



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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

Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar

Enero 2016

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 | AAfm |
| Riesgo de mercado | M1 |
| Tendencia | Favorable ¹ |
| Estados Financieros | 31 de diciembre de 2014 ² |
| Administradora | BBVA Asset Management |

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar (FM Liquidez Dólar)**, comenzó sus operaciones el 07 diciembre de 2004, corresponde a un fondo mutuo tipo 1 y es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante BBVA Asset Managemenet), 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 invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, tanto nacionales como extranjeros, con una duración máxima de 90 días, de manera de obtener un portafolio diversificado y un adecuado nivel de liquidez.

Para lo anterior, en la práctica invierte en instrumentos de deuda, tanto nacionales como de economías desarrolladas y/o emergentes, en dólares de Estados Unidos y de corto plazo. En noviembre de 2015, el capital administrado por el fondo ascendió a US\$ 62 millones.

La perspectiva de la clasificación se modifica desde “Estable” a “Favorable” considerando que el portafolio de inversión del fondo ha experimentado una disminución en sus niveles de riesgo durante el último año, período en el que se ha observado un descenso en el indicador de pérdida esperada utilizado por **Humphreys**, que alcanzó un promedio de 0,00101% entre enero y noviembre de 2015, con un 90,3% de su cartera clasificada en “Categoría AA-” o superior, mientras que en 2014 promedió 0,00169%, con un 67,9% de su cartera clasificada en “Categoría AA-” o superior. La clasificación podría mejorar en la medida que siga disminuyendo sus niveles de pérdida esperada.

Entre las fortalezas del **FM Liquidez Dólar** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en “Categoría AAfm”, destacan las características propias de la cartera de inversión, orientada, según antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, expresados mayoritariamente en la moneda funcional del fondo. Además, se valora la adecuada liquidez de sus activos.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora como factor positivo la administración de BBVA Asset Management, entidad que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponde a los últimos EIFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de noviembre de 2015 (cartera de inversiones, valores cuota).

su habilidad para manejar 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 el conocimiento que dan 18 años de 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 estos conflictos son tratados por BBVA Asset Management de manera estándar 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 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 las cuotas, con el considerando que la serie USD incorpora comisiones para inversiones con baja permanencia en el fondo.

Sin perjuicio de las fortalezas mostradas anteriormente, se debe tomar en cuenta que los límites de inversión establecidos en el reglamento interno ("Categoría BBB", "N-2", o superiores), permiten la conformación de un portafolio con mayor nivel de riesgo que el que exhibe y ha exhibido la cartera de inversión del fondo, pero acotado por la exigencia que todos los activos deben ser grado de inversión. Además, también como atenuantes, se han considerado: la larga trayectoria del fondo, que ha invertido en instrumentos locales de bajo riesgo, y las restricciones impuestas por la administradora sobre la evaluación de su contraparte (autorizados por su matriz).

El riesgo de mercado del fondo es clasificado en *M1* ya que consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, lo que se relaciona con una cartera expresada principalmente en la moneda funcional del fondo³ (82% como promedio 2010-2015YTD), y con un promedio de inversión en pesos en torno al 7% para los últimos 24 meses. Adicionalmente, el fondo presenta una baja exposición a cambio en la tasa de interés.

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.

El plazo promedio de duración de la cartera fue de 62 días aproximadamente durante lo que va de 2015, cumpliendo con la duración máxima de la cartera de inversiones del fondo fijada en 90 días según la política de inversiones.

³ En promedio, la cartera nacional ha representado un 97% del activo del fondo durante los últimos doce meses.

