



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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

Fondo Mutuo Capital Financiero

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|---------------------|--|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Cuotas | AAfm |
| Riesgo de mercado | M1 |
| Tendencia | Favorable ¹ |
| Estados Financieros | Diciembre de 2013 ² |
| Administradora | Banchile Administradora General de Fondos S.A. |

Opinión

Fundamento de la clasificación

Fondo Mutuo Capital Financiero comenzó sus operaciones en marzo de 1995, corresponde a un fondo mutuo tipo 1 y es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A. (en adelante Banchile AGF), sociedad filial del Banco de Chile, entidad bancaria clasificada en "Categoría AAA" a escala local.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el objetivo del fondo es entregar una alternativa de inversión del capital de trabajo operacional, los excedentes de caja de corto y mediano plazo y los fondos con un propósito de uso específico. El fondo busca lograr un nivel de rentabilidad similar al que ofrecen los depósitos a plazo, con la ventaja de tener mayor liquidez ya que se puede solicitar el rescate en cualquier momento.

Para lo anterior, en la práctica se invierte en instrumentos de deuda de emisores nacionales de corto, mediano y largo plazo, conformando con ello una cartera de duración menor o igual a 90 días. A marzo de 2014 su patrimonio ascendía a US\$ 242,53 millones y en los últimos doce meses ha fluctuado entre US\$ 195 y US\$ 644 millones.

La perspectiva de la clasificación se modifica desde "Estable" a "Favorable³", principalmente, por la baja que han experimentado sus indicadores de pérdida esperada en los últimos periodos, presentando promedios inferiores a los que históricamente mostraba el fondo.

Entre las fortalezas del **FM Capital Financiero** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AAfm" destacan las características propias de la cartera de inversiones, orientada a instrumentos de bajo riesgo, adecuada rentabilidad y sin exposición a otras monedas, ya que está conformada por instrumentos en pesos de emisores nacionales.

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de marzo de 2014 (Cartera de Inversiones, Valores Cuota).

³ Corresponde a aquellos instrumentos cuya clasificación podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Asimismo, se observa una alta liquidez de los activos, lo que es consistente con un fondo de alta rotación de su patrimonio.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora la administración de Banchile como un factor positivo, ya que posee una alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos. En paralelo, también como elemento positivo, la evaluación incorpora la alta representatividad del valor de las cuotas en relación con el precio de mercado de los activos que conforman el fondo.

Según la metodología de **Humphreys**, la pérdida esperada promedio del fondo en los últimos doce meses alcanza a 0,00092% y ha variado entre 0,00075% y 0,00107%.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho de que la composición de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría variar en cuanto a riesgo crediticio de los emisores, y además por el hecho de que contempla la opción de utilizar instrumentos derivados como cobertura e inversión dentro de su cartera. Con todo, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales, y las restricciones que se impone la sociedad administradora en cuanto a la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). Si bien existe amplitud de definición de inversiones en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

Los mecanismos establecidos para evitar conflictos de interés responden actualmente a los estándares del mercado local, y han sido perfeccionados en línea con las exigencias establecidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) sobre dicha materia. Esto es relevante en vista de que la administradora actualmente mantiene varios fondos con un perfil de inversión de similares características al **Fondo Capital Financiero**.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a $M1^4$, puesto que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, centrado en inversiones de corto plazo, en pesos y a tasa fija, situación que se estima se mantendrá a futuro, basados en la calidad de Banchile como administrador de activos por cuenta de terceros (e independientemente de la amplitud que presenta el reglamento interno en cuanto a su exposición por tipo de moneda). En promedio, la inversión en unidades de fomento (UF) ha sido en torno al 1,68% para los últimos 24 meses.

Históricamente el fondo ha sobrepasado el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno. Sin embargo, todos los excesos han sido de carácter pasivo (producto de un aumento de la importancia relativa de una inversión ante una disminución del patrimonio administrado) y se han solucionado dentro de los plazos establecidos en la ley. La duración

⁴ La clasificación de riesgo para este tipo de fondos mutuos va desde M1 a M6.

promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos promedio definidos por el reglamento.

Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

Fortalezas centrales

- Cartera de inversiones con instrumentos de bajo riesgo.
- Elevada liquidez de los activos y las cuotas del fondo.
- Larga historia del fondo.
- Experiencia de AGF, tanto general como en fondos tipo 1.
- Valorización de las cuotas es representativa de su valor de mercado.

Fortalezas complementarias

- Alta capacidad de gestión de la Administradora.
- Baja volatilidad ante variables de mercado.
- Adecuado manejo de conflicto 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 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 fondo

Fondo Capital Financiero es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (99,98% es propiedad de esta entidad y 0,02% de Banchile Asesorías Financieras). El banco, a su vez, a través de sociedades de inversión, es controlada por el grupo Luksic, uno de los principales conglomerados económicos del país.

