha sobrepasado los límites por emisor que le impone su reglamento, pero dichos 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. Asimismo, el reglamento de fondo se considera amplio en relación con los activos elegibles; sin embargo, está dentro del estándar del mercado y en la práctica la cartera de inversión se ha gestionado dentro de parámetros definidos.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*", principalmente producto 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.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Cartera de inversiones con instrumentos de bajo riesgo.
- Elevada o adecuada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos Tipo 1.
- Valorización de las cuotas es representativa del mercado.

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflictos de interés.

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).

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA fm

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

Categoría M1

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

Antecedentes generales

Administración del fondo

El **FM BBVA Corporativo** 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 septiembre de 2013, BBVA Asset Management administró un total de 39 fondos, de los cuales 37 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.264 millones, lo que correspondió a un 3,1% de participación de mercado en ese rubro.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 70,4% de los fondos mutuos administrados por la AGF, seguidos de los fondos mutuos garantizados (tipo 7) que llegaban a 10,9%. Entre los fondos tipo 1, BBVA Asset Management mostraba una participación de 4,1% del mercado *money market*.

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	70,4%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	4,5%
Mediano y largo plazo	8,4%
Mixto	1,7%
Capitalización	3,0%
Garantizados	10,9%

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad está presidido por Gregorio Ruiz-Esquide, y está compuesto por cuatro 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
Paulina Las Heras Bugedo	Director
Rodrigo Petric Araos	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director

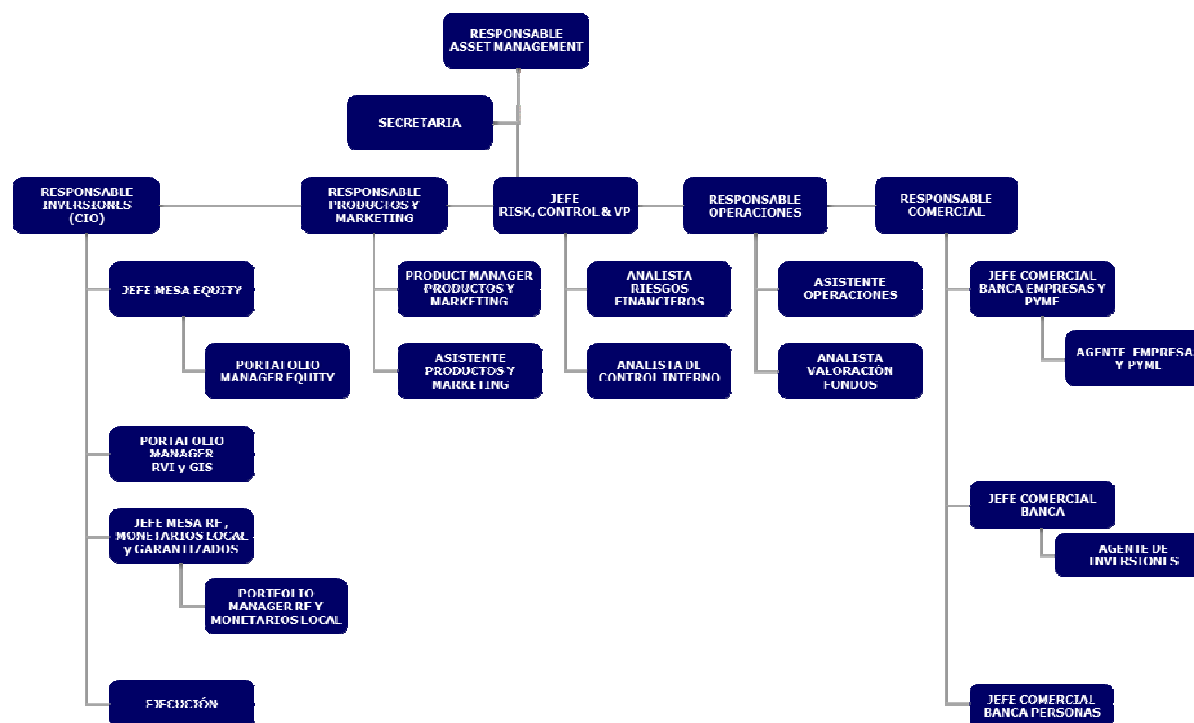
El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del 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:

Figura 3: Estructura organizacional BBVA Asset Management AGF



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

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos y política de inversión del fondo

Según se establece en el reglamento interno, el objetivo del fondo es invertir en instrumentos de deuda de corto plazo así como en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, respetando la duración máxima de 90 días que corresponde a este tipo de fondo mutuo, de manera de poder así lograr obtener un portafolio diversificado con un adecuado nivel de liquidez. Además, mantendrá dentro de su cartera al menos un 70% del fondo en instrumentos de deuda nacionales denominados en pesos chilenos o unidades de fomento.

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

- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a "Categoría BBB", "N-2", o superiores.
- Invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo del mercado nacional, principalmente de emisores del Estado, Banco Central, bancos y sociedades o corporaciones nacionales.
- Mantener una cartera con una duración menor o igual a 90 días.
- Un límite máximo de inversión por emisor de 10% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de 25% del activo del fondo.
- Un límite máximo de inversión por grupo empresarial de 25% del activo del fondo.

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

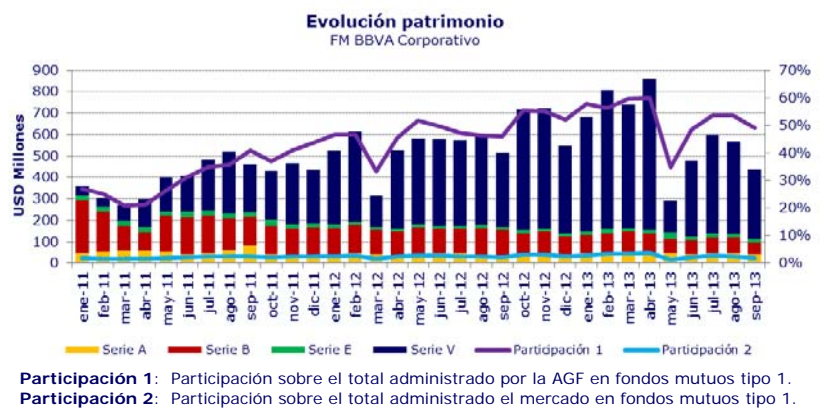
Más allá de la flexibilidad que permite el reglamento interno, en los hechos, los recursos del fondo se han destinado a instrumentos bancarios, nacionales, en pesos, de corto plazo y de emisores de bajo nivel de riesgo como deudores.

Composición del fondo

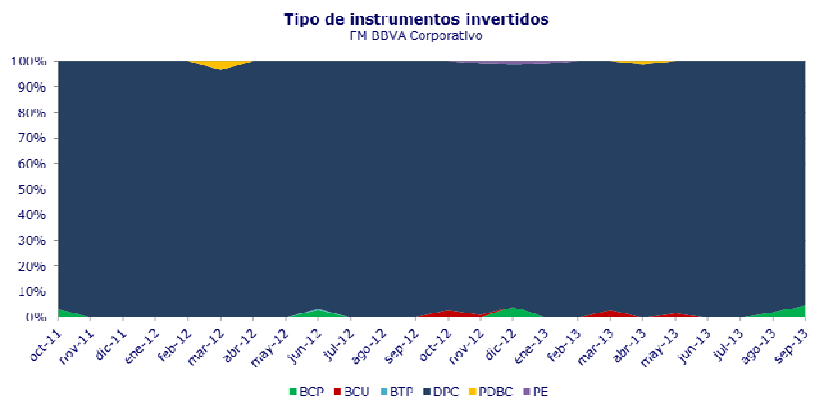
El **FM BBVA Corporativo** ha emitido cuatro series de cuotas, que se describen a continuación:

- **Serie A:** Para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie B:** Para inversiones en montos iguales o superiores a \$100 millones.
- **Serie E:** Para inversiones en montos iguales o superiores a \$50 millones.
- **Serie V:** Para inversiones en montos iguales o superiores a \$150 millones.