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 la 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.
- Adecuados equipos de trabajo.
- 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 AAfm

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 fondo⁴

El **FM Liquidez Dólar** 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 noviembre de 2015, 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

⁴ La presente sección se basa en información otorgada por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFF).

administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.473 millones, lo que correspondió a un 3,6% de participación de mercado en ese rubro.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 70% de los fondos mutuos administrados por la AGF, seguidos de los fondos de deuda menor a 365 días (tipo 2) que llegaban a 11%. Entre los fondos tipo 1, BBVA Asset Management mostraba una participación de 5,8% 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 | 69,96% |
| Deuda corto plazo mayor a 90 días | 11,27% |
| Mediano y largo plazo | 6,04% |
| Mixto | Sin fondos |
| Capitalización | 3,00% |
| Libre inversión | 6,70% |
| Estructurados | 3,02% |
| 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 |
| Álvaro Ibarra Leiva | Director |
| Aldo Zegers Undurraga | 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.

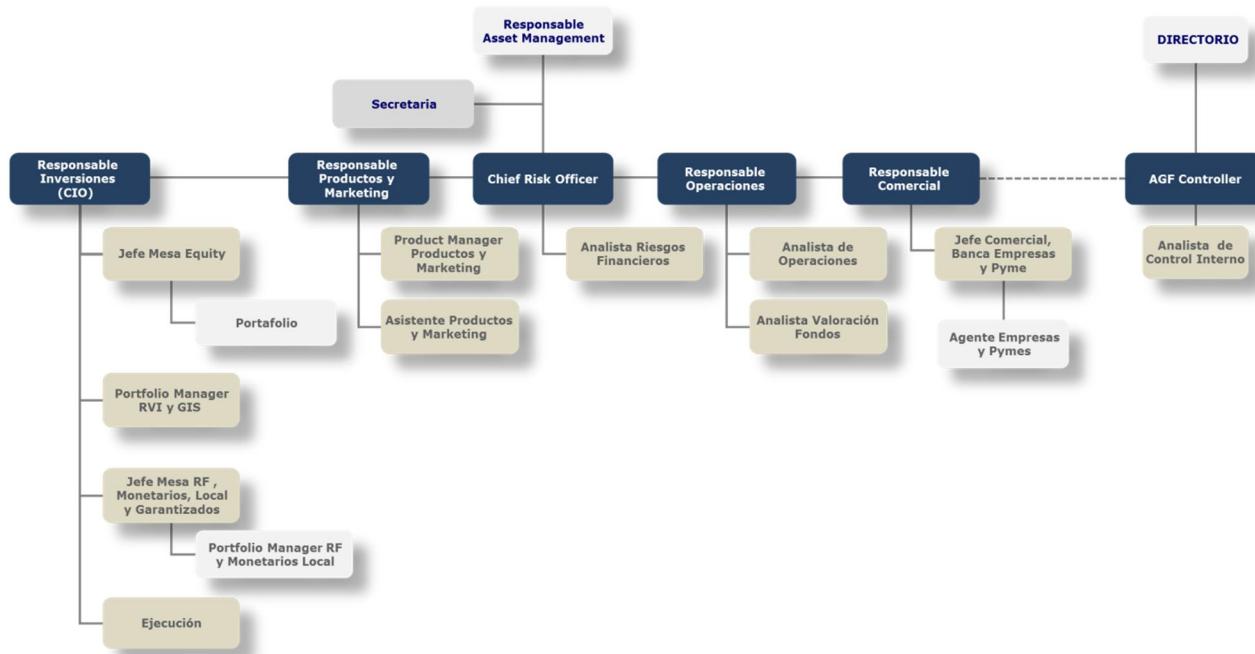
La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Rio, quien asumió el cargo en marzo de 2012, y cuenta con una vasta experiencia en el grupo. Su objetivo principal es la planificación estratégica y

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), 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 en instrumentos de deuda de corto plazo así como en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, tanto nacionales como extranjeros, 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 y un adecuado nivel de liquidez.

La moneda de inversión del fondo es el dólar de Estados Unidos, pudiéndose conformar una cartera diversificada en términos de países, según las posibilidades que otorga el reglamento del fondo.

