



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

## Fondo Mutuo Cash

**Agosto 2015**

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
Cuotas	AA+fm
Riesgo de mercado	M1
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2014 <sup>1</sup>
Administradora	Banchile Administradora General de Fondos S.A.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Fondo Mutuo Cash** comenzó sus operaciones en agosto de 1998, 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 mutuo es ofrecer una alternativa de inversión a personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo en un fondo cuya cartera esté compuesta por instrumentos de deuda emitidos por las principales instituciones que participen en el mercado de capitales nacional.

Para lo anterior, en la práctica se invierte en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, conformando una cartera de duración menor o igual a 90 días, en base a instrumentos en pesos chilenos asociados a emisores nacionales. A junio de 2015, el capital administrado por el fondo ascendía a US\$ 252 millones.

Entre las fortalezas de **Fondo Mutuo Cash** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en "Categoría AA+ fm" destaca las características propias de la cartera de inversión, orientada, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio, con elevada liquidez y nula exposición cambiaria. Ello asociado principalmente a una política de inversiones históricamente conservadora y consistente a través del tiempo.

Asimismo, la existencia de un mercado secundario para los valores en que invierte el fondo, favorece el que precio de las cuotas refleje su real valor de mercado. Cabe agregar que la valorización de los instrumentos del portafolio es realizada por una entidad independiente y de prestigio en el medio.

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,

<sup>1</sup> Corresponden a los últimos EEFF disponibles. Complementariamente el análisis considera la información proporcionada a la SVS al cierre de junio de 2015 (Cartera de inversiones, valores cuota).

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.

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 Mutuo Cash**.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a  $M1^2$ , puesto que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado, centrado en inversiones de corto plazo (baja exposición a cambios en la tasa de interés), en pesos (tal como se expresan sus cuotas) y a tasa fija, situación que se estima se mantendrá a futuro, basado 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 4,4% 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 promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos promedio definidos por el reglamento.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*<sup>3</sup>", producto principalmente de que no se visualizan cambios relevantes en las variables que determinan la clasificación de riesgo.

Para la mantención de la clasificación es 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.

---

<sup>2</sup> La clasificación de riesgo para este tipo de fondos mutuos va desde M1 a M6.

<sup>3</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

### 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.
- 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 en la definición de las inversiones por parte del reglamento interno, incluido el riesgo de los 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 categoría de riesgo

### Categoría AAfm

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

“+”: Corresponde a los títulos de deuda 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 fondo

**Fondo Mutuo Cash** es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (con un 99,98% de la propiedad de Banco de Chile y un 0,02% en manos de Banchile Asesorías Financieras). El banco, que a junio de 2015 exhibía un patrimonio de US\$ 4.083 millones, es controlado por el grupo Luksic (a través de sociedades de inversión) uno de los principales conglomerados económicos del país. En 2008 el banco absorbió los activos y pasivos de Citibank Chile, filial chilena de Citigroup Inc., una de las empresas de servicios financieros más grandes del mundo, con quienes tienen un acuerdo de cooperación y conectividad global, que contempla el apoyo mutuo para la realización de diversos negocios, y el uso limitado de la marca “Citi”.

De acuerdo a lo informado por la SVS, a junio de 2015, Banchile AGF gestionaba 83 fondos mutuos, con un patrimonio administrado de US\$ 8.672 millones, cifra que lo posicionaba en el primer lugar de la industria con una participación de mercado en torno al 21%.

