



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. (56-2) 433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

## Fondo Mutuo Corporativo

Julio 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

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 2011
Administradora	Banchile Administradora General de Fondos S.A.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Fondo Mutuo Corporativo** comenzó sus operaciones en octubre de 1996 y es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A. (en adelante Banchile AGF), sociedad filial del Banco de Chile, entidad clasificada en “*Categoría Aa3*” en escala global moneda extranjera.

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, el propósito principal del fondo es la inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, conformando con ello una cartera con una duración menor o igual a 90 días. A 31 de mayo 2012 el fondo administrado asciende a US\$ US\$ 693 millones, rentando durante los últimos dos años un 0,297%% como promedio mensual.

Entre las fortalezas de **Fondo Mutuo Corporativo** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo de sus cuotas en “*Categoría AA+fm*” destacan las características propias de la cartera de inversiones, orientada a instrumentos de bajo riesgo y adecuada rentabilidad a lo largo del tiempo (en relación al riesgo asumido), lo que es propio de una política de inversión conservadora y consistente. Asimismo, y por las características del fondo, se observa una alta liquidez de los activos, siendo consistente con un fondo de alta rotación de su patrimonio.

La clasificación de las cuotas incorpora además como un factor positivo la administración de Banchile, ya que posee una alta capacidad de gestión para administrar fondos. También se considera como un elemento favorable el hecho de que el valor contable de las cuotas representan razonablemente su valor económico.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra contraída por el hecho de que la conformación de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el

reglamento interno del fondo, podría variar significativamente en cuanto a su composición por tipo de moneda y riesgo crediticio de los emisores. Con todo, se toma como atenuante la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales, y las restricciones propias que se impone la sociedad administradora en cuanto a la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). Si bien existe amplitud de definiciones de inversión en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

La clasificación de riesgo de mercado corresponde a *M1*, ya 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 que 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).

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>1</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>1</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA+ fm/ M1

#### Categoría AA

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

**Fondo Mutuo Corporativo** es administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco de Chile (con un 99,979% de la propiedad de esta entidad y un 0,021% de su filial 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 diciembre de 2011 Banchile AGF administraba 72 fondos mutuos y seis fondos de inversión, con un patrimonio administrado que totalizaba alrededor de US\$ 8.400 millones.

## Estructura organizacional

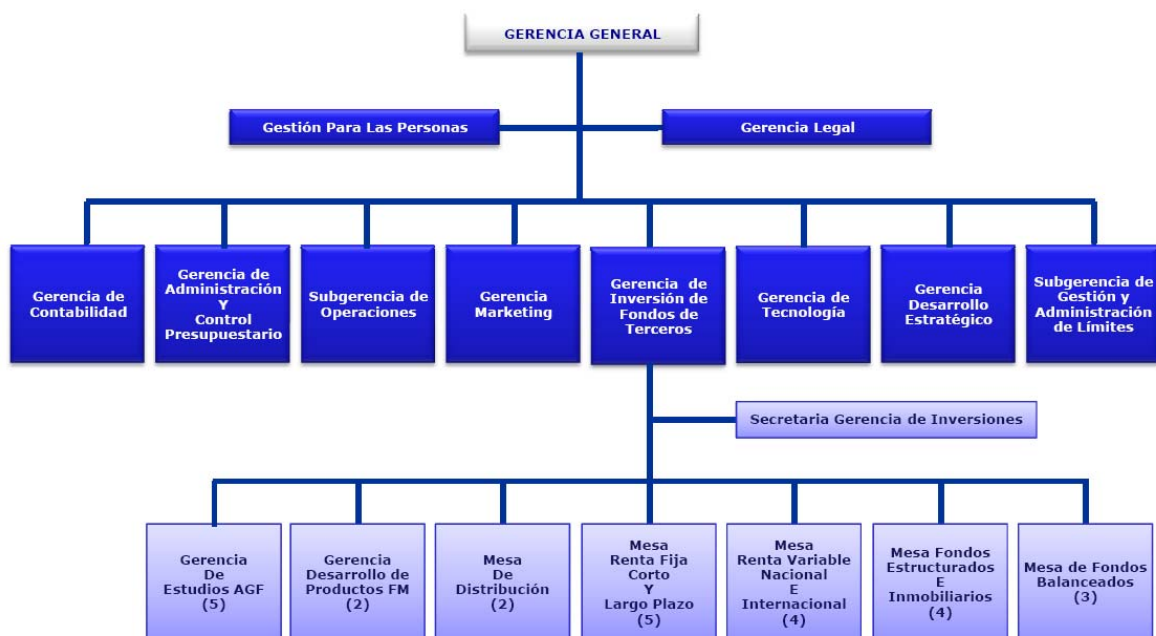
El directorio de la administradora está compuesto por cinco miembros, quienes sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas) y que, en términos generales, se caracterizan por mostrar una elevada experiencia en la gestión de activos financieros.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