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

- Invertir en instrumentos de deuda nacional e internacional, preferentemente de corto y mediano plazo.
- La duración de la cartera de inversiones no debe superar los 90 días.
- Invertir en instrumentos cuya clasificación de riesgo equivalga a "Categoría BBB", "N-2", o superiores.
- Mantener sus inversiones denominadas en pesos de Chile, Unidades de Fomento y Dólares de Estados Unidos.
- Operar en los mercados de valores nacionales e internacionales, con entidades autorizadas.
- Invertir en mercados que cumplan con los requisitos establecidos en la NCG N°308 de la SVS (Ver Anexo N°3).
- Mantener como disponible, ocasionalmente y por causas de las propias operaciones del fondo hasta un 30% del activo total, temporalmente, 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 individual del fondo o en conjunto de todos los fondos de la administradora de un 25% del capital suscrito y pagado o del activo de un emisor.
- Un límite máximo de inversión individual del fondo o en conjunto de todos los fondos de la administradora de un 25% de la deuda del Estado de Chile o de un Estado Extranjero.
- Un límite máximo de inversión en valores que no tengan los requisitos de liquidez y profundidad establecidos por la SVS del 50% del activo del fondo.
- Controlar, directa o indirectamente, a un emisor de valores, de acuerdo a lo establecido en el artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores N° 18.045 (Ver Anexo N°4).
- No invertir en cuotas de fondos mutuos administrados por la misma administradora, o personas relacionadas.
- No invertir en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora.

Dado lo anterior, la promesa formal de **FM Liquidez Dólar** es la conformación de una cartera orientada a renta fija en emisores nacionales y extranjeros, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio, pero siempre calificados en grado de inversión. En la práctica, la cartera de inversiones del fondo ha presentado una conformación estable en el tiempo, compuesta principalmente por depósitos a plazo y en menor medida por pagarés emitidos por empresas extranjeras (95,52% y 1,22% promedio en los últimos dos años), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría A" o superior (en noviembre de 2015, la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, y el 90,96% alcanzaba una clasificación igual o superior a "Categoría AA-" o superior), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. La cartera ha cumplido además con la duración permitida, manifestada en un *duration* promedio de 62 días para los últimos dos años.

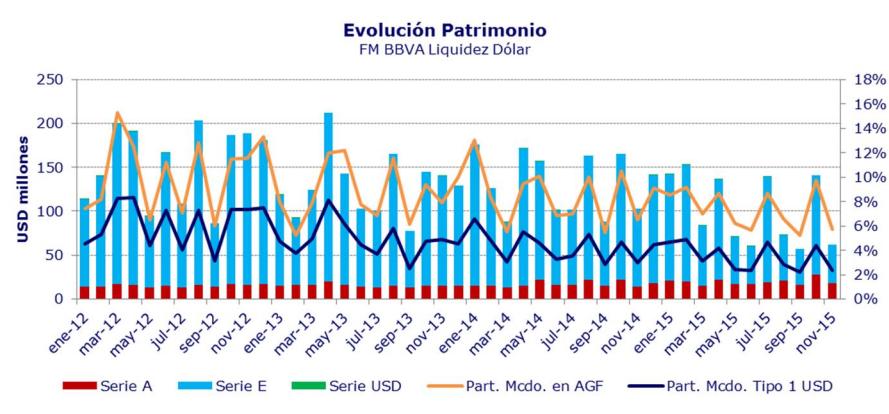
El reglamento interno del fondo otorga la posibilidad de invertir en derivados y adquirir instrumentos con retroventa, los cuales implican riesgos adicionales. En la práctica la cartera ha sido administrada de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años y se ha concretado exclusivamente en instrumentos nominados en dólares y en menor medida pesos chilenos, que han representado un promedio de 90,2% y un 6,6% de la cartera respectivamente, para los últimos dos años.