Al 30 de septiembre de 2013, el fondo presentó un tamaño aproximado de US\$ 437,9 millones (US\$ 620,7 millones como promedio de los últimos doce meses). En términos generales, el patrimonio del fondo ha sido volátil en los últimos dos años, así después de evidenciar una baja en su tamaño (entre abril y mayo, el patrimonio del fondo cae desde US\$ 856 a US\$ 292 millones), crece abruptamente para alcanzar los US\$ 599 millones durante el mes de julio de 2013.



La participación del **FM BBVA Corporativo** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 1) también ha sido volátil, variando entre 1,3% y 3,6% entre octubre de 2012 y septiembre de 2013 (2,0% en septiembre de 2012) En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales. El cuadro siguiente muestra el comportamiento de las principales inversiones:



Cuadro 4: Composición cartera

Inversiones	Sep-10	Sep-11	Sep-12	Sep-13
Bonos del Bancos Central en pesos (BCP)	0,00%	0,00%	0,00%	4,45%
Bonos del Bancos Central en U.F. (BCU)	0,00%	0,00%	0,21%	0,00%
Depósitos a plazo corto plazo	96,35%	99,99%	99,75%	95,54%
Pagarés de empresas	3,57%	0,00%	0,00%	0,00%

Proceso de inversión

Para el cumplimiento de los objetivos de los fondos administrados, BBVA Asset Management cuenta con un equipo de profesionales, compuesto por el gerente general, gerente de inversiones, gerente comercial, Jefe de Riesgo, el *Portfolio Manager* y equipos de renta variable y fija.

Dentro del proceso de inversión, cada fondo tiene definida una política interna –que aparece en su reglamento interno- en base a la cual se toman las decisiones de inversión, complementadas con una revisión de la coyuntura económica mundial y nacional a través de comités que se realizan semanalmente. Lo anterior se complementa con las tácticas de inversión particular de cada fondo y con información concerniente a las expectativas sobre el mercado de capitales.

Para la correcta toma de decisiones, la administradora ha definido un ciclo de inversiones, compuesto por tres comités periódicos:

- Comité global de inversiones (*House view*), en el cual participan los gerentes de inversiones de todo el grupo a nivel mundial. En este comité se analizan los ciclos globales de los activos, tanto de renta variable como renta fija.
- Comité global semanal (*Pan Latam*), en el cual se analizan los resultados de inversión de todos los países latinoamericanos donde el grupo tiene presencia. En este comité participa parte del equipo de la administradora (cuatro personas, entre renta variable y fija).
- Comité local semanal, en el cual se revisan todos los fondos locales de la administradora, y participa todo el equipo de inversión.

Manejo de los conflictos de interés

La administradora es la encargada de velar porque las inversiones efectuadas con los recursos del fondo se realicen siempre con estricta sujeción a su reglamento interno, teniendo como objetivos fundamentales maximizar los recursos del fondo y proteger los intereses de los aportantes.

El directorio de la administradora establece las políticas, equipos y estructuras operacionales que permiten una adecuada administración de todos y cada uno de los fondos gestionados, conforme a sus respectivos reglamentos internos, velando para que el uso de los recursos se efectúe de forma racional, profesional, y con la prudencia e independencia necesarias para que las decisiones se adopten en el mejor interés de los aportantes.

Las personas que participan en las decisiones de inversión del fondo deben desempeñar sus funciones procurando que los recursos se inviertan en la forma antes señalada, debiendo informar a los órganos respectivos cualquier situación que pudiera atentar contra los objetivos propuestos.

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

La legislación vigente, en particular la Ley de Fondos de Inversión y 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, BBVA Asset Management cuenta con el manual de "gestión de conflicto de intereses AGF", en el que se establecen los criterios generales y específicos para su manejo, y norma las potenciales situaciones que envuelven las superposiciones de intereses.

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 existan posibles variables que incidan en forma similar entre distintos fondos, así como, dar las herramientas para garantizar un trato igualitario de los partícipes, 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

interés de sus clientes, cuidando los intereses como propios, priorizando los intereses de los clientes de la AGF.

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.

