



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista

Eduardo Valdés S.

Tel. (56) 22433 5200

eduardo.valdes@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar

Enero 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Clasificación cuota	AA+fm ¹
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable ²
Estados Financieros	31 de diciembre de 2015 ³
Administradora	BBVA Asset Management

Opinión

Fundamento de la clasificación

El **Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar (FM Liquidez Dólar)** comenzó sus operaciones el 7 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 Management), sociedad filial del Banco BBVA, entidad bancaria clasificada en "Categoría BBB", en escala global.

El objetivo primario del fondo mutuo, de acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, es 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.

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 2016, el capital administrado por el fondo ascendió a US\$ 89,4 millones.

Humphreys subió la clasificación de riesgo de las cuotas del fondo, desde "Categoría AAfm" a "Categoría AA+fm", y modificó su tendencia desde "Favorable" a "Estable", ya que el portafolio de inversión ha experimentado una disminución en sus niveles de riesgo durante los últimos dos años, período en el que se ha observado un descenso en el indicador de pérdida esperada utilizado por **Humphreys**, que alcanzó un promedio de 0,00079% entre enero y noviembre de 2016, con un 94,3% de su cartera clasificada en "Categoría AA-" o superior, mientras que en el mismo lapso de 2015 promedió 0,00088, con un 93,3% de su cartera clasificada en "Categoría AA-" o superior.

Entre las fortalezas del **FM Liquidez Dólar**, que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AA+fm", 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.

¹ Clasificación anterior: AAfm

² Tendencia anterior: Favorable.

³ Corresponde a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de noviembre de 2016 (cartera de inversiones, valores cuota).

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 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 19 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 con la administración y la resolución de conflictos son tratados por BBVA Asset Management de manera estándar para todos sus fondos mutuos. De hecho, existe 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 adecuada 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 en su mayoría en la moneda funcional del fondo (90% como promedio en los últimos cinco años), con un promedio de inversión en pesos inferior al 1% para los últimos 24 meses. Adicionalmente, y como consecuencia de la baja duración de sus instrumentos, el fondo presenta una baja exposición a cambios en la tasa de interés considerando, además, que los instrumentos en que invierten son a tasa fija.

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, dentro de los plazos establecidos en la ley. Asimismo, el reglamento del 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 entre enero y noviembre de 2016 fue de 49 días aproximadamente, cumpliendo con la duración máxima de la cartera de inversiones del fondo fijada en 90 días, según la política de inversiones.

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).

Consideraciones Comisión Clasificadora de Riesgo

Acuerdo N°31	Referencia
Claridad y precisión de los objetivos del fondo: ver Objetivos del fondo	Objetivos del fondo
Grado de orientación de las políticas y coherencia con el reglamento interno	Objetivos del fondo
Conflictos de interés <ul style="list-style-type: none"> • Entre fondos administrados • Con la administradora y sus personas relacionadas 	Manejo de conflictos de interés Manejo de conflictos de interés
Idoneidad y experiencia de la administración y la administradora	Fundamento de la clasificación
Política de inversión	Objetivos del fondo
Concentración por emisor y grupo empresarial	Niveles de concentración
Endeudamiento	Política de endeudamiento
Valoración de las inversiones	Valorización de las cuotas

Definición de categorías de riesgo

Categoría AAfm

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

"+": Corresponde a las cuotas con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría M1

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

Antecedentes generales

Administración del 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 un elevado nivel de activos, presente en Chile a través, Forum Servicios Financieros y BBVA Seguros de Vida.

Durante noviembre de 2016, BBVA Asset Management administró un total de 34 fondos, de los cuales 32 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.655 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 5,6% 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	70,13%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	11,16%
Mediano y largo plazo	5,67%
Mixto	Sin fondos
Capitalización	1,83%
Libre inversión	9,17%
Estructurados	2,04%
Calificados	Sin fondos

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

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	
Eduardo Olivares Veloso	Presidente
Álvaro Ibarra Leiva	Director
Aldo Zegers Undurraga	Director
Rodrigo Petric Araos	Director
Alfonso Lecaros Eyzaguirre	Director