Composición del fondo

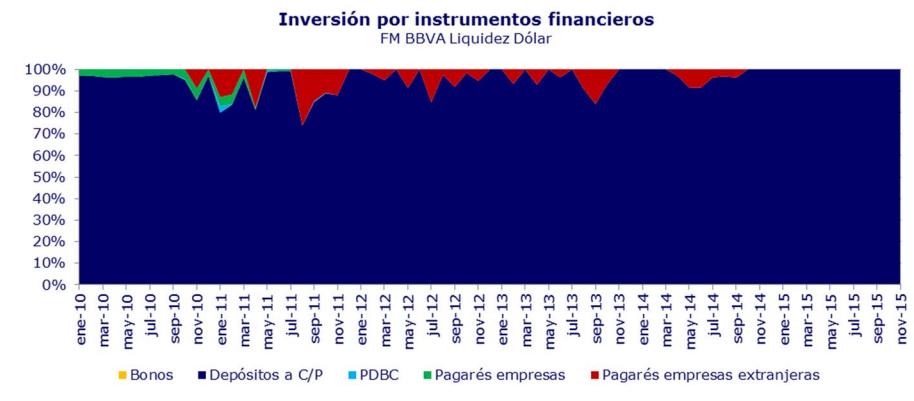
El **FM Liquidez Dólar** se compone de tres series de cuotas, las cuales se diferencian por requisito de ingreso y/o remuneración cobrada por la AGF. Estas series son las siguientes:

- **Serie A** : Para todos los partícipes que quieran invertir en el fondo.
- **Serie E** : Para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 50.000.
- **Serie USD** : Para inversiones en montos iguales o superiores a US\$ 5.000.

Al 30 de noviembre de 2015, el fondo presentó un tamaño aproximado de US\$ 61,6 millones (US\$ 101,7 millones como promedio entre enero y noviembre de 2015). En términos generales, el fondo ha tenido un comportamiento volátil y su patrimonio ha ido disminuyendo en el tiempo, pasando desde un promedio de \$ 131,8 millones en 2014, a \$ 101,7 millones en lo que va de 2015.



La participación del **FM Liquidez Dólar** dentro de su mercado (fondos mutuos tipo 1 en dólares) también ha sido volátil, y ha mostrado la misma tendencia que su patrimonio, pasando desde un 6,2% en 2012, a 3,5% en 2015 (4,3% en 2014). En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales, que desde octubre de 2014 representan el total de las inversiones. El cuadro siguiente muestra la composición y comportamiento de las principales inversiones del fondo:



Cuadro 3: Composición cartera

| Instrumento | Promedio anual | | | | |
|------------------------------------|----------------|--------|--------|--------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Bonos de empresas | 0,06% | | | | |
| Depósitos a corto plazo | 81,68% | 94,20% | 92,77% | 94,00% | 97,30 |
| Pagarés descontables Banco Central | 0,85% | | | | |
| Pagarés de empresas | 2,00% | | | | |
| Pagarés de empresas extranjeras | 14,65% | 5,96% | 8,10% | 4,88% | |

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), durante 2015, el fondo ha sobrepasado en pocas ocasiones el máximo por emisor establecido en su reglamento interno. Sin embargo, estos 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 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 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 favor de sus clientes, cuidando tanto 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 operaciones. La remuneración y comisiones para las distintas series son las siguientes:

Cuadro 4: Remuneración y comisiones del fondo

| Serie | Remuneración Fija* (% o monto anual) | Comisión diferida rescate* | Gasto de operación (máx. anual s/patrimonio) |
|-------|---|---|---|
| A | Hasta 1,1% | Sin comisión | 0,40% |
| E | Hasta 0,7% | Sin comisión | 0,40% |
| USD | Hasta 1,0% | 0-90 días : 1,5% 91-180 días : 1,0% 181-365 días : 0,5% 365 y más : 0,0% | 0,40% |

* IVA incluido

Según lo informado por la administradora, al 30 de noviembre de 2015, el fondo había recaudado US\$ 414 mil por concepto de remuneración (US\$ 493 mil durante 2014).