Remuneración y comisiones

La remuneración de la administradora, que no contempla componente variable, 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 rescates solicitados antes del cierre de operaciones del fondo. La remuneración para las distintas series es la siguiente:

Cuadro 5: Series FM BBVA Corporativo

Serie	Remuneración Fija* (% o monto anual)	Comisión (% o monto)
A	Hasta 0,8% anual	Sin comisión
B	Hasta 0,5% anual	Sin comisión
E	Hasta 0,7% anual	Sin comisión
V	Hasta 0,4% anual	Sin comisión

* IVA incluido

Según lo informado por la administradora, el fondo había recaudado US\$ 699,8 miles durante junio de 2013 por concepto de remuneración (US\$ 2,1 millones en diciembre de 2012).

Política de endeudamiento¹

El reglamento interno del fondo señala que la administradora podrá contraer deuda por cuenta del Fondo, con el propósito de financiar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS por un monto equivalente al 20% del patrimonio del fondo y con un plazo de vencimiento de hasta 365 días. De acuerdo con lo informado por la administradora, durante septiembre de 2013, el fondo no presentó obligaciones bancarias.

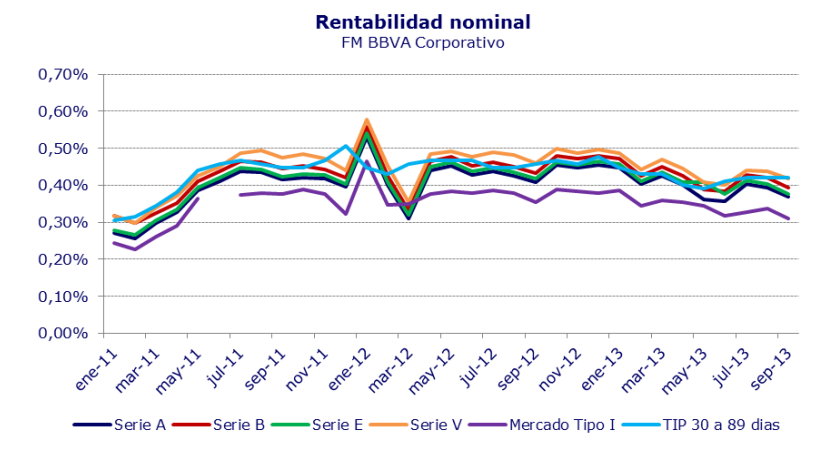
Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, la rentabilidad del fondo ha evolucionado de forma favorable en relación con la rentabilidad promedio del mercado de fondos mutuos tipo 1 y concordante con la TIP a 90 días (Tasa Interbancaria Promedio entre 30 y 89 días). Lo anterior es adecuado, por cuanto a través de su historia el fondo ha cumplido con el propósito que persigue, que es convertirse en una alternativa de inversión similar al depósito a plazo, pero con una mayor liquidez y

¹ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

flexibilidad. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad de cada una de las series del **FM BBVA Corporativo** para los últimos 24 meses, reafirma el objetivo planteado, alcanzando indicadores de 0,410%, 0,435%, 0,423% y 0,453% para las series A, E, B y V, respectivamente, en tanto que la TIP mostró un promedio de 0,431%. Cabe destacar que las series B y V (cuyo requisitos de ingreso son \$ 100 millones y \$ 150 millones), han mostrado un rendimiento superior al mercado comparable y a su *benchmark*. El gráfico que sigue, muestra la evolución de la rentabilidad todas las series fondo, junto con el rendimiento de la TIP a 90 días y el de mercado de fondos tipo 1.



A continuación se muestra un análisis de rentabilidad riesgo para el Fondo en relación a la TIP y los fondos tipo 1, en pesos, de la industria (rentabilidades en base mensual).