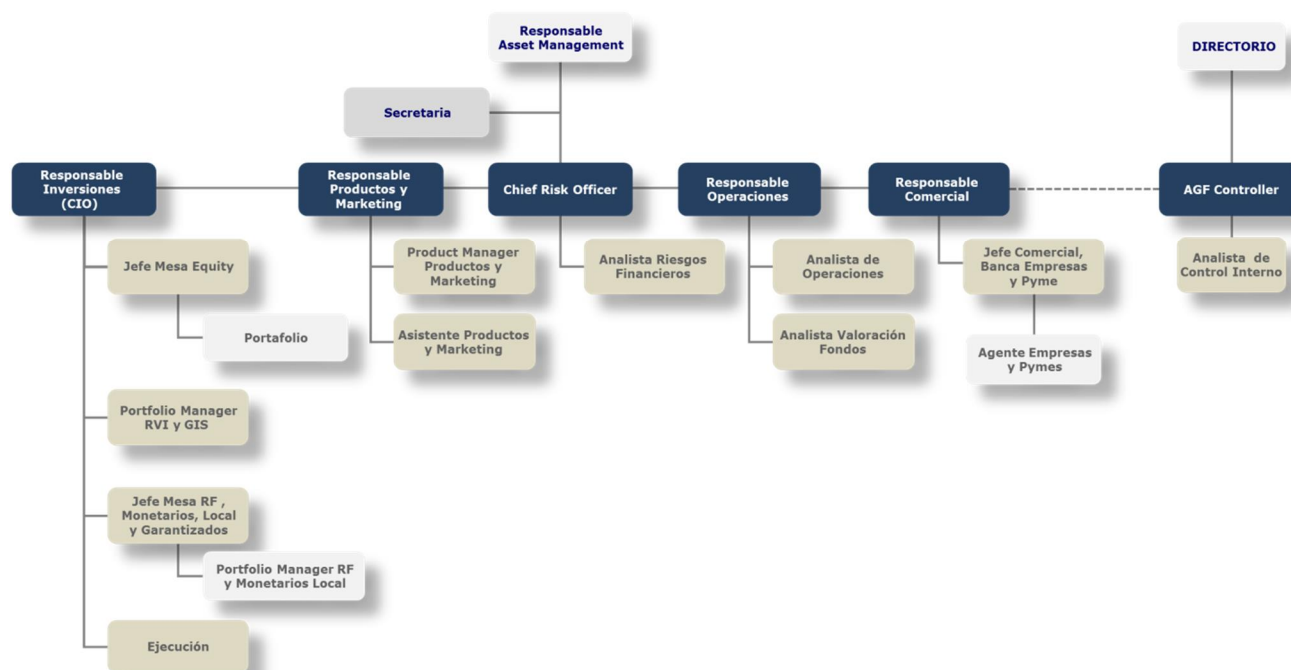
El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del 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



Fondo y cuotas del fondo

Objetivos y política de inversión del fondo

Según 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. Esto, para 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 a:

- Invertir en instrumentos de deuda nacional e internacional, preferentemente de corto y mediano plazo.
- Una duración de la cartera de inversiones que no supere 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.

- 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 con lo establecido en el artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores N° 18.045 (Ver Anexo N°3).
- 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, cuyas inversiones en activos estén en 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, que en los últimos 24 meses ha estado compuesta exclusivamente por depósitos a plazo emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría A" o superior (en noviembre de 2016, la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, y el 94,7% de sus activos 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. Esto, se ha manifestado en un *duration* promedio de 55 días para los últimos dos años.