Al 31 de marzo de 2014, Banchile administraba 87 fondos mutuos y nueve fondos de inversión. El total de patrimonio administrado en fondos mutuos ascendió a US\$ 8.375,8 millones, cifra que la sitúa como la administradora líder, con una participación entorno al 22% del mercado.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 43% de los fondos mutuos administrados por la AGF, seguidos de los fondos tipo 3 que llegaban a 37%. Entre los fondos tipo 1, Banchile AGF mostraba la mayor participación, con un 23% 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 | 43,5% |
| Deuda corto plazo mayor a 90 días | 7,4% |
| Mediano y largo plazo | 37,3% |
| Mixto | 5,4% |
| Capitalización | 3,6% |
| Libre inversión | 0,4% |
| Estructurados | 1,4% |
| Calificados | 1,0% |

Estructura organizacional

El directorio de la administradora está compuesto por cinco miembros, quienes sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas) y que, en términos generales, se caracterizan por mostrar una elevada experiencia en la gestión de activos, aunque preferentemente financieros. Bajo este contexto, se destaca que dos de sus miembros, entre ellos el presidente, también forman parte del directorio del Banco de Chile, permitiendo con ello un importante traspaso de conocimientos y sinergias operativas entre estas sociedades relacionadas, así como un alineamiento entre los objetivos de ambas entidades.

Tabla 2 : Directorio Banchile AGF

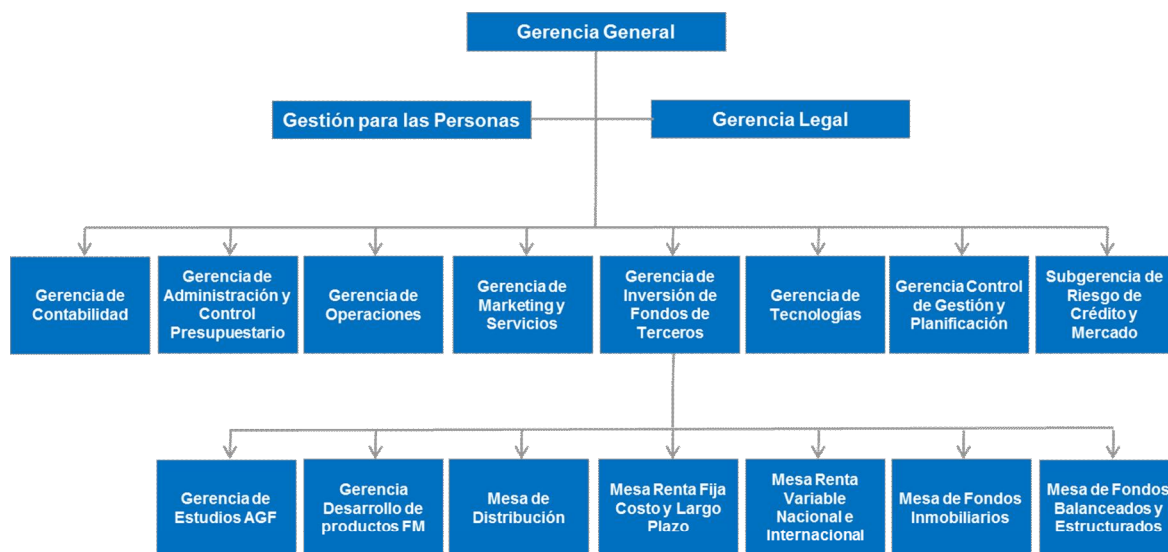
| Nombre | Cargo |
|---------------------|-----------------|
| Jacob Ergas Ergas | Director |
| Pablo Granifo Lavín | Director |
| Arturo Tagle Quiroz | Director |
| Jorge Tagle Ovalle | Director |
| Nicolás Luksic Puga | Director |
| Andrés Lagos Vicuña | Gerente General |

Dentro de las principales funciones del directorio, recae la responsabilidad de evaluar y controlar el cumplimiento de todas las estrategias establecidas para los fondos administrados, así como la decisión de aceptar, condicionar o rechazar las inversiones a realizar.

Su estructura administrativa, en tanto, se considera robusta y adecuadamente formalizada, con una disponibilidad de recursos que responde correctamente a las necesidades de sus negocios, permitiendo sustentar el normal desempeño de sus funciones.