Cuadro 6: Análisis Rentabilidad FM BBVA Corporativo (base mensual)

FFMM BBVA Corporativo	Serie A	Serie B	Serie E	Serie V	Mercado tipo 1	TIP 30 a 89 días
Rentabilidad Mes Actual	0,369%	0,393%	0,377%	0,418%	0,310%	0,420%
Rentabilidad Mes Anterior	0,394%	0,421%	0,403%	0,439%	0,338%	0,420%
Últimos seis meses	0,381%	0,406%	0,398%	0,426%	0,332%	0,411%
Últimos 12 meses	0,410%	0,435%	0,423%	0,453%	0,353%	0,431%
Rentabilidad YTD 2013	0,346%	0,368%	0,359%	0,385%	0,299%	0,369%
Desv. Est. (24 meses)	0,043%	0,044%	0,041%	0,043%	0,033%	0,027%
Promedio (24 meses)	0,416%	0,441%	0,427%	0,463%	0,364%	0,446%
C. Variación (24 meses)	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,06

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

Cuadro 7: Análisis Rentabilidad FM BBVA Corporativo (base anual)

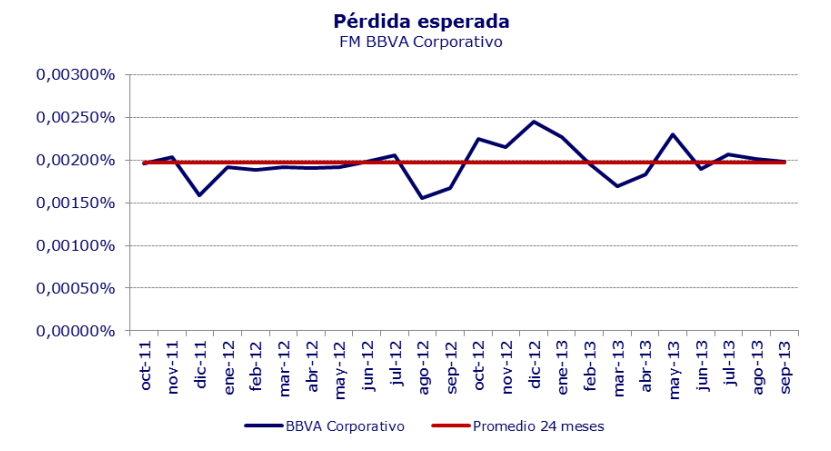
FFMM BBVA Corporativo	Serie A	Serie B	Serie E	Serie V	Mercado tipo 1	TIP 30 a 89 días
Rentabilidad Mes Actual	4,834%	4,822%	4,625%	5,129%	3,779%	5,160%
Rentabilidad Mes Anterior	4,834%	5,173%	4,948%	5,393%	4,127%	5,160%
Últimos seis meses	4,667%	4,987%	4,879%	5,228%	4,057%	5,040%
últimos 12 meses	5,030%	5,347%	5,192%	5,574%	4,317%	5,300%
Rentabilidad YTD 2013	4,231%	4,511%	4,396%	4,717%	3,653%	4,521%
Promedio (24 meses)	5,111%	5,428%	5,248%	5,694%	4,457%	5,479%

Se destaca que estos rendimientos, van de la mano con una mayor volatilidad, tal como se aprecia en el coeficiente de variación presentado en el cuadro anterior.

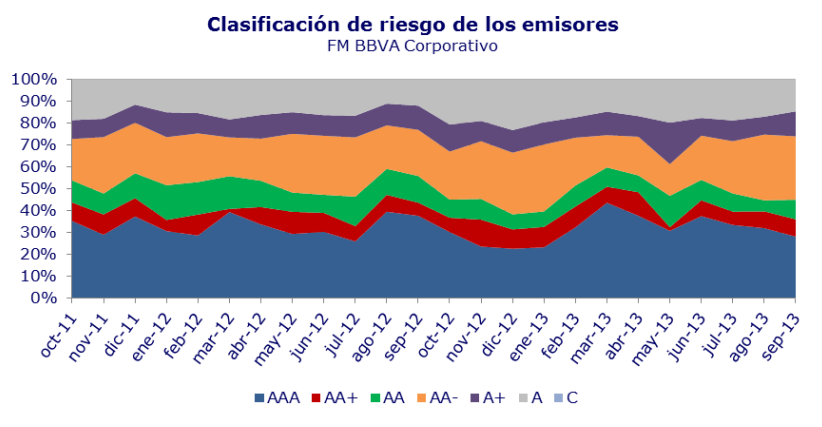
Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones del **FM BBVA Corporativo** se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en septiembre de 2013 alcanzaban una concentración de 73,9%), es posible presumir que su cartera presenta un reducido riesgo por *default*. Por lo tanto, 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 a septiembre de 2013, el fondo tendría una pérdida esperada del orden del 0,00198%, fluctuando entre 0,00169% y 0,00245% en el último año (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año). Al analizar el desempeño del indicador de pérdida de los últimos dos años, se observa que este se ha estabilizado en torno a un valor promedio de 0,00197%. A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado el indicador para la cartera del **FM BBVA Corporativo**.