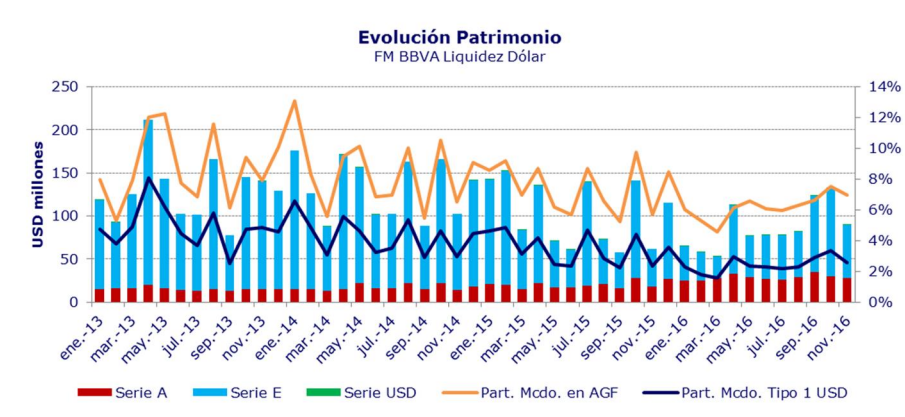
El reglamento interno del fondo otorga la posibilidad de invertir en derivados y adquirir instrumentos con retroventa, los cuales implican riesgos adicionales. En la práctica, la cartera ha sido administrada de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años y se ha concretado, exclusivamente, en instrumentos nominados en dólares y, en menor medida, en pesos chilenos, que han representado un promedio de 96,4% y un 0,9% de los activos, respectivamente, para los últimos dos años.

Composición del fondo

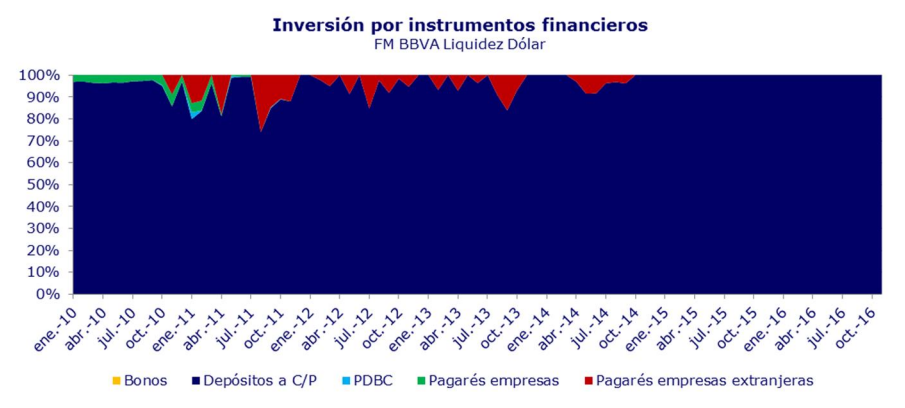
El **FM Liquidez Dólar** se compone de tres series de cuotas, las cuales se diferencian por requisito de ingreso y/o remuneración cobrada por la AGF. Estas series son las siguientes:

- **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 2016, el fondo presentó un tamaño aproximado de US\$ 89,4 millones (US\$ 86,2 millones como promedio entre enero y noviembre de 2016). 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 \$ 86,2 millones entre enero y noviembre de 2016.



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 2,4% entre enero y noviembre de 2016 (3,5% en 2015). 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 4: Composición cartera

Instrumento	Promedio anual					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bonos de empresas	0,06%					
Depósitos a corto plazo	81,68%	94,20%	92,77%	94,00%	97,27%	97,34%
Pagarés descontables Banco Central	0,85%					
Pagarés de empresas	2,00%					
Pagarés de empresas extranjeras	14,65%	5,96%	8,10%	4,88%		

Respecto de 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 2016, 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

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

BBVA Asset Management posee un manual denominado "Gestión de Conflicto de Interés AGF"⁵ para el tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora. Su última revisión data de septiembre de 2016.

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.

La Unidad de Control Interno de la administradora es la responsable de supervisar la correcta aplicación del manual. Además, debe velar por el cumplimiento de las normas legales y administrativas que regulan la actividad de la administradora, y tomar conocimiento y resolver las cuestiones que se le presentan informando al directorio sobre los antecedentes, análisis y propuesta de solución al conflicto de interés planteado.

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.

⁵ Ver Anexo N°4.

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. Estos últimos son a los solicitados antes del cierre de operaciones. La remuneración y comisiones para las distintas series son las siguientes:

Cuadro 5: 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 2016, el fondo había recaudado US\$ 412 mil por concepto de remuneración (US\$ 325 mil durante el año 2015).

Política de endeudamiento

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 2016, el fondo no ha presentado obligaciones bancarias.