Política de endeudamiento⁵

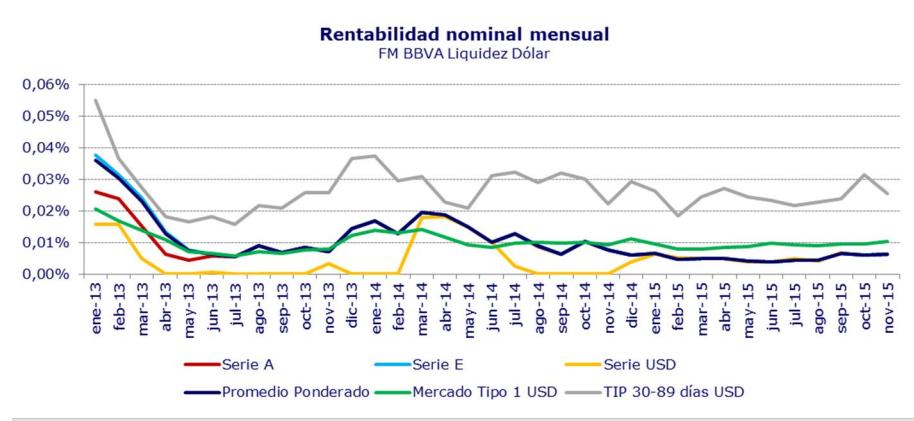
El reglamento interno del fondo señala que ocasionalmente la administradora podrá contraer deuda por cuenta del fondo, con el objeto de financiar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS, hasta por un monto equivalente al 20% del patrimonio del fondo y con un plazo de vencimiento de hasta 365 días. Para esos efectos, la administradora, por cuenta del fondo, sólo podrá contraer pasivos de corto plazo consistentes en líneas de créditos bancarias, por un plazo hasta 365 días. La administradora no puede contraer pasivos de mediano ni largo plazo. De acuerdo con lo informado por la administradora, durante noviembre de 2015, el fondo no ha presentado obligaciones bancarias.

⁵ El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, la rentabilidad del fondo se ha mantenido por bajo la rentabilidad promedio del mercado de fondos mutuos tipo 1 en dólares de la TIP a 90 días en dólares⁶ (Tasa Interbancaria Promedio entre 30 y 89 días). En la práctica, la rentabilidad promedio ponderada de sus series alcanzó un 0,005% mensual durante los últimos doce meses, mientras el mercado de fondos tipo 1 en dólares y la TIP a 90 días en dólares mostraron un promedio de 0,009% y 0,0259% mensual. El gráfico que sigue, muestra la evolución de la rentabilidad todas las series fondo, junto con el rendimiento de la TIP a 90 días en dólares y el de mercado de fondos tipo 1 en dólares.



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

Cuadro 5: Rentabilidad mensual FM Liquidez Dólar

| FM Liquidez Dólar | Serie A | Serie E | Serie USD | Promedio ponderado | Tipo 1 USD | TIP<90 días USD |
|---------------------------|---------|---------|-----------|--------------------|------------|-----------------|
| Rentabilidad Mes Actual | 0,006% | 0,006% | 0,000% | 0,006% | 0,010% | 0,026% |
| Rentabilidad Mes Anterior | 0,006% | 0,006% | 0,852% | 0,006% | 0,010% | 0,031% |
| Últimos seis meses | 0,005% | 0,005% | 0,145% | 0,005% | 0,010% | 0,025% |
| Últimos 12 meses | 0,005% | 0,005% | 0,075% | 0,005% | 0,009% | 0,025% |
| Rentabilidad YTD 2015 | 0,005% | 0,005% | 0,081% | 0,005% | 0,009% | 0,025% |
| Des Est (24 meses) | 0,005% | 0,005% | 0,173% | 0,005% | 0,002% | 0,005% |
| Promedio (24 meses) | 0,009% | 0,009% | 0,040% | 0,009% | 0,010% | 0,027% |
| C. Variación (24 meses) | 0,54 | 0,54 | 4.32 | 0,54 | 0,17 | 0,18 |

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

⁶ Benchmark definido para fondos mutuos *money market* en dólares.