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, apreciándose una adecuada estabilidad estratégica en términos de solvencia de emisores.



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA", que a septiembre de 2013 representaban el 28% del portafolio.

Por otro lado, los riesgos de mercado se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 61,4 días para los primeros ocho meses de 2013), y en títulos en pesos a tasa fija de emisores nacionales (en promedio, entre enero y septiembre de 2013, la cartera se encontraba expresada en un 82,6% pesos de Chile y en un 17,4% en U.F.). En consecuencia, se tiene una moderada sensibilidad ante cambios en la tasa de interés y/o en la variación de precios (inflación).

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 deberá establecer en cada caso las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de las inversiones.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido. Sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo – según información entregada por la administradora-, debido a la actual condición del mercado en el que las alternativas de inversión se encuentran bastantes restringidas y, por lo mismo, este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos.

Como se muestra en el gráfico presentado anteriormente, la cartera de inversión está compuesta principalmente por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales, los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de

un 10% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 82,66% de las inversiones.

Cuadro 8: Mayores emisores del fondo

Institución	Clasif. Riesgo	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Banco Penta	A	9,33%	7,04%	10,26%	13,15%
Corpbanca	AA-	9,27%	9,21%	9,41%	12,99%
Security	AA-	7,68%	5,12%	5,29%	11,66%
Consortio	A+	9,04%	8,24%	10,31%	11,42%
Banco Itaú	AA	5,20%	10,05%	6,16%	8,87%
Scotiabank	AAA	8,50%	8,11%	8,64%	8,50%
Banco de Chile	AAA	8,84%	10,86%		8,13%
BCI	AA+	8,94%	8,33%	8,83%	7,93%
Sub-Total		66,81%	66,97%	58,89%	82,66%
Ocho mayores emisores		71,17%	72,49%	78,99%	82,66%

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

Liquidez de la cuota

Cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el aportante podrá programar rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud. Éstas se dirigen por escrito al gerente general de la administradora y se presentan en sus oficinas o en la de los agentes que hayan sido autorizados por la misma. El pago de los rescates se hace en moneda nacional, a través de vales vista, cheques o bien mediante abonos en la cuenta corriente o cuenta vista.

Con respecto al nivel de transacción de las cuotas, cabe señalar que durante el período analizado, se ha logrado un equilibrio entre el número de cuotas rescatadas y aportadas.

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 su desempeño, por cuanto la capacidad de retiro de cada uno no es muy elevada². A septiembre de 2013, el fondo contaba con más de 4.100 partícipes. A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

² La naturaleza de los fondos *money market*, de realizar constantes aportes y rescates de cuotas, inciden en que a una fecha dada, algunos partícipes tengan una alta participación dentro del total de activos del fondo. Además, las cifras presentadas no se encuentran neteadas y sólo incluyen los rescates realizados, sin considerar los aportes realizados por los partícipes a esa fecha.

Cuadro 9: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	30-jun-13
1°	11,76%	5,86%	5,11%	5,57%
2°	11,76%	5,86%	5,03%	5,55%
3°	11,76%	5,86%	4,99%	5,49%
4°	11,74%	5,84%	4,99%	5,43%
5°	10,87%	5,84%	4,98%	5,43%
6°	9,49%	5,83%	4,98%	5,43%
7°	9,24%	5,40%	4,97%	5,30%
8°	9,23%	5,03%	4,60%	5,20%
9°	8,70%	4,71%	4,03%	5,01%
10°	8,69%	4,62%	3,12%	3,40%
Total	103,24%	54,84%	46,81%	51,82%

Liquidez del fondo

A la fecha de clasificación, la cartera de inversión está conformada por depósitos de corto plazo de emisores nacionales, con mercados secundarios que convierten a **FM BBVA Corporativo** en un fondo de alta liquidez.