A continuación se presenta la estructura organizacional de la administradora:

Figura 3: Estructura organizacional Banchile 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 Banchile AGF.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, la política de inversiones tiene como propósito entregar una alternativa de inversión al capital de trabajo operacional, a los excedentes de caja de corto y mediano plazo y a los fondos con un propósito específico, buscando lograr un nivel de rentabilidad similar al que ofrece los depósitos a plazo con la ventaja de tener mayor liquidez ya que se puede solicitar el rescate en cualquier momento.

El fondo mantendrá dentro de su cartera de inversiones, instrumentos de deuda de emisores nacionales de corto, mediano plazo y largo plazo, teniendo una duración menor o igual a 90 días.

La política de inversiones estipulada en el reglamento permite y/u obliga lo siguiente:

- Inversión en instrumentos de renta fija, de corto, mediano y largo plazo.
- Que la duración promedio de la cartera no supere los 90 días.

- Invertir en instrumentos cuya clasificación equivalga a "Categoría B", "N-4", o superiores.
- Invertir hasta un 10% de sus activos en una entidad que sea controladora de la Sociedad Administradora o miembro del grupo empresarial al cual pertenece, cuyos títulos sean clasificados en "Categoría A", "N-2", o superiores.
- Podrá invertir en instrumentos derivados y realizar otras operaciones autorizadas (operaciones de compra de instrumentos de oferta pública con promesas de venta).
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por emisor de un 10% del activo del fondo.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización de un 25% del activo del fondo.
- Podrá mantener un límite máximo de inversión por grupo empresarial de un 25% del activo del fondo.

Cabe mencionar que la política de inversiones del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en 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.

En la práctica, el **FM Capital Financiero** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos a plazo y bonos emitidos por el estado (93,18% y 6,42% promedio en los últimos dos años), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría A" o superior (en marzo de 2014, la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, y el 97,87% 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 56 días para los últimos dos años.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento del **FM Capital Financiero** restringe de manera adecuada en términos de clasificación de riesgo los instrumentos en los cuales puede invertir sus activos el fondo, situándose en este aspecto por sobre la media de mercado. No obstante, el documento 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 pesos chilenos y en menor medida unidades de fomento (UF).

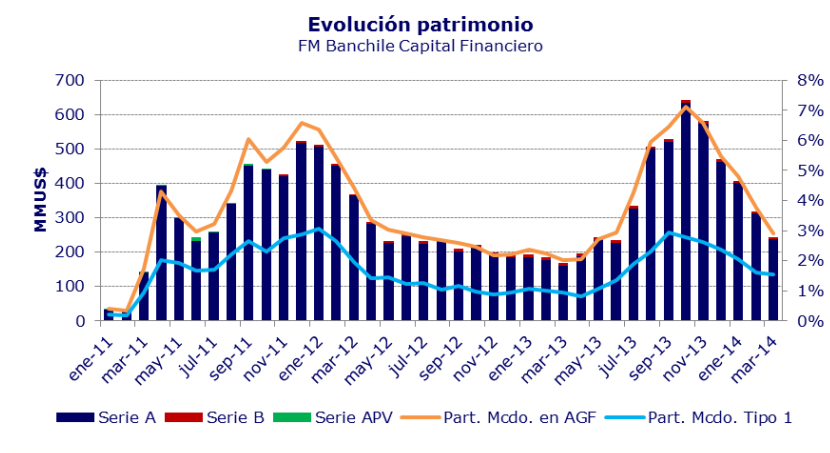
Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con dos series de cuotas, A y B (continuadora de la Serie APV), las que tienen derechos a una parte proporcional de los activos netos del fondo atribuibles a los partícipes de cuotas de circulación. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las series:

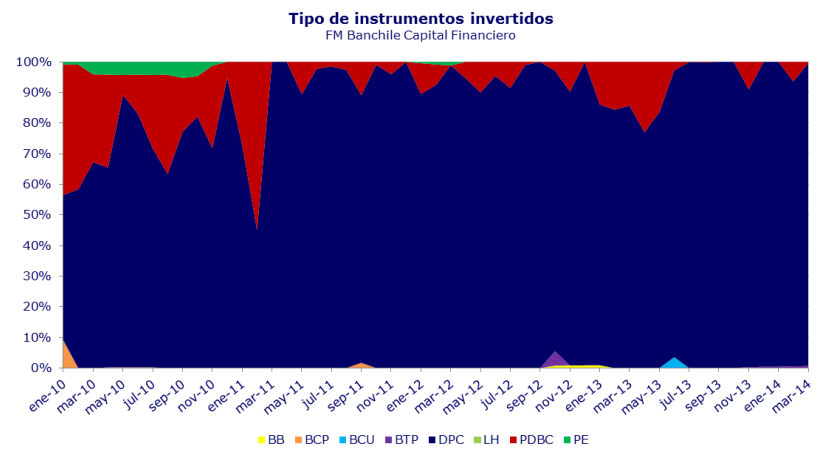
Cuadro 4: Resumen series de cuotas

| Serie | Dirigido a: | Patrimonio (MMUS\$) |
|-------|--|---------------------|
| A | Personas naturales | 236,46 |
| B | Aportes de Ahorro Previsional Voluntario | 6,07 |

Al 31 de marzo de 2014, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 243 millones, que ha sido variable en el último año, variando entre US\$ 195 y US\$ 644 millones.