Prohibiciones y gravámenes

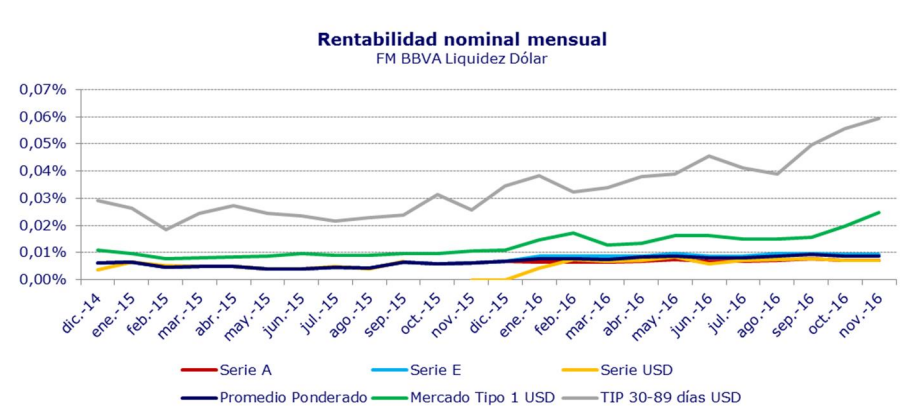
De acuerdo con el último reglamento interno, no hay políticas específicas en relación a las prohibiciones y gravámenes del fondo.

Por otra parte, la política de inversiones del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la compra de valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

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 debajo de la rentabilidad promedio del mercado de fondos mutuos tipo 1 en dólares y 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 0,008% mensual durante los últimos doce meses, mientras que el mercado de fondos tipo 1 y la TIP a 90 días, ambos en dólares, mostraron un promedio de 0,016% y 0,042% 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 6: 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	0,007%	0,009%	0,007%	0,009%	0,025%	0,059%
Rentabilidad Mes Anterior	0,007%	0,009%	0,007%	0,009%	0,020%	0,055%
Últimos seis meses	0,007%	0,009%	0,007%	0,009%	0,018%	0,048%
Últimos 12 meses	0,007%	0,009%	0,006%	0,008%	0,016%	0,042%
Rentabilidad YTD	0,007%	0,009%	0,007%	0,008%	0,016%	0,043%
Des Est (24 meses)	0,001%	0,002%	0,002%	0,002%	0,004%	0,011%
Promedio (24 meses)	0,006%	0,007%	0,005%	0,007%	0,013%	0,034%
C. Variación (24 meses)	0,19	0,29	0,47	0,26	0,34	0,32

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

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

Cuadro 7: 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	0,087%	0,111%	0,085%	0,103%	0,296%	0,715%
Rentabilidad Mes Anterior	0,088%	0,112%	0,087%	0,107%	0,235%	0,668%
Últimos seis meses	0,087%	0,111%	0,086%	0,104%	0,213%	0,581%
Últimos 12 meses	0,084%	0,107%	0,077%	0,099%	0,193%	0,507%
Rentabilidad YTD	0,085%	0,109%	0,084%	0,101%	0,198%	0,515%
Promedio (24 meses)	0,074%	0,085%	0,063%	0,081%	0,152%	0,403%

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

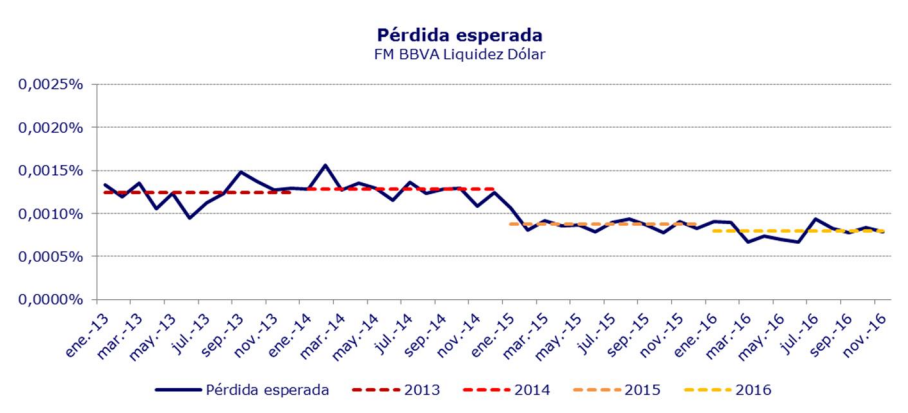
Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Es posible anticipar que el portafolio del fondo en análisis presenta un reducido riesgo de *default*, debido a que su estructura de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior y que además han ido aumentando su participación en los últimos años (a noviembre de 2016 alcanzaron una concentración de 94,70%, mientras que a noviembre de 2015 y noviembre de 2014 alcanzaron 93,93% y 82,75% respectivamente). A esto se suma el hecho que su cartera de corto plazo presenta niveles de riesgo superiores o iguales a *N-1*.