Cuadro 6: Rentabilidad anual FM Liquidez Dólar

| FM Liquidez Dólar | Serie A | Serie E | Serie USD | Promedio ponderado | Tipo 1 USD | TIP<90 días USD |
|---------------------------|---------|---------|-----------|--------------------|------------|-----------------|
| Rentabilidad Mes Actual | 0,075% | 0,075% | 0,000% | 0,075% | 0,126% | 0,308% |
| Rentabilidad Mes Anterior | 0,072% | 0,072% | 10.712% | 0,072% | 0,115% | 0,377% |
| Últimos seis meses | 0,064% | 0,064% | 1.751% | 0,064% | 0,115% | 0,298% |
| Últimos 12 meses | 0,063% | 0,063% | 0,901% | 0,063% | 0,111% | 0,299% |
| Rentabilidad YTD 2015 | 0,062% | 0,062% | 0,979% | 0,062% | 0,110% | 0,294% |
| Promedio (24 meses) | 0,108% | 0,108% | 0,482% | 0,108% | 0,122% | 0,327% |

La conclusión que se desprende del análisis anterior es que en los últimos 24 meses, el **FM Liquidez Dólar** ha presentado un desempeño inferior a nivel de la industria, y ha cumplido con su objetivo en cuanto a tener un portafolio diversificado, con un adecuado nivel de liquidez.

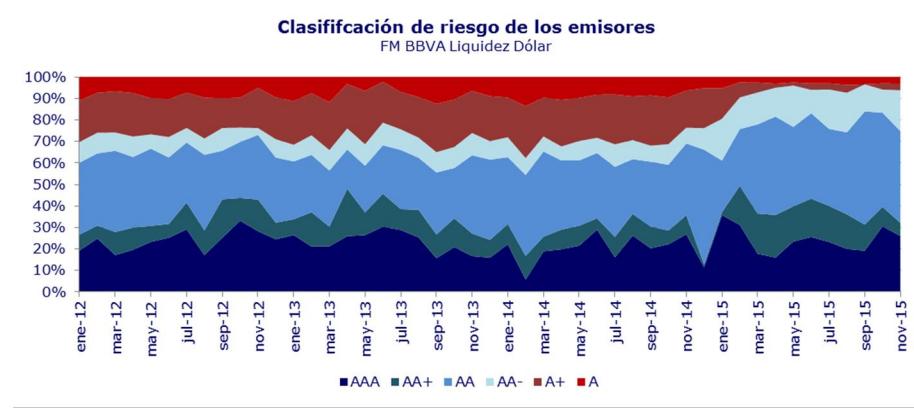
Volatilidad del fondo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “Categoría AA-” o superior, que además aumentaron su participación en el último año (en noviembre de 2015 alcanzaron una concentración de 90,96%, mientras que en noviembre de 2014 alcanzaron un 73,35%), y que su cartera de nacional de inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a *N-1*, 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 del fondo a noviembre de 2015, ésta tendría una pérdida esperada, para un horizonte de un año, del orden del 0,00104%, fluctuando entre 0,00090% y 0,00156% 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 cuatro años, se observa que este ha disminuido notoriamente en el último período, hasta promediar 0,00101% (durante los períodos 2012, 2013 y 2014, el indicador promedió 0,00158%, 0,00162% y 0,00169% respectivamente). A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **FM Liquidez Dólar**.



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 aumentado su exposición a emisores clasificados en “Categoría AA-” o superior, que en noviembre de 2015 representaron el 90,96% del portafolio (73,35% en noviembre de 2014), donde los emisores clasificados en “Categoría AA” han representado la mayor parte de la cartera (41,34% en noviembre de 2015).

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 62,1 días para el período 2015), y en títulos expresados en dólares de emisores nacionales (en promedio, durante el año 2015, el 96,5% de la cartera a se encontraba expresado en esa moneda).