Al analizar la evolución del fondo durante el último año, entre abril de 2013 y marzo de 2014, se observa una participación de mercado que ha sido variable, tanto en fondos tipo 1, que ha variado entre 0,8% y 2,9%, como dentro de la administradora, donde su participación se ha movido entre un 2,0% y un 7,1%. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales. El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:



Cuadro 5: Composición cartera.

| Instrumento | Promedio anual | | | | |
|---|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Bonos bancarios | | | 0,83% | 0,88% | |
| Bonos Banco Central en pesos | 1,96% | 1,68% | | | |
| Bonos Banco Central en U.F. | | | | 3,50% | |
| Bonos Tesorería General de la República en U.F. | | | 4,73% | 0,38% | 0,57% |
| Depósitos a corto plazo | 72,03% | 89,97% | 94,03% | 91,36% | 97,09% |
| Letras hipotecarias | 0,00% | | | | |
| Pagarés descontables Banco Central | 23,20% | 12,67% | 6,50% | 11,85% | 3,35% |
| Pagarés de empresas | 3,41% | | 0,79% | | |

En lo que se refiere a la concentración por emisores (no más de 10% del activo), el fondo ha sobrepasado recurrentemente el máximo por emisor establecido en su reglamento interno. Sin embargo, esto no ha constituido una estrategia "activa", es decir, provocada por la administración (en efecto, es causal de despido que un operador se exceda de los límites permitidos). Los excesos se producen por causas ajenas a la administradora, debido a disminuciones de patrimonio no esperadas, que hacen que aumente la importancia relativa de algunas inversiones. La política interna apunta a solucionar estos excesos a la brevedad y dentro de los plazos legales. No obstante el carácter pasivo de dichos excesos, en opinión de la clasificadora se podría disminuir el riesgo de concentración considerando la actual oferta en el mercado de renta fija nacional y/o a través de un mejor manejo de los límites en base a utilizar un criterio más conservador en cuanto a la holgura exigida para operar con cada emisor.

Manejo de 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, por las restricciones estipuladas en el reglamento interno y por las políticas internas aplicadas por Banchile AGF.

La legislación vigente, en particular la Ley de Fondos de Inversión y su reglamento interno, tienden a controlar principalmente los eventuales conflictos de interés que podrían surgir producto de transacciones con personas relacionadas a la administración del fondo. Cabe destacar que para los fondos de inversión, la ley establece la formación de un Comité de Vigilancia que entre sus atribuciones está la de controlar el cumplimiento de las normas vinculadas a este tipo de materias.

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, Banchile AGF posee el "Manual de Tratamiento y Solución de Conflictos de Interés" (en adelante el "manual"), que se encuentra vigente desde abril de 2008 estableciendo los criterios generales y específicos que norman la forma de resolver las potenciales situaciones que envuelvan superposiciones de intereses.

De forma complementaria, cuenta con un "Código de Ética" que se alinea con el manual antes referido y que establece que no es aceptable realizar actos y operaciones por parte de los

empleados de Banchile AGF, en los que exista conflictos de intereses entre el empleado, Banchile y sus clientes, dado que ello daña la confianza y transparencia de sus actos y decisiones.

En relación a la asignación, mantención y liquidación de inversiones que puedan ser adquiridas por más de un fondo, el manual describe que en la eventualidad que un mismo instrumento de deuda o de capitalización pueda ser considerado susceptible de ser comprado o vendido por más de un fondo, se dará prioridad en la asignación de nuevos títulos a aquél cuya ponderación por tipo de instrumento esté más alejada de la establecida como objetivo de acuerdo con la estrategia de inversión definida por el comité de inversión y a los límites señalados en el reglamento interno respectivo.

Asimismo, tratándose de transacciones de compra y/o venta de un mismo instrumento, se debe procurar que la asignación para cada fondo sea siempre de acuerdo a la tasa promedio ponderada, minimizando cualquier diferencia de precio que pueda existir.

Respecto de procesos que regulan la coinvertición entre el fondo y la Administradora, el manual estipula que se aplicarán íntegramente las disposiciones pertinentes contenidas en el título XX de la Ley de Valores.

Por otra parte, cada fondo tiene un administrador asignado, el cual vela por los intereses de sus aportantes vía maximización de sus resultados. Esta segregación evita que los administradores puedan beneficiar a un fondo en desmedro de otro.