A esa fecha, los fondos de deuda menor a 90 días representaban el 39% de los fondos mutuos administrados por la AGF. Entre los fondos tipo 1, Banchile AGF mostraba la mayor participación, con un 23,5% 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	39,01%
Deuda corto plazo mayor a 90 días	7,67%
Mediano y largo plazo	40,64%
Mixto	3,52%
Capitalización	7,89%
Libre inversión	0,09%
Estructurados	0,46%
Calificados	0,72%

## 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 de carácter financiero. 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**

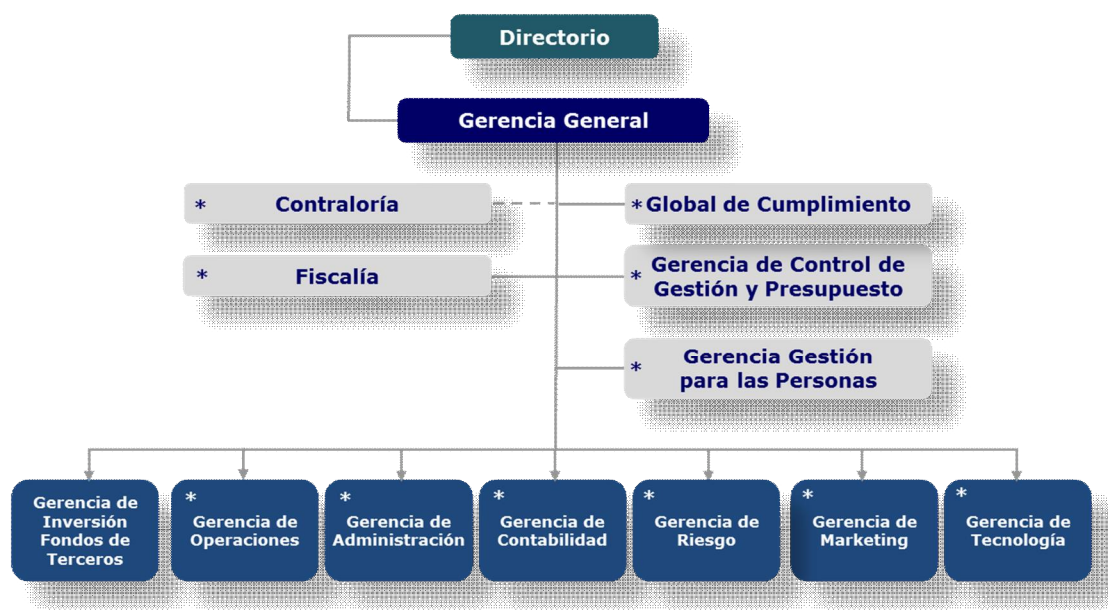
Nombre	Cargo
Pablo Granifo Lavín	Director
Arturo Tagle Quiroz	Director
Jorge Ergas Heymann	Director
Eduardo Ebensperger Orrego	Director
Nicolás Luksic Puga	Director
Andrés Lagos Vicuña	Gerente General

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**



\* Servicios compartidos con Banchile Corredores de Bolsa S.A.

Para obtener mayor información acerca de la administradora, visite nuestra página web ([www.humphreys.cl](http://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 ofrecer una alternativa de inversión a personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo en un fondo cuya cartera esté compuesta por instrumentos de deuda emitidos por las principales instituciones que participen en el mercado de capitales nacional.

El fondo debe mantener dentro de su cartera de inversión, 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 BBB", "N-3", o superiores.
- Mantener sus inversiones y saldos disponibles en pesos chilenos.
- Mantener un porcentaje máximo de 100% del activo de fondo en instrumentos en que el emisor o garante sea el Estado de Chile, Tesorería General de la República y/o el Banco Central de Chile.
- Mantener un porcentaje máximo de inversión 20% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad.
- Mantener un porcentaje máximo de inversión 30% del activo del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
- Mantener un máximo del 25% del capital suscrito y pagado o del activo de un emisor.
- Mantener un máximo del 25% de la deuda del Estado de Chile.
- No controlar, directa o indirectamente, a un emisor de valores.

Dado lo anterior, la promesa formal del **Fondo Mutuo Cash** es la conformación de una cartera orientada a renta fija en emisores nacionales en pesos chilenos, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose invertir en activos de diferentes niveles de riesgo crediticio.