Los riesgos por cambio de tasa, a su vez, se encuentran atenuados por un perfil de la cartera de inversiones concentrada totalmente en el corto plazo (100% de los instrumentos tienen vencimiento menor a un año).

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 Nº 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 corresponderá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de doce meses.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 20% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido a la actual condición del mercado, en la que las alternativas de inversión se encuentran bastante restringidas, y por lo mismo este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos. En los últimos doce meses, la concentración por emisor ha estado en un rango promedio de 8,1% y 11,1%, representando en promedio un 8,3% de la cartera en noviembre de 2015.

Como se puede ver en el cuadro N°3, durante 2015, la cartera de inversiones ha estado compuesta en su totalidad por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales, los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo en ocasiones la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 20% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, en noviembre de 2015, los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 92,45% de las inversiones.

Cuadro 7: Mayores emisores del fondo

| Institución | Clasificación de riesgo | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 | nov-15 |
|------------------------------|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BancoEstado | AAA | | | | 3,96% | 18,54% |
| Security | AA- | 8,72% | 8,50% | 8,07% | 9,63% | 18,47% |
| Banco Itaú | AA | 10,91% | 6,68% | 9,70% | 14,16% | 17,52% |
| Corbanca | AA | 10,16% | 9,67% | 9,07% | 16,10% | 16,92% |
| Banco de Chile | AAA | | 6,08% | | 7,07% | 6,68% |
| BCI | AA+ | 9,56% | 7,76% | 7,84% | 1,27% | 5,94% |
| BBVA | AA | | 9,22% | 8,92% | 16,84% | 5,42% |
| Internacional | A | 7,90% | 9,41% | 8,33% | 4,96% | 2,97% |
| Sub-Total | | 47,25% | 57,33% | 51,92% | 74,00% | 92,45% |
| Ocho mayores emisores | | 78,35% | 73,36% | 71,64% | 86,66% | 92,45% |

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 embargo, en la serie USD 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).

Durante el año 2015, 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 elevada (con excepción de los dos que presentan el mayor peso relativo). Al 30 de noviembre de 2015 el fondo contaba con 1.115 partícipes. A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

Cuadro 8: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

| Peso relativo aportante | 31-dic-11 | 31-dic-12 | 31-dic-13 | 31-dic-14 | 30-nov-15 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1° | 7,63% | 11,07% | 17,42% | 12,39% | 18,54% |
| 2° | 7,19% | 8,41% | 9,08% | 12,38% | 18,06% |
| 3° | 5,45% | 5,56% | 7,40% | 7,44% | 8,01% |
| 4° | 4,79% | 4,98% | 6,77% | 6,28% | 4,56% |
| 5° | 4,74% | 4,43% | 6,01% | 6,20% | 3,71% |
| 6° | 4,22% | 3,88% | 4,69% | 4,62% | 2,53% |
| 7° | 3,83% | 3,54% | 3,16% | 4,37% | 2,52% |
| 8° | 3,57% | 3,49% | 3,05% | 3,15% | 2,22% |
| 9° | 2,74% | 3,32% | 2,44% | 3,14% | 2,22% |
| 10° | 2,73% | 3,32% | 2,09% | 2,56% | 2,06% |
| Total | 46,89% | 51,99% | 62,11% | 62,53% | 64,43% |

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es mayormente de corto plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días (entre enero y noviembre de 2015 alcanzó un promedio de 62,1 días) y se concentra en papeles que presentan mercado secundario, los cuales son de bajo riesgo y presentan una liquidez suficiente. Cabe destacar que el procedimiento de liquidación del fondo se encuentra estipulado en el reglamento interno, otorgándole un respaldo adicional a la salida de recursos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a US\$ 120 millones, equivalente al 64,8% de valor del patrimonio del fondo a esa fecha.

Valorización de las cuotas

El reglamento interno expresa que las cuotas del fondo se valoran diariamente y de acuerdo a la legislación vigente.