Finalmente, existe un encargado de cumplimiento de Banchile que fiscaliza el apego a las normas y disposiciones contenidas dentro del manual, quien informa al directorio y al gerente general de manera inmediata sobre los incumplimientos significativos que se produzcan dentro de la administradora, además de realizar el seguimiento de los mismos y dar resolución adecuada a los conflictos de interés que puedan surgir.

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.

Remuneraciones y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir el valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos previo al cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos rescates solicitados antes de dicho cierre. Respecto a otros cobros, el fondo no contempla pago de comisiones ni otros gastos.

El siguiente cuadro presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente:

Cuadro 6: Remuneración y comisiones

| Serie | Remuneración fija anual | Requisito de ingreso |
|---------|--------------------------------|----------------------|
| A | Hasta 1,5% (IVA Incluido) | No tiene |
| B - APV | Hasta 1,00% (Exenta de IVA) | No tiene |

Según información entregada por la administradora, durante el año 2013, el fondo recaudó US\$ 2,3 millones por concepto de remuneración (US\$ 3,6 millones durante 2012).

Política de endeudamiento⁵

El reglamento interno del fondo señala que Banchile podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo a información al 31 de marzo de 2014, el fondo presentó no obligaciones bancarias.

Comportamiento del fondo y las cuotas

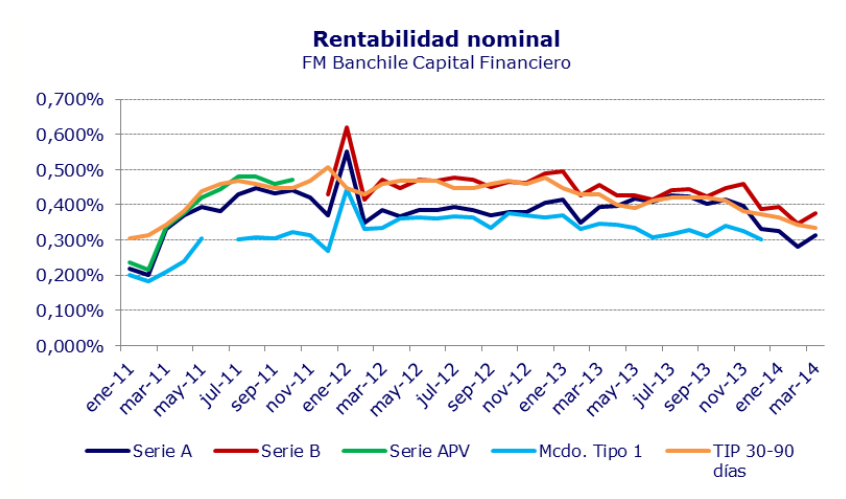
Rentabilidad y riesgo

A contar de noviembre de 2011, el fondo cuenta con una nueva serie B, que es la continuadora de la serie APV, que terminó sus operaciones en esa fecha.

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha evolucionado de forma muy similar a la tasa de captación nominal promedio entre 30 y 89 días (TIP 30-90 días). Lo anterior es adecuado, por cuanto a través de su historia el fondo ha cumplido con el objetivo que persigue, que es convertirse en una alternativa de inversión similar al depósito a plazo, pero con una mayor liquidez y flexibilidad. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad del **FM Capital Financiero** para los últimos dos años reafirma el objetivo planteado, alcanzando una rentabilidad promedio de 0,381% y 0,441% para sus series A y B, mientras que la TIP mostró en promedio una rentabilidad de 0,422%. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento de la TIP a 90 días y el de mercado tipo 1⁶ definido anteriormente.

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

⁶ Última información de mercado disponible en la SVS es a diciembre de 2013, por lo que la información de mercado no considera esas fechas.



A continuación se muestra un análisis del nivel y de la volatilidad de la rentabilidad para el **FM Capital Financiero** en relación al segmento objetivo y la TIP a 90:

Cuadro 7: Rentabilidad mensual FM Capital Financiero

| FM Capital Financiero | Serie A | Serie B | TIP 30 a 89 días | Mercado Tipo 1 |
|---------------------------|---------|---------|------------------|----------------|
| Rentabilidad Mes Actual | 0,314% | 0,375% | 0,334% | N/D |
| Rentabilidad Mes Anterior | 0,280% | 0,345% | 0,343% | N/D |
| Últimos seis meses | 0,344% | 0,402% | 0,367% | 0,323% |
| Últimos 12 meses | 0,379% | 0,416% | 0,389% | 0,323% |
| Rentabilidad YTD 2014 | 0,307% | 0,372% | 0,347% | N/D |
| Des Est (24 meses) | 0,037% | 0,037% | 0,041% | 0,023% |
| Promedio (24 meses) | 0,381% | 0,441% | 0,422% | 0,344% |
| C. Variacion (24 meses) | 0,10 | 0,08 | 0,098 | 0,067 |