Nombre	Cargo
Jorge Tagle Ovalle	Director
Alejandro Herrera Aravena	Director
Pablo Granifo Lavín	Director
Jacob Ergas Ergas	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.

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:



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

La política de inversiones tiene como propósito destinar sus recursos preferentemente a la adquisición de instrumentos de deuda de corto plazo nacional que tenga una duración de la cartera menor o igual a 90 días, según se establece en el reglamento interno.

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 exclusivamente en emisores nacionales.

Dado lo anterior, la promesa formal del **Fondo Corporativo** es la conformación de una cartera de renta fija en emisores nacionales, con una duración igual o inferior a 90 días, permitiéndose distintos tipos de moneda y activos de diferentes niveles de riesgo crediticios. En la práctica, la cartera de inversiones del fondo ha presentado una conformación estable en el tiempo, con una duración cercana a los 90 días, concentrándose en emisores locales de bajo riesgo crediticio.

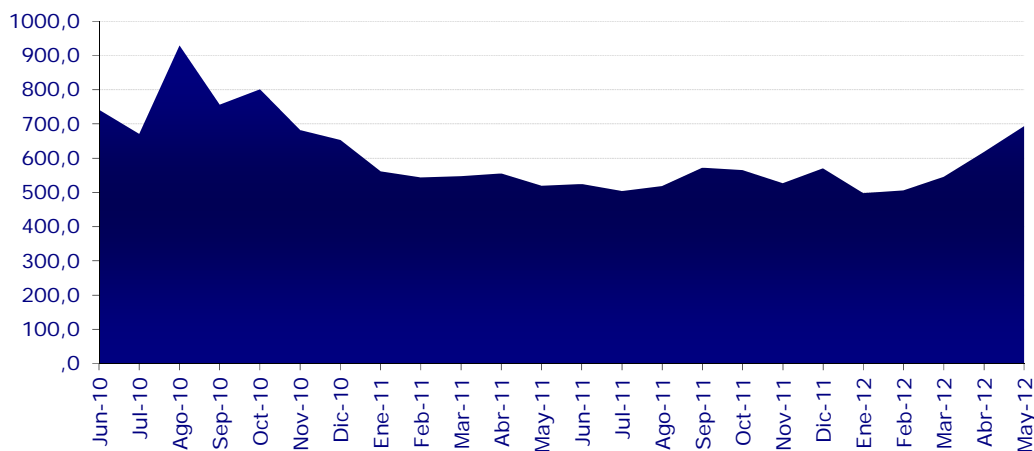
Si bien el reglamento del fondo no es exigente en cuanto a materias restrictivas de inversión, atendiendo en términos generales a lo que la normativa determina para este tipo de fondos, no se desconoce que en la práctica la cartera ha sido administrada de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años, y, además, se ha concretado exclusivamente en instrumentos nominados en pesos chilenos y en Unidades de Fomento.