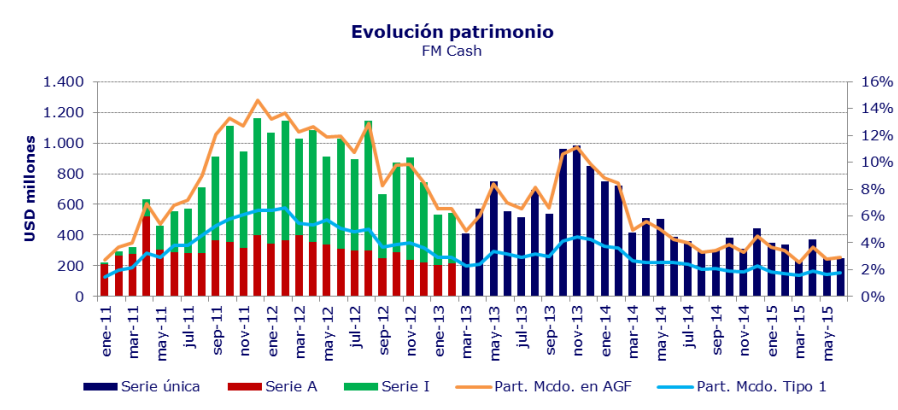
Cabe mencionar que la política de inversión del fondo no contempla ninguna limitación o restricción a la inversión en valores emitidos o garantizados por sociedades que no cuenten con el mecanismo de gobiernos corporativos, descritos en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046.

En la práctica, la cartera de inversiones del fondo ha presentado una conformación estable en el tiempo, compuesta en su mayoría por depósitos de corto plazo y pagarés emitidos por el Estado de Chile (87,26% y 11,31% promedio en los últimos dos años), y emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo "Categoría A" o superior (en junio de 2015, la totalidad de la cartera alcanzaba o superaba esa clasificación, y el 98,89% una clasificación igual o superior a "Categoría AA-"), 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 70 días para los últimos dos años. En términos de tipo de moneda y tasa, las inversiones se han orientado a instrumentos en pesos (97,7% promedio en los últimos dos años) y tasa fija.

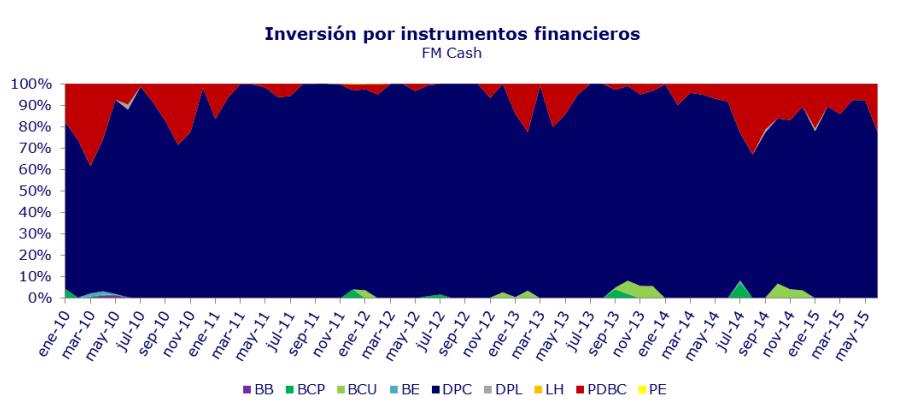
## Composición del fondo

Hasta el 21 de marzo de 2013, el fondo contaba con dos series, Serie A y Serie I, que fueron fusionadas en una serie única (los partícipes de la Serie I fueron absorbidos por la serie A, creándose una nueva serie continuadora), que comenzó a funcionar al día siguiente.

Al 30 de junio de 2015, el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 251,9 millones y ha disminuido en los últimos años, pasando de un promedio de US\$ 957 millones en 2012, a US\$ 299 millones durante el primer semestre de 2015.