Otro aspecto a evaluar es que el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días (promedio de 54,6 días entre enero de 2010 y agosto de 2013) y la cartera de inversión es de corto plazo, reduciendo el riesgo de salida de sus inversiones al tener una alta rotación en sus activos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo retiro del fondo ascendió a UF 5,3 millones, equivalente al 92,7% de valor del fondo a esa fecha.

Valorización de las cuotas

Según la circular N° 1.579 del año 2002 de la SVS, los instrumentos financieros de la cartera de inversiones se pueden valorizar al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la tasa interna de retorno implícita en la adquisición del instrumento (TIR de compra).

También cabe señalar que de acuerdo a la Circular N° 1.990 del año 2010 de la misma institución, se menciona que las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, y que valorizan los instrumentos que conforman sus carteras de inversión a TIR de compra, deberán desarrollar y establecer políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valorización de sus instrumentos considerando lo siguiente:

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

Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, monitorear los vencimientos de los instrumentos de la cartera y revisar la proporción de activos líquidos. Asimismo, en lo referido a la realización de ajustes a precios de mercado, señala que los precios considerados para este fin, podrán ser obtenidos mediante modelos de valorización de los instrumentos que conformen la cartera de inversión, siempre que dicha estrategia haya sido desarrollada por entidades independientes y sea representativa de los precios de mercado. En esta línea, la unidad de investigación financiera RiskAmerica³, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

- b) Considerar la realización de pruebas de *stress testing* u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera ante distintos escenarios de mercado, a objeto de determinar niveles apropiados de riesgos crédito, tasa de interés, mercado-

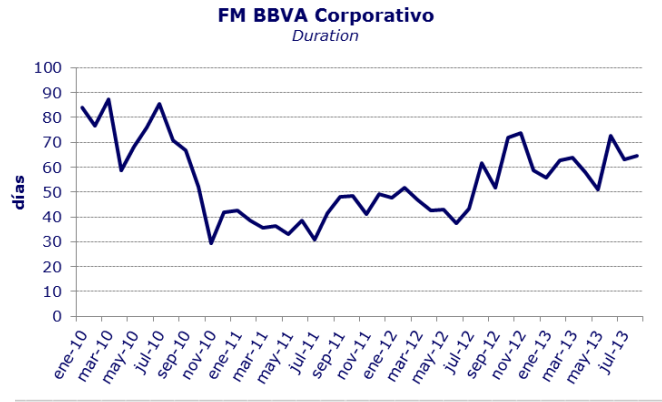
Para cumplir este propósito, el grupo, a nivel global cuenta con la herramienta INNOVAR, que tiene como objetivo principal generar información respecto al riesgo de mercado de cada fondo, que calcula diariamente el VaR de los fondos abiertos por sus factores de riesgo, además de la realización de análisis de *stress* de sus carteras, tanto para tasas, como para monedas, basados en escenarios históricos tales como Lehman Brothers y 11 de septiembre de 2001. ¿Se ha hecho? ¿Cómo?

- c) Proporcional, en las notas explicativas de los estados financieros del fondo, una nota que detalle el 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. Además, se deberá incorporar información relativa a la valorización de la cartera de instrumentos del fondo a TIR de compra o la última tasa de valorización, si correspondiere, y la valorización de la cartera a tasa de mercado. En el caso que se utilicen modelos de valorización que proporcionen datos de mercado de los instrumentos, deberá considerar la metodología de la metodología utilizada y la fuente de precios de mercado aplicada.

Con todo, dado que se trata de un fondo mutuo con duración menor a un año, en nuestra opinión la valorización de los activos de largo plazo no tiene efecto de relevancia en el valor final de la cuota (en septiembre de 2013, la totalidad de los activos tenían una duración inferior a un año).

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

³ 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 auditoría 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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”