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

Cuadro 8: Rentabilidad anual FM Capital Financiero

| FM Capital Financiero | Serie A | Serie B | TIP 30 a 89 días | Mercado Tipo 1 |
|---------------------------|---------|---------|------------------|----------------|
| Rentabilidad Mes Actual | 3,832% | 4,596% | 4,080% | N/D |
| Rentabilidad Mes Anterior | 3,412% | 4,222% | 4,200% | N/D |
| Últimos seis meses | 4,203% | 4,933% | 4,500% | 3,940% |
| últimos 12 meses | 4,639% | 5,105% | 4,769% | 3,947% |
| Rentabilidad YTD 2014 | 3,744% | 4,555% | 4,240% | N/D |
| Promedio (24 meses) | 4,672% | 5,417% | 5,189% | 4,202 |

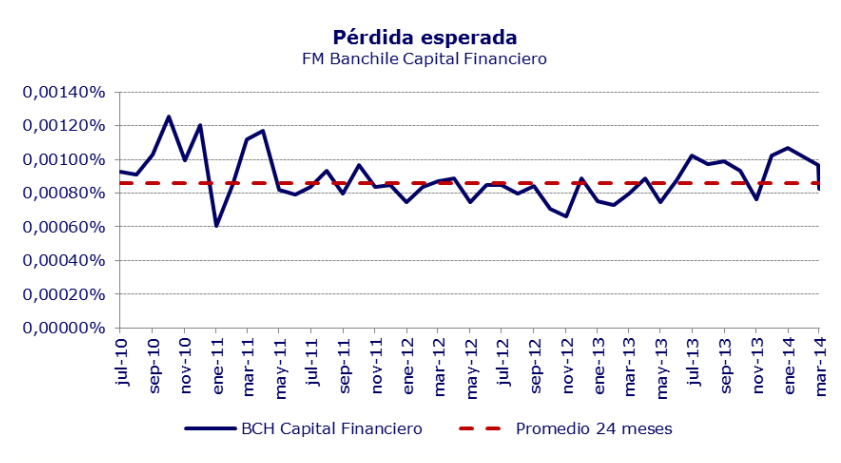
La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Capital Financiero** presenta desempeños similares a la industria, por lo que cumple con los objetivos que se ha trazado en cuanto a tener una rentabilidad similar a la de un depósito a plazo.

Volatilidad del fondo

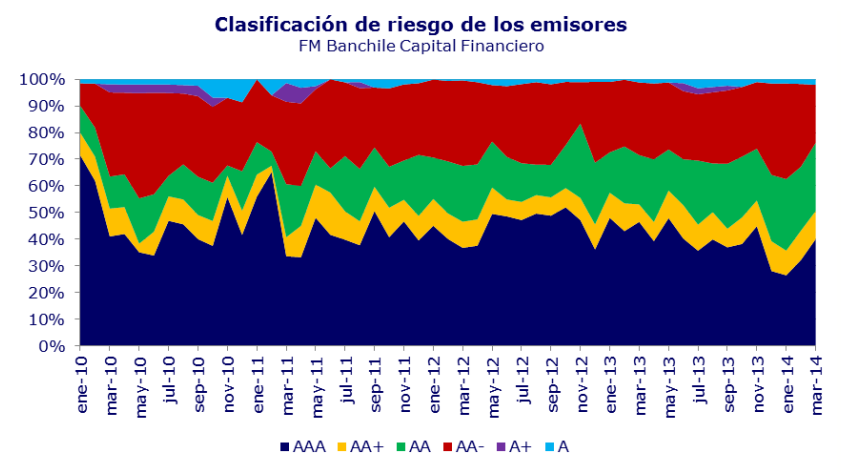
Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (durante marzo de 2014 alcanzaron una concentración de 97,87%), se puede presumir que su cartera presenta un

riesgo por *default* reducido. 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 marzo de 2014, ésta tendría una pérdida esperada de 0,00084%, mostrando un comportamiento que se ha mantenido entre 0,00066% y 0,00107% en los últimos dos años (pérdida promedio de 0,00086% para ese mismo período), manteniéndose en línea con la clasificación asignada. A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de dentro del fondo:



Para complementar el análisis respecto de la evolución del riesgo crediticio de la cartera, a continuación se muestra la composición de la misma en relación al rating asociado a cada emisor, con lo cual se logra apreciar la adecuada estabilidad estratégica con que se maneja el fondo:



A partir del gráfico anterior, se aprecia una estructura de inversiones que privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "AA", que a marzo de 2014 representaban el 40,02% y el 25,58% del portafolio respectivamente.