Al analizar la evolución del fondo durante los últimos doce meses, se observa que su participación de mercado en el segmento de fondos tipo 1 ha variado entre 2,43% y 1,57%, alcanzando 1,75% en junio de 2015 (2,51% en igual mes del año anterior). Su relevancia respecto al patrimonio administrado por Banchile en fondos mutuos ha sido aún más volátil y ha variado entre 2,54% y 4,47% en el mismo período. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales. El cuadro siguiente muestra la evolución en la composición de las inversiones del fondo:





**Cuadro 4: Composición cartera**

Instrumento	Promedio anual					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BB : Bonos bancarios	0,64%	0,07%	0,32%	0,00%	0,19%	0,00%
BCP : Bonos Banco Central en pesos	0,81%	4,16%	1,37%	2,27%	7,33%	0,00%
BCU : Bonos Banco Central en U.F.	0,00%	0,00%	3,27%	4,39%	4,92%	0,00%
BE : Bonos de empresas	0,83%	0,30%	0,00%	0,00%	0,98%	0,00%
DPC : Depósitos a corto plazo	81,37%	96,07%	97,56%	89,81%	84,82%	85,70%
DPL : Depósitos a largo plazo	0,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	1,34%
LH : Letras hipotecarias	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PDBC : Pagarés descontables Banco Central	17,04%	3,96%	2,91%	8,81%	12,88%	13,77%
PE : Pagarés de empresas	0,00%	0,13%	0,21%	0,00%	0,00%	0,00%

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%), 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.

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

La legislación vigente, en particular la Ley N° 20.712 sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales, junto con 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 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 aquel 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 los procesos que regulan la coinversión 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 los resultados de su portafolio. Esta segregación evita que los administradores pudieren 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. Los criterios utilizados por el directorio de la administradora para resolver un eventual conflicto de interés se pueden ver en el Anexo N°1 de este informe.

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 de la administradora es de hasta un 1,50% anual (IVA incluido), la que 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 y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos solicitados antes de dicho cierre. Respecto a otros cobros, el fondo no contempla pago de comisiones ni otros gastos.

Según información entregada por la administradora, durante el primer semestre de 2015, el fondo recaudó US\$ 1,4 millones por concepto de remuneración (US\$ 3,5 millones durante 2014).

## Política de endeudamiento<sup>4</sup>

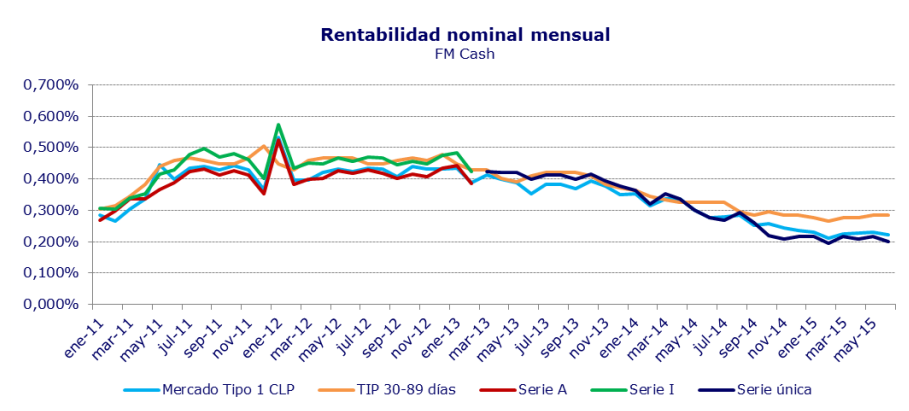
El reglamento interno del fondo señala que Banchile podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar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

## Comportamiento del fondo y las cuotas

### Rentabilidad y riesgo

Tal como se mencionó anteriormente, a contar de marzo de 2013, el fondo reemplazó sus series A e I por una serie única, continuadora de la Serie A, que a su vez absorbió la antigua Serie I.

En términos comparativos, en los últimos dos años la rentabilidad de su serie única ha mantenido una tendencia similar a la Tasa Interbancaria Promedio entre 30 y 89 días (TIP 30-89 días) y muy parecida al mercado de fondos tipo 1 en pesos. Lo anterior es adecuado, por cuanto a través de su historia el fondo ha cumplido con el objetivo que persigue, que es ofrecer una alternativa de inversión a personas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo en un fondo cuya cartera compuesta por instrumentos de deuda nacional. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad del **Fondo Mutuo Cash** para los últimos doce meses, reafirma el objetivo planteado, alcanzando una rentabilidad promedio de 0,227%, mientras que el mercado de fondos mutuos tipo 1 en pesos y la TIP 30-89 días mostraron una rentabilidad promedio de 0,242% y 0,286% para ese mismo período respectivamente. 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 1 en moneda nacional (CLP).