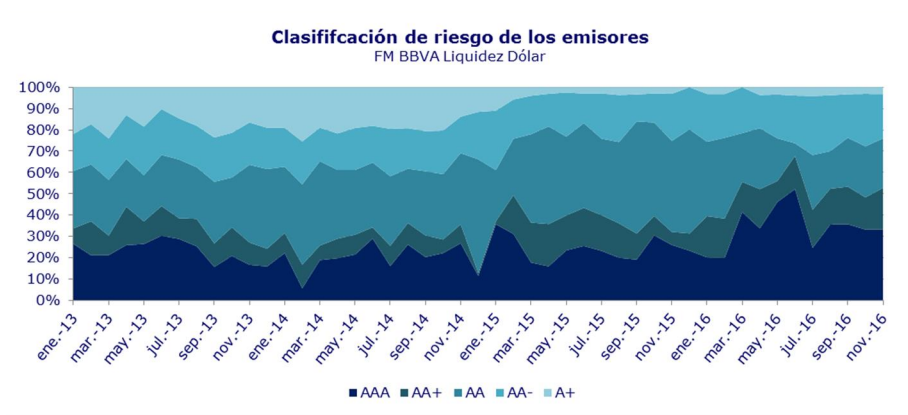
Dados los elementos mencionados, es bajo el riesgo de cambio en el valor del fondo por efecto de pérdidas en uno o más activos por incumplimiento de los respectivos emisores.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo a noviembre de 2016, ésta tendría una pérdida esperada, para un horizonte de un año, del orden del 0,00078%, fluctuando entre 0,00066% y 0,00094% 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 éste ha disminuido, notoriamente, en el último período, hasta promediar 0,00079% (durante los períodos 2013, 2014 y 2015, el indicador promedió 0,00124%, 0,00128% y 0,00087% 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.



El gráfico anterior muestra una estructura de inversiones que ha aumentado su exposición a emisores clasificados en "Categoría AA-" o superior. Estos, a noviembre de 2016, representaron el 94,7% del portafolio (93,9% en noviembre de 2015) y los emisores clasificados en "Categoría AAA" han representado la mayor parte de la cartera (32,47% en noviembre de 2016).

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 48,5 días para el período 2016), y en títulos expresados en dólares de emisores nacionales (durante el año 2016, la totalidad de los instrumentos de la cartera se encontraba expresado en esa moneda).

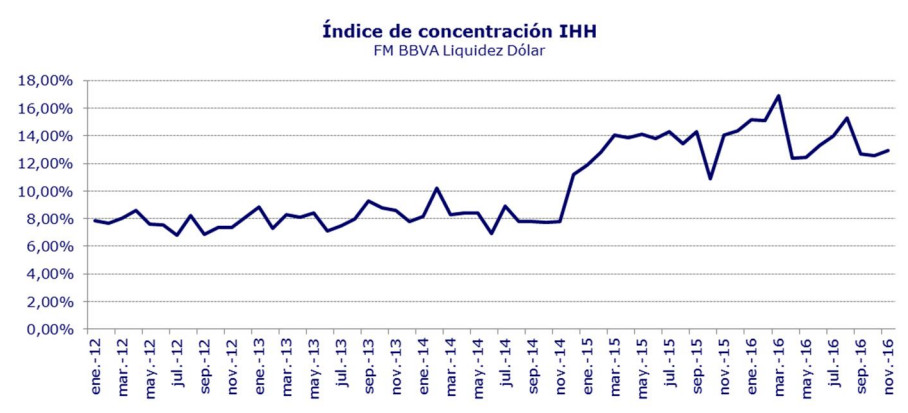
Los riesgos por cambio de tasa, a su vez, se encuentran atenuados por un perfil de la cartera de inversiones concentrada, totalmente, en el corto plazo (100% de los instrumentos tienen vencimiento menor a un año).