De acuerdo a la Circular Nº 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, deberán ser valorizadas a TIR de compra, teniendo las administradoras de fondos las siguientes obligaciones:

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

Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, manejar los vencimientos de los instrumentos de la cartera y revisar la proporción de activos líquidos. Asimismo, en 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

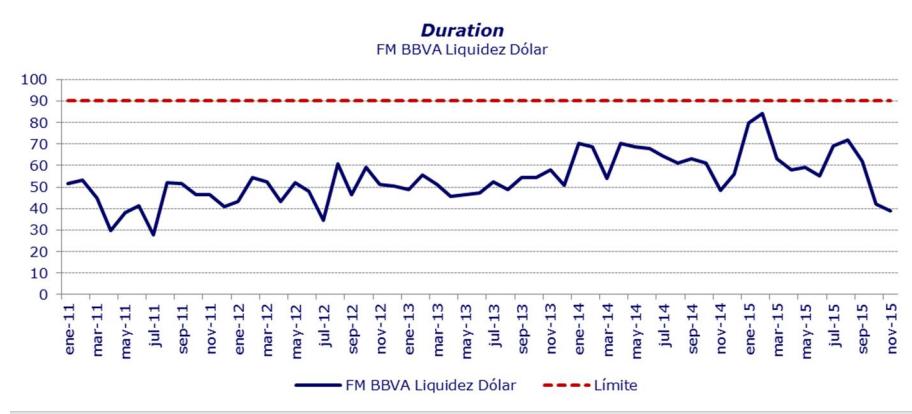
instrumentos que conformen la cartera de inversión, siempre que dicha estrategia haya sido desarrollada por entidades independientes y sea representativa de los precios de mercado. En esta línea, la unidad de investigación financiera RiskAmerica⁷, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos y, por ende, para el **FM Liquidez Dólar**.

- 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.

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. Esta herramienta calcula diariamente el Valor en Riesgo (VaR) de los fondos, abiertos por sus exposiciones de relevancia, y, además lleva a cabo análisis de stress para sus carteras, tanto de tasas de interés como de monedas, basados en escenarios históricos tales como los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la caída de Lehman Brothers en 2008.

- c)** Proporcionar a los inversionistas y al público en general información del criterio de valorización utilizado, políticas de liquidez y realización de ajustes a precio de mercado, la forma de determinar el valor neto diario del fondo, la conversión de los aportes y liquidación de rescates entre otras, las que se publican en sus estados financieros anuales y en su reglamento interno. La valorización a TIR de compra tiene bajo efecto distorsionador en activos de corto plazo (en noviembre de 2015, la totalidad de los instrumentos en cartera tenía duración inferior a un año) por ello, en nuestra opinión, la valorización de los eventuales activos de largo plazo que se pudieran adquirir no tendrían efecto de relevancia en el valor final de la cuota.

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



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.

"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



Contratos de derivados

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

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

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

Anexo N°2



Instrumentos de inversión

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

| Tipo de instrumento | % Mínimo | % Máximo |
|---|----------|----------|
| INSTRUMENTOS DE DEUDA | | |
| 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 en la SVS u otro organismo de su similar competencia. | 0 | 100 |
| Instrumentos emitidos y garantizados por bancos y sociedades financieras nacionales. | 0 | 100 |
| Otros valores de oferta pública de deuda que autorice la SVS. | 0 | 100 |
| Instrumentos inscritos en el Registro de Valores, emitidos por Corfo y sus filiales, empresas fiscales, semifiscales, sociedades anónimas u otras entidades registradas en el mismo registro. | 0 | 100 |
| Emisores Extranjeros | 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 30% 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.

Anexo N°4



LEY N° 18.045 – LEY DE MERCADO DE VALORES (EXTRACTO)

TITULO XV

De los grupos empresariales, de los controladores y de las personas relacionadas

Artículo 97.- Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:

- a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o
- b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer alguno de los poderes señalados en las letras anteriores, cada una de ellas se denominará miembro del controlador.

En las sociedades en comandita por acciones se entenderá que es controlador el socio gestor.