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

<sup>4</sup> El reglamento interno no especifica los límites a los gravámenes que está sujeto el fondo.

**Cuadro 5: Rentabilidad mensual Fondo Mutuo Cash**

Fondo Mutuo Cash	Serie Única	Mercado Tipo 1 CLP	TIP 30-89 días
Rentabilidad Mes Actual	0,201%	0,222%	0,285%
Rentabilidad Mes Anterior	0,216%	0,231%	0,285%
Últimos seis meses	0,209%	0,224%	0,277%
Últimos 12 meses	0,227%	0,242%	0,286%
Rentabilidad YTD 2015	0,209%	0,224%	0,277%
Des Est (24 meses)	0,079%	0,062%	0,052%
Promedio (24 meses)	0,295%	0,295%	0,328%
C. Variación (24 meses)	0,27	0,21	0,16

Las rentabilidades anualizadas del fondo se presentan a continuación:

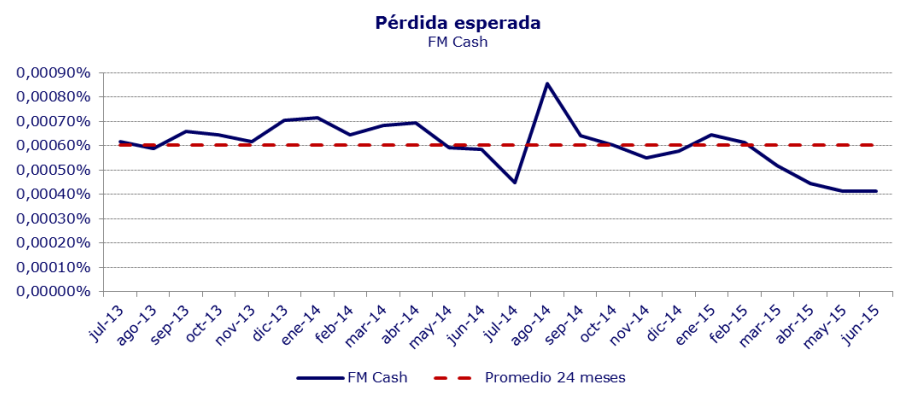
**Cuadro 6: Rentabilidad anual Fondo Mutuo Cash**

Fondo Mutuo Cash	Serie Única	Mercado Tipo 1 CLP	TIP 30-89 días
Rentabilidad Mes Actual	2,435%	2,699%	3,480%
Rentabilidad Mes Anterior	2,621%	2,804%	3,480%
Últimos seis meses	2,537%	2,724%	3,380%
últimos 12 meses	2,757%	2,938%	3,490%
Rentabilidad YTD 2015	2,537%	2,724%	3,380%
Promedio (24 meses)	3,596%	3,595%	4,008%