Por su parte, 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 66 días para los últimos doce meses), y en títulos expresados en pesos de emisores nacionales (en marzo de 2014, la cartera se encontraba expresada en un 97,5% en pesos de Chile y en un 2,4% en unidades de fomento. En consecuencia, se tiene una baja sensibilidad ante cambios en la tasa de interés y/o en la variación de precios (inflación).

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), con el 100% de su fondo en pesos.

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 1.328, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora-, la SVS deberá establecer en cada caso las condiciones y plazos en que deberá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de doce meses.

La política de diversificación, descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, limitando aspectos como grado de concentración por emisor y por grupo empresarial.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido a la actual condición del mercado en donde las alternativas de inversión se encuentran bastantes 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 5,8% y 7,1%, representando en promedio un 6,5% de la cartera en marzo de 2014.

Como se pudo ver en el cuadro N°5, la cartera de inversiones está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo de corto plazo de bancos nacionales, los cuales presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada en algunos periodos (máximo de un 10% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, en marzo de 2014, los ocho mayores emisores concentraron un 80,33% de las inversiones:

Cuadro 9: Mayores emisores del fondo

| Institución | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | mar-14 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Banco Falabella | 0,8% | 3,6% | 5,4% | 8,4% | 12,8% |
| Banco de Chile | 9,4% | 7,8% | 3,5% | 10,2% | 11,3% |
| BCI | 9,0% | 9,1% | 9,4% | 11,2% | 10,5% |
| Scotiabank | 9,1% | 9,3% | 7,2% | 8,0% | 10,5% |
| Banco Santander | 9,3% | 9,1% | 7,2% | 4,5% | 10,0% |
| Security | 9,7% | 8,9% | 10,7% | 10,1% | 9,2% |
| Banco Itaú | 7,0% | 9,5% | 8,1% | 9,7% | 8,9% |
| Corpbanca | 9,1% | 9,4% | 10,5% | 11,2% | 7,0% |
| Sub-Total | 63,5% | 66,8% | 62,0% | 73,2% | 80,3% |
| Ocho mayores emisores | 69,7% | 73,1% | 75,3% | 81,6% | 80,3% |

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, salvo que los rescates que hace un individuo representen un porcentaje igual o superior a 20% del valor del fondo, caso en que se paga dentro del plazo de quince días hábiles bancarios, contados desde la fecha de presentación de la solicitud de rescate. Las solicitudes de rescate se dirigen por escrito al gerente general de la administradora y se presentan en sus oficinas o en la de los agentes que hayan sido autorizados por la misma. El pago de los rescates se hace en dinero efectivo (en pesos de Chile), 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).

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

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

Los aportantes del fondo, en forma individual, tienen una baja incidencia en cuanto a la presión de liquidez del fondo, dado que la capacidad de retiro de cada uno es limitada, lo que acota este riesgo por partícipe. En marzo de 2014, el fondo contaba con más de 8.400 partícipes, y su principal aportante representaba un 3,8% del fondo (los diez principales representaron un 11,99% de éste). A continuación se presenta la incidencia de los principales aportantes del fondo:

Cuadro 6: Importancia de los mayores aportantes en el fondo

| Peso relativo aportante | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | mar-14 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1° | 17,94% | 7,73% | 9,63% | 3,26% | 3,80% |
| 2° | 3,71% | 7,35% | 1,19% | 3,14% | 1,42% |
| 3° | 3,19% | 5,29% | 1,08% | 2,49% | 1,33% |
| 4° | 2,88% | 3,38% | 0,94% | 1,22% | 1,30% |
| 5° | 2,26% | 1,05% | 0,92% | 0,96% | 1,24% |
| 6° | 1,88% | 0,95% | 0,86% | 0,91% | 1,06% |
| 7° | 1,60% | 0,94% | 0,84% | 0,88% | 1,00% |
| 8° | 1,27% | 0,83% | 0,73% | 0,86% | 0,84% |
| 9° | 1,10% | 0,57% | 0,71% | 0,00% | 0,00% |
| 10° | 1,06% | 0,55% | 0,71% | 0,00% | 0,00% |
| Total | 36,88% | 28,64% | 17,62% | 13,73% | 11,99% |

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es principalmente 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 (el promedio últimos doce meses fue de 66 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 \$ 73.142 millones, equivalente al 24% de valor 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 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.