### Composición del fondo

Al 31 de mayo de 2012 el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 693 millones (US\$ 553 millones como promedio de los últimos doce meses). En términos de capital administrado, ha mostrado un desarrollo volátil durante los últimos años, situación frecuente en los fondos de renta fija a corto plazo. No obstante, ha respondido de manera adecuada frente a las exigencias

de liquidez por parte de los aportantes, cumpliendo de manera satisfactoria los pagos a sus clientes.

**Evolución patrimonio FM Corporativo últimos 24 meses  
(Millones de US\$)**



Al analizar evolución del valor del fondo durante el período junio de 2011 a mayo de 2012 se observa una estabilización en su tendencia, pasando a representar, en promedio, cerca del 4,5% del mercado. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales.

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 constituye 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 las inversiones. La política 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

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.

Por otra parte, cada fondo tiene un administrador asignado, el cual vela por los intereses de sus aportantes vía maximización de los resultados del fondo. 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 de la administradora es de hasta un 0,952% anual (IVA incluido), la que se aplica al monto que resulta de agregar al valor neto diario del fondo antes de remuneración, los rescates que corresponda liquidar ese día, es decir, aquellos rescates solicitados antes del cierre de operaciones del fondo. El fondo no contempla el cobro de comisiones. Los gastos con cargo al activo del fondo se encuentran correctamente especificados en el reglamento interno del mismo, y corresponden a los utilizados normalmente por la industria.

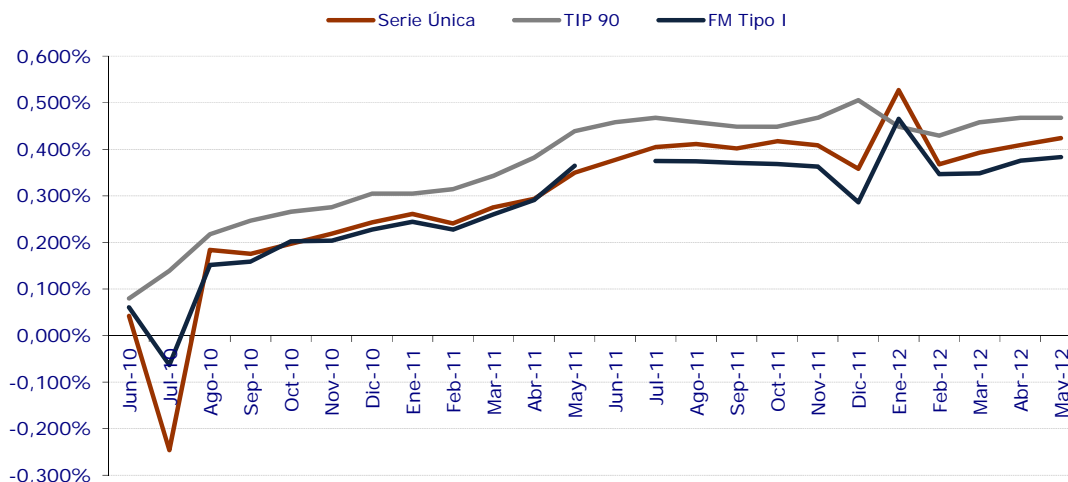


## Comportamiento del fondo y las cuotas

### Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, durante los últimos años la rentabilidad del fondo ha evolucionado de forma muy similar a la TIP (Tasa Interbancaria Promedio) entre 30 y 89 días, aunque algo menor. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad del **Fondo Corporativo** para los últimos 24 meses es inferior al de la TIP a 90 días, alcanzando tasas del 0,297% y del 0,368%, respectivamente.