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 N° 1.328. Por lo tanto, los excesos de inversión no están permitidos y, si ocurriesen 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 proceder a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder los 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, donde las alternativas de inversión se encuentran bastantes restringidas, y por lo mismo éste 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 9,7% y 12,1%, representando en promedio un 9,8% de la cartera en noviembre de 2016.

El siguiente gráfico, muestra la evolución del índice de *Herfindahl e Hirschman*⁷ (IHH), que mide la concentración económica en los mercados, en el que se puede ver la evolución del fondo en sus niveles de concentración:



Como se puede ver en el cuadro N°4, durante 2016, 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 2016, los ocho mayores emisores del fondo concentraron el 91,2% de las inversiones.

⁷ Mientras mayor es el índice, más concentrado, o menos competitivo es el mercado.

Cuadro 8: Mayores emisores del fondo

Institución	Clasificación de riesgo	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	nov-16
BCI	AA+	7,76%	7,84%	1,27%	7,84%	19,17%
Scotiabank	AAA	3,91%	5,43%		18,27%	17,99%
Security	AA-	8,50%	8,07%	9,63%	15,67%	14,88%
BBVA	AA	9,22%	8,92%	16,84%	17,41%	13,31%
Banco Bice	AA	4,59%	7,45%	4,25%	1,74%	9,40%
BancoEstado	AAA			3,96%	0,00%	6,26%
Consorcio	AA-	10,28%	10,17%	11,73%	3,49%	5,48%
Banco de Chile	AAA	6,08%		7,07%	4,36%	4,70%
Sub-Total		50,34%	47,86%	54,76%	68,77%	91,18%
Ocho mayores emisores		73,36%	71,64%	86,66%	95,24%	91,18%

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

Liquidez 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 sube 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 2016, 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, debido a que 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 2016, el fondo contaba con 1.187 partícipes.

A continuación, se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo en relación a su activo total.

Cuadro 9: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

Peso relativo aportante	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	30-nov-16
1°	11,07%	17,42%	12,39%	21,58%	18,44%
2°	8,41%	9,08%	12,38%	17,72%	12,38%
3°	5,56%	7,40%	7,44%	7,55%	4,67%
4°	4,98%	6,77%	6,28%	3,24%	4,28%
5°	4,43%	6,01%	6,20%	2,59%	3,93%
6°	3,88%	4,69%	4,62%	2,39%	3,35%
7°	3,54%	3,16%	4,37%	2,10%	2,76%
8°	3,49%	3,05%	3,15%	1,73%	2,76%
9°	3,32%	2,44%	3,14%	1,71%	2,70%
10°	3,32%	2,09%	2,56%	1,59%	1,93%
Total	51,99%	62,11%	62,53%	62,21%	57,22%

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa, principalmente, en el hecho de que la cartera es mayormente de corto plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. En la práctica, el portafolio tiene un *duration* inferior a 90 días (entre enero y noviembre de 2016 alcanzó un promedio de 48,5 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 y le otorga un respaldo adicional a la salida de recursos.

Durante los últimos 24 meses, el máximo de retiro ascendió a US\$ 91,5 millones, equivalente al 133,2% 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 según la legislación vigente.

De acuerdo con la Circular N° 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, deberán ser valorizadas a TIR de compra, 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 RiskAmerica⁸, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos y, por ende, para el **FM Liquidez Dólar**.

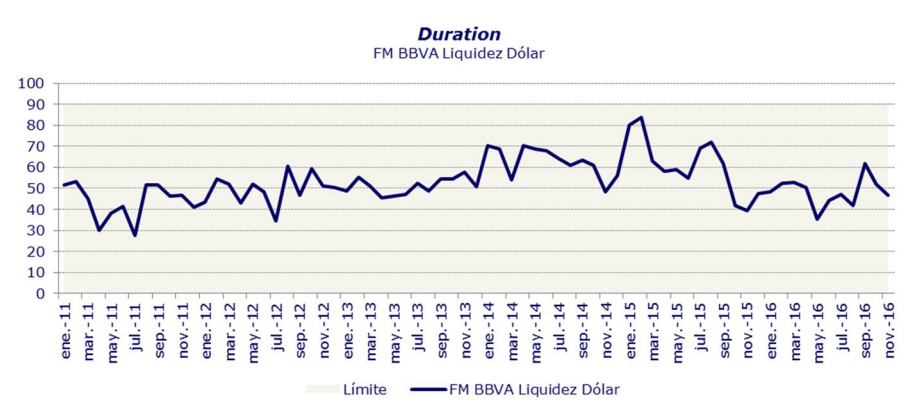
- b)** Considerar la realización de pruebas de *stress testing* u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo. Esto para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera ante distintos escenarios de mercado.