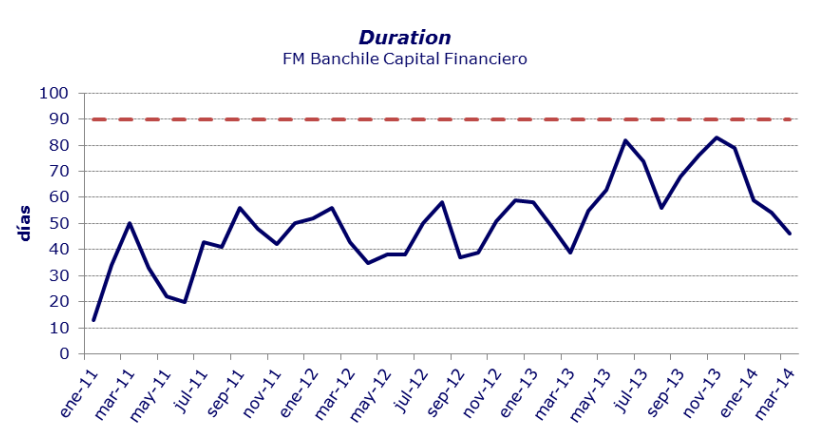
Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, manejar los vencimientos de los instrumentos de la cartera y revisar la proporción de activos líquidos. Asimismo, en lo referido a la realización de ajustes a precios de mercado, señala que los precios considerados 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 RiskAmerica⁷, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

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

Con todo, dado que se trata de un fondo mutuo con duración menor a un año (en junio de 2013, sólo un 3,3% de los instrumentos en cartera tiene duración superior a un año), en nuestra opinión la valorización de los activos de largo plazo no tiene efecto de relevancia en el valor final de la cuota.

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



"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."

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.

Anexo N°1

Criterios generales para el manejo de potenciales conflictos de interés

Banchile ha establecido diversas medidas con el objeto de impedir y/o mitigar los conflictos de interés o las consecuencias que eventualmente éstos produzcan:

- a. Proceso de análisis, gestión y operación de inversiones independiente y completamente separado de las áreas de negocios de sus relacionados;
- b. Cada fondo administrado es considerado de manera separada e independiente de los otros fondos o del patrimonio de la Administradora;
- c. Barreras de información entre empleados de la Administradora y áreas de negocio de sus relacionados para impedir que se lleve a cabo intercambio de información que pueda suponer un riesgo de conflicto de interés;
- d. Política de supervisión sobre el proceso de inversión;
- e. Medidas de segregación de funciones de trabajo que impiden que personas ajenas al área de inversiones participe en el proceso de toma de decisiones de inversión de los Fondos
- f. En la resolución de los conflictos de interés, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:
 - i. En caso de conflicto entre Banchile y un Fondo, deberá siempre anteponerse el interés del Fondo
 - ii. En caso de conflicto entre un Fondo y un partícipe, deberá siempre anteponerse el interés del Fondo
 - iii. En caso de conflicto entre Banchile y un partícipe, deberá siempre anteponer el interés de este último;
 - iv. En caso de conflicto entre partícipes:
 1. se evitará favorecer a alguno de ellos;
 2. no se podrá, bajo ningún concepto, revelar a los partícipes las operaciones realizadas por otros partícipe;
 3. no se podrá incentivar operaciones de un partícipes con el objeto de beneficiar a otros.

Anexo N°2

Contrato de derivados

Según su reglamento interno, el fondo podrá realizar operaciones en contratos de opciones, de futuros y forwards, en los términos establecidos en la Norma de Carácter General N°204 del 28 de diciembre de 2006, con el fin de tener cobertura de riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que les hace especialmente sensibles a las variaciones de precio de activo subyacente y puede multiplicar las pérdidas y ganancias de valor de la cartera.

Los activos objetos de estos contratos serán tasas de interés e instrumentos de renta fija. Las inversiones en contratos denominados en unidades de fomento responden a la cobertura de riesgos financieros ante variaciones de la inflación.

Anexo N°3

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 | 0 | 100 |
| Emisores Nacionales | 100 | 100 |
| Instrumentos emitidos por Bancos e Instituciones Financieras nacionales o extranjeras que operen en el país. | 0 | 100 |
| Pagarés de empresas. | 0 | 100 |
| Bonos de empresas. | 0 | 100 |
| Títulos de deuda de securitización correspondientes a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley 18.045. | 0 | 25 |
| Instrumentos de oferta pública 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 |
| Instrumentos emitidos o garantizados por el Estado, Tesorería General de la República y/o el Banco Central de Chile. | 0 | 100 |
| Otros títulos de deuda que autorice la Superintendencia. | 0 | 100 |
| Otros instrumentos e inversiones financieras que autorice la Superintendencia. | 0 | 100 |

Además, el fondo se limita a destinar un 10% del activo del fondo en un mismo emisor y un 25% en un mismo grupo empresarial y sus personas relacionadas.