Rentabilidad nominal mensual del FM Corporativo



A continuación se muestra un análisis rentabilidad riesgo para el **Fondo Corporativo** en relación al segmento objetivo y la TIP a 90:

Capital Financiero	Serie Única	Mercado	
		TIP 30 a 89 días	Mercado Tipo I
Rentabilidad Mes Actual	0,424%	0,468%	0,383%
Rentabilidad Mes Anterior	0,409%	0,468%	0,375%
Ultimos seis meses	0,413%	0,463%	0,368%
Ultimos 12 meses	0,408%	0,461%	0,338%
Rentabilidad YTD 2011	0,424%	0,454%	0,384%

Des Est (24 meses)	0,159%	0,117%	0,132%
Promedio (24 meses)	0,297%	0,368%	0,266%
C. Variacion (24 meses)	0,54	0,32	0,50

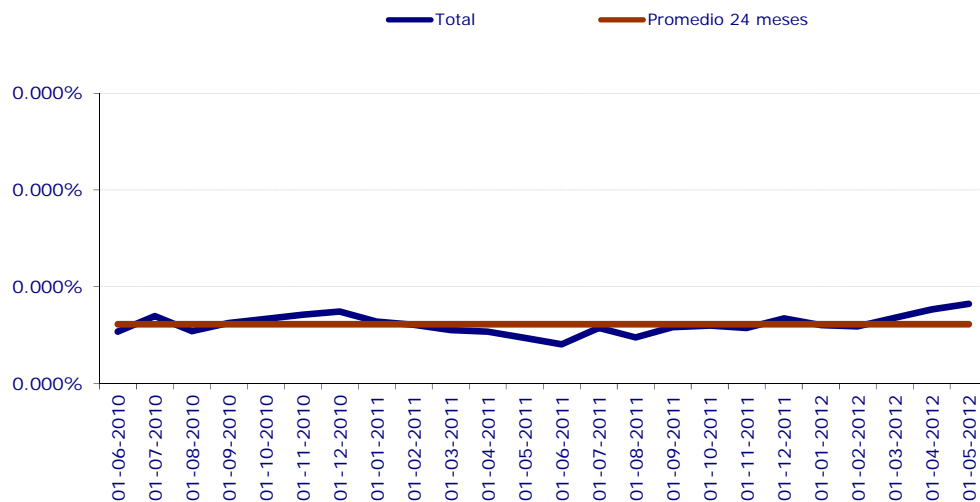
La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **Fondo Mutuo Corporativo** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, por lo que cumple con los objetivos que se ha trazado en cuanto a tener una rentabilidad similar a la de un depósito a plazo.

### Volatilidad del fondo

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra preferentemente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “*Categoría AA-*” o superior (a mayo de 2012 alcanzan una concentración de 96%) y que todas sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a “*Categoría A*”, 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.

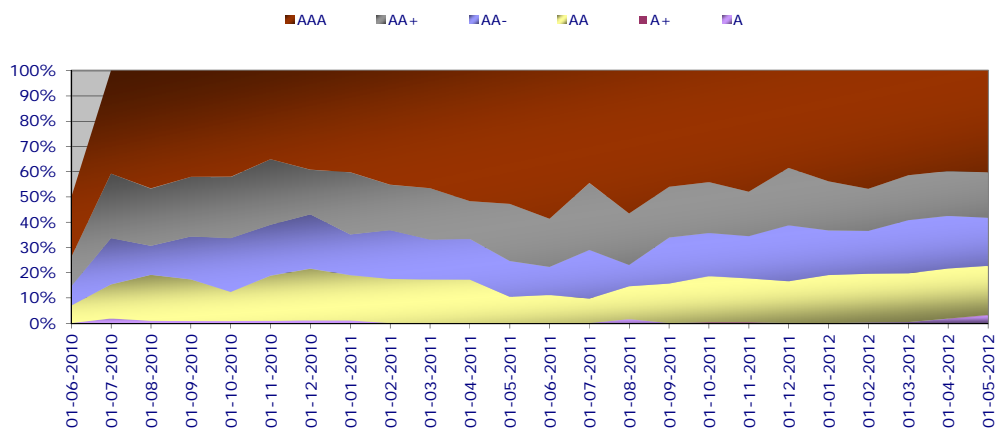
Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo, ésta tuvo a mayo de 2012 una pérdida esperada del orden de 0,00082%, la cual no ha variado significativamente en comparación a los doce meses anteriores, observándose una tendencia estable que ha alcanzado niveles comparables con una categoría de riesgo AA. A continuación se muestra gráficamente la evolución que ha experimentado la pérdida esperada de la cartera del **Fondo Corporativo**:

### Pérdida esperada FM Corporativo



Para analizar 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, con lo cual se logra apreciar la adecuada estabilidad estratégica con que se maneja el fondo:

### Distribución de la clasificación de riesgo de los emisores por FM Corporativo



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.

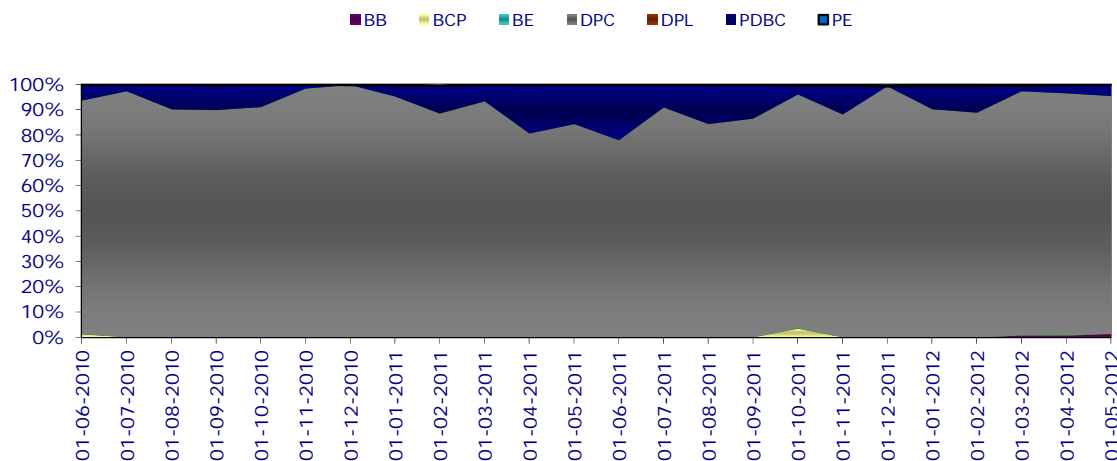
## **Niveles de concentración (o diversificación del fondo)**

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. Con todo, no establece restricciones por tipo de moneda (Unidades de Fomento, monedas extranjeras o pesos) o por nivel de riesgo.

En lo referente a la concentración por emisor (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido su reglamento interno de forma recurrente. Sin embargo, esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos. Los mencionados incumplimientos son "pasivos", vale decir, un operador no tiene permitido comprar papeles de un emisor si este se encuentra en el límite máximo de inversión, y si se produjese un incumplimiento "activo" es causal de despido. 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 las inversiones. Ante dichos casos, Banchile AGF tiene como política el solucionar los excesos a la brevedad.

### Distribución de instrumentos invertidos por FM Corporativo



Como se muestra en el gráfico, la cartera de inversiones está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales 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, ocho emisores concentran un 73,80% de las inversiones:

Ocho mayores emisores	
Scotiabank	10,47%
Corpbanca	9,84%
Banco Bice	9,61%
Security	9,40%
BBVA	9,10%
BCI	8,82%
Banco de Chile	8,34%
Banco Itaú	8,23%
<b>Sub-Total</b>	<b>73,80%</b>

### Liquidez de la cuota

Cualquier participante 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).

## Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es de corto plazo (el 100% presenta un plazo de inversión inferior a un año), reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días y se concentra en papeles que presentan mercado secundario, los cuales son de bajo riesgo y presentan una alta liquidez.

## 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 mercado, 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.
- 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 valoración 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.

*“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.”*