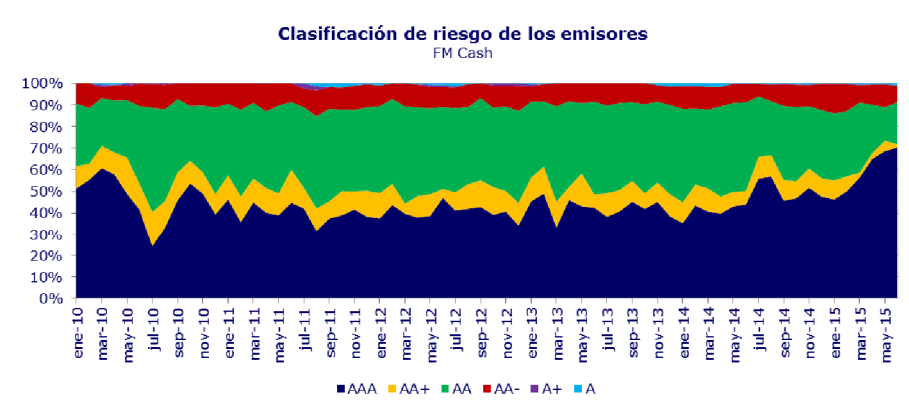
## Volatilidad del fondo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en "Categoría AA-" o superior (en junio de 2015 alcanzaron una concentración de 98,89%), se puede 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 junio de 2015 –para un horizonte de un año- ésta tendría una pérdida esperada del orden del 0,00041%, mostrando un comportamiento similar al observado a igual fecha del año anterior. Al analizar el desempeño del indicador de pérdida de los últimos dos años, se observa que este se ha estabilizado en torno a un valor promedio de 0,0006%, manteniéndose en línea con la clasificación asignada. A continuación, se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **Fondo Mutuo Cash**:



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 privilegia emisores clasificados en "Categoría AAA" y "AA", que a junio de 2015 representaban el 70,2% y el 19,4% del portafolio respectivamente.

Por su parte, los riesgos de mercado se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversión, que se concentra principalmente en el corto plazo (*duration* promedio de 67,75 días para los últimos doce meses), en tasa fija y, casi completamente, en títulos en pesos de emisores nacionales (en junio de 2015, la totalidad de la cartera estaba invertida en moneda nacional). 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 (en junio de 2015, el 94% de los instrumentos invertidos por el fondo tenían vencimiento inferior 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 situación 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.

A juicio de **Humphreys**, la política de diversificación, descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, cumpliendo con la normativa en cuanto a limitar el 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 20% del activo a partir de enero de 2015, y no más del 10% para los períodos anteriores), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido a la actual condición del mercado en el que las alternativas de inversión se encuentran restringidas y, por lo mismo, este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos. Durante los últimos doce meses, los emisores del fondo habían tenido un exceso promedio de 0,44%, y en promedio un 2,8% de los emisores mostró excesos de inversión durante ese período.

Como se pudo ver en el cuadro N°4, 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 20% invertido en un emisor). Tal como se ve a continuación, en junio de 2015, los ocho mayores emisores concentraron un 95,32% de las inversiones:

**Cuadro 7: Mayores emisores del fondo**

Institución	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Banco Central (AAA)	6,98%	2,79%	8,83%	14,20%	22,46%
Banco Santander (AAA)	9,42%	7,40%	7,53%	9,10%	15,49%
BancoEstado (AAA)	4,22%	7,17%	4,33%	9,23%	14,36%
BBVA (AA)	9,61%	11,58%	9,17%	9,12%	13,01%
HSBC (AAA9)		0,28%	1,99%	5,05%	12,04%
Banco Security (AA-)	9,50%	11,52%	8,28%	10,27%	7,74%
Scotiabank (AAA)	8,63%	9,95%	9,85%	9,72%	5,89%
Banco Falabella (AA)	1,83%	2,60%	2,54%	6,09%	4,33%
<b>Sub-Total</b>	<b>50,19%</b>	<b>53,30%</b>	<b>52,52%</b>	<b>72,78%</b>	<b>95,32%</b>
<b>Ocho mayores emisores</b>	<b>75,10%</b>	<b>77,06%</b>	<b>75,37%</b>	<b>78,77%</b>	<b>95,32%</b>