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). A juicio de **Humphreys**, la valorización de los eventuales activos de largo plazo que se pudieran adquirir no tendría 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:



⁸ 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."

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°204⁹ 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 conllevan, 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.

⁹ Modificada por NCG N°237 y derogada por NCG N°376.

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

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.

Anexo N°4

Criterios generales para el manejo de potenciales conflictos de interés¹⁰

El procedimiento de gestión de los conflictos de interés cuenta con distintas herramientas, tanto al interior del banco BBVA como de la administradora BBVA Asset Management.

1. Gestión de conflictos de interés asociados a empleados de la firma

Las herramientas que buscan garantizar que directivos, empleados y en particular gestores de carteras de la administradora no tengan incentivos contrarios a los intereses de los inversores son las siguientes:

- Política de compensación a empleados.
- Código de Conducta en Mercados de Valores del Grupo BBVA.
- Código de Conducta del Grupo BBVA.

2. Gestión de conflictos de interés asociados a las entidades del grupo

BBVA Asset Management, al ser parte de un grupo financiero, requiere ciertas normas de transparencia que tienen relación con las operaciones “vinculadas”, es decir aquellas que se realizan con el grupo o sus filiales.

La transparencia en las condiciones que se realizan es indispensable para comprobar su ejecución en condiciones iguales o mejores que hubieran podido realizarse con otras entidades del mercado.

Si bien BBVA Asset Management no está impedida de comprar papeles emitidos por el Grupo BBVA, sí existen restricciones a la operatoria con partes relacionadas, como se establece en la Ley 20.712, artículo 22, letra h) y en la NCG 376, título II. La interpretación a estas normativas es que los fondos sí pueden comprar títulos de BBVA, pero sólo pueden ser adquiridos en mercados de público acceso, donde hay puja de precios.

Para evitar este tipo de conflictos, la administradora cuenta con un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores que regula la operativa de sus funcionarios y que busca prevenir potenciales conflictos de interés y evitar el uso de información privilegiada.

3. Gestión de conflictos de interés asociados a la relación entre la administradora y los fondos

La Ley 20.712, en su artículo 6, establece el máximo que un inversionista puede poseer de un fondo. Se establece que transcurrido un año, desde la fecha en que el fondo puede ser comercializado, ningún aportante que no sea inversionista institucional podrá poseer, directa o indirectamente, más del 35% del patrimonio total del fondo, ya sea en forma individual o en conjunto con sus personas relacionadas.

¹⁰ De acuerdo al manual “Gestión de Conflicto de Interés AGF”.

Por transitividad, este artículo impone esta restricción a la AGF y las personas relacionadas que en ella se desempeñan.

No podrán las sociedades administradoras ni sus directores, gerentes y administradores, directamente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, adquirir instrumentos financieros o valores del patrimonio del o de los fondos administrados, ni enajenar de los suyos a éstos. Tampoco podrán tomar en calidad de préstamos dinero de estos fondos.

4. Gestión de conflictos de interés asociados a *Brokers*

La entidad cuenta con un procedimiento escrito para selección y evaluación de *brokers* (Relaciones con *Brokers*), el cual se basa en su capacidad de ejecución y otros factores (calidad de análisis, reputación). Deberá ser especialmente diligente cuando el *broker* pertenezca al grupo financiero (aplicándose la política de operaciones vinculadas).

Existe un listado conocido y actualizado de *brokers* que mantiene la Unidad de Riesgos de la administradora. Para cada *broker* con que se opere existe un contrato o ficha de cliente con las condiciones pactadas del servicio. Dichos contratos están en custodia de BO Integridad.

Las facturas por las comisiones cobradas por los *broker* son canceladas por la administradora. Posteriormente, dichos gastos son recuperados de manera parcial por la administradora los primeros días de cada mes, según el máximo establecido en cada reglamento interno.

5. Gestión de conflictos de interés con otros clientes

Cuando se gestionan múltiples carteras se debe velar por no generar inequidades entre los diferentes clientes, fondos y carteras. Esto conlleva:

- a)** Sistemas de valoración robusto en metodología y horas de capturas de precios todos los días que exista mercado.
- b)** Procedimiento auditable de asignación de operaciones que salvaguarde el principio de no discriminación entre clientes y carteras. Este procedimiento debe abarcar también a modificaciones y anulaciones de operaciones. Existe un procedimiento respecto a las modificaciones y anulaciones de operaciones. Al respecto, las anulaciones y modificaciones deben ser comunicadas vía correo a una casilla grupal, identificando el folio, fondo y motivo de la anulación. Luego de enviado ese correo, se realiza la modificación. En una planilla Excel, se debe registrar el motivo del cambio/anulación y mostrar el nuevo folio de la operación y si corresponde, identificar el nuevo fondo en caso de tratarse de una nueva asignación entre fondos.

El punto **a)** actualmente está cubierto con la normativa vigente y los procedimientos implementados por el departamento de riesgos de la administradora. Los fondos son valorizados de acuerdo al Sistema RiskAmerica, de uso generalizado dentro de la industria de fondos mutuos, con ello, el precio de valorización de cada instrumento no es resorte de la AGF, sino que se basa en transacciones válidas o precios estimados de acuerdo a un modelo testado y validado por RiskAmerica.

Usando la misma fuente de precios RiskAmerica, para el caso de los fondos Tipo 1; se incluye aquí la determinación diaria de fuente de precios para la determinación de los Gaps individuales y a nivel de cartera entre los precios de compra o de último ajuste versus mercado, para determinar si corresponde ajustes a mercado. Esto, con miras a lo establecido por la Circular 1990 de la SVS.

Las operaciones entre fondos se encuentran normadas por la NCG 181, de tal manera que las operaciones de esta naturaleza sólo se realizan a través del mecanismo de Órdenes Directas (OD) en terminales de Bolsa de Comercio.

6. Gestión de conflicto de interés entre fondos

Para gestionar el potencial conflicto de interés entre fondos, es que la administradora establece que las transacciones entre fondos deban realizarse exclusivamente por OD. Este tipo de transacciones debe realizarse conforme a lo dispuesto en la LUF y según la norma de carácter general emitida por la SVS. La NCG 181 establece que las operaciones deben ser realizadas a través de OD en un mercado de público acceso. Las operaciones OD permiten la intervención de terceros ajenos a la administradora y sus fondos.

Riesgos Financieros es el área encargada de controlar que todas las operaciones entre fondos se realicen por OD. Para esto, realiza control mensual de operaciones, cuyo resultado se muestra en los comités de riesgo mensual. Dicho proceso analiza los precios utilizados en las operaciones OD, de manera de garantizar el uso de precios justos para ambos fondos participantes.

En aquellos casos en que no se cumpla el nivel de liquidez mínimo indicado en la normativa (NCG 376), el área de riesgos solicitará al área de inversiones la explicación de cada uno de estos casos una vez actualizado el control mensual.

Con todo, la sociedad administradora deberá velar en todo momento, para que las transacciones entre fondos se efectúen en el mejor interés de éstos. Lo anterior, para dar debido cumplimiento a las obligaciones contenidas en el artículo 161 de la Ley 18.045.

7. Gestión de conflictos de interés con las entidades que se invierte

De acuerdo a la Ley 20.712, artículo 65, Concurrencia a Juntas de Accionistas. Sin perjuicio de lo establecido en la política de votación contenida en el reglamento interno del fondo, las administradoras deberán asistir y ejercer sus derechos de voz y voto en las juntas de accionistas de las sociedades anónimas abiertas cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos que administre, siempre que dichos fondos posean en conjunto al menos el 4% de las acciones con derecho a voto emitidas por la respectiva sociedad, o el porcentaje menor que determine la SVS por norma de carácter general.