Sin perjuicio de lo expuesto, en la actualidad los riesgos de los bancos están bastante asociados al del 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 aquellos 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 incidencia no elevada 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. A junio de 2015, el fondo contaba con más de 7.300 partícipes, y su principal aportante representaba un 9,9% del fondo (los diez principales representaron un 26,5% 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-11	dic-12	dic-13	dic-15	jun-15
1°	8,04%	11,48%	7,32%	8,51%	9,89%
2°	4,79%	6,70%	4,84%	4,91%	2,75%
3°	3,55%	4,44%	2,24%	3,11%	2,35%
4°	3,42%	2,79%	1,91%	2,82%	2,26%
5°	2,70%	2,40%	1,70%	2,63%	2,08%
6°	2,50%	2,01%	1,65%	2,32%	1,54%
7°	2,28%	1,90%	1,57%	2,25%	1,52%
8°	2,14%	1,70%	1,10%	1,82%	1,48%
9°	1,76%	1,64%	0,99%	1,59%	1,37%
10°	1,59%	1,42%	0,91%	1,37%	1,26%
<b>Total</b>	<b>32,78%</b>	<b>36,49%</b>	<b>24,23%</b>	<b>31,33%</b>	<b>26,50%</b>

## 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 67,75 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 diario del fondo ascendió a UF 10 millones, equivalente al 40% 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 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 RiskAmerica<sup>5</sup>, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

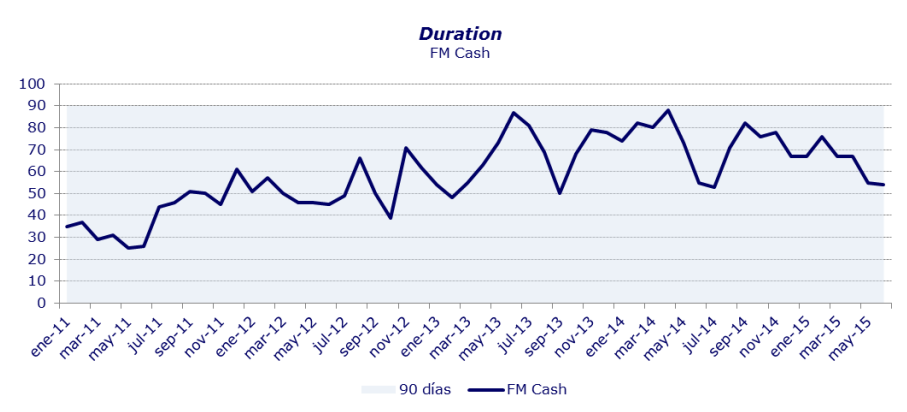
- b)** Considerar la realización de pruebas de *stress testing* u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera ante distintos escenarios de mercado. Según lo informado por la administradora, semanalmente se analizan las distintas tasas que influyen la rentabilidad de los instrumentos y evalúa la exposición de dichos instrumentos en relación a la semana anterior.
- 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 encuentran publicadas en sus estados financieros anuales y su reglamento interno.

La valorización a TIR de compra tiene bajo efecto distorsionador en activos de corto plazo (en junio de 2015, un 94% de los instrumentos en cartera tenía duración inferior a un año) por ello, en nuestra opinión, la valorización de los activos de largo plazo no tiene efecto de relevancia en el valor final de la cuota (ya que si no están presentes, tienen una importancia muy baja dentro del portafolio).

<sup>5</sup> 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.



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 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

### **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 partícipes.
    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
Nacionales	0	100
Bonos emitidos o garantizados por el Estado, Tesorería General de la República y/o Banco Central de Chile.	0	100
Bonos emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras.	0	100
Bonos emitidos por empresas.	0	100
Depósitos emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras.	0	100
Pagarés y efectos de comercio emitidos por empresas.	0	20
Pagarés emitidos o garantizados por el Estado, Tesorería General de la República y/o Banco Central de Chile.	0	100
Letras y Mutuos hipotecarios emitidos o garantizados por Bancos e Instituciones Financieras.	0	100
Letras y Mutuos hipotecarios emitidos o garantizados por otros agentes no Bancos ni Instituciones financieras.	0	100
Títulos de deuda de securitización correspondientes a la suma de los patrimonios de los referidos en el Título XVIII de la Ley N°18.045.	0	25
Otros valores de oferta pública, de deuda, que autorice la SVS.	0	100

Además, el fondo se limita a destinar un 20% del activo del fondo en un mismo emisor y un 30% en un mismo grupo empresarial y sus personas relacionadas.